

## Introducción

En un entorno internacional marcado por las persistentes tensiones en el área del euro, el crecimiento de la economía latinoamericana continuó en la senda de desaceleración progresiva iniciada en 2011, tras un breve paréntesis en el primer trimestre. Así, la tasa de crecimiento del PIB en el promedio de las siete principales economías de la región<sup>1</sup> se situó, en el segundo trimestre de 2012, en el 2,6 % interanual, lo que representa un descenso de casi un punto respecto al cierre de 2011 y el menor crecimiento desde la salida de la crisis en 2009. En tasas trimestrales, la desaceleración se observó principalmente en el segundo trimestre (0,5 %), puesto que el crecimiento del primer trimestre (0,9 %) supuso un registro algo mejor que los de la segunda mitad de 2011. Todo ello apunta a un escenario regional de «aterrizaje suave», con una moderación del crecimiento superior a la esperada a comienzos de año, aunque similar a la experimentada por otras economías emergentes, y centrada especialmente en dos países, Argentina y Brasil (véase gráfico 1).

En estas dos economías, el crecimiento se moderó principalmente por la debilidad de la demanda interna, en particular de la formación bruta de capital. En el caso de Brasil, la debilidad de la inversión en bienes de equipo, en correspondencia con la prolongada atonía del sector industrial, se ha atribuido a factores estructurales y a los efectos retrasados de la apreciación del tipo de cambio, mientras que en Argentina la inversión en bienes de equipo y la construcción se han visto afectadas en los últimos meses por el control de cambios y las restricciones a las importaciones. En cambio, en el resto de los países las tasas de crecimiento del PIB y de la demanda interna fueron notablemente más sólidas, pero se observó un debilitamiento generalizado de la demanda externa, lo que constituye una diferencia importante respecto a la evolución del pasado año. Esta debilidad en las exportaciones constituye un indicio de que la ralentización de los principales socios comerciales que indujo una marcada desaceleración del comercio mundial (gráfico 1), el descenso del precio de algunas de las principales materias primas que exportan los países de la región (petróleo y metales) y, en menor medida, el aumento de la volatilidad en los mercados financieros han incidido de forma sensible en la evolución económica de América Latina en los últimos meses.

Por el contrario, los precios de consumo experimentaron escasas variaciones en los seis últimos meses. La inflación, medida en promedio regional, se situó en septiembre en el 6,2 % interanual, la misma tasa que en marzo, mostrando cierta rigidez a la baja a pesar de la desaceleración económica. Las expectativas de inflación se mantuvieron estables, o incluso ligeramente al alza en algunos países, situándose, en la mayoría de los países con regímenes de objetivos de inflación, en la parte superior de las bandas de tolerancia. En Brasil, la inflación se estabilizó por encima del 5 % interanual, medio punto por encima del objetivo oficial, pero ello no supuso la interrupción del pronunciado ciclo de recorte de los tipos de interés de referencia, hasta un mínimo histórico del 7,25 %, en un contexto en el que tanto la política fiscal como otras medidas en el ámbito financiero añadieron nuevos estímulos. Entre los restantes países, tan solo Colombia se sumó al ciclo bajista de los tipos de interés en julio y agosto.

En definitiva, aunque los fundamentos económicos de la mayoría de las economías de la región siguen siendo relativamente sólidos y la demanda interna mantiene su dinamismo

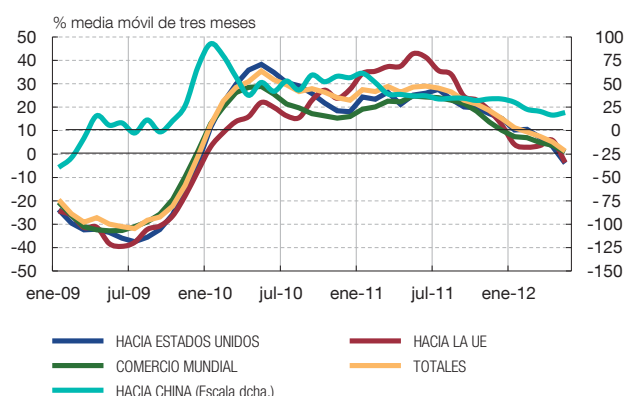
---

<sup>1</sup> Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Venezuela.

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



EXPORTACIONES DE AMERICA LATINA (a) (b)  
Media móvil de tres meses de la tasa interanual



FUENTES: Datastream, Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

a Agregado de las siete principales economías.

b Último dato, mayo de 2012.

—salvo alguna excepción destacada, como Brasil y Argentina—, el deterioro del entorno exterior ha afectado significativamente a la región, sobre todo a través del canal comercial. Así, los riesgos procedentes del exterior han seguido estando presentes, aunque los más graves, relacionados con una posible extensión de la crisis soberana en la zona del euro al crecimiento de la economía mundial (e indirectamente a América Latina por los canales comercial, financiero y el de confianza), parecen haberse atenuado tras las iniciativas anunciadas por las autoridades europeas desde el comienzo del verano. Por su parte, los principales bancos centrales de las economías desarrolladas ampliaron su batería de medidas no convencionales para apoyar el crecimiento, lo que debería ser positivo para el conjunto de las economías emergentes, incluidas las latinoamericanas, aunque eventualmente pudiera acentuar los dilemas de política monetaria en algunas de ellas. Por todo ello, aunque los indicadores más recientes apuntan a cierta recuperación sobre todo en los países latinoamericanos que han mostrado un peor desempeño reciente, las políticas económicas se desenvuelven, en general, en un entorno de gran incertidumbre sobre la recuperación global; además, la existencia de posiciones deficitarias en un número de países de la región cada vez mayor plantea un elemento de cautela (véase cuadro 1).

## Entorno exterior

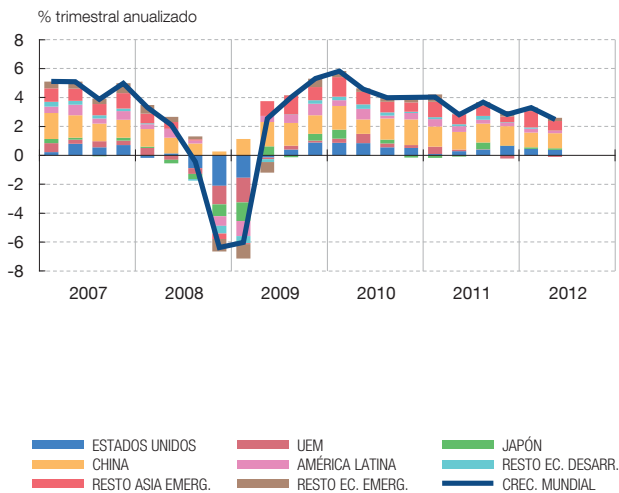
En los últimos meses, la evolución económica y financiera a escala global ha seguido estando condicionada por el desarrollo de la crisis de la deuda soberana en la UEM. Su agravamiento en los meses de primavera, que vino acompañado de una ralentización de la actividad bastante generalizada geográficamente (véase gráfico 2), propició un repunte de la aversión al riesgo, que se tradujo en nuevos episodios de huida hacia la calidad y en retrocesos de las cotizaciones bursátiles. Desde el comienzo del verano, la actuación de los bancos centrales de las principales economías desarrolladas contribuyó a la configuración de un panorama económico internacional algo paradójico. Así, mientras que los mercados financieros experimentaron una recuperación sustancial —al hilo de la disminución de los riesgos de eventos extremos en el área del euro, y el aumento en el apetito por el riesgo en un contexto de amplia liquidez—, la actividad siguió mostrando una marcada debilidad, y se revisaron a la baja las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, economías emergentes incluidas.

	2009	2010	2011	2010		2011		2012		2012	
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
<b>PIB (tasa interanual)</b>											
América Latina (a)	-1,9	6,3	4,4	6,1	5,4	5,5	4,3	4,4	3,6	3,3	2,6
Argentina (b)	0,9	9,2	8,9	8,6	9,2	9,9	9,1	9,3	7,3	5,2	0,0
Brasil	-0,3	7,5	2,7	6,9	5,3	4,2	3,3	2,1	1,4	0,8	0,5
México	-6,2	5,5	3,9	5,4	4,4	4,4	3,1	4,3	3,9	4,5	4,1
Chile	-1,0	6,1	6,0	7,7	6,7	9,9	6,3	3,7	4,5	5,3	5,5
Colombia (c)	1,7	4,0	5,9	3,0	4,7	5,0	5,1	7,5	6,1	4,7	4,9
Venezuela	-3,2	-1,5	4,2	-0,2	0,5	4,8	2,6	4,4	4,9	5,8	5,4
Perú	0,9	8,8	6,9	9,6	9,2	8,8	6,9	6,7	5,5	6,0	6,1
<b>IPC (tasa interanual)</b>											
América Latina (a)	6,4	6,4	6,8	6,2	6,6	6,7	6,6	6,9	7,0	6,6	6,0
Argentina (b)	6,3	10,5	9,8	11,1	11,0	10,1	9,7	9,8	9,6	9,7	9,9
Brasil	4,9	5,0	6,6	4,6	5,6	6,1	6,6	7,1	6,7	5,8	5,0
México	5,3	4,2	3,4	3,7	4,2	3,5	3,3	3,4	3,5	3,9	3,9
Chile	0,4	1,4	3,3	2,2	2,5	2,9	3,3	3,1	4,0	4,1	3,1
Colombia	4,2	2,3	3,4	2,3	2,7	3,3	3,0	3,5	3,9	3,5	3,3
Venezuela	28,6	29,0	27,2	29,8	27,3	29,1	24,6	26,5	28,5	25,1	22,3
Perú	2,9	1,5	3,4	2,2	2,1	2,4	3,1	3,5	4,5	4,2	4,1
<b>Saldo presupuestario (% del PIB) (d)</b>											
América Latina (a) (e)	-2,8	-2,2	-2,0	-2,0	-2,2	-1,8	-1,6	-1,7	-2,0	-2,1	-1,9
Argentina	-0,6	0,2	-1,6	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,4	-1,6	-1,9	-1,7
Brasil	-3,3	-2,5	-2,6	-2,3	-2,5	-2,3	-2,1	-2,5	-2,6	-2,4	-2,6
México	-2,3	-2,9	-2,5	-2,4	-2,7	-2,8	-2,8	-2,6	-2,4	-2,7	-2,5
Chile	-4,3	-0,3	1,5	0,0	-0,3	1,0	1,4	2,0	1,5	1,6	1,2
Colombia	-3,8	-3,6	-2,1	-3,6	-3,5	-2,9	-1,5	-1,4	-2,1	-2,5	-1,0
Venezuela	-5,1	-3,8	—	-3,5	-3,8	—	—	—	—	—	—
Perú	-1,7	0,1	0,9	-0,3	0,1	0,4	0,3	0,9	0,9	1,3	2,4
<b>Deuda pública (% del PIB)</b>											
América Latina (a)	34,5	33,4	32,1	33,5	33,1	33,0	32,9	32,3	32,1	31,3	—
Argentina	47,9	44,6	40,1	46,1	44,6	44,8	42,9	40,8	40,2	—	—
Brasil	42,1	39,2	36,5	39,4	39,2	38,9	38,6	36,3	36,4	36,5	35,1
México	28,0	27,5	26,5	27,3	26,1	27,1	26,9	27,6	26,5	28,2	28,1
Chile	5,8	8,6	11,2	8,7	9,2	9,0	9,4	10,6	11,2	11,2	11,7
Colombia	35,0	35,0	33,7	34,7	34,7	35,0	33,2	34,1	33,8	33,3	32,8
Venezuela	22,6	28,1	25,1	25,9	28,1	25,1	31,5	34,7	36,6	33,5	—
Perú	27,3	23,4	21,7	23,2	23,4	22,4	21,7	20,9	21,7	20,7	20,0
<b>Balanza cuenta corriente (% del PIB) (d)</b>											
América Latina (a)	-0,3	-0,7	-0,8	-0,6	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,9	-0,7	-0,9
Argentina	3,6	0,8	0,0	1,3	0,7	0,6	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1
Brasil	-1,5	-2,2	-2,1	-2,3	-2,2	-2,2	-2,1	-2,0	-2,1	-2,0	-2,1
México	-0,6	-0,3	-0,8	0,0	-0,3	-0,5	-0,5	-0,9	-0,8	-0,6	-0,5
Chile	2,0	1,5	-1,3	1,6	1,9	0,8	0,6	-0,4	-1,3	-1,6	-2,7
Colombia	-2,1	-3,1	-3,0	-2,7	-3,1	-3,1	-3,2	-2,9	-3,0	-2,8	-3,1
Venezuela	1,8	5,0	9,2	5,4	5,0	5,8	7,3	8,7	8,6	7,6	5,9
Perú	0,2	-1,7	-1,3	-1,1	-1,7	-2,6	-2,9	-2,0	-1,9	-1,7	-2,0
<b>Deuda externa (% del PIB)</b>											
América Latina (a)	20,6	20,9	19,9	20,4	20,7	20,6	19,9	19,9	19,9	20,0	—
Argentina	37,6	35,0	31,6	34,4	32,4	34,1	28,4	31,1	30,6	32,8	—
Brasil	12,2	12,0	12,0	12,0	12,0	12,3	12,2	12,0	12,0	12,1	16,5
México	18,9	19,0	18,2	18,4	19,0	17,8	18,6	18,0	18,2	18,4	19,1
Chile	42,1	40,1	40,3	40,8	39,9	39,8	39,8	38,6	39,5	39,3	39,8
Colombia	22,7	22,4	22,8	21,5	22,5	20,6	20,9	21,7	22,8	20,6	20,5
Venezuela	22,6	35,5	36,4	33,8	38,8	36,5	36,0	35,2	33,9	31,1	—
Perú	28,1	26,1	24,4	26,6	26,4	28,1	27,9	27,6	26,9	28,5	28,6

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.

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



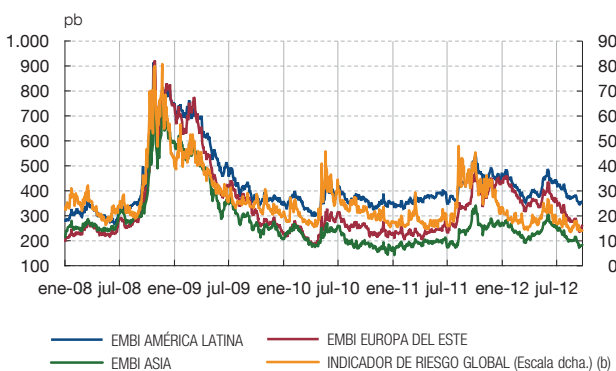
APORTACIÓN AL CRECIMIENTO INTERANUAL DE LAS EXPORTACIONES NOMINALES



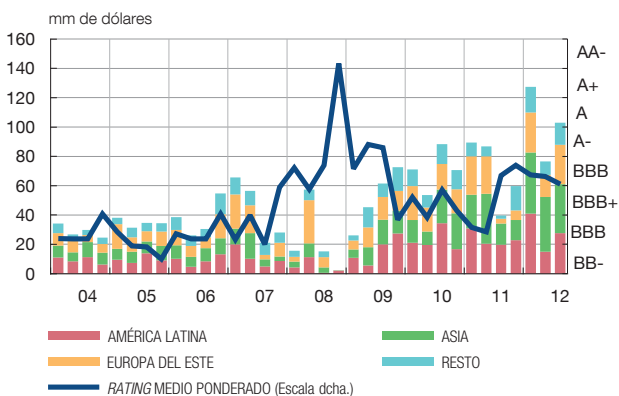
BOLSAS MUNDIALES (a)



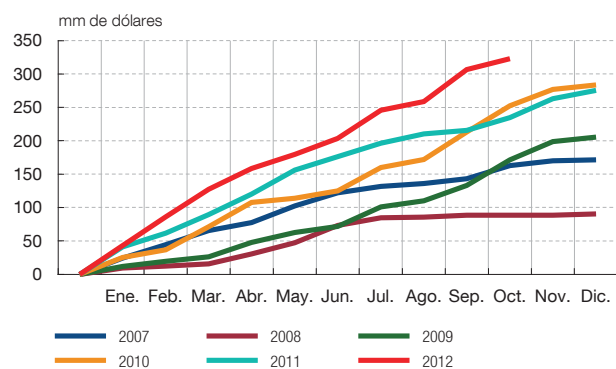
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS E INDICADOR DE RIESGO GLOBAL



EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES



EMISIONES EN MERCADOS INTERNACIONALES DE ECONOMÍAS EMERGENTES (cifras acumuladas)



FUENTES: Estadísticas nacionales, Dealogic, EPFR y Datastream.

a Índices en dólares.  
b Índice VIX.

En los países desarrollados, tras una cierta reactivación económica en el primer trimestre de 2012, a partir de abril se apreció una desaceleración generalizada, de mayor intensidad en algunas economías, como Japón, la UEM o el Reino Unido, pero también en Estados Unidos, donde el mercado laboral volvió a mostrar síntomas de debilidad. En ese contexto, y con unas tasas de inflación que tendieron a moderarse por la menor presión de los precios de las materias primas, a mediados de año los bancos centrales decidieron poner en marcha nuevas medidas. Destaca la actuación del BCE, que en julio bajó el tipo de interés oficial hasta el 0,75 % y anunció su compromiso de actuar para eliminar el riesgo de redenominación en el área del euro. En septiembre aprobó la introducción de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, por sus siglas en inglés), que contempla la compra de bonos soberanos a corto plazo —con vida residual hasta tres años— en el mercado secundario, de manera discrecional, sin límites cuantitativos y bajo una condicionalidad estricta, que estará vinculada a que el país cuyos bonos se adquieran haya solicitado previamente asistencia a los mecanismos europeos. El Consejo Europeo de junio también contribuyó a mitigar las tensiones, al comprometerse en profundizar en los procesos de integración, en particular acelerando la unión bancaria europea.

Por su parte, la Reserva Federal anunció en septiembre un importante conjunto de medidas: el inicio de un nuevo programa de expansión cuantitativa —conocido como *Quantitative Easing 3*—, basado en compras de MBS de agencias con cuantía y extensión ilimitada, y la ampliación de su compromiso de mantener los tipos oficiales en sus niveles actuales hasta mediados de 2015, señalando explícitamente que esto será así aunque la recuperación haya empezado. El Banco de Inglaterra aprobó una nueva facilidad de liquidez a seis meses, amplió su programa de compra de activos y, junto con el Gobierno británico, puso en marcha un esquema con el objetivo de estimular los préstamos al sector privado no financiero. Finalmente, el Banco de Japón expandió el volumen de su programa de compra de activos en sus reuniones de abril y septiembre. En el plano fiscal, continuó siendo intensa la consolidación fiscal en las economías europeas más sometidas al escrutinio de los mercados, mientras crecían las dudas sobre la sostenibilidad en el medio y largo plazo de las finanzas públicas en Japón y Estados Unidos; no obstante, en Estados Unidos el principal riesgo en el corto plazo es de signo contrario: la activación automática de recortes fiscales sustanciales al finalizar este año —el llamado *fiscal cliff*—, que, en caso de que no se llegue a un acuerdo político para evitarlo, tendrá un efecto sobre el crecimiento equivalente a varios puntos del PIB.

Durante este período, las economías emergentes siguieron mostrando una progresiva ralentización de la actividad, que en algunos casos —de modo destacado, en China y la India— fue más intensa de lo esperado. Esta evolución respondió, con algunas diferencias por regiones, a la menor aportación de la demanda externa y, en algunos casos, al progresivo debilitamiento de la demanda interna. El recrudecimiento de la crisis del área del euro incidió de manera destacada en las economías emergentes a través del canal comercial; el impacto fue más acusado en los países de Europa emergente, con unos vínculos comerciales y financieros más estrechos con el área del euro, y en economías como la de China, con un mayor grado de apertura comercial (véase gráfico 2). En general, la inflación experimentó una tendencia a la moderación en el período analizado, si bien en el tercer trimestre los aumentos de los precios de la energía y de algunos alimentos —como resultado en este último caso de las malas cosechas en diversas regiones— propiciaron un cierto repunte de las tasas de inflación. En este contexto, algunos bancos prosiguieron con el ciclo de bajadas de tipos de interés, aunque esta tendencia distó de ser generalizada y predominó más bien una actitud de cautela que se reflejó en un mantenimiento del tono de la política monetaria. En la misma línea, la desaceleración más fuerte de lo anticipado favoreció la aprobación de paquetes de estímulo fiscal en algún caso —China, principalmente—.

En este contexto, los mercados financieros internacionales se vieron condicionados por el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico y por las continuas tensiones asociadas a la evolución de la crisis soberana europea. Sin embargo, las medidas introducidas durante el verano por los bancos centrales de las principales economías avanzadas contribuyeron a estabilizar los mercados financieros, generando ganancias en la mayoría de los índices bursátiles, una disminución de la volatilidad, reducción en las primas de riesgo de deuda de las empresas, cierta mejoría en los mercados de deuda pública de los países europeos en dificultades y una ligera apreciación del euro frente al dólar. Los precios de las materias primas experimentaron ciertas oscilaciones, predominando en general un patrón de descensos en el segundo trimestre que se corrigió desde finales de junio, especialmente en los casos del petróleo y de algunos metales.

## Mercados financieros y financiación exterior

La recuperación experimentada por los mercados financieros en los primeros meses de 2012, tras el episodio de inestabilidad del último trimestre de 2011, asociado a la incertidumbre sobre la evolución de la crisis griega, no se consolidó. En el segundo trimestre de 2012, los mercados emergentes volvieron a verse afectados por las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública en España y en Italia y sobre el futuro del proyecto del euro. Ello se reflejó tanto en los precios de los activos financieros —con descensos en las bolsas, aumento de los diferenciales soberanos y depreciaciones cambiarias— como en las cantidades —salidas de capitales de los fondos de bolsa y caída del ritmo de emisiones de renta fija en mercados internacionales, junto con un ligero endurecimiento de las condiciones de emisión— (gráfico 2). No obstante, este episodio de tensión fue también de duración relativamente corta, de modo que, desde finales de mayo, los mercados emergentes comenzaron a recuperarse de nuevo, alcanzando en algún caso niveles previos al verano de 2011. Posteriormente, como se ha mencionado, las medidas de política monetaria adoptadas en los países desarrollados proporcionaron un soporte adicional a estos mercados. La reactivación de los flujos de inversión en bolsa y, sobre todo, deuda, y de las emisiones en los mercados primarios, permitió que, entre enero y octubre, se colocara en los mercados emergentes un volumen superior al del año 2010, que representaba el máximo histórico (gráfico 2).

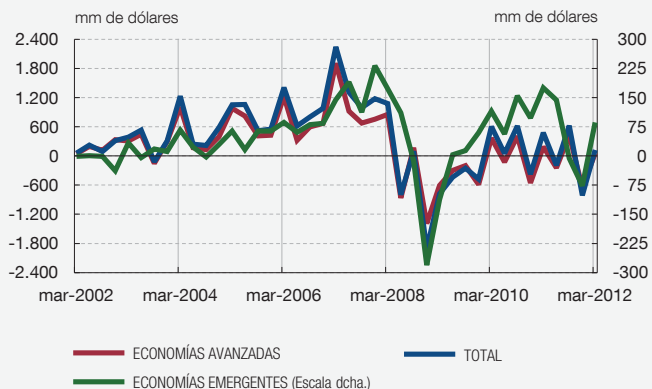
En América Latina, la evolución de los mercados financieros en los seis últimos meses fue paralela a la del resto de los mercados emergentes y estuvo determinada en mayor medida por factores globales que por desarrollos específicos de los países. Entre abril y mayo, los diferenciales soberanos medidos por el EMBI repuntaron en casi 100 puntos básicos (pb), en el momento de mayor tensión, situándose en torno a los 480 pb (gráfico 2). Los países que mostraron un mayor deterioro fueron Argentina y Venezuela (con aumentos de 275 pb y 260 pb, respectivamente), cuyos diferenciales soberanos se vieron afectados también, en el primer caso, por algunas medidas adoptadas por el Ejecutivo para controlar la oferta y la demanda de dólares y, en el segundo, por la cercanía e incertidumbre asociadas a las elecciones presidenciales de octubre. En Chile, en cambio, el aumento del diferencial se limitó a 45 pb, mientras que en Brasil, México, Colombia y Perú se aproximó a los 65 pb.

Dado que la exposición de América Latina a los flujos financieros (inversión directa y capital de la banca extranjera) procedentes de los países más afectados del área del euro, y particularmente de España, es mayor que la de otras regiones emergentes, cabía esperar que los mercados latinoamericanos se hubieran visto afectados más directa e intensamente que otros mercados (véase recuadro 1). Sin embargo, la reacción de los diferenciales soberanos o de las bolsas no fue más intensa que la observada en otras economías emergentes y fue más moderada que la de episodios previos de tensiones

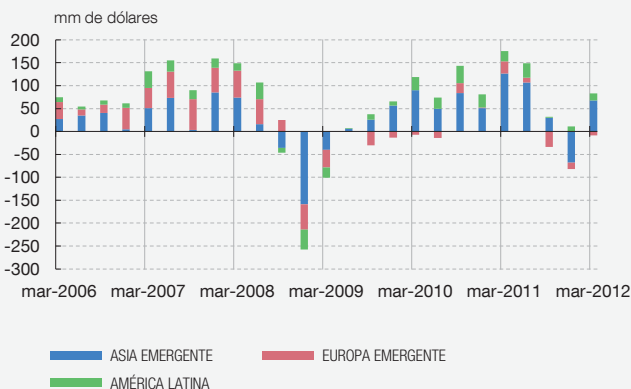
Los principales sistemas bancarios del mundo registraron una intensa expansión internacional en los años previos a la crisis económica y financiera global de 2008. Este proceso de interna-

cionalización tuvo lugar tanto directamente, a través de inversiones transfronterizas —en adelante, flujos bancarios internacionales— como indirectamente, mediante la expansión de la actividad

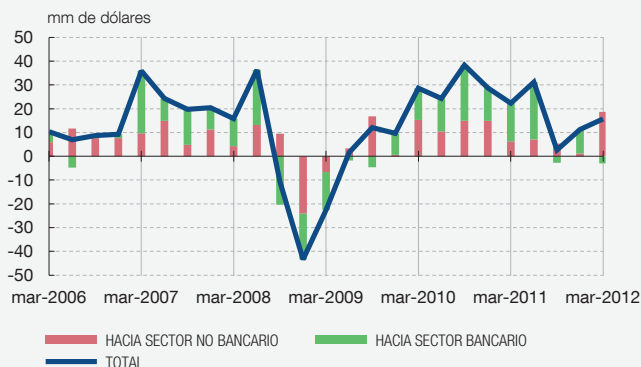
1 FLUJOS BANCARIOS INTERNACIONALES TOTALES



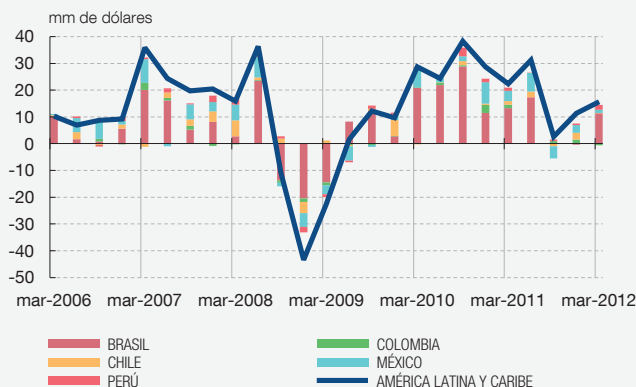
2 FLUJOS BANCARIOS INTERNACIONALES HACIA ECONOMÍAS EMERGENTES, POR REGIÓN



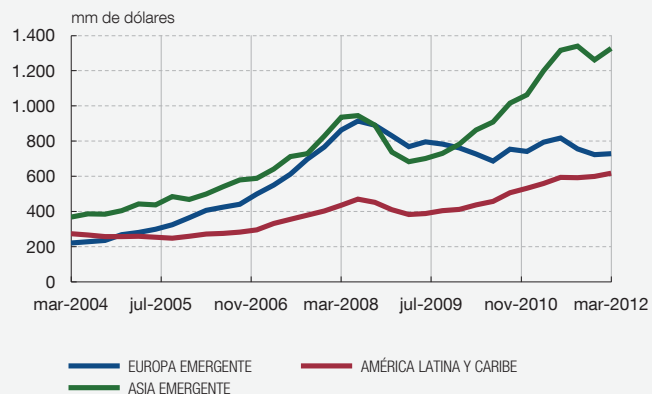
3 FLUJOS BANCARIOS HACIA AMÉRICA LATINA, POR SECTOR DE DESTINO



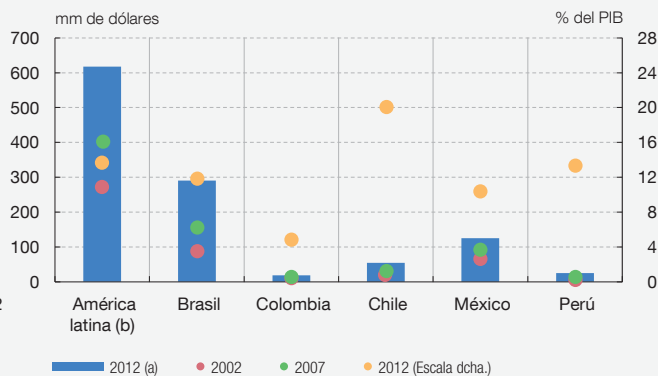
4 FLUJOS BANCARIOS HACIA AMÉRICA LATINA, POR PAÍS DE DESTINO



5 POSICIONES BANCARIAS INTERNACIONALES FRENTE A ECONOMÍAS EMERGENTES



6 POSICIONES BANCARIAS INTERNACIONALES FRENTE A AMÉRICA LATINA



FUENTES: BIS Locational Statistics y Fondo Monetario Internacional.

a Datos hasta el primer trimestre de 2012.  
b Agregado de Brasil, Colombia, Chile, México y Perú.

bancaria local en los países de destino. La quiebra de Lehman Brothers interrumpió abruptamente dicho proceso, ocasionando un impacto más notable en los flujos bancarios internacionales que en la actividad bancaria local de los bancos extranjeros. Como muestra el gráfico 1, los sucesivos episodios de inestabilidad financiera ocurridos desde 2008 han seguido teniendo un impacto negativo importante sobre la actividad transfronteriza.

En este recuadro se describe la evolución de los flujos bancarios internacionales hacia América Latina en los últimos años, en comparación con los de otras regiones emergentes, utilizando las estadísticas bancarias internacionales del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés). El análisis se realiza con las llamadas *Locational Banking Statistics* (LBS), que resultan más adecuadas para estudiar las tendencias en la integración financiera internacional —por centrarse en los flujos bancarios internacionales desde el país de origen— que las *Consolidated Banking Statistics* (CBS), también publicadas por el BIS —que incluyen tanto la exposición local como aquella a través de inversiones desde el origen— y, por lo tanto, son más indicadas para analizar los riesgos derivados de dicha expansión internacional<sup>1</sup>.

En particular, las LBS permiten analizar si el despalancamiento derivado de la crisis financiera global o, más recientemente, de la crisis de deuda soberana en el área del euro está provocando una restricción de la financiación transfronteriza. El análisis se centra, en este caso, en las economías emergentes, y en particular en las latinoamericanas. Esta evolución tiene importancia, entre otras razones, por su impacto sobre las condiciones financieras de los países receptores de estos flujos.

La recuperación de los flujos bancarios internacionales tras la quiebra de Lehman Brothers ha sido irregular, con importantes diferencias entre las economías avanzadas y las emergentes. Por una parte, como se observa en el gráfico 1, los flujos bancarios hacia economías avanzadas no han llegado a recuperar los niveles previos a 2008. En cambio, los flujos bancarios internacionales hacia el conjunto de las economías emergentes experimentaron una recuperación notable, superando los anteriores máximos, tras la severa contracción entre 2008 y 2009, aunque, como se observa en el gráfico 2, con un importante cambio de composición por regiones. Así, en Europa del Este registraron una contracción persistente, seguida de una reducción

adicional desde el tercer trimestre de 2011, mientras que en Asia emergente y América Latina y el Caribe registraron una tendencia al alza, recuperando, e incluso superando, los niveles previos a 2008.

Recientemente, esta evolución ha estado sujeta a importantes oscilaciones por la inestabilidad en la zona del euro, que ha tenido un impacto muy acusado en Asia emergente. Nótese que en el cuarto trimestre de 2011 los flujos bancarios internacionales hacia esta región registraron un saldo negativo de alrededor de 70 mm de dólares, lo que contrasta con las fuertes entradas de los trimestres precedentes. Los flujos bancarios internacionales hacia América Latina y el Caribe experimentaron oscilaciones menores que en otras áreas emergentes, pero con rasgos cualitativamente similares. El desglose por sector de contrapartida (véase gráfico 3) muestra cómo los flujos bancarios internacionales hacia el sector bancario fueron los que registraron mayores fluctuaciones en América Latina —un desarrollo similar al registrado en otras regiones—.

En el desglose por países, destaca la notable reversión de los flujos bancarios internacionales con México en el tercer trimestre de 2011 (véase gráfico 4), y la caída menor en términos absolutos, pero muy significativa, en Chile. En Brasil, un país con un elevado grado de integración financiera en los mercados internacionales, los flujos bancarios internacionales se redujeron durante 2011 hasta ser prácticamente nulos, y registraron incluso un saldo negativo en el cuarto trimestre de 2011. La financiación bancaria internacional al sector bancario se mostró más resistente que la destinada al bancario, si bien en el último trimestre de 2011 se redujo en Brasil y México.

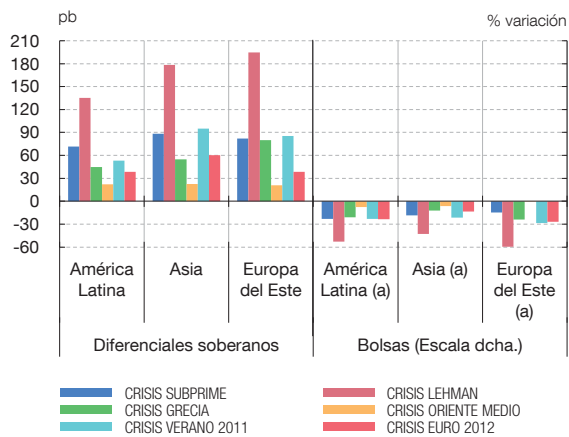
Estos desarrollos explican que las posiciones bancarias internacionales —es decir, el volumen de los activos transfronterizos medidos por las estadísticas LBS— frente a América Latina y el Caribe y frente a Asia emergente hayan tendido a incrementarse desde la crisis, a diferencia de lo acontecido en Europa emergente, donde se han reducido gradualmente (véase gráfico 5). En todo caso, las posiciones bancarias internacionales frente a América Latina continúan siendo menores, medidas en términos absolutos, que las posiciones frente a otras regiones emergentes. El desglose por países muestra también cómo el aumento en las posiciones bancarias internacionales en América Latina se ha producido de manera bastante generalizada, reflejo del aumento en la integración financiera internacional. El gráfico 6 muestra que en términos absolutos las posiciones son mayores en Brasil y México, pero es Chile el país donde las posiciones relativas, medidas como porcentaje del PIB, son más importantes.

En conjunto, los flujos bancarios internacionales hacia América Latina han sido más estables que los dirigidos hacia las economías avanzadas o hacia otras regiones emergentes. En América Latina se da también la circunstancia de que la banca extranjera ha operado, en mayor medida que en otras regiones, mediante bancos locales, y que este tipo de actividad bancaria se ha visto menos afectada por la crisis. Ambas circunstancias podrían explicar que, en regiones como América Latina, el impacto de los recurrentes episodios de inestabilidad financiera sobre las condiciones financieras locales haya sido, hasta la fecha, relativamente reducido.

<sup>1</sup> Hay dos razones que explican el mayor interés de las *Locational Banking Statistics* para el análisis de las tendencias en la integración financiera internacional: i) las LBS incluyen activos y pasivos de los bancos residentes en un país frente al resto del mundo, inclusive frente a bancos no residentes del mismo grupo, mientras que las CBS están diseñadas para estudiar los riesgos derivados de la expansión internacional de los sistemas bancarios, por lo que agregan las posiciones internacionales de los bancos con matriz en un determinado país, con las posiciones de sus filiales o subsidiarias en el extranjero, pero excluyendo las posiciones entre ellas y las matrices, y ii) las LBS, a diferencia de las CBS, presentan variaciones en posiciones ajustadas por tipo de cambio, lo que permite aproximar de manera más precisa la evolución de los flujos bancarios internacionales, corrigiendo de dicho efecto. Para una explicación detallada de las estadísticas bancarias del BIS, y de sus distintos usos, véase BIS, *Guide to the international financial statistics* (2009).



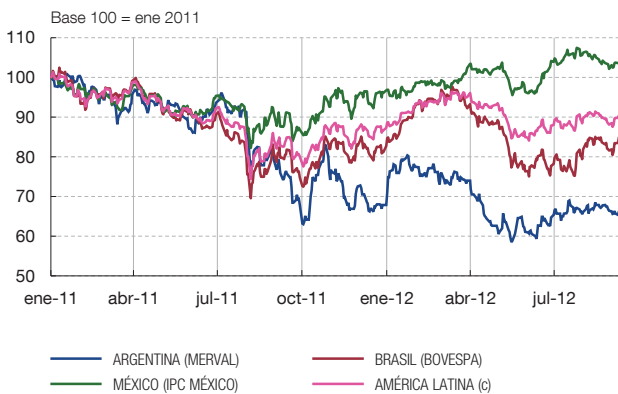
VARIACIÓN DE DIFERENCIALES SOBERANOS Y BOLSAS



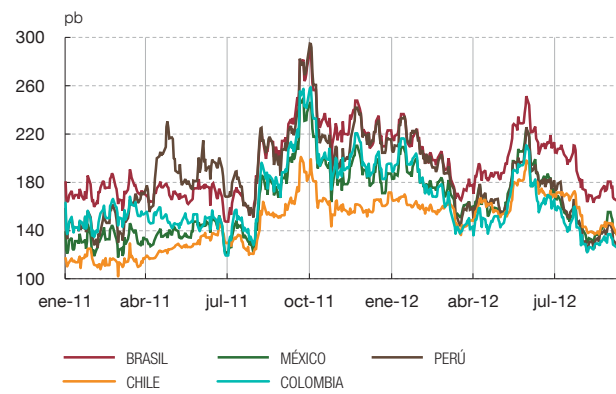
RATINGS SOBERANOS Y RATINGS IMPLÍCITOS EN CDS (b)



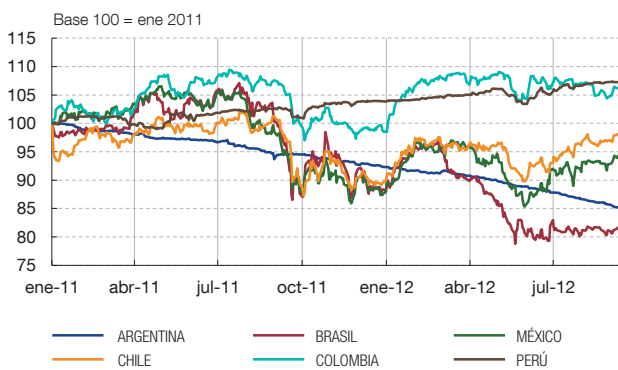
ÍNDICES DE BOLSA



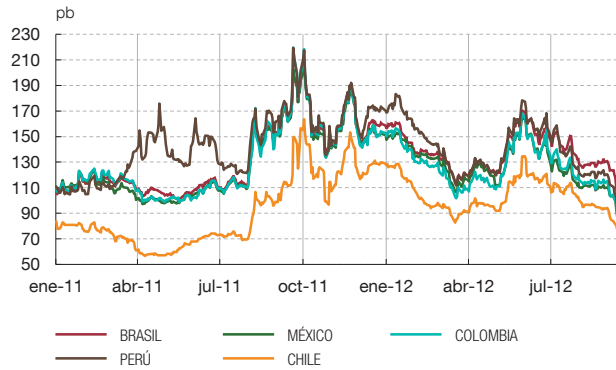
DIFERENCIALES SOBERANOS



TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



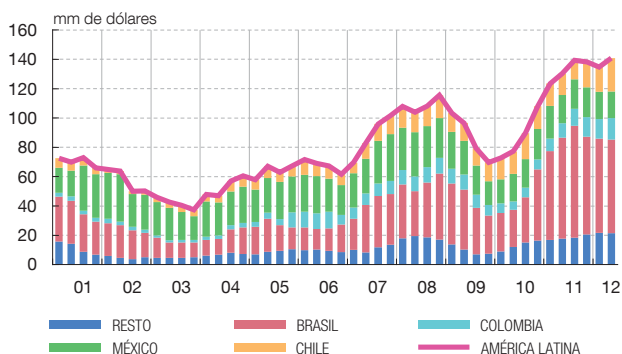
CDS SOBERANOS



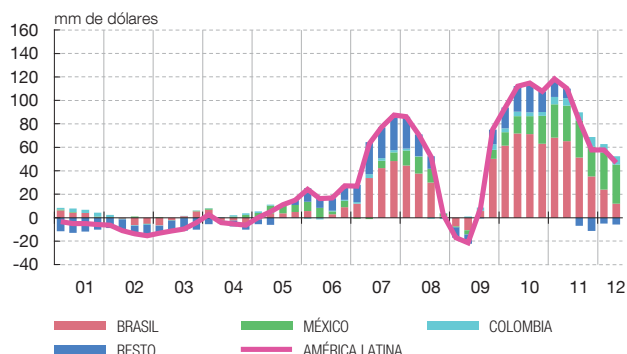
FUENTES: Datastream y JP Morgan.

- a Índices MSCI en moneda local.
- b Escala de Standard and Poor's. Los ratings implícitos se derivan de una correlación exponencial entre los ratings de Standard and Poor's y los CDS soberanos a cinco años.
- c Índice MSCI América Latina en moneda local.

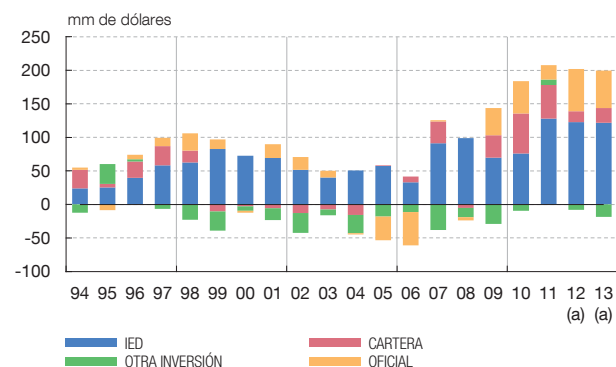
FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS EN DOCE MESES



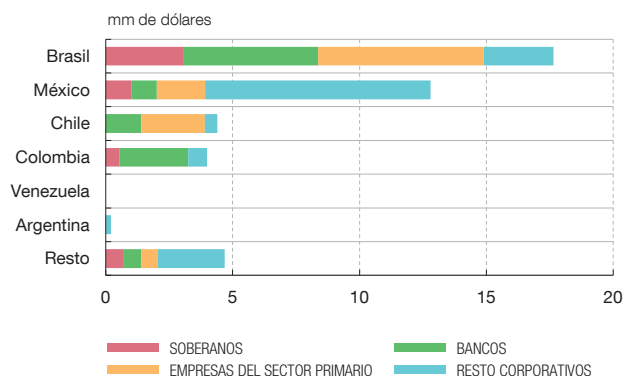
FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



FLUJOS DE CAPITALES RECIBIDOS POR AMÉRICA LATINA



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



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

a Estimación del Fondo Monetario Internacional.

globales (véase gráfico 3). Esta mayor resistencia se ha producido, además, en un contexto de deterioro de las perspectivas de los principales socios comerciales de América Latina (notablemente, de China) y de mantenimiento de expectativas de bajo crecimiento en Estados Unidos, lo que sugiere que es la mejoría de los fundamentos económicos y financieros de la propia región lo que está apoyando esta mayor autonomía. En este contexto, los *ratings* otorgados por las agencias de calificación han mejorado un escalón desde finales del pasado año para el agregado de América Latina, incluso teniendo en cuenta a Argentina y Venezuela. La evolución de los CDS soberanos a cinco años implicaría un *rating* implícito, obtenido a través de un panel con todos los países disponibles<sup>2</sup>, en el entorno de A (véase gráfico 3), unos tres escalones por encima del concedido por las agencias, y en algunos momentos del segundo trimestre de 2012, por encima incluso del agregado para la zona del euro.

Por su parte, entre abril y mayo la bolsa latinoamericana registró una caída superior al 21 %, medida en dólares, mayor que la de Asia pero algo menor que la de Europa del Este. En el mismo sentido, los tipos de cambio de la región se depreciaron acusadamente, sobre todo los de las economías con tipos de interés más altos y mercados más líquidos,

<sup>2</sup> *Ratings* implícitos calculados por regresión exponencial entre las calificaciones soberanas de Standard and Poor's, transformadas mediante escala lineal (de 21 = AAA a 0 = D/SD), y las primas cotizadas para los CDS soberanos a cinco años.

que elevan el atractivo de las operaciones de *carry trade*, como México (-8,8 %) o Brasil (-5,5 %) (véase gráfico 3). Las tensiones de los mercados financieros globales se reflejaron en una acusada disminución de las entradas de capitales totales a América Latina en el segundo trimestre del año (véase gráfico 4), hasta niveles similares a los de comienzos de 2009 (algo menos de 200 mm de dólares, frente a los más de 250 mm que se alcanzaron a comienzos de 2011). Sin embargo, también se produjo un cambio muy significativo en la composición, puesto que, mientras que las entradas de inversión directa se mantuvieron cercanas a los máximos históricos (en torno a 140 mm de dólares), los flujos de inversión de cartera se redujeron sustancialmente hasta niveles algo inferiores a los 50 mm de dólares (frente a 120 mm a principios de 2011). Esta moderación en la entrada de flujos de cartera viene explicada por Brasil, ya que la entrada de flujos de cartera en México se mantuvo muy dinámica. En cambio, los flujos de inversión directa se mantuvieron robustos en la mayoría de los países: Brasil (56 mm), pero también Chile (22 mm), México y Colombia. De esta forma, las entradas de inversión directa se han situado en el 2,6 % del PIB regional en el segundo trimestre, más que el déficit corriente agregado.

A partir de junio, los indicadores financieros de la región registraron una mejoría significativa, a pesar del contexto de mayor volatilidad. Los diferenciales soberanos descendieron hacia los 350 pb, recuperando los niveles previos a las turbulencias del verano de 2011, con caídas más acusadas en los países más estables, mientras que las bolsas aumentaron un 14 % en dólares, algo más que Asia (10 %). También se recuperaron las emisiones de renta fija en mercados internacionales, si bien los emisores latinoamericanos se mostraron menos activos que en el primer trimestre del año. Así, en los seis meses analizados se han colocado emisiones por más de 37 mm de dólares (véase gráfico 4), frente a los 41 mm de enero-marzo, un 23 % del total de emisiones de economías emergentes, frente al 32 % del primer trimestre. Brasil y México siguen siendo los principales emisores. En México se aprecia un grado de concentración elevado, dado que solo seis empresas han accedido a los mercados en este período —frente a diez de Brasil— y una sola empresa copa el 54 % del total emitido.

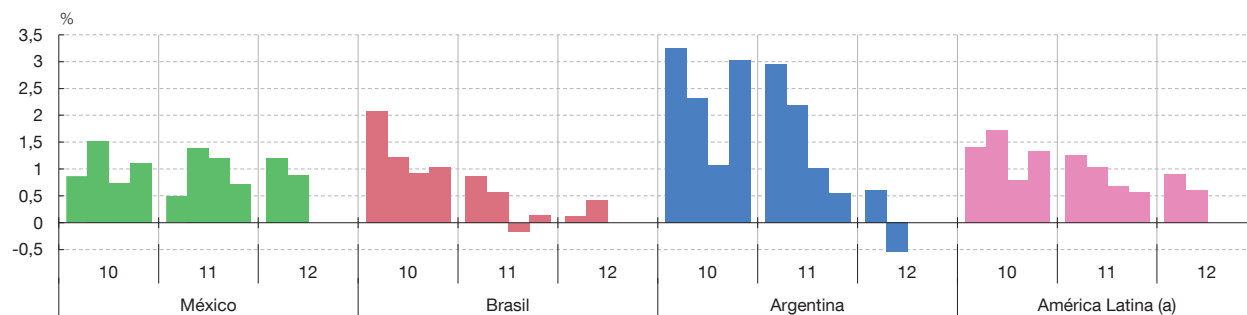
Tras la depreciación registrada por la mayoría de las divisas latinoamericanas desde marzo, el repunte de las entradas de capitales a partir de junio llevó a que los tipos de cambio recuperaran los niveles previos. La excepción notable ha sido el real brasileño, que ha corregido parte de la sobrevaloración previa, en un contexto de deterioro de la relación real de intercambio y con el apoyo de las medidas tomadas por el Banco de Brasil, principalmente la reducción de los tipos de interés oficiales, en un contexto en el que algunos de los controles para moderar las entradas de capital que se utilizaron el pasado año han podido retirarse.

## Actividad y demanda

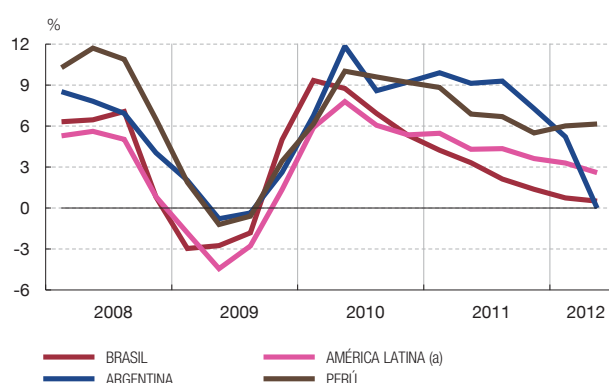
Tras un primer trimestre en el que se confirmó un sólido crecimiento en el promedio de América Latina, del 0,9 % en tasa trimestral, el ritmo de expansión tendió a moderarse en el segundo, hasta tasas del 0,5 %, mientras que la tasa interanual se situaba en el 2,6 %, desde el 3,3 % del primer trimestre. Dicha moderación vino condicionada por la evolución de la actividad en Brasil (0,5 % interanual en el segundo trimestre) y Argentina (0 % interanual), ya que México y Venezuela crecieron por encima del 4 % interanual en el segundo trimestre, aunque reflejaron cierta desaceleración respecto al primer trimestre, mientras que Chile, Colombia y Perú aumentaron su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, con tasas interanuales del 5,5 %, el 4,9 % y el 6,1 %, respectivamente (véase gráfico 5).

En promedio regional, la demanda interna continuó mostrándose como el principal sostén de la actividad, con una aportación de 3,2 puntos al crecimiento del PIB en el segundo trimestre (véase gráfico 6). Sin embargo, fue también el componente del PIB que más se

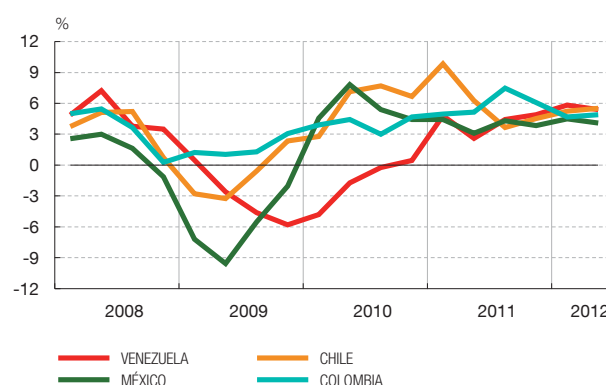
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas trimestrales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



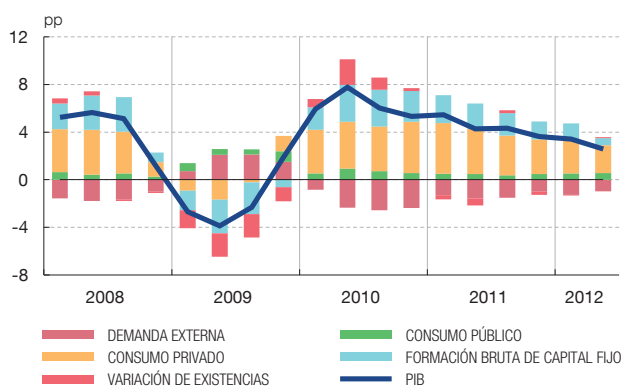
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de las siete principales economías.

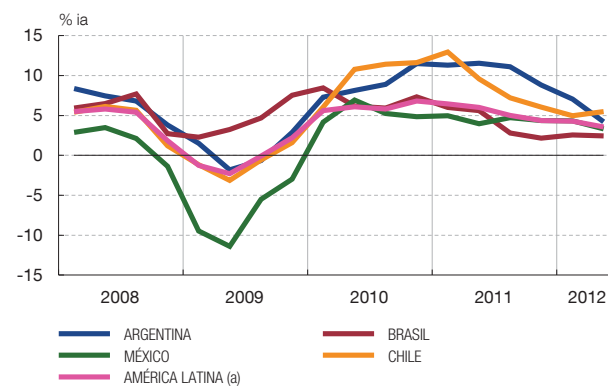
desaceleró (un punto respecto al trimestre previo y dos respecto al promedio de 2011), debido principalmente a la débil evolución de la formación bruta de capital en varios de los principales países. En cambio, el consumo privado mantuvo una mayor resistencia y las existencias contribuyeron algo al crecimiento, tras dos trimestres de aportación negativa.

La formación bruta de capital experimentó una significativa moderación a escala regional, con un aumento del 1,9% interanual en el segundo trimestre (frente a un 5% en el primero), la tasa más baja desde 2009. Sin embargo, se observó una amplia disparidad por países, puesto que en Colombia, Perú y Venezuela la inversión creció a tasas interanuales superiores al 15%, mientras que en Argentina cayó un 15% y en Brasil un 3,5%. Estas divergencias responden tanto a las distintas posiciones cíclicas como a factores específicos. En Colombia y Perú la inversión creció notablemente, en un contexto de expansión de la actividad y fuerte aumento de la inversión exterior directa. En cambio, en Brasil la inversión se resintió a causa de la desaceleración cíclica y de las dificultades del sector industrial, debidas en parte a la sobrevaloración cambiaria, pero también a problemas estructurales. En Argentina, la fuerte contracción se explicaría en gran medida por el control de cambios recientemente aplicado y las restricciones a las importaciones, mientras que en Venezuela el aumento de la inversión fue consecuencia del aumento del gasto y la inversión pública (programas de vivienda), ante la cercanía de las elecciones. Desde el punto de vista de la financiación de la inversión, cabe destacar que el crecimiento del crédito ha seguido

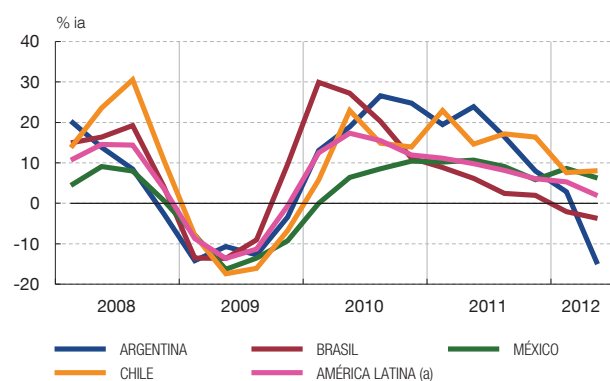
APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB (a)



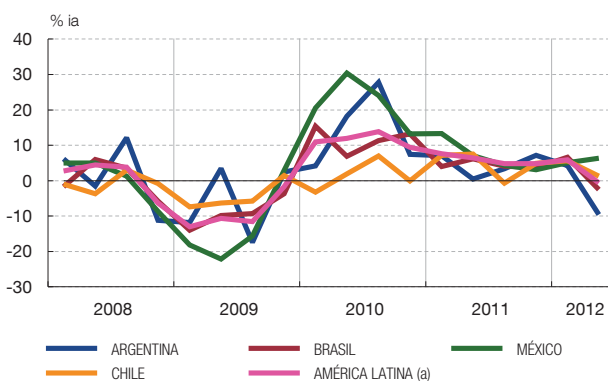
CONSUMO PRIVADO  
Tasa interanual



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO  
Tasa interanual



EXPORTACIONES  
Tasa interanual



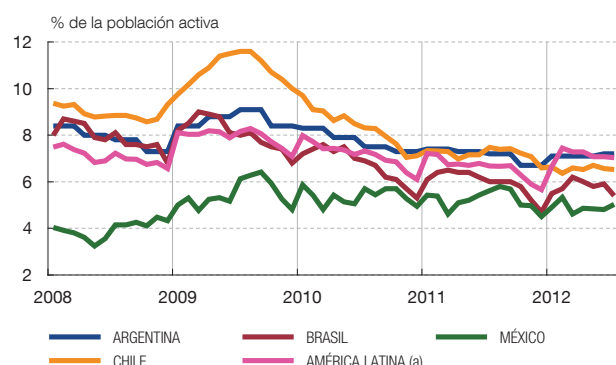
FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

a. Agregado de las siete principales economías.

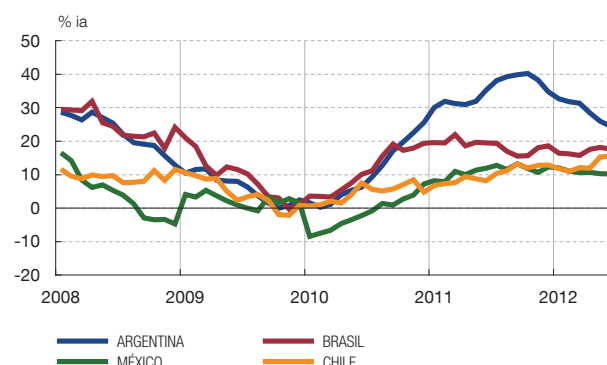
siendo elevado —a pesar de la inestabilidad financiera internacional— y que se ha mantenido un amplio acceso de las empresas a los mercados de financiación en la mayoría de los países.

Por su parte, el consumo privado mostró una mayor resistencia, aunque moderó ligeramente su crecimiento hasta un 3,4 % interanual, en promedio regional, en el segundo trimestre, frente a 4,2 % en el primero o las tasas superiores al 5 % que mantuvo en 2011. La desaceleración se concentró principalmente en dos países (México y Argentina), ya que en el resto se mantuvo en tasas más parecidas a las del año anterior. Determinantes importantes de su evolución, como la situación del mercado de trabajo, la confianza de los agentes o el crédito, siguieron mostrando un buen comportamiento general, sin muchas variaciones respecto a los trimestres previos. En promedio de la región, la tasa de paro se mantuvo en niveles parecidos a los de 2011, en torno al 7,6 % de la población activa, próximos a los mínimos históricos (véase gráfico 7). En Brasil y Chile, el mercado laboral ha mantenido su fortaleza, con tasas de paro en torno al 6 % y al 6,5 % de la población activa, varios puntos por debajo de las registradas en 2008, apreciándose ciertas presiones salariales. En Colombia y Perú la tasa de paro continuó en una senda decreciente, que refleja el dinamismo de la actividad en ambas economías. En México el empleo

TASA DE PARO



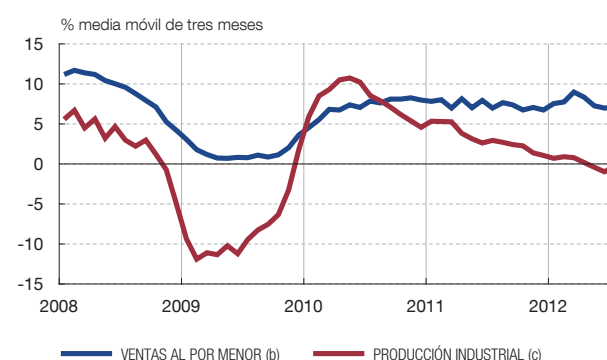
VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO  
 Tasa interanual



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 siete principales economías, más Uruguay.

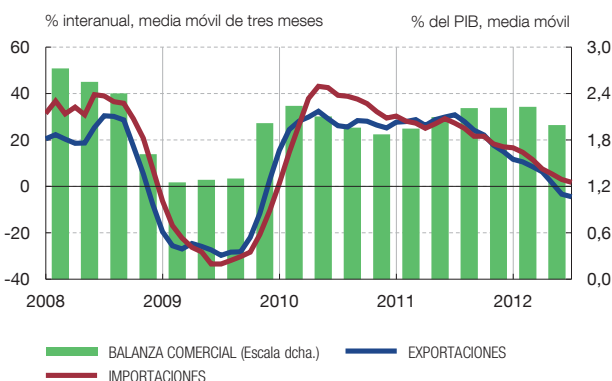
creció a una tasa del 4,1 % en media del primer semestre, si bien el mayor aumento se produjo en los empleos de peor calidad, como ha sucedido desde la crisis de 2008. A pesar de ello, y del descenso del número de desempleados, la tasa de paro se estabilizó en torno al 5 %, que todavía supone en torno a un punto más que antes de la crisis. En Argentina la creación de empleo se redujo en los dos últimos trimestres, por primera vez desde el comienzo del ciclo expansivo en 2002, y la tasa de paro ascendió algunas décimas, hasta el 7,2 %, en el segundo trimestre.

Por su parte, la demanda externa anotó una aportación negativa de 0,9 pp, parecida a la de trimestres previos, pero en esta ocasión explicada por la ralentización de las exportaciones, que llegaron a registrar una variación interanual del -0,6 % en el segundo trimestre (frente al 6,2 % en el primero). En trimestres anteriores, la aportación negativa de la demanda externa había respondido en buena medida al fuerte aumento de las importaciones, en un contexto de fortaleza de la demanda interna y de dinamismo de las exportaciones. Esta tendencia a la ralentización de las exportaciones fue generalizada por países, con la principal excepción de México —con un ciclo ligado estrechamente al industrial americano—, donde el crecimiento de las exportaciones fue del 6,3 % interanual en el segundo trimestre.

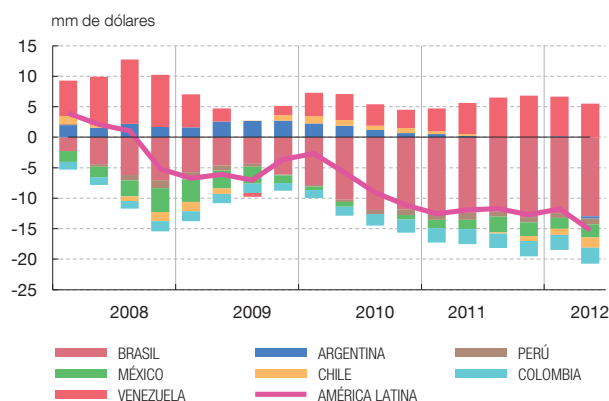
PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS  
Índices



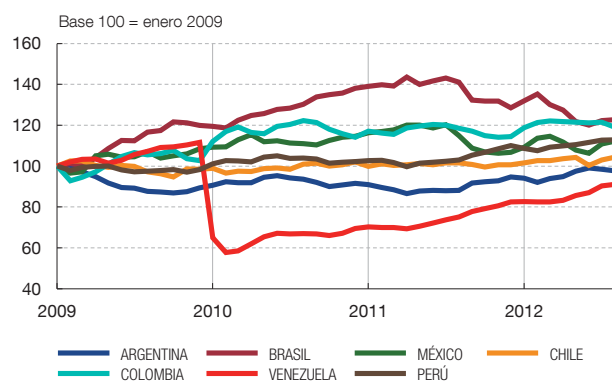
EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (a)  
Tasa interanual. Media móvil trimestral. Porcentaje del PIB



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (b)



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



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.

En términos nominales, las exportaciones cayeron un  $-4\%$  interanual en julio, en promedio regional (véase gráfico 8), lo que supone la prolongación de la tendencia a la baja que se inició en el segundo semestre de 2011, después de un año con tasas de crecimiento del orden del  $30\%$ . La caída fue más pronunciada en valor que en volumen, debido en algunos países al descenso de los precios de las materias primas en la primera parte del año (principalmente, metales y energía, cuyos precios cayeron en torno a un  $15\%$ - $20\%$ ), y en otros a la depreciación cambiaria. Por destinos, las exportaciones de América del Sur a la UE, su primer socio comercial, cayeron un  $8,3\%$  interanual hasta junio, y en cambio crecieron un  $4,3\%$  las destinadas a Estados Unidos y un  $7,8\%$  las destinadas a China, aunque también se desaceleraron. En México, la desaceleración provino de la contracción de las exportaciones de combustibles y, por el lado de los destinos, de las dirigidas a Estados Unidos y a Brasil, a causa de la suspensión de los acuerdos de complementación económica con México. El comercio exterior entre Brasil y Argentina también se resintió considerablemente como consecuencia de las restricciones a las importaciones en este último país.

Dada su elevada correlación con las exportaciones, las importaciones también se moderaron en los últimos meses, aunque algo menos que las primeras. Ello se tradujo en una

cierta reducción del superávit comercial de la región, por debajo del 2 % del PIB, que se explica principalmente por la evolución en Brasil y en los exportadores de materias primas, Chile y Perú. En Argentina, el superávit comercial se amplió sustancialmente. En este contexto, el déficit corriente medido en porcentaje del PIB regional se mantuvo estable en torno al 1 % del PIB, pero se amplió hasta algo más de 55 mm de dólares, y cambió su distribución, de forma que todas las principales economías de la región (excepto Venezuela) mantienen ahora un déficit por cuenta corriente (cuando a comienzos del pasado año eran solo tres países). La ralentización del crecimiento económico no ha cambiado hasta el momento esta tendencia. La ampliación del déficit corriente ha sido especialmente rápida en Chile, donde se ha situado cerca del 3 % del PIB, a pesar de que los precios del cobre siguen siendo elevados, y la relación real de intercambio, positiva. Dicha ampliación está asociada al fuerte proceso de inversión y a normalización de la tasa de ahorro tras la crisis.

Los indicadores de coyuntura más recientes presentan señales mixtas. Por un lado, el sector industrial parece haber tocado fondo, a juzgar por la reciente recuperación de la producción industrial, y presenta síntomas de revitalización en Brasil y Argentina, dos de los países que habían mostrado hasta la fecha un comportamiento más débil (véase gráfico 7). A ello han contribuido, en el primer caso, el estímulo proporcionado por las políticas económicas y la corrección parcial de la fuerte apreciación que había experimentado el tipo de cambio efectivo del real brasileño en los últimos años, al haberse depreciado casi un 20 % en el transcurso del último año (véase gráfico 8). Por otro lado, los indicadores relacionados con el sector exterior y los de confianza del consumidor y empresarial apuntan a la baja en el resto de países, reflejando en parte la incertidumbre sobre las perspectivas de la economía mundial y la debilidad de la demanda externa.

## Precios y políticas macroeconómicas

En el conjunto de América Latina, la inflación experimentó pocos cambios en los seis últimos meses. La tasa de inflación promedio de las siete principales economías se situó en septiembre en el 6,2 % interanual, la misma tasa que en marzo (véase gráfico 9). La inflación subyacente, por su parte, se situó en el 6,1 %, tan solo tres décimas por debajo de los niveles del primer trimestre del año, a pesar de la significativa desaceleración del crecimiento, lo que pone de manifiesto cierta resistencia a la baja de los precios, si bien con importantes diferencias por países. Así, en México la inflación experimentó un sensible aumento (hasta el 4,8 % en septiembre, nueve décimas por encima de la de marzo), que puede explicarse por un *shock* de oferta puntual, derivado de la gripe aviar, que apenas ha afectado a la inflación subyacente o a las expectativas de inflación de largo plazo. En el resto de los países, la inflación se estabilizó (Brasil, 5,3 % interanual) o registró una moderada tendencia a la baja (Colombia y Perú, 3,1 % y 3,7 %, respectivamente, en septiembre), apoyada en la moderación de los precios de los alimentos y de la energía, tendencia que, sin embargo, recientemente se ha visto interrumpida. En Chile la inflación cedió más notablemente, hasta el 2,8 % interanual, por debajo del objetivo del banco central, en parte como consecuencia de la apreciación del tipo de cambio.

Por su parte, en Argentina y Venezuela las tasas de inflación se mantuvieron muy elevadas. La inflación en Argentina continúa en el entorno del 10 % según las cifras oficiales (aunque las estimaciones privadas más que duplican esta cifra), situación que se ha visto agravada por la creciente financiación monetaria del déficit público. En Venezuela los precios moderaron algo su ritmo de crecimiento, que aun así se sitúa por encima del 19 %.

En este contexto, el repunte experimentado en el tercer trimestre por los precios de los alimentos (véase gráfico 9) ha planteado cierta preocupación, dado el elevado peso de estos bienes en la cesta de consumo en varios países de la región. La depreciación experimentada



País	2011			2012		2013
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Septiembre	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	6,5	Sí	5,3	5,2	5,3
México	3 ± 1	3,8	Sí	4,8	4,0	3,7
Chile	3 ± 1	4,4	No	2,8	2,2	3,1
Colombia	3 ± 1	3,7	Sí	3,1	3,1	3,1
Perú	2 ± 1	4,7	No	3,7	3,0	2,9

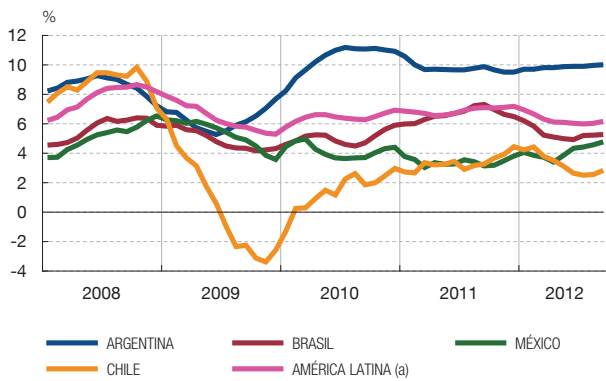
FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

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

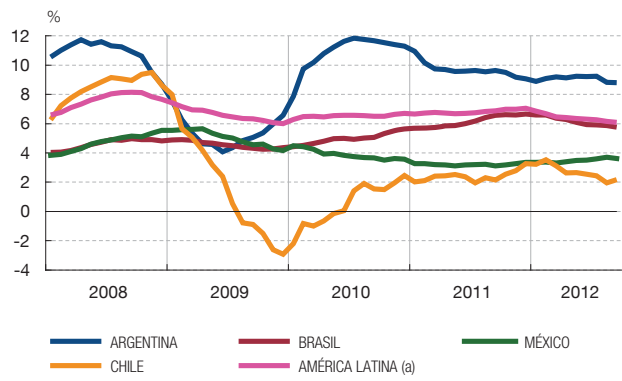
**INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS OFICIALES**  
Tasas de variación interanual y porcentaje

GRÁFICO 9

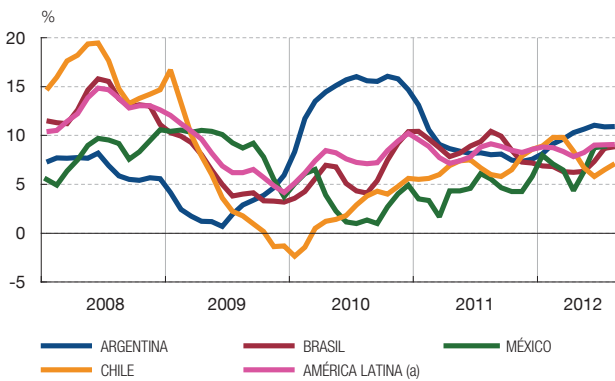
TASA DE INFLACIÓN



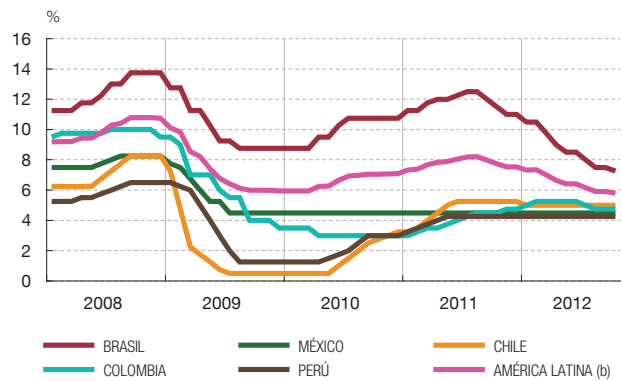
TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE



TASA DE INFLACIÓN DE ALIMENTOS



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

a Agregado de las siete principales economías.

b Media ponderada de los tipos oficiales de los cinco países con objetivos de inflación (véase cuadro 2).

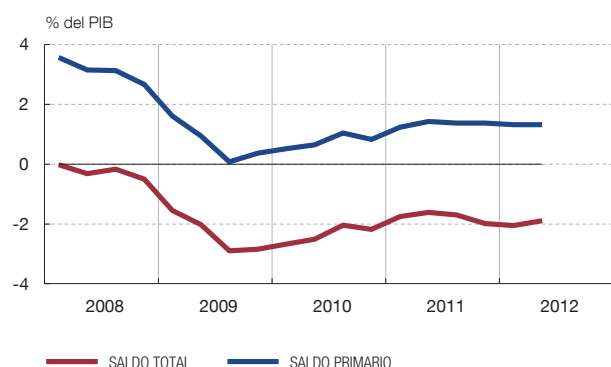
desde principios de año por varias de las divisas latinoamericanas y la estrechez en los mercados de trabajo en varios países constituyen otros factores de riesgo. Sin embargo, el hecho de que dicho repunte no sea tan generalizado por productos como el registrado en 2008, que los precios de la energía no hayan subido en la misma medida y que el entorno de menor dinamismo ha contribuido a mejorar las brechas de producto en algunos países apuntan a que las presiones en los precios de los alimentos podrían transmitirse en esta ocasión a las tasas de inflación y, sobre todo, a las expectativas, en menor medida de lo que lo hicieron entonces. En cualquier caso, este contexto contribuye a explicar que el ciclo bajista de los tipos de interés no se haya generalizado. El banco central de Brasil ha seguido recortando fuertemente su tipo de interés oficial (525 pb desde el inicio del ciclo hasta el 7,25 %); por su parte, el de Colombia los ha bajado en 25 pb en dos ocasiones, en julio y agosto, hasta el 4,75 %. Los restantes bancos centrales en los países con objetivos de inflación se han mantenido en actitud de espera, y acciones adicionales dependerán en gran medida de cómo evolucione el entorno exterior.

Las medidas de estímulo no se han limitado a la política monetaria convencional en Brasil. También se adoptaron una serie de medidas destinadas a abaratar el coste del crédito, como la modificación del límite inferior de los depósitos de ahorro (considerado como un suelo a los tipos de interés oficiales); una reducción —indirecta— de coeficientes de reservas bancarias; el recorte del tipo de interés a largo plazo al que presta el banco público hasta el 5,5 %, y la eliminación del impuesto de transacciones financieras IOF para operaciones con el exterior a más de dos años. En Perú se tomaron una serie de medidas en este ámbito, pero de carácter restrictivo, como la elevación de los encajes en moneda local y extranjera en septiembre y octubre para moderar la entrada de capitales a corto plazo y el crecimiento del crédito, si bien se rebajaron los correspondientes a las operaciones de comercio exterior.

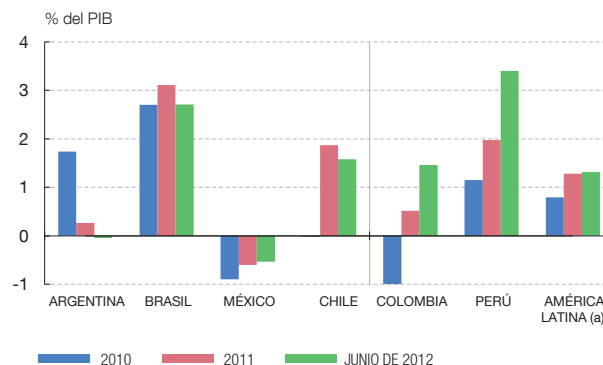
En el plano fiscal, Brasil y Perú fueron los países donde se anunciaron más medidas. En el primero se aprobaron varios paquetes de estímulo que suponen una cierta recomposición del gasto hacia la inversión, aunque sin cambiar el objetivo de superávit primario para 2012 o 2013 (3,1 % del PIB); no obstante, la ejecución hasta agosto apunta a un superávit primario muy inferior en 2012, del 2,5 % del PIB. En el resto de los países las medidas de política fiscal fueron menos significativas. En el promedio de la región (véase gráfico 10), la evolución de los saldos fiscales y primarios en la primera mitad de 2012 experimentó escasas variaciones respecto a 2011, situándose el primero en torno a un -2 % del PIB y el segundo en torno al 1,5 %. Por países, sin embargo, las diferencias fueron marcadas, puesto que, mientras que en Brasil y Chile los superávits primarios se redujeron y en Argentina incluso cambiaron de signo (medidos en términos acumulados de cuatro trimestres), en Colombia y Perú la favorable evolución de los ingresos permitió un sensible aumento de los superávits primarios. En este contexto, las ratios de deuda pública sobre el PIB se estabilizaron, y en algunos países mantuvieron su tendencia a la baja.

Finalmente, la política cambiaria no se ha enfrentado este semestre a las presiones apreciadoras y dilemas que se observaron recurrentemente en 2008, 2010 y 2011, en un contexto en el que las entradas de capital han tendido a moderarse (especialmente, las de cartera). En este sentido, en algunos países el uso activo de controles de cambios y descensos de los tipos de interés parece haber tenido algún efecto en moderar las presiones a la apreciación. Además, los mercados financieros internacionales han atravesado momentos de elevada aversión al riesgo que han restado también presión e incluso provocado la depreciación de las divisas. Con todo, las autoridades de varios países (Perú, Colombia) han continuado interviniendo en los mercados de cambios

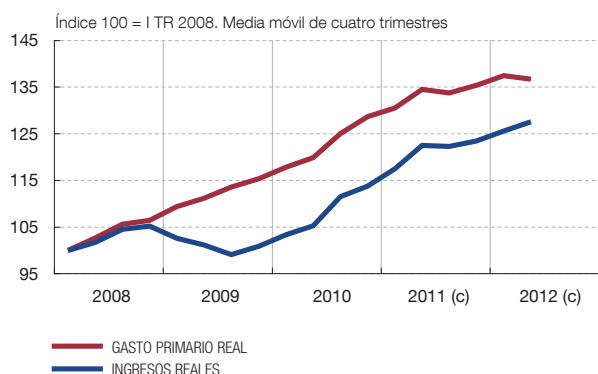
SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) PRESUPUESTARIO EN AMÉRICA LATINA (a)



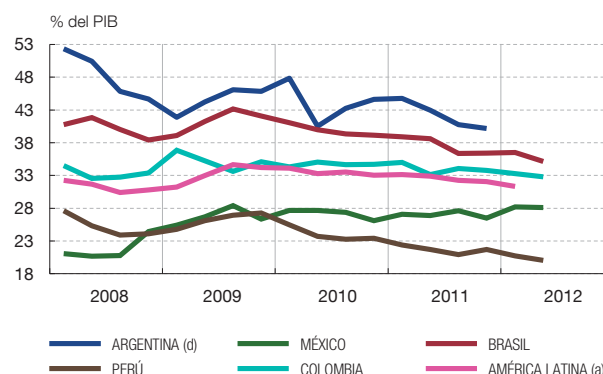
SALDO PRIMARIO



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



DEUDA PÚBLICA



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

- a Siete mayores economías.
- b Deflactado por el IPC.
- c Agregado sin Venezuela.
- d Excluida la deuda no presentada al canje en 2005 y 2010.

ante la percepción de un riesgo de sobrevaloración de sus divisas (véase recuadro 2). Incluso en Chile se ha valorado esta posibilidad ante la apreciación del peso, si bien las autoridades han reiterado que no se han traspasado los niveles que justificarían una intervención. En Perú se anunció una nueva política de intervención cambiaria orientada a comprar dólares en menor cuantía y por un importe fijo, tanto si el tipo de cambio del nuevo sol se aprecia como si no, a fin de introducir una mayor variabilidad sobre tipo de cambio y desalentar la especulación y el endeudamiento en dólares. Finalmente, en algunos países, como Brasil, parece intuirse una tolerancia menor a la apreciación del tipo de cambio: tras la depreciación experimentada por el real frente al dólar a lo largo del año, el anuncio de una tercera ronda de estímulo monetario por parte de la Reserva Federal desencadenó una compra de dólares a niveles de apreciación del tipo de cambio muy inferiores a los del año pasado, e incluso ha provocado alguna declaración sobre la posible reintroducción del impuesto sobre transacciones financieras con el exterior para moderar posibles entradas de flujos financieros de corte especulativo. En el conjunto de la región, no obstante, la acumulación de reservas en estos seis últimos meses ha sido mucho más limitada.

Las intervenciones cambiarias consisten en compras o ventas de moneda extranjera realizadas con el fin de influir en el nivel y/o en la volatilidad de la moneda local. Si un banco central considera que el tipo de cambio de su moneda se ha desviado excesivamente de su equilibrio, comprará (venderá) una divisa extranjera en períodos de presiones apreciatorias (depreciatorias). En la actualidad, la práctica totalidad de estas intervenciones, incluidas las realizadas en América Latina, se esterilizan mediante operaciones de mercado abierto para eliminar su efecto en la oferta monetaria interna. Mientras que las intervenciones no esterilizadas tienen un impacto directo en el tipo de cambio a través del canal monetario, las esterilizadas lo hacen por canales indirectos, sobre los que todavía existe un amplio debate teórico y empírico, tanto para países desarrollados como para emergentes<sup>2</sup>.

Así, gran parte de la literatura empírica que analiza esta cuestión alcanza conclusiones desfavorables respecto a su grado de efectividad. Es decir, las intervenciones no tendrían una influencia significativa en el tipo de cambio, e incluso incrementarían la volatilidad cambiaria. Sin embargo, este resultado puede ser fruto de un problema de simultaneidad inherente a los datos, ya que las intervenciones son la respuesta a un exceso de volatilidad cambiaria, por lo que las fechas de ambos suelen coincidir. Es decir, concluir que la mayor volatilidad es el resultado de la intervención podría ser engañoso<sup>3</sup>. Esta evidencia contrasta con la amplia utilización de las intervenciones cambiarias por parte de los bancos centrales. De hecho, según diferentes encuestas realizadas a bancos centrales, estos confían en la utilidad de dichas intervenciones para influir en el nivel del tipo de cambio y en la volatilidad cambiaria.

A esta falta de consenso se añade el hecho de que muy pocos países publican sus intervenciones diarias, que es la frecuencia más empleada para este tipo de análisis. Esto explica que la mayoría de trabajos empíricos se centren en unas pocas economías —Estados Unidos, Japón o Australia—. Por el contrario, los trabajos que han analizado economías de mercados emergentes (EME) son más escasos, en gran medida por la menor disponibilidad de unos datos frecuentemente considerados como confidenciales. Pese a que la difusión de esta información está aumentando gradualmente, solo unas pocas EME (principalmente, de América Latina) publican estas cifras con dicha frecuencia.

Las intervenciones cambiarias en EME tienen una naturaleza diferente a las de los países desarrollados, por lo que, en principio, sus efectos

podrían ser diferentes. Así, este tipo de operaciones es más frecuente en EME que en países desarrollados, incluso cuando las economías siguen un esquema de objetivos de inflación (OI), pese a que teóricamente este esquema debería estar ligado a un tipo de cambio con libre flotación<sup>4</sup>. Esta forma flexible de implementar los OI es muy habitual en las economías emergentes, dada su vulnerabilidad a movimientos bruscos del tipo de cambio, por lo que suelen realizar una gestión cambiaria más activa que las economías desarrolladas<sup>5</sup>. Por otro lado, *a priori*, cabría pensar que el efecto de las intervenciones en EME tendría un mayor impacto en el tipo de cambio que en las economías desarrolladas, dado el mayor tamaño de sus intervenciones en relación con los volúmenes de divisas negociados, por tratarse de mercados menos sofisticados que los desarrollados. No obstante, los trabajos empíricos para EME tampoco son concluyentes.

El estudio en que se basa este recuadro analiza el efecto de las intervenciones en el nivel y la volatilidad cambiarios en las cuatro economías de la región que publican sus datos diarios —Chile, Colombia, México y Perú— mediante diferentes modelos GARCH que permiten tener en cuenta la volatilidad de los datos en la estimación<sup>6</sup>. Estas cuatro economías siguen esquemas de política monetaria basados en el cumplimiento de OI y constituyen una muestra representativa de América Latina, aunque falte el principal país de la región, Brasil<sup>7</sup>. El gráfico 1 representa los tipos de cambio bilaterales frente al dólar del peso chileno, del peso colombiano, del peso mexicano y del nuevo sol peruano, junto con sus correspondientes intervenciones diarias.

El gráfico muestra la variedad de características de las intervenciones cambiarias en términos de frecuencia y tamaño, que difieren considerablemente según el país. Así, estas estrategias de intervención van desde la pura discrecionalidad (Perú) a la utilización de reglas de intervención (Chile y, recientemente, México y Colombia), en las que las autoridades anuncian públicamente la cantidad de moneda extranjera que se ha de comprar o vender durante cierto período, y donde se constata que implican intervenciones más frecuentes y de menor tamaño que las intervenciones puntuales<sup>8</sup>.

1 Basado en C. Broto (2012), *The effectiveness of forex interventions in four Latin American countries*, Documentos de Trabajo, n.º 1226, Banco de España.

2 Habitualmente se citan tres canales de transmisión teóricos de los efectos de las intervenciones esterilizadas: el canal de la señalización, el del ajuste de balances y el de la coordinación internacional [véase Sarno y Taylor (2001) para más detalles].

3 Los problemas de endogenidad están presentes en la práctica totalidad de las aplicaciones empíricas que analizan la efectividad de las intervenciones cambiarias. Los problemas de simultaneidad también están detrás de algunos resultados poco intuitivos, coherentes con las estrategias de *leaning against the wind* en las que, por ejemplo, las compras de dólares dan lugar a una apreciación del tipo de cambio [Kim et al. (2000)].

4 En principio, bajo el supuesto de movilidad de flujos de capitales, una política monetaria independiente no puede coexistir con un tipo de cambio fijo o vinculado a otra moneda mediante intervenciones cambiarias (dilema de política de la *Impossible Trinity*).

5 Berganza y Broto (2012).

6 Las principales contribuciones empíricas que estudian el impacto de las intervenciones en el tipo de cambio han utilizado variantes de los modelos GARCH (*Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*). Véase, por ejemplo, Domínguez (1998).

7 Brasil no está en la muestra por la no disponibilidad de datos diarios de sus intervenciones cambiarias. Publican los volúmenes diarios de reservas, pero la variación de las reservas internacionales es una mala aproximación de las intervenciones [Adler y Tovar (2011)].

8 Existen dos tipos de reglas: las que tienen como objetivo la moderación de la volatilidad cambiaria (Colombia) y las que buscan un mecanismo de acumulación de reservas (Chile). México también aplica el primer tipo de regla, con variaciones en el sentido de la intervención (compras o ventas de dólares en el mercado al contado o mediante opciones). En la actualidad, y desde noviembre de 2011, se aplica una regla de compra de dólares por hasta 400 millones diarios si el peso se deprecia en más de un 2 % diario frente al dólar.

Esta diversidad de estrategias de los EME contrasta con las de las economías desarrolladas que actualmente realizan intervenciones, como Japón, donde se tiende a intervenir de forma discrecional y únicamente en circunstancias excepcionales.

Otro aspecto relevante es el posible efecto asimétrico de las intervenciones, es decir, si la magnitud del impacto de las ventas de moneda extranjera (intervenciones negativas para evitar la depreciación cambiaria) es diferente en el nivel y la volatilidad del tipo de cambio al de las compras (intervenciones positivas con el fin de mitigar la apreciación). Esta cuestión prácticamente no se había analizado hasta la fecha, pero, tras desencadenarse la crisis económica y financiera global en el verano de 2007, muchos bancos centrales de EME implementaron ventas de reservas, de signo contrario a las predominantes antes de la crisis, lo que facilita el estudio de esta cuestión. El gráfico 1 ilustra que, desde el inicio del período analizado, en Chile, Colombia y Perú han predominado

las intervenciones de compras de dólares, coincidiendo con la apreciación de su tipo de cambio bilateral frente al dólar. Por el contrario, en México las ventas de dólares son más habituales, dada la tendencia a la depreciación del peso mexicano y la estrategia del banco central de suavizar las tendencias presentes en los mercados.

Del trabajo empírico se pueden extraer varias conclusiones. Así, las intervenciones cambiarias parecen tener efectos asimétricos, especialmente sobre la volatilidad cambiaria. Además, al controlar por el signo de las intervenciones se facilita el análisis acerca del tipo de intervención, en términos de frecuencia y tamaño, que resulta más efectiva. Los resultados de las diferentes estimaciones ofrecen un patrón claro: por un lado, el tamaño de las intervenciones parece no desempeñar un papel relevante en la reducción de la volatilidad o en la consecución de un determinado nivel de tipo de cambio. Por el contrario, las intervenciones aisladas, o aquellas

1 CHILE



2 COLOMBIA



3 MÉXICO



4 PERÚ



FUENTES: Datastream y bancos centrales nacionales.

a Un aumento (disminución) del tipo de cambio indica apreciación (depreciación) de la moneda local frente al dólar. Las intervenciones cambiarias tienen signo positivo cuando se trata de compras de dólares y negativo en el caso de ventas de dólares.

que son las primeras de una regla o de una serie de intervenciones, sí que parecen moderar la volatilidad cambiaria en los cuatro países. Los resultados para el nivel del tipo de cambio no son tan robustos.

Dado que las cuatro economías siguen OI, esta evidencia sugiere que las intervenciones puntuales o las iniciales, tras el establecimiento de una regla, proporcionan una señal a los mercados, independientemente de su tamaño, y reducen la volatilidad cambia-

ria. Este resultado podría estar vinculado a la credibilidad del régimen de OI y ofrece soporte empírico adicional a las ventajas de las políticas monetarias instrumentadas mediante OI flexibles. Además, estas conclusiones apoyarían la validez empírica del canal de la señalización en las intervenciones esterilizadas, en la medida en que los bancos centrales estarían indicando a los mercados información acerca de su política monetaria futura o de sus perspectivas de tipo de cambio de equilibrio a largo plazo.

### Procesos de integración y políticas estructurales

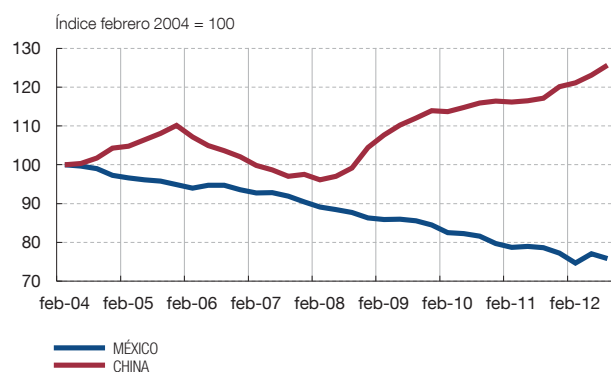
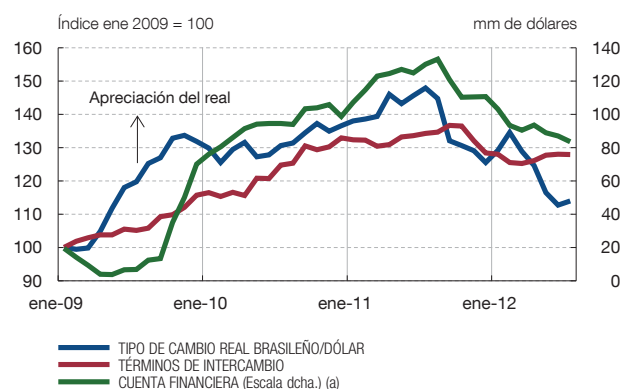
Los procesos de integración comercial en la región siguieron evolucionando de manera diferenciada en los países orientados a la cuenca del Pacífico, que mantuvieron su apuesta por el comercio exterior, y en Mercosur, donde se intensificaron las tensiones proteccionistas entre Argentina y Brasil, con la adopción de medidas que, aunque anunciadas como temporales, han limitado el comercio intrarregional. A este problema se añadieron, además, nuevas tensiones políticas entre los integrantes del bloque y la imposibilidad de avanzar en acuerdos con otros actores del comercio mundial. Así, entre los países de la cuenca del Pacífico, Colombia, Perú, Chile y México crearon la Alianza del Pacífico, para acelerar la integración comercial entre ellos y contrarrestar el proteccionismo de otros bloques de la región, al tiempo que proseguían con la firma o negociación de tratados como el de Colombia con Corea. En sentido contrario, en el seno del Mercosur se multiplicaron las medidas proteccionistas, como nuevos aranceles para la importación de bienes de capital por parte de Argentina o diversas medidas de protección a la industria local en Brasil, entre los que se incluye la restricción del acuerdo de libre comercio de automóviles con México. En la Cumbre de finales de junio se elevó de 100 a 200 la cantidad de partidas arancelarias sobre las que se permite un aumento temporal de tarifas para productos de fuera del bloque, aunque en ella dominaron los temas no comerciales, en particular la oficialización de la entrada de Venezuela como miembro. La apertura a otros grandes actores del comercio mundial, como la Unión Europea o China, no se concretó.

En el ámbito de las reformas estructurales, el nuevo Gobierno mexicano ha apuntado la posibilidad de llevar a cabo una reforma laboral (con un subsidio de desempleo, regulación del trabajo temporal, reforma del papel de los sindicatos e introducción de períodos de prueba en los contratos), la universalización del sistema de seguridad social financiándolo mediante impuestos, una reforma energética (apertura de PEMEX al capital privado manteniendo la propiedad y el control de la compañía) y una reforma fiscal (ampliación de las bases impositivas del IVA). Además, se aprobó una reforma laboral, a propuesta del presidente saliente, aunque con un alcance menor que del planteado inicialmente. En Perú, el Congreso aprobó la reforma del sistema privado de pensiones, con el fin de aumentar en un 40 % la cobertura actual de afiliados, con la introducción de algunas condiciones para la cotización obligatoria (ahora solo participa un 34 % de los trabajadores) y reducir las comisiones que cobran las empresas que administran los fondos de previsión de los trabajadores. También fue aprobada una reforma tributaria que pretende elevar la recaudación en tres puntos del PIB en cinco años, eliminando algunas exenciones y reduciendo la evasión fiscal. En Chile se aprobó igualmente una reforma tributaria con el objetivo de aumentar la recaudación mediante la reducción de la evasión, la subida del

impuesto de sociedades, la eliminación de algunas exenciones y la supresión de vacíos legales que den lugar a arbitrajes tributarios. También se acordó un aumento del impuesto al tabaco, lo que supondrá un 0,2 % del PIB adicional y que se destinará a mejoras en la educación. Además, la mitad de los gastos de las familias en educación serán deducibles. En Venezuela se aprobó una nueva Ley del Trabajo, que eleva los costes laborales y el pago de pensiones, y pretende reducir la informalidad. Finalmente, el Gobierno boliviano decretó la expropiación de Transportadora de Electricidad, filial del grupo español Red Eléctrica, alegando falta de inversiones.

## Evolución económica por países

La actividad económica en *Brasil* mantuvo su atonía en el primer semestre del año, recuperándose más lentamente de lo esperado de la fuerte desaceleración registrada en el segundo semestre de 2011. El PIB creció un 0,4 % intertrimestral en el segundo trimestre de 2012, tras haberse expandido un 0,1 % en el primero, y en tasa interanual se moderó hasta el 0,6 % en el segundo trimestre, desde el 0,8 % del primero. Este comportamiento vino nuevamente explicado por la debilidad de la formación bruta de capital (-3,7 % interanual), mientras que el consumo privado mantuvo un ritmo de avance moderado (2,5 %). La aportación negativa de la demanda externa fue de 0,5 puntos porcentuales (pp), en línea con trimestres previos, si bien, a diferencia de lo sucedido en trimestres anteriores, estuvo asociada a la contracción de las exportaciones, del 3,9 % interanual. El bajo dinamismo de la economía se deriva de la debilidad industrial, que cabe atribuir en parte al efecto retardado de la apreciación cambiaria registrada en los últimos trimestres, que, pese a haberse corregido, podría estar lastrando la competitividad. Otro factor que ha impactado negativamente sobre el crecimiento es la menor demanda externa, en parte asociada a las restricciones impuestas por Argentina y a la debilidad de la zona del euro. Factores como el creciente endeudamiento de las familias también podrían haber moderado el crecimiento del consumo privado respecto al crecimiento más robusto registrado en años anteriores. Junto con ello, el crecimiento queda limitado por factores estructurales, entre los que destacan el elevado coste del capital y el déficit en infraestructuras. Los indicadores de actividad apuntan a cierta reactivación de la economía a finales del segundo trimestre, tanto por el mayor dinamismo de las ventas al por menor como por cierta recuperación de la producción industrial, apoyada en el importante estímulo proporcionado por las políticas económicas. La inflación se ha situado en el 5,3 % interanual en septiembre, prácticamente sin cambios respecto al nivel de hace seis meses. El crédito al sector privado registró tasas de crecimiento elevadas, del 17 % interanual hasta agosto, a pesar del menor crecimiento en los últimos meses. Por su parte, el real brasileño experimentó la mayor tendencia a la depreciación de la región durante los seis últimos meses, situándose en un rango 2-2,1 reales/dólar, en parte por las menores entradas de flujos de cartera (véase gráfico 11). En este contexto, el banco central prolongó la relajación monetaria, recortando los tipos de interés en 175 pb adicionales, hasta situar el tipo de interés oficial en el 7,25 %, lo que supone una reducción desde el inicio del ciclo bajista de 525 pb. El déficit por cuenta corriente se ha mantenido estable en torno al 2,2 % del PIB. En el ámbito fiscal, se ha registrado una reducción en el superávit primario a lo largo del semestre, hasta el 2,5 % del PIB en agosto, por debajo del objetivo establecido del 3,1 % del PIB. Esta reducción del superávit se deriva de unos ingresos inferiores a los previstos, —afectados por la desaceleración cíclica y por los menores ingresos extraordinarios— y del aumento del gasto (en parte, asociado al aumento en el salario mínimo, que entró en vigor a principio de año). En el proyecto de presupuestos de 2013 se mantiene el objetivo de superávit primario en el 3,1 %. En un contexto de persistente debilidad del sector industrial, se introdujeron o prolongaron ciertas desgravaciones y exenciones impositivas para fomentar la industria automovilística y la inversión en bienes de equipo, y se anunció un plan de inversión en infraestructuras, dimensión en la que se

MÉXICO: COSTES SALARIALES  
ÍndiceBRASIL: DEPRECIACIÓN CAMBIARIA, FLUJOS FINANCIEROS  
Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

FUENTES: Banco Central de México, Banco Central de Brasil, Oxford Economics y Datastream.

a Flujos acumulados en doce meses.

estima existe un déficit importante. Este plan, a 25 años, permitirá acometer inversiones en autovías y vías férreas, por un importe del 1,8 % del PIB en los próximos cinco años; incluirá recursos del BNDES, con financiación privada y exenciones impositivas, y ha sido bien valorado al estar orientado a paliar algunas de las limitaciones estructurales al crecimiento de Brasil.

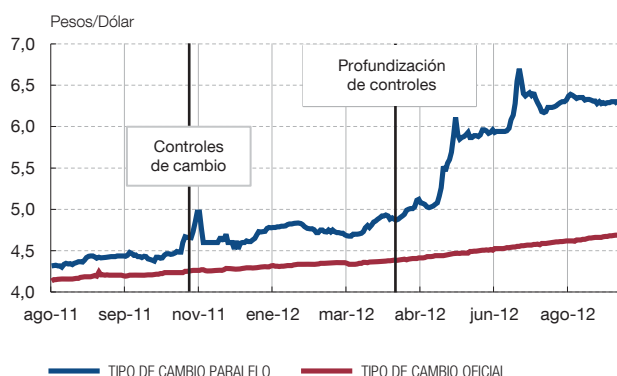
En *México*, la economía registró en el primer semestre un comportamiento mejor de lo esperado, acelerándose levemente respecto al semestre previo. El mayor dinamismo se apreció, especialmente, en el primer trimestre, en el que el PIB creció un 1,2 % trimestral (4,5 % interanual), moderándose el ritmo de expansión en el segundo (0,9 % trimestral y 4,1 % interanual). Por componentes, el crecimiento descansó en el avance robusto de la inversión (un 7,5 % en el conjunto del primer semestre), apoyado en la inversión pública, que creció un 11,1 % en el semestre y compensó cierta desaceleración de la privada (6,6 %), que aun así mantuvo un notable dinamismo; en cambio, el consumo privado se moderó notablemente (3,8 % en el conjunto del semestre). Además, la expansión de las exportaciones, que crecieron el 6,3 % interanual en el segundo trimestre, sobrepasó a la de las importaciones, lo que generó una contribución positiva de la demanda externa. Los datos de mayor frecuencia apuntan al mantenimiento del ritmo de expansión de la actividad, con una mayor contribución de la industria y del sector externo, y algo menor de la demanda interna. El sector externo se estaría beneficiando, entre otros factores, de un progresivo estrechamiento del diferencial de costes salariales con China, uno de los principales competidores en el mercado estadounidense (véase gráfico 11), aunque la brecha se estima que sigue en torno a un 25 %. El consumo privado se apoya en un acceso fluido a la financiación (el crédito al consumo continúa expandiéndose a tasas elevadas, del orden del 19 % en términos reales) y en la mejoría paulatina del mercado laboral, pese a que se siguen creando mayoritariamente empleos de baja calidad. En sentido contrario, las remesas moderaron su ritmo de crecimiento en el primer semestre, y mostraron una variación interanual negativa en julio. La inversión, como se ha señalado, mantuvo ritmos elevados de crecimiento en la medida en que el coste de financiación, tanto interno como externo, se ha reducido, y el crédito aceleró su ritmo de avance en el semestre. La inflación repuntó fuertemente a partir de abril, pasando la tasa desde el 3,4 % al 4,8 % en septiembre, por encima de la banda superior del intervalo objetivo del banco central (3 %±1 %), debido a la escasez de algunos alimentos por problemas puntuales de oferta. La tasa subyacente



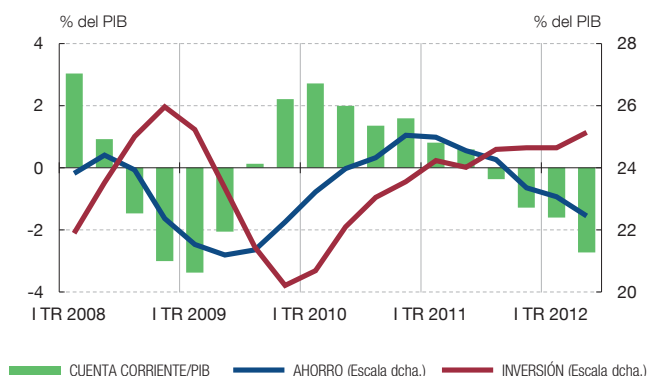
se ha mantenido en el 3,6 % y las expectativas de inflación de medio y largo plazo permanecen ancladas alrededor del 3,5 %, aunque las de corto plazo repuntaron al hilo de la publicación de las cifras oficiales. En este contexto, el banco central mantuvo el tipo oficial en el 4,5 %, nivel en el que permanece desde julio de 2009 y, aunque en septiembre el tono del comunicado fue más restrictivo, aún no se descuenta un endurecimiento de las condiciones monetarias en los próximos trimestres. El peso se depreció entre abril y mayo un 10,2 %, lo que activó en dos ocasiones la subasta de venta de dólares reintroducida en noviembre de 2011, y posteriormente se recuperó hasta niveles similares a los de marzo. En el plano fiscal, el déficit disminuyó al 2,5 % del PIB (considerando la inversión de PEMEX), desde el 2,7 % de finales de 2011, gracias a la mayor aportación de la petrolera estatal a los presupuestos. La balanza por cuenta corriente registró en el segundo trimestre un déficit del 0,5 % del PIB, menor que en trimestres previos, gracias al mantenimiento de un amplio superávit comercial. Se registró un descenso de las entradas de capitales, en especial de las relacionadas con operaciones de *carry trade*. Finalmente, el pasado 1 de julio se celebraron en México elecciones presidenciales y legislativas, en las que resultó vencedor el PRI. El nuevo Gobierno, que asumió el poder el pasado 1 de septiembre, se enfrentará, en primer lugar, a los presupuestos para el año que viene, en los que no se esperan modificaciones de las figuras impositivas.

La actividad en *Argentina*, que ya había perdido dinamismo en la segunda mitad de 2011, profundizó su desaceleración a lo largo del primer semestre del año. Así, en el segundo trimestre el PIB real cayó un 0,8 % intertrimestral (tras un crecimiento del 0,6 % en el primero). En términos interanuales, la economía tuvo un crecimiento nulo en el segundo trimestre (5,2 % en el primero). Los factores idiosincráticos han tenido un mayor peso que los externos en la corrección de la actividad. En este sentido, las restricciones sobre las importaciones han provocado un notable ajuste de las compras al exterior (-14 % anual) y de la formación bruta de capital (-15 %), por el efecto en la inversión de bienes de equipo, mientras que los controles para la adquisición de divisas, entre otras consecuencias, han enfriado el sector de la vivienda, un mercado cuyas transacciones se denominan mayoritariamente en dólares. El consumo, en cambio, se ha mantenido como el principal motor del crecimiento. El componente privado aumentó un 4,2 % interanual en el segundo trimestre (10,7 % en 2011) y el público un 6,8 % (10,9 % en 2011). La aportación de la demanda externa fue positiva, a pesar del descenso de las exportaciones en un 9,5 %, que se atribuye en parte a la debilidad de Brasil. Los indicadores de alta frecuencia evidencian que la economía podría haber comenzado a estabilizarse. De hecho, aunque se mantienen las restricciones sobre el mercado de divisas, otros factores que atenazaban el crecimiento se están disipando. En este sentido, se han suavizado algunas restricciones a las importaciones, se espera una mejor cosecha agrícola (con precios altos) y Brasil, principal socio comercial, parece retomar una senda de mayor dinamismo. La cuenta corriente volvió a registrar un saldo positivo (tras haber sido deficitaria en los tres meses previos) gracias al mayor superávit de la balanza comercial —a pesar del aumento del déficit energético—. Por su parte, las cuentas públicas han empeorado sustancialmente, como consecuencia del aumento del gasto primario y de la caída de los ingresos fiscales, situándose el déficit público en el segundo trimestre en el 1,9 % del PIB en términos anualizados. Todo ello ha aumentado la dependencia del Tesoro de la financiación por parte de entidades públicas, incluyendo la administración de los fondos de pensiones y el banco central, cuyos anticipos al Tesoro se han situado en el nivel más alto desde enero de 2003. El creciente recurso al banco central ha contribuido a perpetuar una inflación elevada, en torno al 10 % en la medida oficial (aunque las estimaciones privadas apuntan a tasas que superan el 20 %). Los tipos de interés reales negativos, junto con el mantenimiento de un tipo de cambio sobrevalorado, están detrás de la creciente demanda de dólares como activo

ARGENTINA: TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



CHILE: CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Banco Central de Argentina, Banco Central de Chile y Reuters.

refugio y la fuga de capitales, que ha intentado contenerse mediante controles de capital. Estas medidas han conseguido mantener estable el volumen de reservas internacionales, pero han favorecido el resurgimiento del mercado informal, en el que el dólar se cotiza con una prima elevada —en torno al 35 % respecto al tipo de cambio oficial (véase gráfico 12)—. Al mismo tiempo, se ha intensificado la retirada de depósitos en dólares, que supera los 6.500 millones de dólares (45 % del total de depósitos en dólares) desde que se reguló la venta de dólares a finales del año pasado.

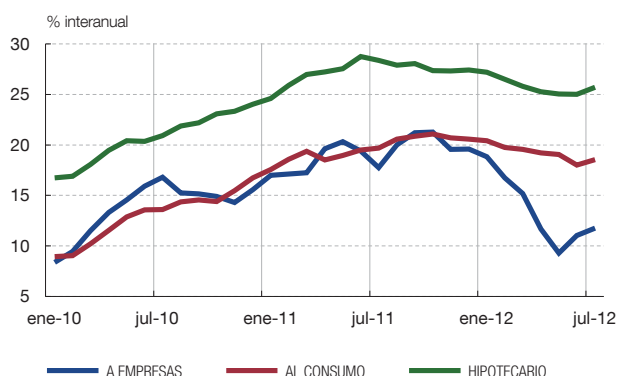
La actividad en *Chile* mostró un notable dinamismo en el primer semestre de 2012, superando las expectativas y mostrando una elevada resistencia al deterioro externo y los vaivenes de los mercados globales. De esta forma, el PIB en el segundo trimestre de 2012 anotó un crecimiento trimestral del 1,7 % (5,5 % interanual), superior incluso al del trimestre previo (1,3 % intertrimestral y 5,3 % interanual). La expansión continúa estando liderada por la demanda interna, que creció un 7,2 % en el segundo trimestre, apoyada por el buen comportamiento del mercado laboral y el efecto transitorio de una fuerte acumulación de existencias. Así, la aportación de la demanda externa, que fue positiva en el primer trimestre (0,6 pp), volvió al terreno negativo en el segundo (1,8 pp), como consecuencia sobre todo de la desaceleración de las exportaciones, especialmente por el menor precio del cobre. El superávit comercial ha caído casi un 67 % en el acumulado del año hasta septiembre, fruto de una caída de las exportaciones del 5,5 % interanual y del aumento del 4,3 % de las importaciones, lo que ha ampliado el déficit por cuenta corriente, que en el segundo trimestre se situó en el 2,7 % del PIB (véase gráfico 12). Los indicadores de alta frecuencia evidencian que ha comenzado cierta desaceleración, especialmente en su componente de inversión. La inflación también ha sorprendido favorablemente a lo largo del año con una marcada evolución a la baja, desde tasas del 4 % en los primeros meses del año al 2,8 % en septiembre, aunque con un marcado contraste en el comportamiento de los precios de bienes comerciables y no comerciables. El avance de los primeros se ha reducido notablemente por el ajuste de precios de energía y alimentos, y por la tendencia apreciadora del peso, que, pese a episodios de volatilidad, se ha fortalecido en torno a un 10 % desde principios de año. En cambio, el avance de los precios de los no comerciables permanece elevado, con presiones asociadas a la estrechez del mercado laboral (tasa de paro del 6,4 % en el trimestre junio-agosto y crecimiento de los salarios reales en torno al 3 % en los últimos meses). De cara al futuro, la inflación podría revertir su tendencia en vista del reciente repunte en los precios internacionales de alimentos, pero las expectativas de inflación de más largo plazo permanecen ancladas en el 3 %. En este contexto, el

banco central ha mantenido el tipo de interés oficial en el 5 % desde enero, cuando lo redujo en 25 pb. La curva de tipos de interés no descuenta descensos a corto plazo. Por su parte, ha disminuido ligeramente el ritmo de expansión del crédito bancario, aunque sigue creciendo más de un 10 % en términos reales. En el plano fiscal, el superávit acumulado en el primer semestre fue del 2 % del PIB, un poco por encima de lo previsto gracias al buen desempeño de la recaudación. De esta forma, aunque el estímulo aplicado en 2009 y 2010 no se ha retirado en su totalidad, se prevé alcanzar un déficit estructural del 1,4 % a finales de año, siendo el objetivo del Gobierno situarlo en el 1 % en 2014. Ante un agravamiento del escenario externo, Chile no solo posee cierto espacio para flexibilizar las políticas monetaria y fiscal, sino que cuenta también con más de 39 mm de dólares en reservas y con el fondo de riqueza soberano, que en agosto suponía casi 15 mm de dólares, mientras que el Fondo de Reserva de Pensiones sumaba más de 5,7 mm de dólares.

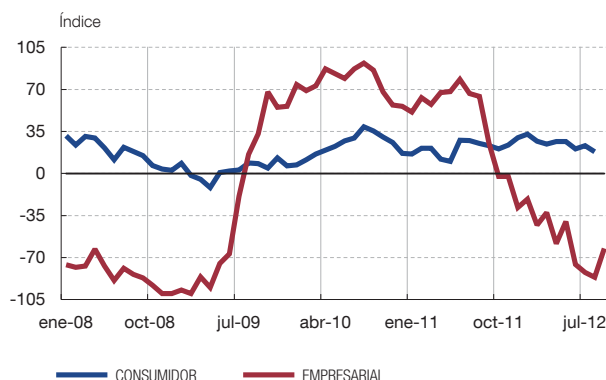
En *Colombia*, tras el fuerte dinamismo de 2011, la actividad mostró una notable desaceleración a lo largo del primer trimestre de 2012, aunque recuperó un mayor impulso en el segundo. Así, el crecimiento trimestral fue de un 1,6 % en el segundo trimestre (0,3 % en el primero), mientras que la tasa interanual se situó en el 4,9 % en el segundo trimestre (4,7 % en el primero). Este comportamiento se explica por la evolución de la inversión bruta fija, que durante el primer trimestre moderó su expansión interanual hasta el 7,8 %, mientras que en el segundo creció un 15,5 %, debido sobre todo a la aceleración en la ejecución de obras civiles. Por su parte, el consumo privado, que venía creciendo con fuerza, apoyado en la reducción progresiva de la tasa de desempleo, moderó su expansión hasta el 4,2 % en el segundo trimestre por el menor soporte del mercado laboral, con una tasa de paro estabilizada en los últimos meses en el 10,9 %. Asimismo, la aportación de la demanda externa fue negativa después de que las importaciones aumentasen un 9,5 % y las exportaciones cayesen un 2 %. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a una cierta desaceleración, a la que contribuyen tanto la demanda externa como la local, especialmente en el sector manufacturero, afectado también por la apreciación de la moneda. De hecho, la confianza empresarial ha mostrado un continuo deterioro desde el inicio del año (véase gráfico 13). La inflación se ha ido corrigiendo, pasando del 3,6 % en enero al 3,1 % en septiembre. Además, el crédito ha pasado de aumentar a tasas reales del 24 %, a comienzos de 2012, a ritmos inferiores al 18 %, lo que mitiga los riesgos asociados. En este contexto, el banco central mantuvo los tipos de interés oficiales sin cambios hasta las reuniones de julio y agosto, cuando adoptó sendas bajadas de 25 pb, dejando el tipo de interés oficial en el 4,75 % en septiembre. Asimismo, para controlar las presiones apreciatorias sobre el peso colombiano, el banco central amplió hasta marzo del próximo año su programa de compra diaria de dólares, al tiempo que el Tesoro público también realizó compras puntuales. El déficit del Gobierno central continúa su moderación como consecuencia del aumento de los ingresos tributarios (sobre todo, los relacionados con el petróleo), que están ampliando el superávit primario, lo que ha permitido revisar a la baja la previsión de déficit fiscal para 2012 en 4 décimas, hasta el 2,4 %.

En *Perú*, si bien la economía mantiene el mayor dinamismo de la región, se ha producido cierta desaceleración a lo largo del año. En el segundo trimestre el PIB aumentó un 1,4 % en tasa intertrimestral, por debajo del 2,1 % registrado en el primero. En tasa interanual, el PIB aumentó un 6,1 %, la misma tasa que el trimestre anterior. La demanda interna continúa ejerciendo de soporte, manteniendo su fortaleza tanto el consumo privado (5,6 % interanual en el segundo trimestre y 5 % en el primero) como la formación bruta de capital (16,1 % en el segundo trimestre y 15,4 % en el primero). En cambio, la demanda externa pasó a tener en el segundo trimestre una aportación negativa al PIB de 1,6 pp (+0,1 pp en el primer trimestre), como consecuencia de la extraordinaria moderación de las exportaciones,

PERÚ: VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

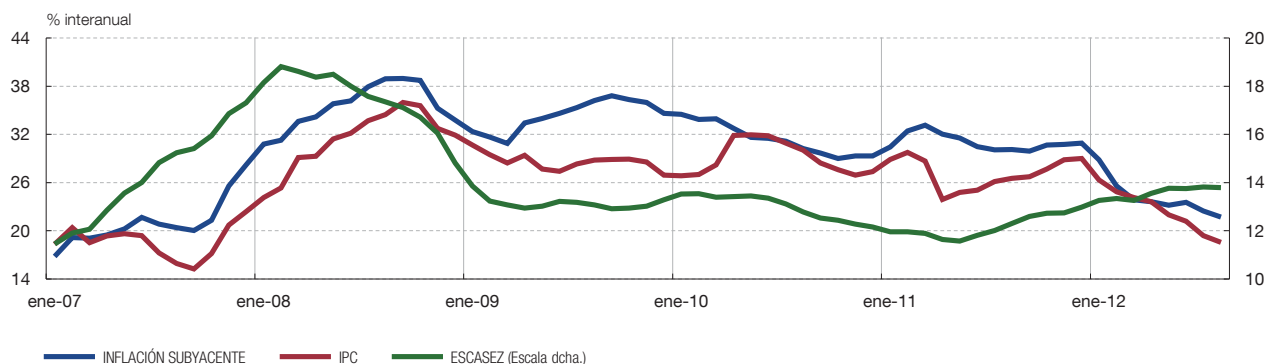


COLOMBIA: ÍNDICES DE CONFIANZA



VENEZUELA: TASAS DE INFLACIÓN E ÍNDICE DE ESCASEZ

Variación interanual



FUENTES: Fuentes nacionales y Fedesarrollo en Colombia.

especialmente las mineras, lo que obedece tanto a la desaceleración de la demanda como a problemas de oferta de carácter transitorio. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a una desaceleración solo gradual, que previsiblemente se verá mitigada por el gasto y la inversión pública, debido a la aplicación del segundo paquete de estímulo económico, acordado en junio, equivalente al 0,4 % del PIB (con el fin de agilizar la inversión y el gasto público, ampliar programas sociales, mejorar las infraestructuras y apoyar las exportaciones). El déficit de la cuenta corriente aumentó en el segundo trimestre al 2 % del PIB, debido a la fuerte reducción del superávit comercial (véase gráfico 13). Por su parte, se amplió el superávit de la cuenta financiera hasta el 7,5 % del PIB, gracias a los mayores flujos de capitales de largo plazo al sector privado. La inflación ha mostrado una tendencia decreciente a lo largo del año, resultante de la moderación en los precios de alimentos y energía, aunque en septiembre se situó en el 3,7 %, todavía por encima del límite superior del intervalo objetivo del banco central, afectada por el repunte en los precios internacionales de los alimentos. El banco central mantuvo el tipo oficial en el 4,25 %, nivel que está vigente desde mayo de 2011. A pesar del complicado entorno externo, el nuevo sol se ha apreciado en torno a un 4 % en el año, una apreciación que hubiese sido mayor sin la acumulación de reservas internacionales de 10 mm de dólares, un incremento del *stock* de más del 20 %. Asimismo, el banco central elevó los encajes medios en moneda nacional y extranjera en 100 pb, con el fin de moderar la entrada de capitales extranjeros de corto plazo y el crecimiento del crédito, que a lo largo del año ha mantenido una tendencia decreciente, aunque aún a tasas altas (véase gráfico 13). Por el lado fiscal, el sector público

no financiero alcanzó en el segundo trimestre un superávit equivalente al 3,4 % del PIB gracias al incremento de los ingresos corrientes, reflejo del dinamismo de la demanda interna. El Gobierno prevé cerrar el déficit fiscal estructural a partir de 2013.

La economía de *Venezuela* mostró un fuerte repunte del crecimiento en el primer trimestre de 2012, con una expansión del PIB del 4,3 % intertrimestral y del 5,8 % interanual, y una desaceleración posterior, hasta el 5,4 % interanual. La demanda interna se expandió un 16,4 % interanual en el primer trimestre del año y un 13,1 % el segundo, gracias a la aceleración del consumo público y privado y, sobre todo, de la inversión. La aportación de la demanda externa al crecimiento fue muy negativa (-14 pp en el primer trimestre y -11,3 pp en el segundo), debido tanto al mayor dinamismo de las importaciones —por la mayor disponibilidad de divisas en la economía— como por la debilidad de las exportaciones, que incluso presentaron una caída interanual en el segundo trimestre. Por su parte, la inflación se ha ido moderando a lo largo del año, desde el 29 % de finales de 2011 al 19 % de septiembre, si bien el aumento del índice de escasez elaborado por el Banco Central de Venezuela apuntaría a la presencia de cierta inflación reprimida (véase gráfico 13). Además, en julio entró en vigor una disposición del Gobierno que pretende elevar la cantidad de dólares en circulación en el país; en concreto, en el mercado paralelo del tipo de cambio (SITME), al autorizar la apertura de cuentas en moneda extranjera a ciertos agentes —cuentas que en todo caso se liquidarían en moneda local al tipo de cambio oficial—, sobre las que se aplicarían encajes en dólares, y a las empresas exportadoras a negociar en el SITME el 5 % de sus ingresos en divisas. En cuanto las cuentas públicas, según cifras del banco central, el año 2011 se cerró con un déficit de la Administración Central del 3,4 % del PIB, una décima menos que en 2010, gracias a un aumento de los ingresos no petroleros de 3,2 puntos del PIB, que financió un incremento de los gastos corrientes de 2,6 puntos (fundamentalmente, incremento del pago de intereses de la deuda). Utilizando otras fuentes, como la CEPAL, el déficit del sector público se habría situado cerca del 6,5 % del PIB en 2011, lo que, unido a una deuda pública creciente (que ha pasado del 13,6 % del PIB en 2008 al 35,5 % en marzo de 2012), plantea dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. El año electoral ha generado, además, un fuerte aumento del gasto (por encima del 36 % interanual en términos reales en el primer trimestre de 2012). El superávit por cuenta corriente se situó en el segundo trimestre en el 6 % del PIB, en términos anualizados, y la inversión exterior directa en el 1,3 % del PIB. Tras las elecciones presidenciales del 7 de octubre, en las que resultó ganador el actual presidente, el diferencial soberano se estabilizó en torno a los 900 pb.

15.10.2012.

