

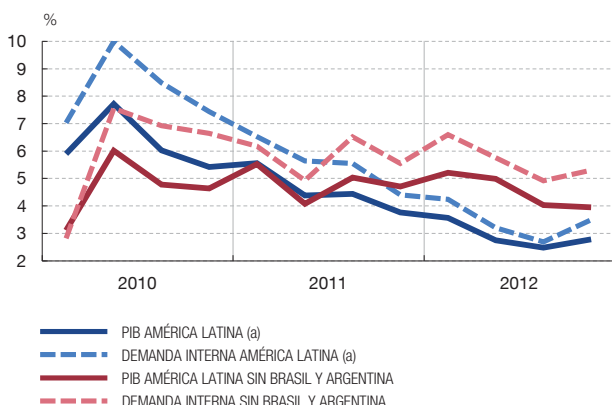
Introducción

América Latina registró un crecimiento del 2,9% en el conjunto de 2012, 1,6 puntos menos que en 2011, en un contexto de desaceleración de la economía mundial y de estabilización de la relación real de intercambio, después de dos años de notable ascenso de esta. Tras un primer trimestre relativamente dinámico, el PIB agregado de las siete principales economías de la región mostró un perfil de moderación hasta el tercer trimestre; posteriormente, en paralelo con la mitigación de las tensiones en el área del euro, la actividad repuntó. La moderación en el crecimiento promedio de la región podría interpretarse como un retorno hacia tasas tendenciales de crecimiento de largo plazo, después de que, en los años posteriores a la crisis, la rápida salida de la recesión eliminase las brechas de producto, apareciendo incluso signos de sobrecalentamiento. Sin embargo, esta interpretación no es aplicable a todos los países, ya que, como se observa en el gráfico 1, en el año 2012 hubo una marcada divergencia en el comportamiento cíclico de las economías analizadas. En particular, mientras que Argentina y Brasil (que representan prácticamente la mitad del PIB regional) crecieron muy por debajo de su tasa de crecimiento tendencial (Brasil por segundo año consecutivo), Perú, Chile, Venezuela y México se expandieron a ritmos superiores o cercanos a aquel. Por tanto, la pérdida de dinamismo de América Latina en 2012 obedeció principalmente a factores específicos en esas dos economías. De hecho, en el resto, el ritmo de crecimiento de la actividad y de la demanda fue boyante, superior al 4%, y sin tensiones inflacionistas en la mayoría de ellos.

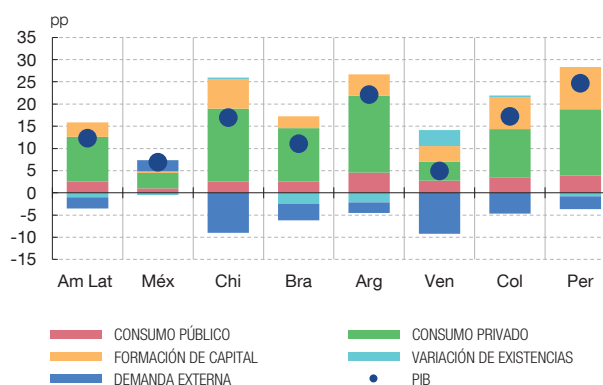
El principal sostén de la actividad de la región en 2012 siguió siendo la demanda interna, que aportó 3,7 puntos porcentuales (pp) al crecimiento, y, fundamentalmente, el consumo privado. Por su parte, la demanda externa redujo su aportación negativa hasta los 0,8 pp, como consecuencia de una significativa contención de las importaciones, en contraposición al fuerte aumento registrado en años previos. Las exportaciones crecieron poco, en línea con el menor avance del comercio mundial en los meses centrales del año. Los indicadores más recientes parecen apuntar a una continuidad del repunte del cuarto trimestre, con una dinámica muy sólida en países como Chile y Perú, y una recuperación más gradual en los países que han mostrado un pulso más débil. La principal excepción sería Venezuela, donde los efectos contractivos de la devaluación y el necesario ajuste fiscal hacen prever una importante desaceleración de la actividad.

La evolución de la inflación mostró también una notable heterogeneidad. Aunque en el promedio de las siete principales economías de la región la inflación tendió a repuntar moderadamente desde comienzos de 2013 (alcanzando tasas del 6,7% interanual en marzo), este ascenso se debió al comportamiento de los precios en Venezuela y en Argentina y, entre los países con objetivos de inflación, a la sostenida tendencia al alza en Brasil (6,6% en marzo, 1,5 pp más que en junio de 2012), a pesar de la desaceleración económica. Sin embargo, en los otros cuatro países con objetivos de inflación (Chile, Colombia, México y Perú) el ritmo de avance de los precios de consumo se moderó significativamente, en un contexto de crecimiento fuerte o próximo al potencial, lo que atestigua la credibilidad de sus políticas económicas. A finales de 2012, los cinco países con objetivos de inflación cumplían sus objetivos, y todos, excepto Brasil, lo hacían holgadamente. En este último, la resistencia de la inflación a la baja, en un contexto de debilidad económica, y el repunte de las expectativas de largo plazo suponen un desafío importante para la política monetaria, tras el intenso ciclo bajista de tipos de interés llevado a cabo hasta octubre de 2012.

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



APORTACIONES AL CRECIMIENTO ACUMULADO DEL PIB EN EL PERÍODO
2008-2012



FUENTES: Datastream y Fondo Monetario Internacional.

a Agregado de las siete principales economías.

Las perspectivas para 2013 apuntan a un crecimiento parecido al de 2012 (aunque con una distribución diferente por países), con ciertos elementos de riesgo. Por un lado, la debilidad de las economías industrializadas sigue siendo un lastre para el crecimiento, solo compensado, en parte, por la demanda procedente de Asia (véase recuadro 1). Por otro, la percepción de que los tipos de interés de las economías avanzadas continuarán en niveles reducidos y se mantendrán las medidas no convencionales de política monetaria plantea la necesidad de seguir vigilando la evolución de los flujos de capital, por sus implicaciones sobre el crédito, los tipos de cambio y las condiciones financieras. Además, existe el riesgo de que las medidas administrativas, utilizadas cada vez más profusamente, acaben distorsionando la asignación eficiente de recursos. Al mismo tiempo, sin embargo, una normalización en el nivel de los tipos de interés de los fondos federales en Estados Unidos tendría también riesgos para las economías emergentes, en una situación de importante aumento de las emisiones en dólares y *spreads* muy reducidos.

Finalmente, tras el logro de una década continuada de crecimiento en América Latina (una fase extraordinariamente prolongada para los estándares de la región), pueden estar acumulándose desequilibrios que conlleven riesgos en el medio plazo. El PIB de estos países se sitúa ya entre un 7% y un 25% por encima del máximo alcanzado antes de la crisis (véase gráfico 1), con un crecimiento muy fuerte del consumo privado. Hay que tener en cuenta que esta fase alcista ha venido impulsada por un ciclo muy favorable de materias primas, por lo que el principal riesgo sería el de una caída importante de sus precios, que tendría un impacto sustancial en las cuentas fiscales y exteriores, muy favorecidas, a su vez, por la bonanza. Las posiciones externas han venido deteriorándose de forma cada vez más generalizada y, aunque su financiación con inversión directa sigue siendo cómoda, en varios países se observa una tendencia decreciente. Por otra parte, dentro de la región, los desequilibrios acumulados por Argentina y Venezuela siguen siendo elementos de vulnerabilidad importantes.

Entorno exterior

El último trimestre de 2012 y los primeros meses del presente ejercicio se caracterizaron por un comportamiento favorable de los mercados financieros internacionales (véase gráfico 2), en un contexto de atenuación de algunos riesgos extremos —asociados a la crisis soberana europea y a la posibilidad de una abrupta contracción fiscal en Estados Unidos—

Tras dejar atrás la última serie de crisis regionales, desde 2003 las economías latinoamericanas han contado con un entorno exterior relativamente favorable, caracterizado por el aumento de la demanda de materias primas, que están entre sus principales productos de exportación, y el consiguiente incremento de la relación real de intercambio. Ello ha permitido que, al contrario de lo que ocurría en décadas anteriores, el crecimiento no viniera acompañado de la aparición de desequilibrios externos. La crisis económica global de 2008/2009 ha supuesto una cierta interrupción de esta tendencia, pues la lenta salida de la crisis de las economías desarrolladas ha incidido a la baja sobre el crecimiento mundial (panel 1, gráfico 1), lo que se ha traducido en una menor demanda externa para los países de la región¹ (panel 2, gráfico 1) y, más recientemente, en una estabilización —o retroceso— de los precios de las materias primas.

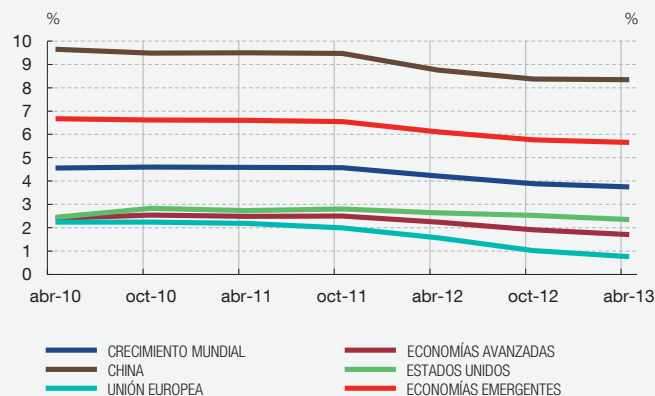
América Latina es una región muy heterogénea en cuanto al grado de apertura exterior, la orientación geográfica del comercio (con países más orientados hacia Asia, otros hacia Estados Unidos o la propia Latinoamérica y otros más diversificados²) y el tipo de productos exportados mayoritariamente (materias primas o manufacturas). Por esa razón, la distribución geográfica del crecimiento mundial es relevante a la hora de determinar los efectos del entorno exterior sobre la actividad de estas economías.

En este recuadro se presenta una estimación de las correlaciones cíclicas entre la región —considerando tanto el agregado regional como los principales países individualmente— y otros grandes bloques de la economía mundial: Estados Unidos —que ha sido tradicionalmente la economía con mayor peso en el comercio ex-

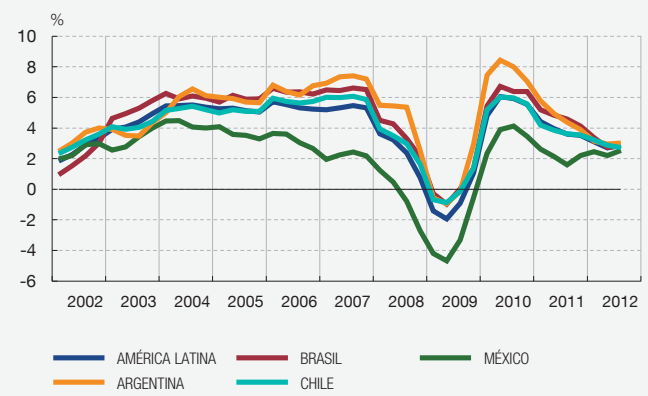
1 La demanda externa se estima a partir de las tasas de variación de la demanda interna de los principales socios comerciales de la región, ponderadas por el peso que tiene cada socio en el comercio exterior de cada país latinoamericano.

2 Esta orientación externa ha ido cambiando con el tiempo, como se puede apreciar en el recuadro 1 del «Informe semestral de economías latinoamericanas» de octubre de 2010.

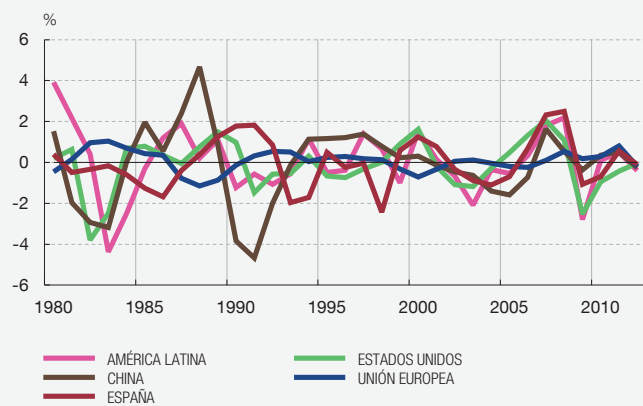
1 PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2013/2014 (a)



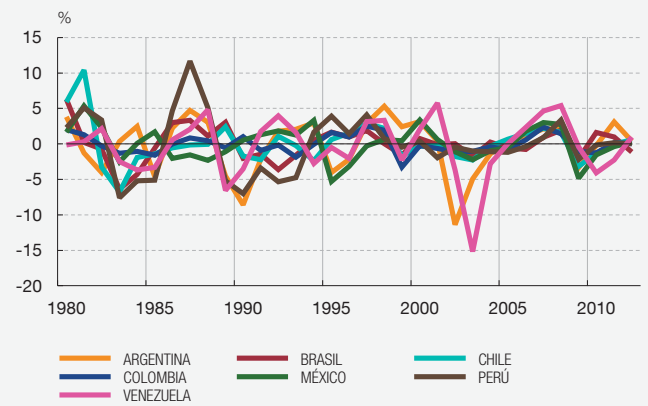
2 DEMANDA EXTERNA ESTIMADA



3 ESTIMACIÓN DEL COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB (b)



4 ESTIMACIÓN DEL COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

a Media de las previsiones de crecimiento del WEO del Fondo Monetario Internacional para 2013/2014 publicadas en la fecha señalada en el eje.
b Utilizando un filtro Hodrick-Prescott con parámetro 6,7.

terior de la región—, la Unión Europea —zona hacia la que han tratado de reorientarse algunos países del área firmando acuerdos de libre comercio— y China —el país más pujante en el comercio mundial, que demanda fundamentalmente materias primas a la región, y con el cual algunos países latinoamericanos tienen firmados acuerdos de libre comercio—. Asimismo, se ha analizado la correlación de los ciclos entre América Latina y España, que tiene un peso importante en la inversión directa en la región.

Las correlaciones se calculan extrayendo el ciclo de las series anuales del PIB de los distintos países o regiones para el período 1960-2012 mediante el filtro Hodrick-Prescott; es decir, se trata de una descomposición estadística, distinta de la habitual, derivada de la estimación del crecimiento potencial³. En el gráfico 1 se presenta la estimación de los ciclos para el agregado regional y las áreas de comparación, así como para los países más relevantes de la región. Es destacable la mayor volatilidad del ciclo que se observa para los países latinoamericanos, en especial en aquellos cuya integración exterior depende más de las materias primas. En los países con una estructura productiva más diversificada, como México y Brasil, los ciclos son más suaves y duraderos; por tanto, más parecidos a los de Estados Unidos y la Unión Europea.

Las correlaciones cíclicas contemporáneas se presentan en el cuadro 1⁴. Para el período 1960-2012, el agregado regional solo presenta una correlación estadísticamente significativa (en negrita

cursiva, Estados Unidos —32 %—), fruto de una correlación positiva con todos los países de la región, salvo Perú; esta correlación es especialmente elevada y significativa con Colombia (32 %) y Chile (41 %), países tradicionalmente muy ligados a la economía estadounidense. Por el contrario, las correlaciones cíclicas de América Latina con China y con España son muy reducidas (inferiores al 10 % a escala agregada), algo lógico si se tiene en cuenta que el aumento de la exposición a ambas zonas es un fenómeno más reciente. La correlación con el ciclo de la Unión Europea es negativa y no es estadísticamente significativa. Finalmente, resultan destacables las correlaciones positivas y significativas entre los ciclos de los países de la región, que son las más elevadas entre todas las estimadas en el cuadro 1, lo que indicaría que, al tiempo que la región se integraba cada vez más con el exterior, profundizaba los lazos económicos regionales.

Para captar un posible cambio estructural en las correlaciones tras el inicio de la fase más intensa del reciente proceso de globalización, y para estimar en qué momento del tiempo las correlaciones bilaterales se tornan significativas, se han calculado las correlaciones en ventanas móviles de 10 años. Como se puede observar en el gráfico 2, a partir del año 2000 (que recoge la correlación media de 1991 al 2000), las correlaciones del ciclo del agregado regional con Estados Unidos y España se vuelven positivas, y se tornan significativas en

presenta una tendencia del PIB con tasas de variación muy elevadas y prácticamente constantes en casi toda la muestra, lo que hace que los ciclos sean explosivos al principio de aquella y más suaves después); ii) se aplica el mismo método de estimación de la tendencia con el mismo parámetro a todos los países y todos los períodos temporales, en lugar de un modelo basado en fundamentos, lo que puede sesgar los resultados si, como ocurrió en 2008, se produce un *shock* simultáneo a todas las economías, y iii) las correlaciones cíclicas no implican un efecto directo sobre la actividad, ya que este dependerá del peso que tenga el país en el posicionamiento externo y del grado de apertura de la economía.

- 3 En concreto, se utiliza un filtro Hodrick-Prescott con un parámetro lambda de 6,7, ampliando la muestra del PIB tanto hacia atrás (hasta 1950) como hacia delante (hasta 2020, con previsiones de largo plazo de *Consensus Forecasts*).
- 4 Cabe señalar que en el recuadro se presentan correlaciones, no relaciones de causalidad. El ejercicio tiene, además, otras limitaciones: i) los datos utilizados para algunas economías (singularmente, China, que

1 CORRELACIONES CÍCLICAS CONTEMPORÁNEAS (1960-2012) (a)

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Venezuela	América Latina (b)
Argentina	1,000							
Brasil	0,209	1,000						
Chile	0,161	0,338	1,000					
Colombia	0,235	0,482	0,557	1,000				
México	0,241	0,020	0,257	0,202	1,000			
Perú	0,319	0,563	0,226	0,386	0,036	1,000		
Venezuela	0,447	0,079	0,146	0,310	0,231	0,258	1,000	
España	-0,185	0,186	0,121	0,117	-0,068	-0,034	0,057	0,059
Estados Unidos	0,192	0,206	0,410	0,320	0,259	-0,069	0,129	0,317
China	0,199	-0,138	0,036	0,063	0,110	0,136	0,120	0,045
UE	-0,107	-0,141	-0,273	-0,240	-0,078	-0,061	-0,061	-0,200

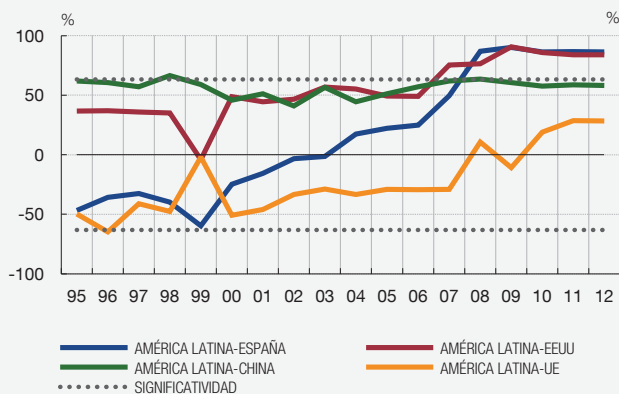
FUENTE: Banco de España.

- a Estimadas a partir del ciclo del PIB extraído con filtro Hodrick-Prescott parámetro 6,7. En negrita y cursiva aparecen las correlaciones significativas (calculadas como $2 / (t^{0,5})$, siendo t el número de observaciones).
- b Agregado de siete países.

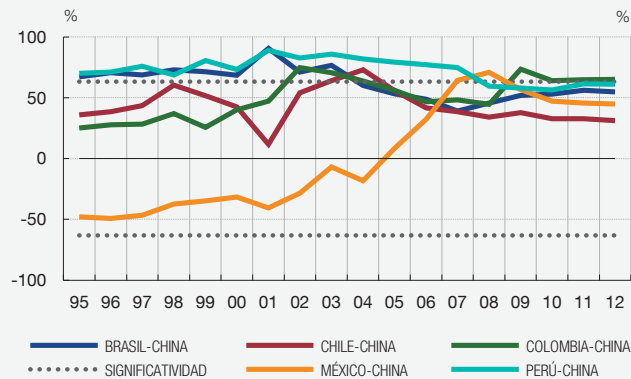
los años de expansión inmediatamente anteriores a la última crisis financiera internacional. Para China, la correlación ha sido elevada en todo el período examinado, y llega a ser significativa en 2008, si bien en niveles inferiores a los de los otros países analizados. Es

destacable, finalmente, la estabilización —o ligera caída— de las correlaciones cíclicas de la región con los tres países mencionados en los años posteriores a la crisis, lo que pone de manifiesto la fuerte divergencia cíclica registrada en los últimos años de la muestra.

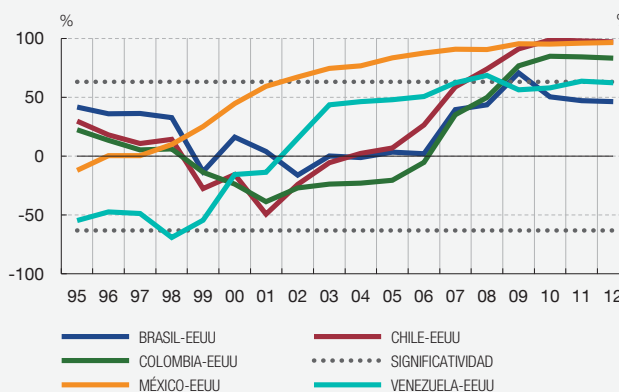
1 CORRELACIONES DEL COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB (VENTANAS DE DIEZ AÑOS)



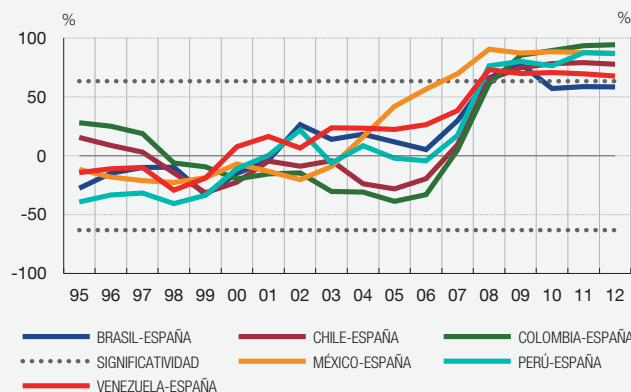
2 CORRELACIONES DEL COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB (VENTANAS DE DIEZ AÑOS)



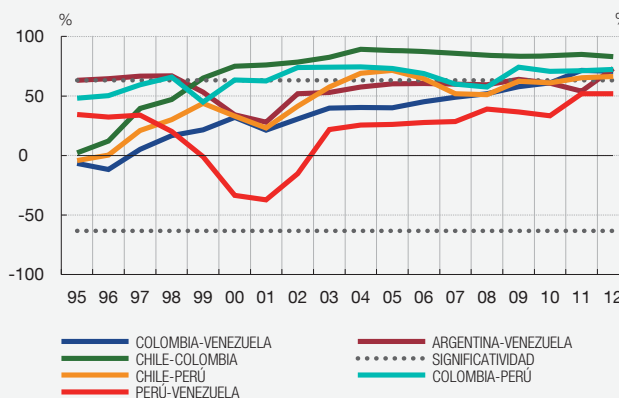
3 CORRELACIONES DEL COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB (VENTANAS DE DIEZ AÑOS)



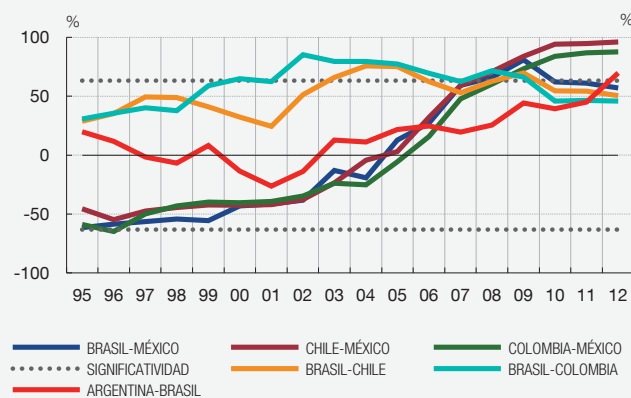
4 CORRELACIONES DEL COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB (VENTANAS DE DIEZ AÑOS)



5 CORRELACIONES DEL COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB (VENTANAS DE DIEZ AÑOS)



6 CORRELACIONES DEL COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB (VENTANAS DE DIEZ AÑOS)



FUENTE: Banco de España.

Las correlaciones con el ciclo de la Unión Europea no son significativas a lo largo de todo el período examinado.

La menor correlación regional de América Latina con China, y su no significatividad, es fruto de la correlación bilateral con México, que hasta 2004 era incluso negativa —algo lógico, teniendo en cuenta su competencia en mercados comunes, en productos de gamas cercanas—. En sentido contrario, la correlación de los ciclos de China y Brasil es elevada a partir del 2000 (50 %), aunque no llega a ser significativa, lo que pone de manifiesto la creciente importancia de China —que ya es el principal socio comercial de Brasil—, incluso para aquellas economías de la región más cerradas y con una estructura comercial y productiva más diversificada. Por su parte, Estados Unidos presenta correlaciones positivas y significativas con casi todos los países de la región a partir de 2006, que son especialmente elevadas (más del 90 %) en Chile y México. Este incremento ha tendido a revertirse parcialmente en los últimos años, por las divergencias cíclicas. Un caso similar es el de España: el ciclo muestra una correlación creciente, aunque no significativa hasta 2008, con el de todos los países de la región (2006 en el caso de México); a partir de ese año, las correlaciones se estabilizan, o descienden ligeramente. Por último, en los países inferiores se presentan las correlaciones cíclicas entre los países más representativos de la región. Para los países andinos, la mayoría de las correlaciones aumentan a lo largo del tiempo, alcanzando un nivel significativo a partir de 1995, mayor hacia el final del período examinado, lo que refleja su reorientación externa

hacia la zona de crecimiento más dinámica del mundo, la Cuenca del Pacífico. Respecto a las dos mayores economías de la región —México y Brasil—, es destacable la tendencia contrapuesta en las correlaciones, con un incremento en México hasta ser significativas con los andinos más orientados a Asia, y una caída en Brasil, hasta perder la significatividad a partir de la crisis, en lo que ha podido incidir su diferente especialización productiva. Finalmente, es destacable también el incremento paulatino de la correlación cíclica entre las dos grandes economías de MERCOSUR (Argentina y Brasil), que en todo caso solo llega a ser significativa al final de la muestra.

En definitiva, los procesos de apertura al exterior y de refuerzo del comercio intrarregional han dado lugar a una mayor sincronía de los ciclos económicos tanto entre los propios países latinoamericanos como con otros grandes actores del comercio mundial, superando, en muchos casos, la tradicional relación con Estados Unidos. La sincronía cíclica con España también se ha elevado como resultado de la elevada presencia de las empresas españolas en la región, si bien a partir de la crisis se ha estabilizado o ha tendido a descender. Un aumento de la sincronía cíclica implica un mayor impacto de los acontecimientos externos, tanto positivos como negativos, sobre la actividad de la región, tanto por vía directa (correlaciones bilaterales elevadas con Estados Unidos, la UE o España) como indirecta (países con una correlación reducida con los bloques citados, pero elevada con Brasil, por ejemplo, que sí mantiene una elevada interrelación con China o Estados Unidos).

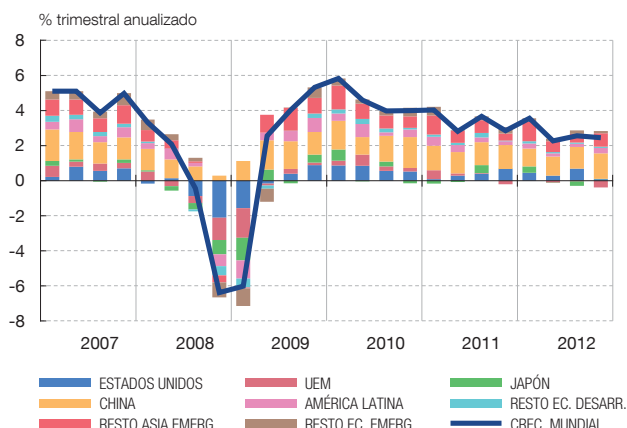
y de profundización en las medidas expansivas de política monetaria en los principales países avanzados. No obstante, a pesar de esta mejora del sentimiento inversor, la actividad global mostró un escaso dinamismo en el último trimestre de 2012, sin cambios sustanciales de las perspectivas económicas.

Las principales economías desarrolladas registraron una fuerte desaceleración en el cuarto trimestre de 2012, con avances casi nulos en Estados Unidos y Japón, y nuevas caídas del PIB en el área del euro y en el Reino Unido. En los primeros meses de 2013 se ha apreciado un cierto repunte de la actividad, más acusado en Estados Unidos, aunque se espera que se mantenga una recuperación modesta. En este contexto, y con unas tasas de inflación que tendieron a moderarse, las políticas monetarias de estos países mostraron un nuevo giro expansivo. En Estados Unidos, el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal decidió en su reunión de diciembre prolongar sus compras de bonos del Tesoro y de MBS de agencias. Más recientemente, el Banco de Japón ha introducido un cambio sustancial en su estrategia expansiva, con la adopción de la base monetaria como objetivo operativo, estando previsto que se doble en un horizonte de dos años.

En este contexto, las economías emergentes se recuperaron moderadamente en el último trimestre de 2012, tras el bache experimentado a mediados de año, ligado al debilitamiento de la demanda mundial. En particular, se disiparon las dudas en torno a la intensidad de la desaceleración en China, donde parece confirmarse el proceso de recuperación.

Tasa trimestral anualizada, índices, puntos básicos y miles de millones de dólares

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



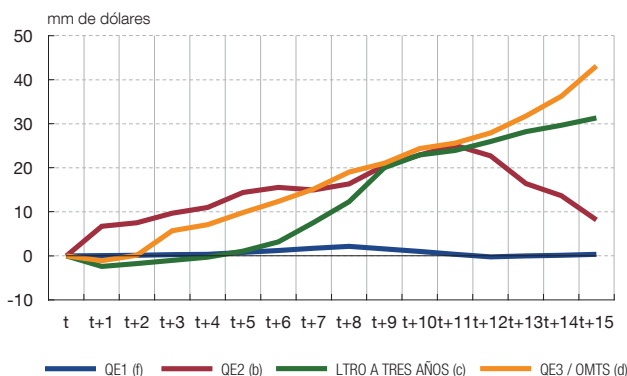
BOLSAS MUNDIALES (a)



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS E INDICADOR DE RIESGO GLOBAL



FLUJOS NETOS ACUMULADOS DE CAPITALES A FONDOS DE ECONOMÍAS EMERGENTES (RENTA FIJA + RENTA VARIABLE) (e)



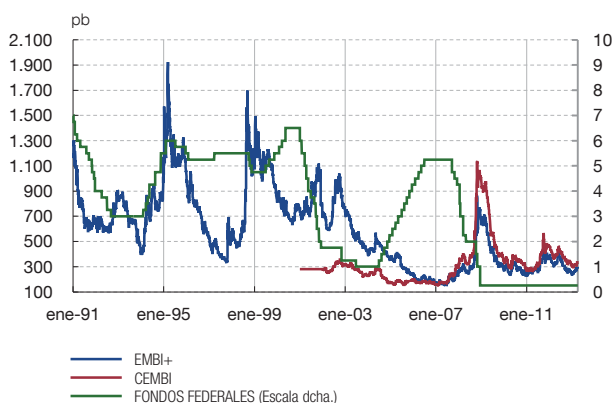
FUENTES: Estadísticas nacionales, Dealogic, EPFR y Datastream.

- a Índices en dólares.
- b Expansión cuantitativa de la Reserva Federal, segunda fase (3 de noviembre de 2010).
- c Operaciones de refinanciación a largo plazo del BCE (8 de diciembre de 2011).
- d Expansión cuantitativa de la Reserva Federal, tercera fase, y anuncio de operaciones monetarias de compraventa del BCE (segunda semana de septiembre de 2012).
- e Semanas a partir del anuncio de la medida.
- f Expansión cuantitativa de la Reserva Federal, primera fase (25 de noviembre de 2008).

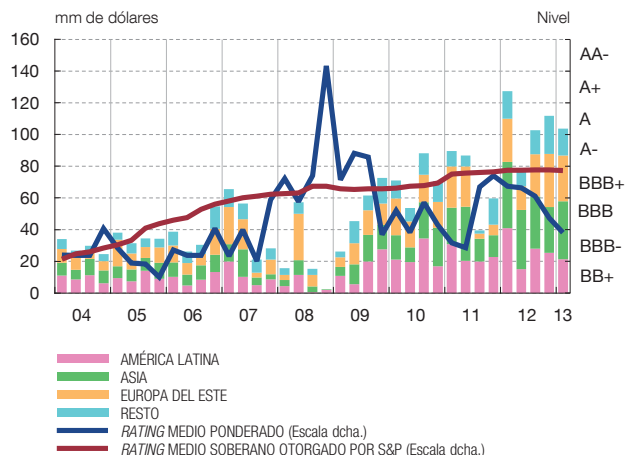
Los indicadores económicos más recientes apuntan a una prolongación del gradual fortalecimiento de la actividad, aunque con importantes diferencias entre regiones: destacando el notable dinamismo en Asia emergente y la marcada debilidad en Europa emergente. Por su parte, la inflación se mantuvo estable, o incluso tendió a moderarse en algunos países de Asia, y se registraron algunas bajadas de tipos, en mayor medida en Europa emergente.

El tono favorable que venía observándose en los mercados financieros internacionales se acentuó a lo largo del último trimestre de 2012, en un entorno de mayor apetito por el riesgo, que se reflejó en aumentos bursátiles, retrocesos de las primas de riesgo crediticio y fuerte incremento de las emisiones de deuda en los segmentos de mayor riesgo. Esta mejora se moderó a partir de mediados de febrero de 2013, con el aumento de la incertidumbre asociado a los resultados electorales en Italia y las dificultades en el rescate de la economía de Chipre, que afectaron negativamente a las bolsas y a los indicadores de riesgo crediticio europeos, mientras la bolsa de Estados Unidos alcanzaba máximos

DIFERENCIALES EMERGENTES Y POLÍTICA MONETARIA EN EEUU



EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES



FUENTES: Datastream, Fondo Monetario Internacional, Dealogic y JP Morgan.

históricos. En los mercados cambiarios cabe destacar la fuerte depreciación del yen, impulsado por la orientación expansiva de las políticas económicas tras la entrada del nuevo Gobierno. Y respecto a las materias primas, el precio del petróleo Brent ha oscilado en una banda en torno de los 110 dólares por barril en el último semestre, mientras que los precios de los metales y de los alimentos han tendido, por lo general, a la baja.

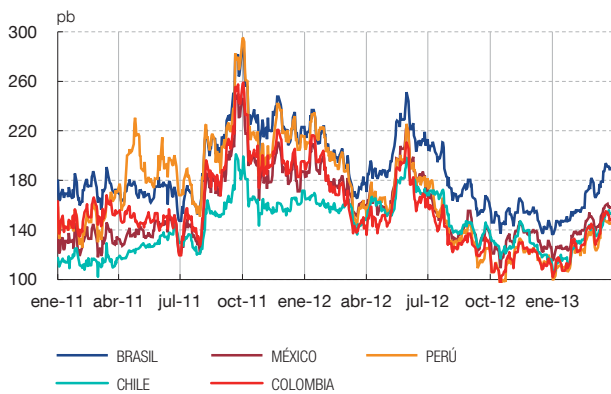
Los mercados emergentes registraron sustanciales mejoras en el transcurso de los seis últimos meses, si bien desde el principio de 2013 se han comportado comparativamente peor que los industrializados. Las emisiones de renta fija en mercados internacionales aumentaron rápidamente a partir de septiembre (gráfico 3), alcanzando niveles máximos anuales en 2012. Este fuerte ritmo de emisiones prosiguió en el primer trimestre de 2013, especialmente en enero, cuando volvieron a los mercados, o acudieron a él por primera vez, países con acceso muy limitado, si bien se ha frenado significativamente en las últimas semanas.

La reducción de los *spreads*, el fuerte aumento de las emisiones y el acceso al mercado de emisores poco frecuentes llevan a plantear el riesgo de que se puedan estar alcanzando valoraciones excesivamente optimistas en estos mercados. Como atenuante, cabe destacar los fundamentos, por lo general, sólidos de las economías emergentes y el hecho de que las condiciones de las emisiones no se han relajado tanto como en anteriores ciclos expansivos. Así, el *rating* medio ponderado de las emisiones recientes se ha mantenido entre BBB y BBB+, entre uno y dos escalones por encima de los observados en 2010 y comienzos de 2011, cerca de la calificación media soberana de los emergentes (véase gráfico 3). Por su parte, los tipos de cambio de las economías emergentes con mercados más profundos han registrado apreciaciones más moderadas que en épocas anteriores, mientras que los diferenciales soberanos y corporativos se mantienen por encima de los niveles mínimos de 2007 (véase gráfico 2).

Mercados financieros y financiación exterior

Los mercados de las economías latinoamericanas se han comportado de manera similar al resto de emergentes, con algunas excepciones. Así, los diferenciales soberanos disminuyeron ligeramente entre noviembre y comienzos de enero, pero se incrementaron posteriormente, influidos tanto por los desarrollos globales como por factores idiosincrásicos.

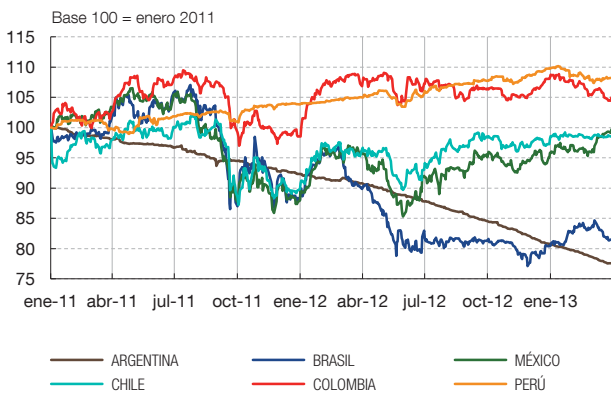
DIFERENCIALES SOBERANOS



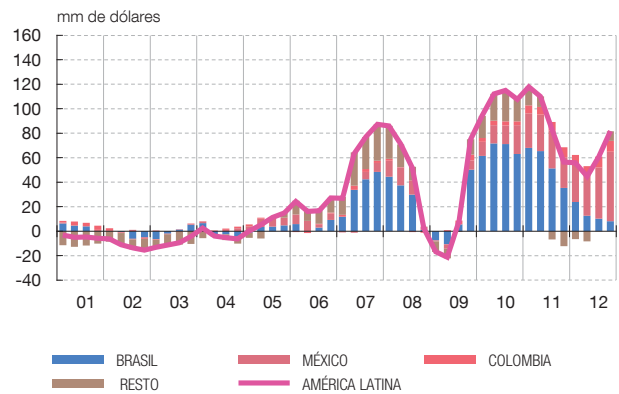
ÍNDICES DE BOLSA



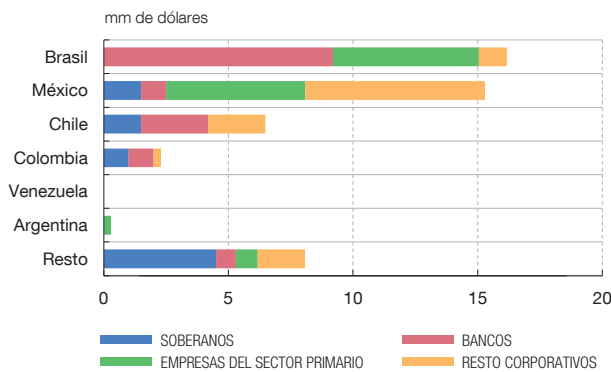
TIPO DE CAMBIO FREENTE AL DÓLAR



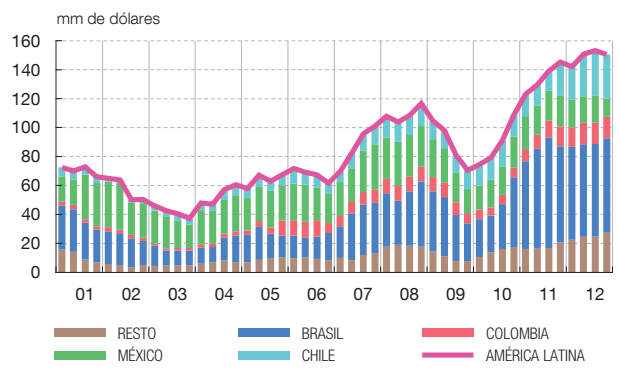
FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



EMISIONES INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA:
DE OCTUBRE DE 2012 A MARZO DE 2013



FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS EN DOCE MESES



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

a Índice MSCI América Latina en moneda local.

Inicialmente, la caída del diferencial agregado se derivó casi exclusivamente del comportamiento de los países con mayor riesgo —Argentina, Venezuela y Ecuador—, dado que los restantes registraron ligeros incrementos (véase gráfico 4). Sin embargo, los tres países mencionados siguieron presentando indicadores de riesgo muy elevados. En el caso de Argentina, por encima de los 900 puntos básicos (pb), y al final del período, de los

1.200 pb, como consecuencia del aumento de la probabilidad de impago a raíz de la decisión de los tribunales de Nueva York sobre la deuda reestructurada en 2005. En Venezuela también las variaciones del diferencial soberano vinieron asociadas a los acontecimientos políticos en el país, la celebración de elecciones en octubre de 2012, el posterior fallecimiento del presidente y la convocatoria y resolución de nuevos comicios en abril del presente año. El repunte de los diferenciales desde mediados de febrero de 2013 ha sido generalizado, con mayor entidad en el caso de Brasil, debido posiblemente a la falta de reactivación de la economía y a una evolución de la inflación algo peor que la esperada.

Las bolsas latinoamericanas registraron, en general, una evolución alcista hasta finales de enero de 2013: 12,4 % en México, en parte por las expectativas de reforma generadas por la nueva Administración; 5,2 % en Brasil o 6,2 % en Chile. Posteriormente, registraron descensos (alrededor del 5 %-6 %), en línea con el comportamiento del resto de los mercados emergentes, aunque menores que los de Europa del Este. La bolsa que registró un mayor descenso fue la brasileña, mientras que la mexicana se mantuvo estable, aunque con cierta volatilidad, influida por las medidas adoptadas por el Gobierno en el ámbito del sector inmobiliario y por las expectativas de reforma de las telecomunicaciones.

Finalmente, los tipos de cambio de la región tuvieron un comportamiento dispar, con una fuerte apreciación en México (6,6 % entre noviembre de 2012 y marzo de 2013) y mayor volatilidad en el caso de Brasil, cuya divisa, tras depreciarse fuertemente antes de final de año y recuperarse después, se mantiene en términos efectivos reales en niveles similares a los de mediados de 2009, y un 15 % más depreciados que los de comienzos de 2011 (véase gráfico 4). En otros mercados menos profundos pero que han atraído capitales en los últimos meses, como los de Perú o Colombia, se registraron apreciaciones de las divisas (2,5 % y 3,5 %, respectivamente), revertidas posteriormente tras la intensificación de las intervenciones de los bancos centrales (véase gráfico 4).

Las economías latinoamericanas han seguido registrando fuertes entradas de inversión exterior directa, cerca de los máximos históricos (150 mm de dólares al año) (véase gráfico 4). Destaca el aumento de las entradas en Brasil y Chile —en este último país, con máximos históricos por el sector de la minería—, que compensó la reducción de las entradas en México. Las entradas de capital de cartera resultaron menores que en años anteriores (una reducción del 40 % respecto a los máximos de 2010 y 2011), y presentaron un cambio en la composición por destinos, aumentando hasta máximos en México y moderándose muy significativamente en Brasil (véase recuadro 2). En 2012, las emisiones de renta fija en la región alcanzaron máximos históricos en el segmento corporativo en algunos países, en un mercado dominado por la emisión de los bancos brasileños y por empresas del sector primario (véase gráfico 4). Destacan especialmente los países más pequeños (agrupados en el gráfico bajo la rúbrica «resto»), gracias a las colocaciones soberanas de países centroamericanos (El Salvador, Guatemala, Costa Rica) y otros con acceso muy limitado a estos mercados hasta la fecha (Honduras, Paraguay).

Actividad y demanda

Tras alcanzar una tasa mínima de crecimiento del 2,4 % interanual en el tercer trimestre de 2012, el PIB agregado de las siete principales economías de la región se recuperó moderadamente en el cuarto trimestre, hasta el 2,8 % (véase cuadro 1). En tasa trimestral, el aumento fue del 0,9 %, frente al 0,4 % registrado en los dos trimestres centrales del año (véase gráfico 5). La tasa media anual en 2012 fue del 2,9 %, la menor desde 2009, si bien este promedio es poco representativo de la evolución en los distintos países de América Latina, por la creciente polarización. Así, Argentina y Brasil registraron crecimientos muy bajos en el conjunto del año (1,9 % y 0,9 %, respectivamente), con una tímida recuperación

En los años transcurridos desde la crisis financiera global, la mayor parte de las economías latinoamericanas han atraído una cantidad elevada de flujos financieros internacionales que ha tendido a imponer una presión hacia la apreciación de los tipos de cambio. A mediados de 2012, en el conjunto de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú, las inversiones brutas de no residentes alcanzaron los 250 mm de dólares, una cifra equivalente al 5,7 % del PIB agregado de los cinco países, y en términos netos (descontadas las inversiones de los residentes en el exterior), 160 mm de dólares, un 3,6 % del PIB¹. Las entradas de capital están asociadas, tanto a factores externos como a factores idiosincrásicos de carácter estructural. Por un lado, la existencia de una elevada liquidez internacional ha propiciado elevados flujos como consecuencia, entre otras razones, del mayor apetito por el riesgo y de operaciones de *carry trade* hacia economías con elevados diferenciales de tipos de interés como las latinoamericanas. Pero, además, esta situación ha coincidido con la existencia de unas perspectivas de crecimiento favorable en las economías de la región —sobre todo, en relación con las de las economías avanzadas—, asociado, entre otras causas, al elevado precio de las materias primas y a la mejora de los marcos institucionales y de política económica.

Como consecuencia de la importante entrada de capital y de la aparición de ciertos desequilibrios macroeconómicos, las autoridades han respondido mediante una combinación de políticas monetarias, macroprudenciales y, en algún caso incluso, controles de capitales, en un intento de gestionar las entradas de capitales y contener sus potenciales efectos adversos, en especial los relacionados con los flujos de corto plazo de naturaleza más volátil. En este recuadro se analiza la evolución reciente de los flujos de capital y de las estrategias para gestionarlos en los cinco países de América Latina que mantienen objetivos de inflación, y se avanzan algunas consideraciones sobre el comportamiento reciente de los tipos de cambio, la rotación de los flujos entre países y los cambios en el proceso de acumulación de reservas.

El caso más significativo de la región es Brasil. Desde mediados de 2009, la economía brasileña registró una notable entrada neta de capital, que alcanzó a mediados de 2011 un máximo de 125 mm de dólares, el 5 % del PIB, superando el nivel previo a la crisis (véase gráfico). Pese a una inversión extranjera directa creciente, este auge se materializó principalmente en un aumento de los flujos de inversión de cartera, que llegaron a situarse en 72 mm de dólares (2 % del PIB) en el segundo trimestre de 2010 y se mantuvieron en niveles igualmente elevados durante más de un año. Desde 2009 hasta mediados de 2011, el real brasileño se apreció un 40 %, llegando a máximos históricos (en torno a 1,55 reales por dólar). Esta apreciación llevó a las autoridades a poner en práctica

una serie de medidas contracíclicas, en un contexto en el que la tendencia al alza de la inflación impuso un dilema importante para la política monetaria. Así, se aceleró la compra de reservas exteriores —un aumento acumulado en un año de 91 mm de dólares en agosto de 2011, el 2,2 % del PIB— y se adoptaron una serie de medidas macroprudenciales, como encajes bancarios y requerimientos de capital, y controles de capitales, entre los que destacan el aumento y la extensión del impuesto de operaciones financieras con el exterior. Desde mediados de 2011, las entradas netas de capitales se redujeron progresivamente, situándose a finales de 2012 en 74,6 mm de dólares (3,5 % del PIB). Especialmente destacable fue la disminución de las entradas de inversión de cartera, que se redujeron a menos de 20 mm de dólares desde el primer trimestre de 2012. Simultáneamente, el crédito interno comenzó a desacelerarse. A mediados de 2011, el banco central inició un proceso de descenso del tipo de interés oficial ante los incipientes signos de agotamiento del ciclo expansivo de la actividad, y posteriormente empezó a reducir el impuesto de operaciones financieras con el exterior y varias de las medidas macroprudenciales impuestas previamente, en un contexto de menor presión hacia la apreciación del tipo de cambio. Desde esa fecha, se ha producido una corrección del tipo de cambio cercana al 30 %, una moderación muy significativa del ritmo de acumulación de reservas (19,2 mm de dólares, el 0,9 % del PIB, a finales de 2012) y la desaparición de los dilemas de política monetaria que habían condicionado la gestión macroeconómica en 2010 y 2011.

En Chile, Perú y Colombia, la apreciación del tipo de cambio a partir de 2009 estuvo ligada esencialmente a la mejora del saldo de la cuenta corriente por el aumento de los términos de intercambio. Esta evolución estuvo acompañada por un fuerte incremento de las entradas netas de capitales a lo largo de 2011, que empezaron a concentrarse en inversiones de cartera y préstamos exteriores, alcanzando valores elevados en Chile (8,2 % del PIB), Colombia (4,5 % del PIB) y Perú (9,1 % del PIB), tendencia que se ha mantenido en 2012 (véase gráfico). Como consecuencia de ello, hasta 2011 el peso chileno se apreció un 27 %, el peso colombiano un 20 % y el sol peruano un 13 %.

Los bancos centrales han reaccionado de forma distinta ante dicha apreciación. En concreto, en Chile no se han utilizado medidas de restricción a los flujos del exterior para gestionar las entradas de capital. El banco central ha intervenido muy ocasionalmente en el mercado de divisas y se ha producido una notable liberalización de las salidas de capitales, que afectan a las inversiones en el exterior de los fondos de pensiones residentes. Tampoco en Colombia se han adoptado recientemente medidas de control de capitales, aunque se ha intensificado la acumulación de reservas exteriores. En Perú, en cambio, se han adoptado diversas medidas macroprudenciales y algunas medidas disuasorias a la inversión en divisas, como aumentos en los encajes bancarios, limitaciones a las posiciones netas en moneda extranjera y relajación de los límites a las salidas de capitales, además de acumulación de reservas. Desde entonces, los tipos de cambio de Colombia y Chile se han estabilizado, si bien en niveles relativamente apreciados, mientras que en Perú la tendencia a la apreciación

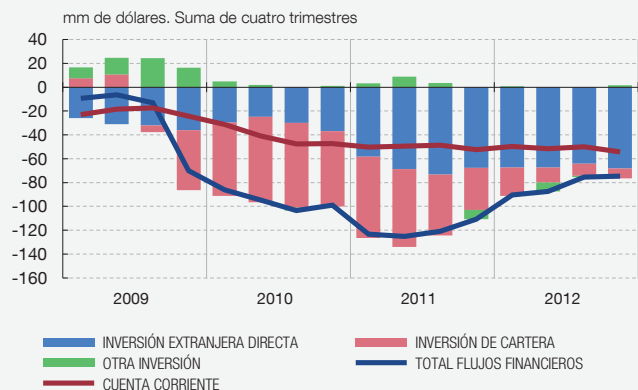
¹ Estas cifras son algo inferiores al máximo alcanzado a mediados de 2011, cuando las entradas brutas alcanzaron 343 mm de dólares (8 % del PIB de los cinco países) y los flujos netos 220 mm (5,2 % del PIB), pero son superiores al pico del ciclo anterior, a finales de 2007, cuando los flujos brutos de entrada se situaron en 225 mm de dólares (7,7 % del PIB) y los netos en 120 mm de dólares (4,1 % del PIB).

ha proseguido en un contexto de fuerte aumento de la inversión directa del exterior.

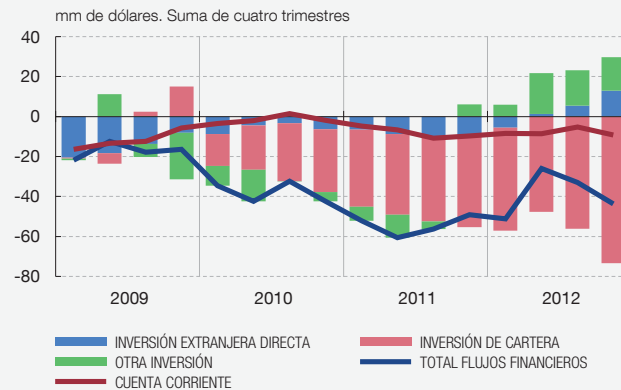
México se ha enfrentado a una situación algo diferente en la gestión de los flujos de capital desde el final de la crisis, puesto que sus perspectivas económicas durante el período posterior a la cri-

sis fueron lastradas por las de su vecino del Norte. El tipo de cambio del peso mexicano se apreció mucho menos que el resto de las divisas hasta comienzos de 2010 (en torno a un 8%), en un contexto de reducción del déficit corriente y moderadas entradas netas de capitales, fundamentalmente en forma de inversión directa (0,2% del PIB a finales de 2009). Sin embargo, a partir de

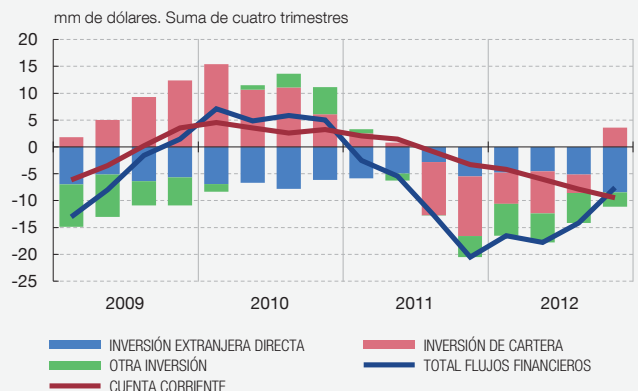
1 BRASIL (a)



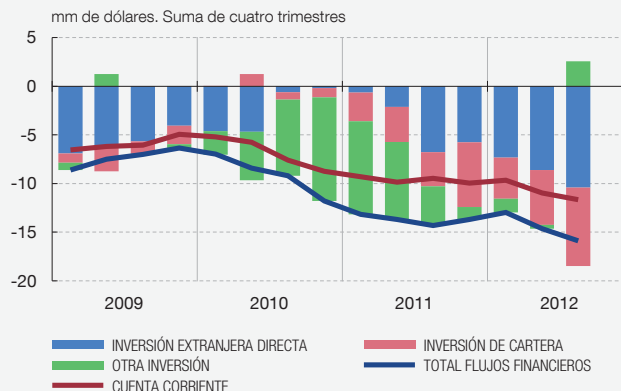
2 MÉXICO (a)



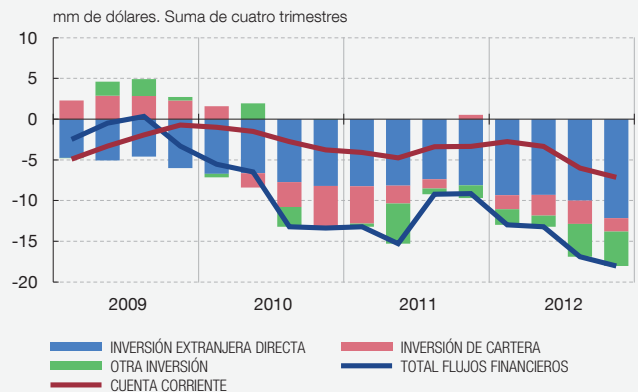
3 CHILE (a)



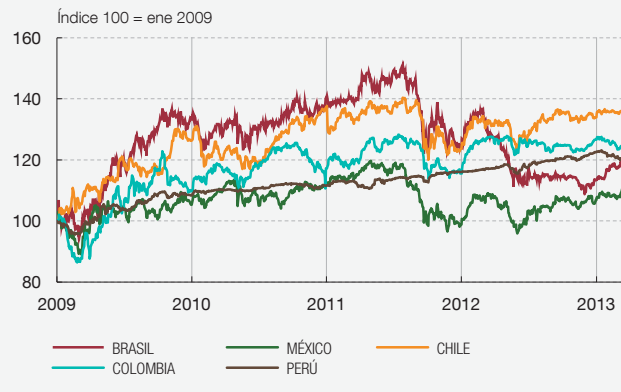
4 COLOMBIA (a)



5 PERÚ (a)



6 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



FUENTES: Datastream y Fondo Monetario Internacional.

a Los flujos financieros se calculan como variación neta de activos menos variación neta de pasivos, de modo que un signo negativo indica entradas netas de capitales. Por su parte, el saldo de cuenta corriente se calcula como ingresos menos pagos, por lo que un signo negativo indica un déficit de cuenta corriente.

2010 la inversión neta en cartera ha aumentado considerablemente, hasta alcanzar 70 mm de dólares a finales de 2012 —un 1,5 % del PIB, máximo histórico— (véase gráfico). Todo ello se ha traducido en un incremento notable de reservas exteriores.

Este hecho común con Chile, Colombia y, en menor medida, Perú parece haberse intensificado en 2012, coincidiendo con la caída de las entradas netas de inversión de cartera en Brasil. Además, en 2012, junto con el citado incremento de la inversión de cartera, también se ha producido en México un importante aumento de la inversión de los residentes en el exterior en forma de otra inversión, lo que seguramente explica que el tipo de cambio no se haya apreciado tanto como indicarían las elevadas cifras de entradas netas de inversión de cartera.

Es difícil valorar si la combinación de medidas adoptadas para contener la apreciación del tipo de cambio en algunos países, incluidos los controles de capital, han sido eficaces. Por un lado, en Brasil se ha conseguido revertir la apreciación del real ocurrida tras la crisis —lo que también ha podido responder al recorte de los tipos de interés, facilitado a su vez por la dinámica de desaceleración de la actividad interna—, y también se ha moderado el crecimiento del crédito. Además, ha evitado la aparición de los dilemas que condicionaron la política monetaria en los años de mayores presiones por parte de los flujos de capital. Baumann y Gallagher (2012)² avalan este argumento y muestran además

2 B. A. Baumann y K. P. Gallagher (2012), *Navigating Capital Flows in Brazil and Chile*, Boston University Working Paper, junio.

cómo los controles en Brasil contribuyeron a desplazar los flujos de capitales hacia inversiones a más largo plazo; sin embargo, para Chile no encuentran evidencia de un cambio en el nivel y composición de los flujos exteriores, si bien las intervenciones redujeron el nivel del tipo de cambio. Ahora bien, la introducción y retirada de los controles de capital podría haber tenido efectos *spillover* en otros países. Forbes *et al.* (2011)³ encuentran que la imposición de controles en Brasil provocó una reducción del peso en las carteras de los inversores tanto de Brasil como de otros países que, si bien no habían establecido controles, se consideran proclives a imponerlos. Este resultado es sugerente, puesto que parece demostrar que los inversores no reaccionan tan solo al coste en sí que las medidas sobre controles de capitales imponen sobre sus inversiones, sino que es más bien el efecto señalización de la orientación de las políticas lo que prima en sus decisiones. Lambert *et al.* (2011)⁴ encuentran el mismo tipo de efecto y argumentan que la subida del impuesto de transacciones en Brasil explica gran parte del aumento de las entradas de cartera en México en el período subsiguiente, lo que sugiere la existencia de efectos desplazamiento y *spillovers* financieros dentro de la región.

3 K. Forbes, M. Fratzschwer, T. Kostka y R. Starub (2011), «Bubble Thy Neighbor: Direct and Spillover Effects of Capital Controls», 12th Jacques Polak Annual Research Conference, FMI, Washington DC, 10-11 de noviembre.

4 F. Lambert, J. Ramos-Tallada y C. Rebillard (2011), *Capital Controls and Spillover Effects: Evidence from Latin-American Countries*, Bank of France Working Paper n.º 357, París, Francia.

en el cuarto trimestre, mientras que, en el extremo opuesto, Perú creció un 6,3 %, y Chile y Venezuela el 5,6 %, terminando el año con tasas de avance igualmente sólidas. En una posición intermedia, México y Colombia mostraron crecimientos anuales del 3,9 % y 4 %, respectivamente, con cierta moderación en el segundo semestre.

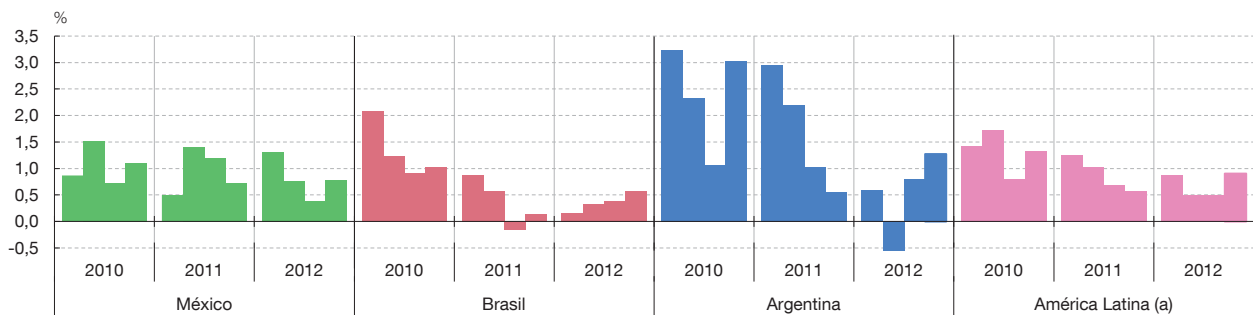
Entre los componentes de la demanda, el consumo privado mantuvo tasas de crecimiento robustas de forma generalizada (un 3,9 % anual en el promedio de las siete principales economías), mientras que la inversión, que se esperaba que se hubiese recuperado en 2012, cerró el año con un crecimiento promedio del 2,7 % interanual, frente al 8,5 % de 2011 (véase gráfico 6). Esta tasa de crecimiento esconde caídas del 4 % en Brasil y del 4,9 % en Argentina, dos de las economías con mayor peso en el agregado regional, en contraste con tasas de crecimiento del 23 % en Venezuela, de más del 12 % en Chile y Perú, y de en torno al 6 % en Colombia y México. Dada la reducida ratio de inversión sobre PIB en Brasil (18 %), la debilidad de este componente en un contexto global favorable resulta llamativa (véase el epígrafe correspondiente a Brasil más adelante). En Argentina, la caída de la inversión estuvo asociada a la imposición de restricciones a la importación y controles de capital. Por otro lado, en Chile y Perú la formación bruta de capital registró avances importantes relacionados con la inversión en el sector minero, en un contexto de solvencia en la gestión macroeconómica, y en Perú también con la percepción de un mayor impulso a las reformas estructurales.

	2010	2011	2012	2011				2012				2013
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	Marzo
PIB (tasa interanual)												
América Latina (a)	6,3	4,5	2,9	5,6	4,4	4,4	3,8	3,6	2,7	2,5	2,8	
Argentina (b)	9,2	8,9	1,9	9,9	9,1	9,3	7,3	5,2	0,0	0,7	2,1	
Brasil	7,5	2,7	0,9	4,2	3,3	2,1	1,4	0,8	0,5	0,9	1,4	
México	5,3	3,9	3,9	4,3	2,9	4,4	3,9	4,9	4,5	3,2	3,2	
Chile	5,8	5,9	5,6	9,9	6,3	3,7	4,5	5,1	5,7	5,8	5,7	
Colombia (c)	4,0	6,6	4,0	5,7	6,4	7,9	6,6	5,3	5,0	2,7	3,1	
Venezuela	-1,5	4,2	5,6	4,8	2,6	4,4	4,9	5,9	5,6	5,5	5,5	
Perú	8,8	6,9	6,3	8,8	6,9	6,7	5,5	6,0	6,4	6,8	5,9	
IPC (tasa interanual)												
América Latina (a)	6,3	6,8	6,2	6,7	6,6	6,9	7,0	6,6	6,1	6,1	6,1	6,7
Argentina (b)	10,5	9,8	10,0	10,1	9,7	9,8	9,6	9,7	9,9	10,0	10,6	10,6
Brasil	5,0	6,6	5,4	6,1	6,6	7,1	6,7	5,8	5,0	5,2	5,6	6,6
México	4,2	3,4	4,1	3,5	3,3	3,4	3,5	3,9	3,9	4,6	4,1	4,3
Chile	1,4	3,3	3,0	2,9	3,3	3,1	4,0	4,1	3,1	2,6	2,2	1,5
Colombia	2,3	3,4	3,2	3,3	3,0	3,5	3,9	3,5	3,4	3,1	2,8	1,9
Venezuela	29,0	27,2	21,1	29,1	24,6	26,5	28,5	25,1	22,3	19,0	18,8	24,2
Perú	1,5	3,4	3,7	2,4	3,1	3,5	4,5	4,2	4,1	3,5	2,8	2,6
Saldo presupuestario (% del PIB) (d)												
América Latina (a) (e)	-2,2	-2,1	-2,3	-1,8	-1,6	-1,7	-2,1	-2,0	-1,8	-1,9	-2,1	
Argentina	0,2	-1,7	-2,6	0,2	0,0	-0,4	-1,6	-1,9	-1,7	-1,9	-2,4	
Brasil	-2,5	-2,6	-2,5	-2,3	-2,1	-2,5	-2,6	-2,4	-2,6	-2,8	-2,5	
México	-2,9	-2,5	-2,6	-2,8	-2,8	-2,6	-2,4	-2,7	-2,4	-2,2	-2,5	
Chile	-0,3	1,5	0,6	1,0	1,4	2,0	1,5	1,6	1,2	0,4	0,6	
Colombia	-3,6	-2,0	-1,9	-2,9	-1,5	-1,4	-2,1	-2,5	-1,0	-1,2	-1,9	
Venezuela	-3,8	-4,0	-4,9	-	-	-	-	-	-	-	-	
Perú	0,1	0,9	1,3	0,4	0,3	0,9	0,9	1,3	2,4	1,6	1,3	
Deuda pública (% del PIB)												
América Latina (a)	33,4	32,1	-	33,0	32,9	32,3	32,1	32,2	31,3	-	-	
Argentina	39,9	36,8	-	44,8	42,9	40,8	40,2	39,7	39,5	-	-	
Brasil	39,2	36,4	35,1	38,9	38,6	36,3	36,4	36,5	35,2	35,5	35,1	
México	27,5	26,5	27,8	27,1	26,9	27,6	26,5	28,1	28,0	28,3	27,8	
Chile	8,6	11,2	16,5	9,0	9,4	10,6	11,2	11,2	11,6	11,5	16,5	
Colombia	35,0	33,8	32,2	35,0	33,2	34,1	33,8	32,9	32,4	32,4	32,2	
Venezuela	28,1	25,1	-	25,1	31,5	34,7	36,6	35,1	-	-	-	
Perú	23,4	21,7	20,2	22,4	21,7	20,9	21,7	20,7	20,0	19,7	20,2	
Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (d)												
América Latina (a)	-0,9	-1,0	-1,5	-0,9	-0,9	-0,8	-1,0	-0,9	-1,1	-1,2	-1,5	
Argentina	0,8	-0,4	0,1	0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,1	
Brasil	-2,2	-2,1	-2,4	-2,2	-2,1	-2,0	-2,1	-2,0	-2,2	-2,2	-2,4	
México	-0,2	-0,8	-0,8	-0,4	-0,6	-0,9	-0,8	-0,7	-0,8	-0,5	-0,8	
Chile	1,5	-1,3	-3,5	0,8	0,6	-0,4	-1,3	-1,7	-2,4	-3,0	-3,5	
Colombia	-3,1	-2,9	-3,2	-3,0	-3,0	-2,8	-2,9	-2,6	-2,9	-3,1	-3,2	
Venezuela	3,7	7,7	2,7	5,0	6,8	8,3	8,3	7,8	6,8	5,2	3,7	
Perú	-2,5	-1,9	-3,6	-2,6	-2,9	-2,0	-1,9	-1,5	-1,8	-3,1	-3,6	
Deuda externa (% del PIB)												
América Latina (a)	20,9	20,2	-	20,6	19,9	19,9	19,9	20,5	19,4	20,2	-	
Argentina	35,1	31,5	-	34,1	28,4	31,1	30,6	33,2	28,1	29,8	-	
Brasil	12,0	12,1	14,1	12,3	12,2	12,0	12,0	12,1	12,7	13,5	14,0	
México	19,0	18,2	19,4	17,8	18,6	18,0	18,2	18,5	19,1	19,3	19,4	
Chile	38,9	39,5	43,9	39,8	39,8	38,6	39,5	39,4	40,0	42,0	43,9	
Colombia	22,4	22,9	21,6	20,6	20,9	21,7	22,9	21,1	20,9	21,9	21,6	
Venezuela	38,6	35,1	29,0	36,5	36,0	35,2	35,1	32,7	30,7	30,1	29,0	
Perú	26,4	24,4	29,3	28,1	27,9	27,6	26,9	28,6	28,7	29,7	29,3	

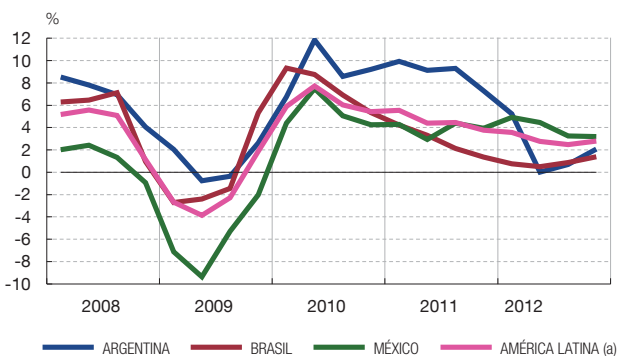
FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a Agregado de los siete países representados.
b Datos oficiales.
c Ajustado de estacionalidad.
d Media móvil de cuatro trimestres.
e Los datos trimestrales del agregado de América Latina no incluyen Venezuela.

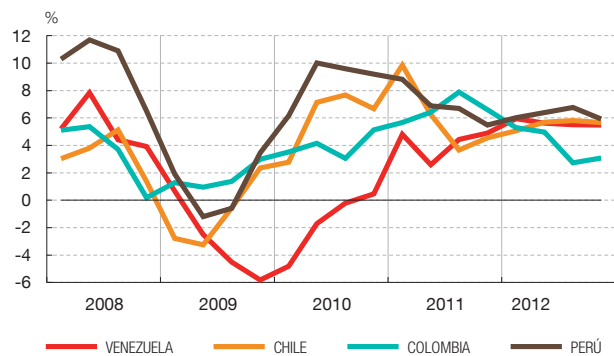
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas trimestrales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



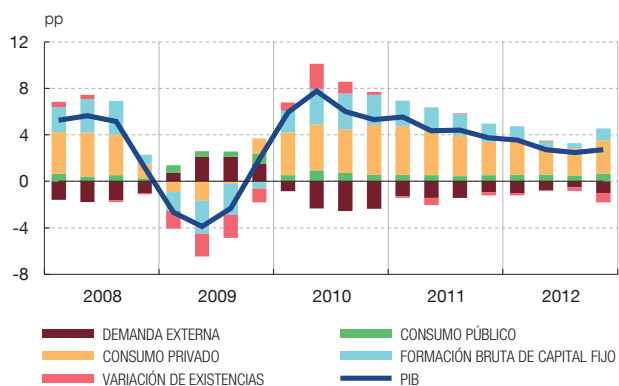
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Agregado de las siete principales economías.

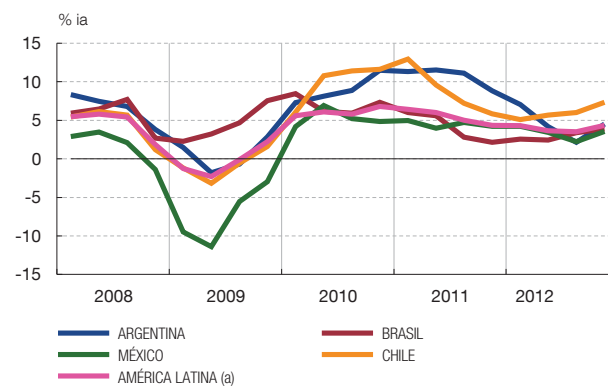
Por su parte, la demanda externa redujo a la mitad su aportación negativa al crecimiento regional en el conjunto del año (-0,8%) (véase gráfico 6). Las exportaciones se desaceleraron (1,5% interanual en 2012, frente al 6,3% en 2011), en línea con el parón del comercio mundial, a mediados de año, y el descenso de los términos de intercambio en varios países, afectando más a los exportadores de productos primarios, particularmente a Argentina. México, en cambio, principal país exportador de la región, mostró un mejor comportamiento, con un crecimiento en el año del 4,6%. No obstante, la ralentización de las importaciones respecto al año anterior fue aún mayor y relativamente generalizada (3,5% interanual en 2012, frente al 11,4% en 2011), lo que puede atribuirse en parte a la moderación de la demanda interna en algunos países, pero también a un ajuste hacia tasas de crecimiento más sostenibles, tras el extraordinario avance de la importación de los últimos tres años; así, en Colombia y en Brasil las importaciones se situaron en 2012 entre un 40% y un 45% por encima de los máximos de 2008. Las principales excepciones en este sentido fueron Venezuela y Perú.

La situación de los mercados laborales siguió siendo muy favorable, con una creación de empleo por lo general sólida y tasas de desempleo próximas a los mínimos en la mayoría de los países (véase gráfico 7). En determinados casos se observó alguna presión por el lado de los costes salariales. El crédito, que había suscitado cierta preocupación por su rápido crecimiento en 2010 y 2011, tendió a moderarse, mientras que los indicadores de mayor frecuencia (ventas al por menor, o confianza de consumidores

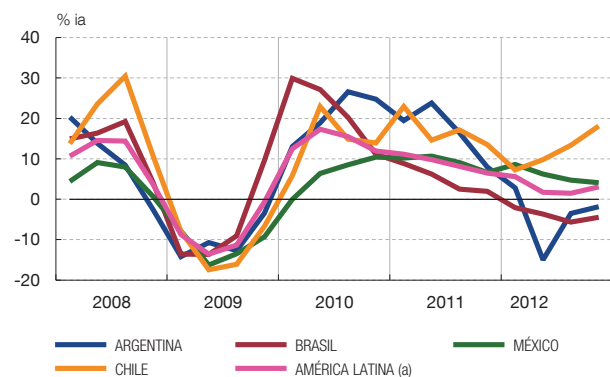
APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB (a)



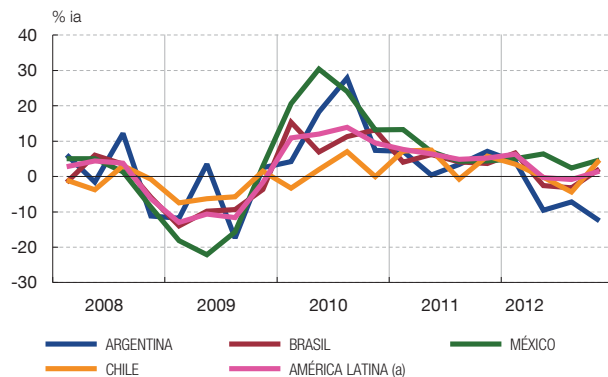
CONSUMO PRIVADO
Tasa interanual



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
Tasa interanual



EXPORTACIONES
Tasa interanual



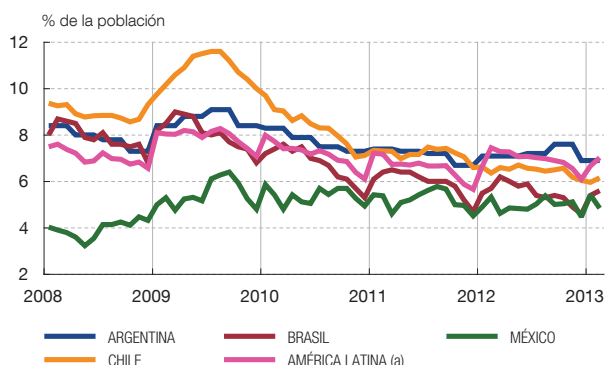
FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

a Agregado de las siete principales economías.

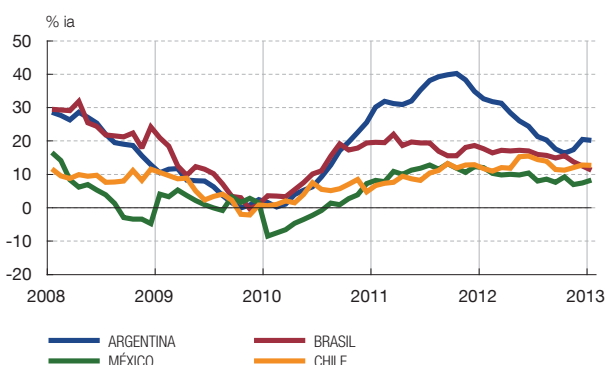
y empresarios) siguen apuntando (con alguna excepción) a una importante solidez de la demanda interna a comienzos de 2013 y, en cambio, pocos indicios de recuperación de la producción industrial, que se mantiene estable en el promedio regional desde comienzos de 2012.

Finalmente, en un contexto caracterizado por la estabilización o incluso una ligera tendencia a la baja de los precios de algunas materias primas (metales, alimentos), el superávit comercial a escala regional se redujo apreciablemente, situándose en un 1,4 % del PIB a finales de año (véase gráfico 8), frente al 2,1 % de 2011. En términos nominales, tanto las exportaciones como las importaciones, que se habían desacelerado fuertemente desde mediados de 2011, tocaron fondo y su crecimiento se estabilizó en tasas muy bajas. Con la excepción de Argentina, donde el superávit comercial se amplió como consecuencia de las medidas administrativas adoptadas, el saldo comercial se redujo en todos los países, y de forma especialmente notable en Chile (1,2 % del PIB), Perú (2,2 %) y, en menor medida, Brasil (0,9 %). Por su parte, el déficit por cuenta corriente en el promedio de la región continuó ampliándose hasta un 1,5 % del PIB regional, de forma que todos los países analizados, con la excepción de Venezuela, registraron saldos negativos en 2012. En Colombia, Chile o Perú el déficit corriente se situó en el entorno del 3,5 % del PIB, y del 2,5 % en Brasil. Este deterioro se explica fundamentalmente por la balanza

TASA DE PARO



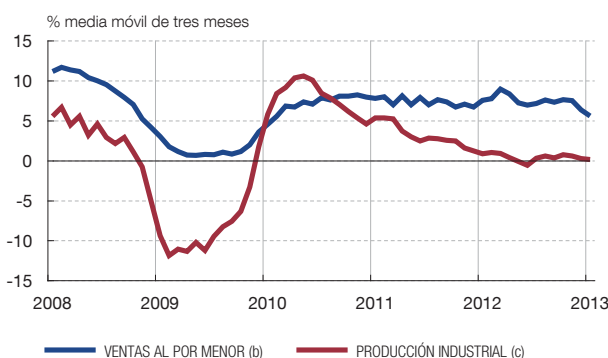
VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
Tasa interanual



ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



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



FUENTE: Estadísticas nacionales.

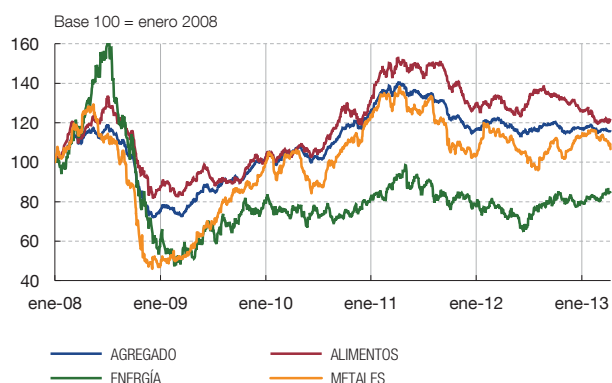
- a Agregado de las siete principales economías.
- b Agregado de Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Venezuela.
- c Agregado de las siete principales economías, más Uruguay.

comercial y la de servicios, ya que la balanza de rentas, aunque deficitaria en prácticamente todos los países, se ha estabilizado en el último año. En todos los países la inversión extranjera directa sigue financiando ampliamente el déficit corriente.

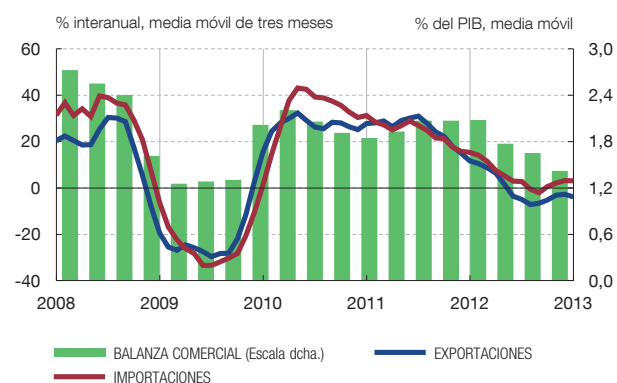
Precios y políticas económicas

Los cinco países con objetivos de inflación cumplieron sus objetivos en 2012 (véase cuadro 2). No obstante, la evolución de los precios de consumo fue diferente. En México, Colombia, Perú y Chile, la inflación tendió a moderarse de forma particularmente notable en los últimos meses del año (véase gráfico 9), sin que se materializaran los riesgos potenciales derivados de la pujanza de la demanda interna o de la estrechez del mercado de trabajo. Más bien al contrario, el buen comportamiento de la inflación en un contexto de elevado crecimiento atestigua la credibilidad de las políticas macroeconómicas, aunque en su evolución haya podido influir también la fortaleza reciente de los tipos de cambio, junto con algunos factores de naturaleza transitoria, que podrían dar lugar a un cierto repunte en los próximos meses. En cambio, en Brasil la inflación tendió a repuntar gradual, pero ininterrumpidamente, desde el verano, como consecuencia del aumento de los precios de los alimentos y también de los servicios, y a pesar de la atonía económica. Así, tras alcanzar un mínimo del 5% en junio, la inflación se situó en el 5,8% en diciembre y en el 6,6% en marzo, algo por encima del límite superior de la banda de objetivos del banco central (6,5%).

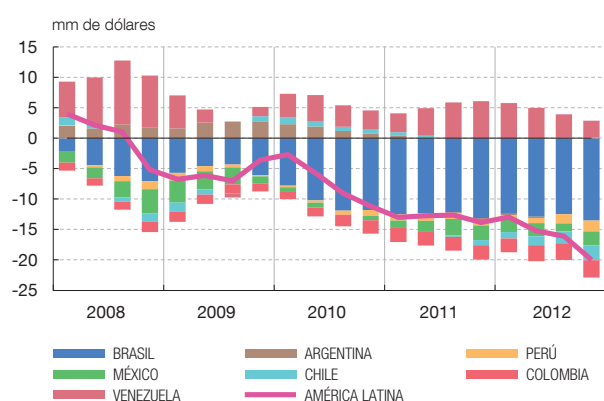
PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS
Índices



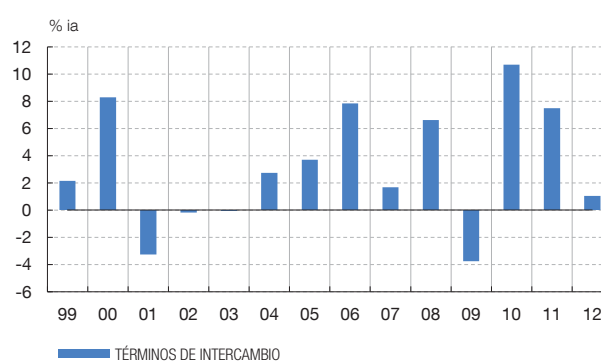
EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (a)
Tasa interanual. Media móvil trimestral. Porcentaje del PIB



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (b)



TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (c)



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

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

INFLACIÓN
Tasas de variación interanual

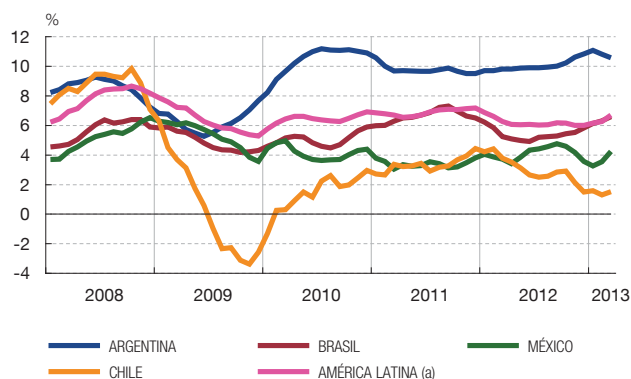
CUADRO 2

País	Objetivo	2012		2013		2014
		Diciembre	Cumplimiento	Marzo	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	5,8	Sí	6,6	5,6	5,5
México	3 ± 1	3,6	Sí	4,3	3,7	3,8
Chile	3 ± 1	1,5	Sí	1,5	3,1	3,1
Colombia	3 ± 1	2,4	Sí	1,9	2,8	3,2
Perú	2 ± 1	2,6	Sí	2,6	2,7	2,6

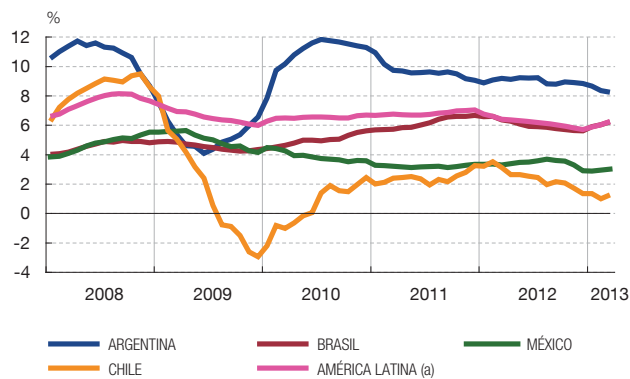
FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

- a *Consensus Forecasts* de marzo de 2013 para final de año.

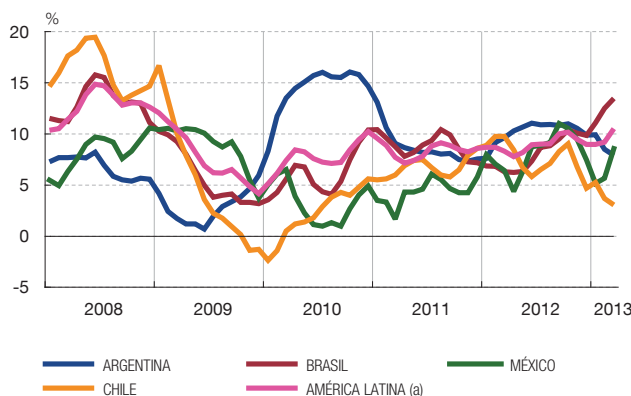
TASA DE INFLACIÓN



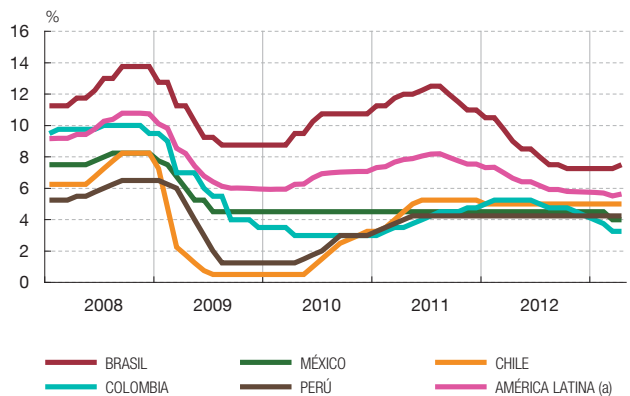
TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE



TASA DE INFLACIÓN DE ALIMENTOS



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

a Agregado de las siete principales economías.

Por su parte, en Argentina y Venezuela la dinámica de los precios siguió un curso aparte. En el primer país, la inflación alcanzó el 11,1 % interanual en enero, según la cifra oficial, y por encima del 26 %, según las estimaciones privadas, moderándose levemente hasta marzo. En el segundo, la moderación relativa que se observó a finales del pasado año, hasta tasas del 18,2 % interanual, como consecuencia de la contención de los precios subvencionados y regulados, se ha visto interrumpida a comienzos de 2013 por la devaluación del bolívar, que propició un repunte de la inflación, hasta alcanzar el 24,2 % en marzo.

En los países con objetivos de inflación el tono de la política monetaria difirió. Tanto en Chile como en Perú los tipos de interés oficiales se mantuvieron estables en el 5 % y el 4,25 %, respectivamente. En Colombia, en cambio, la desaceleración de la actividad en el segundo semestre del año permitió intensificar el ciclo de bajadas del tipo oficial, hasta el 3,25 % —un recorte acumulado de 200 pb desde el máximo de comienzos de 2012—, en un contexto de apreciación del tipo de cambio. México también recortó el tipo oficial en marzo en 50 pb, hasta el 4 %, tras haber permanecido inalterado desde julio de 2009. El Banco de México justificó este movimiento como respuesta a un cambio estructural en la evolución de la inflación (3,6 % en diciembre) y no como el inicio de un ciclo de descensos. Es posible que la reciente apreciación del peso mexicano, en un entorno de creciente presión por el lado de los

flujos de cartera, haya contribuido también a explicar esta decisión, en un contexto de contención de los costes salariales y anclaje de las expectativas de inflación.

Por último, el Banco Central de Brasil recortó el tipo oficial por última vez en octubre, situándolo en el 7,25 %, completando un ciclo de descensos de 525 pb en poco más de un año. Entre noviembre y diciembre se adoptaron, además, una serie de medidas dirigidas a liberar liquidez de los coeficientes de reserva. Sin embargo, la evolución de la inflación en los últimos meses llevó a los mercados a anticipar un cambio de ciclo, con el fin de evitar que puedan desanclarse las expectativas de inflación de largo plazo, que han repuntado hasta el 5,6 %, un punto por encima del objetivo central. En este sentido, al cierre de este informe el banco central subía el tipo de interés oficial en 25 pb, hasta el 7,50 %.

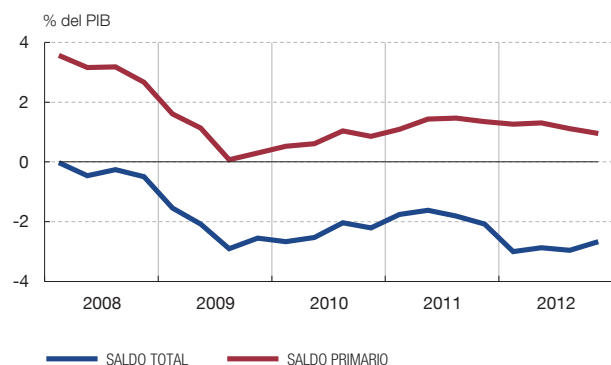
Es destacable que los tipos de interés oficiales en Brasil, México y Colombia se hayan situado, en marzo de 2013, en niveles muy cercanos o incluso inferiores a los mínimos alcanzados en 2009, tras la crisis, mientras que en Perú y en Chile son considerablemente más altos. De hecho, tomando el tipo de interés oficial real *ex-post* como un indicador del tono de la política monetaria, Brasil es el país que mantiene una orientación comparativamente más laxa, mucho más que en 2009, mientras que el tono es relativamente más restrictivo en Chile y Perú. Además, en este último caso habría que añadir el importante aumento de los coeficientes de reserva durante el último año.

En el ámbito de la política fiscal, también se produjeron importantes divergencias por países. En el promedio regional, el superávit primario se mantuvo en el 1 % del PIB, pero el déficit total aumentó hasta el 2,3 %, como consecuencia de su evolución en Argentina y Venezuela (véase gráfico 10). En México, Chile, Perú y Colombia, la política fiscal adoptó un tono neutral en 2012, cumpliéndose los objetivos de déficit en todos ellos. En Brasil, el superávit primario se situó en el 3,1 % previsto, pero solo con la exención de ciertas inversiones. En Argentina la desaceleración de la actividad y la ausencia de ajuste en el gasto tras las elecciones se tradujeron en un déficit primario del 0,4 %, el primero desde 1996, que hubiera sido mayor sin las transferencias del banco central y de la administradora de pensiones, mientras que en Venezuela, con la celebración de elecciones a finales del pasado año, el déficit público alcanzó niveles muy elevados. A escala regional, los ingresos continuaron aumentando a ritmos superiores a los gastos y las ratios de deuda sobre el PIB siguieron bajando, aunque existe cierta preocupación por la dependencia —directa o indirecta— de estos ingresos respecto de los precios de las materias primas.

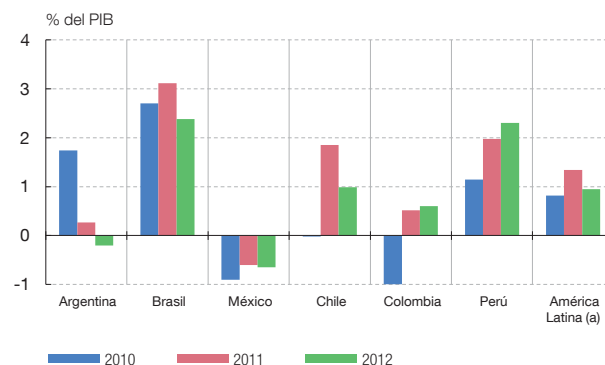
Comercio y reformas estructurales

En el ámbito de los procesos de integración comercial, Chile, Colombia, Perú y México formaron la Alianza del Pacífico, una nueva asociación comercial que pretende eliminar de forma progresiva los aranceles para más del 90 % de los productos intercambiados entre ellos a partir del 31 de marzo de 2013. Por su parte, se ratificaron o pusieron en funcionamiento los acuerdos de libre comercio de Estados Unidos y Canadá con Panamá, y de la Unión Europea con Perú y Colombia; también con países de Asia integrados en las cadenas de producción globales (Chile con Tailandia, Costa Rica con Singapur, Colombia con Corea del Sur). En el seno del MERCOSUR, por el contrario, se consolidaron las tendencias proteccionistas observadas anteriormente. Argentina elevó los aranceles para más de 100 productos de fuera del bloque —medida que ya había tomado Brasil en meses precedentes—, si bien redujo simultáneamente las trabas a las importaciones que habían tenido mayor incidencia en el comercio exterior a comienzos de 2012, como las licencias no automáticas de importación. La apertura del bloque y su participación en el comercio global podrían verse seriamente comprometidas por el final de las preferencias arancelarias otorgadas por la Unión Europea a Argentina, Brasil, Uruguay y Venezuela, a principios de

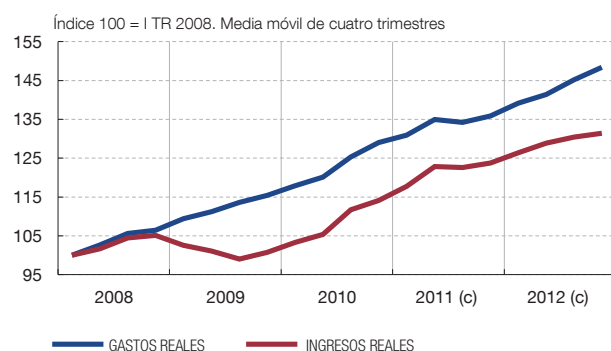
SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) PRESUPUESTARIO EN AMÉRICA LATINA (a)



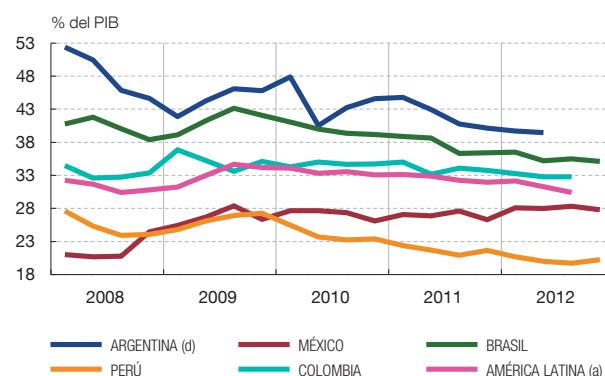
SALDO PRIMARIO



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.

2014, y por la falta de avance en las negociaciones con la Unión Europea, paralizadas desde 2011, sobre todo si se confirma la firma de un acuerdo de libre comercio entre Estados Unidos y la Unión Europea.

En el terreno de las reformas estructurales, los mayores avances se observaron en México. Así, tras la aprobación de una reforma laboral que incluye nuevas modalidades de contratación para reducir la informalidad —y que podría elevar el PIB potencial, según algunas estimaciones, entre 0,25 pp y 0,5 pp en el horizonte de los próximos cinco años—, el nuevo Ejecutivo firmó con los tres grandes partidos con representación parlamentaria el denominado «Pacto por México», un amplio catálogo de medidas que permitiría impulsar cambios legislativos en la línea de las recomendaciones de los organismos multilaterales para aumentar el PIB potencial, que se detallan en la sección dedicada a México.

En Colombia, por otro lado, se aprobó una reforma tributaria con el objetivo de reducir la informalidad del mercado de trabajo, para lo cual se reducen los impuestos empresariales a la contratación, se exime a los sueldos bajos del pago del impuesto sobre la renta, se simplifica el IVA y se recorta la imposición a la inversión de cartera extranjera. En sentido

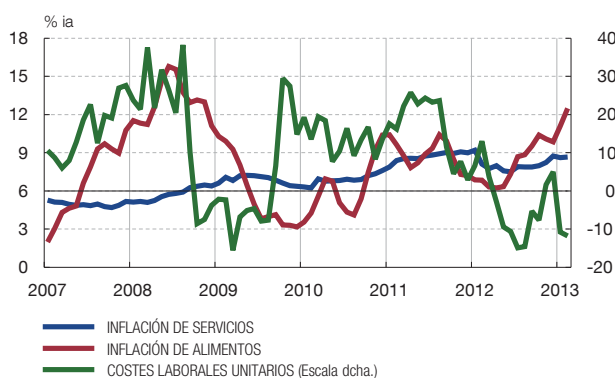
contrario, en Argentina se aprobaron leyes que elevan el intervencionismo del sector público en los mercados de capitales y las compañías de seguros, y el Gobierno boliviano decretó la expropiación de la concesionaria de los aeropuertos, filial del grupo español Abertis, y de dos transportadoras de electricidad pertenecientes a Iberdrola.

Evolución económica por países

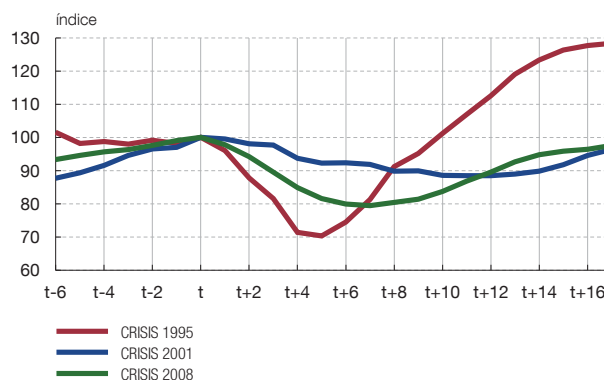
BRASIL

El crecimiento continuó siendo menor de lo esperado en la segunda mitad de 2012 (0,4 % y 0,6 %, en tasa trimestral en el tercer y cuarto trimestres), mostrando una recuperación muy lenta, pese a los continuos estímulos de política económica. En términos interanuales, el crecimiento en el cuarto trimestre repuntó hasta el 1,4 %, pero en el conjunto de 2012 se situó en el 0,9 %. Por componentes de demanda, la recuperación adolece de cierto desequilibrio, al estar basada en el crecimiento del consumo, con una inversión muy débil. De hecho, el consumo privado fue acelerándose en el transcurso del año (hasta una tasa interanual del 3,9 % en el cuarto trimestre), apoyado por la fortaleza del mercado de trabajo, donde la tasa de desempleo se situó en torno al 5,5 % (cinco décimas por debajo del nivel de 2011) y los salarios reales crecieron nuevamente por encima del 3 %. En cambio, el crecimiento del crédito al consumo se moderó y los indicadores de confianza del consumidor se situaron en el mínimo de los últimos cinco meses. El consumo público aumentó también su ritmo de expansión. Sin embargo, la formación bruta de capital continuó lastrando la recuperación, al no mostrar signos de mejoría (-4,5 % interanual en el cuarto trimestre y -4,0 % en 2012). Entre las posibles explicaciones para este comportamiento, cuyo peso relativo es difícil de valorar, se ha aludido al efecto de la apreciación del tipo de cambio del real brasileño sobre el sector manufacturero en los años previos, al auge que la inversión experimentó a la salida de la crisis (con un crecimiento superior al 22 % en 2010), al tensionamiento de la política monetaria entre 2010 y 2011, problemas estructurales de diversa índole —incluidos cuellos de botella importantes en las infraestructuras—, o a la percepción de un mayor intervencionismo en la economía, con un coste en términos de las expectativas empresariales. Como consecuencia de todo ello, el crecimiento ha seguido siendo inesperadamente bajo en Brasil, a pesar del estímulo monetario y fiscal. Por su parte, la demanda externa contribuyó positivamente al crecimiento en el segundo semestre, principalmente por la moderación de las importaciones, aunque en el conjunto del año su aportación fue nula. La inflación sorprendió al alza en el segundo semestre de 2012 y los primeros meses de 2013, situándose en marzo en el 6,6 % interanual, por encima del límite superior de la banda de objetivos del banco central. Las presiones en los precios al consumo han estado relacionadas con un encarecimiento de los alimentos, que podría ser transitorio, pero también el de los servicios (véase gráfico 11). En este contexto, la política monetaria se enfrenta a una situación complicada por la elevada inflación y el bajo crecimiento, de modo que su endurecimiento podría debilitar aún más el componente más frágil de la demanda —la inversión—, o, alternativamente, su relajación podría aumentar los riesgos inflacionistas. Como resultado, el tipo de interés oficial se mantuvo estable desde octubre en el 7,25 % (mínimo histórico), tras el intenso estímulo monetario introducido desde mediados de 2011 hasta mediados de abril, cuando subió 25 pb. Por su parte, el tipo de cambio tendió a depreciarse hasta finales de 2012, si bien se apreció posteriormente, influido por las intervenciones del banco central y la expectativa de aumento de los tipos de interés oficiales. La menor presión cambiaria de los últimos meses permitió relajar buena parte de los controles de capital introducidos con anterioridad y aminorar la acumulación de reservas. Por su parte, el crecimiento del crédito interno al sector privado ha tendido a desacelerarse, si bien el crédito «dirigido» se mantuvo en tasas de avance muy elevadas y representa ya el 41 % del crédito total. Por otro lado, el déficit por cuenta corriente aumentó hasta los 54 mm de dólares en 2012 (2,4 % del PIB), ante el menor superávit de bienes y los crecientes déficits por servicios, aunque los flujos netos de inversión directa (2,9 % del PIB en 2012) financian el déficit externo. En el ámbito

BRASIL. INFLACIÓN Y COSTES LABORALES UNITARIOS



MÉXICO: INVERSIÓN PRIVADA



FUENTE: Datastream.

fiscal, se cumplió el objetivo de superávit primario (3,1 % del PIB), aunque, si se incluyeran los proyectos de inversión pública exentos en este objetivo, el superávit sería de un 2,4 %. El déficit público se situó en un 2,5 % del PIB, una décima menos que en 2011, gracias al descenso en el pago de intereses del sector público. Los presupuestos para 2013 mantienen el objetivo de superávit primario en el 3,1 %, pero permiten que pueda excluirse de ese objetivo hasta un 0,4 % del PIB de desgravaciones fiscales adicionales a los proyectos de inversión. En este sentido, la prolongada atonía de la economía ha inducido un renovado activismo de la política fiscal y algunas medidas de oferta en los últimos meses, que incluyen rebajas fiscales a empresas, ayudas al sector de la automoción, reducción de los costes de financiación del BNDES y promoción del crédito dirigido, y ayudas a la exportación; aunque también algunas medidas que se han considerado de corte más intervencionista; entre ellas, un recorte en las tarifas eléctricas con el fin de reducir la presión sobre los precios al consumo, ventajas fiscales a algunos sectores, o en marzo de 2013 una reducción impositiva de los principales bienes de la cesta de consumo. Los indicadores de actividad recientes apuntan a cierta reactivación de la economía. Sin embargo, dado que no existe un diagnóstico preciso sobre las causas últimas de la debilidad de la inversión, la eficacia de las políticas macroeconómicas aplicadas es incierta.

MÉXICO

La economía registró en 2012 un crecimiento del 3,9 %, similar al de 2011, pese a cierta desaceleración durante el segundo semestre, como consecuencia de la evolución de las manufacturas y la construcción. En cualquier caso, por el lado de la demanda, la inversión fue el componente más dinámico en el conjunto del año, con un crecimiento del 5,9 %, algo menor que el de 2011. El consumo privado registró un crecimiento anual del 3,3 %, lastrado en la segunda mitad del año por un menor crecimiento del crédito al consumo (14 % real, frente al 17 % en los primeros meses del año), una reducción de las remesas medidas tanto en pesos como en dólares y un mercado laboral que, aunque ha mostrado mejoría, presenta aún rasgos de vulnerabilidad derivados de la crisis (tasa de desempleo en torno al 5 %, 1,5 pp por encima de la de 2008). Las exportaciones crecieron a una tasa anual del 4,6 %, entre las más elevadas de la región, aunque se resintieron en el tercer trimestre como consecuencia del deterioro del entorno exterior. Las importaciones crecieron a ritmos superiores en el cuarto trimestre, lo que hizo que la contribución de la demanda externa pasara a ser moderadamente negativa a finales de año (0,2 pp). Los datos de alta frecuencia apuntan al mantenimiento de ritmos de crecimiento similares a los del cuarto trimestre, con un mayor dinamismo del consumo y algo menor de la inversión. La inflación, tras alcanzar en septiembre un 4,8 % interanual, como consecuencia

de un *shock* de oferta en los precios de los alimentos, comenzó a moderarse, hasta situarse en el 3,6 % en diciembre, dentro de la banda objetivo del banco central, nivel en el que se mantuvo hasta febrero, para repuntar de nuevo al 4,3 % en marzo por el precio de los alimentos. La tasa subyacente también se redujo, hasta alcanzar un mínimo histórico del 2,9 % en enero de 2013, y las expectativas de inflación permanecieron ancladas alrededor del 3,5 %. En este contexto, el banco central redujo en marzo, por primera vez desde 2009, el tipo de interés oficial en 50 pb (hasta el 4 %), señalando que no se trata del inicio de un ciclo bajista, sino de un movimiento de una vez para facilitar el ajuste de la economía al cambio estructural ocurrido en el comportamiento de la inflación. Además, las cuentas públicas se mantuvieron relativamente saneadas (déficit del 0,5 % del PIB, excluida la inversión de PEMEX, cifra similar a la del año previo, derivada de un aumento de los gastos ligeramente por encima del de los ingresos, por el coste financiero de la deuda) y el presupuesto aprobado para 2013 contempla una reducción del déficit (equilibrio presupuestario y déficit del 2 %, incluyendo la inversión de PEMEX), lo que configura una política fiscal de carácter restrictivo en el presente año. Finalmente, la fuerte apreciación del peso (8 % en 2012), consecuencia de unas entradas de capitales en máximos históricos, que también habrían provocado el incremento de las reservas internacionales en más de 20 mm de dólares en 2012, puede también contribuir a explicar dicho movimiento. En este sentido, la firma por parte de la nueva administración de un pacto de amplio alcance con las principales fuerzas parlamentarias, que está impulsando en la primera parte de la legislatura el avance de las reformas estructurales, podría mejorar las expectativas sobre la capacidad de crecimiento potencial del país (véase gráfico 11), e indirectamente contribuir a aumentar la presión a la apreciación del tipo de cambio. Entre las reformas previstas destacarían el acceso universal a los servicios de salud, la ampliación de la cobertura de las pensiones, el establecimiento de un seguro de desempleo o la mejora de la calidad de la educación. En el sector energético, el objetivo es aumentar la capacidad de producción y la eficiencia de PEMEX, aunque no se ha definido aún cómo alcanzarlo. Se señala, no obstante, que PEMEX permanecerá en manos del Estado, si bien se le dotará de la capacidad de competir en la industria modificando sus reglas de gestión corporativa, y se tratará de maximizar la renta petrolera que recibe el Estado. En el ámbito de la reforma tributaria, la intención es ampliar la base de los contribuyentes, revisar el diseño de las figuras impositivas (y no solamente el IVA) y eliminar privilegios fiscales, evitando que los subsidios beneficien a las rentas más elevadas. De hecho, en un corto período de gobierno, el Ejecutivo ha aprobado o enviado al Parlamento una reforma del sistema educativo, otra del sector de las telecomunicaciones (que elevaría la competencia en el sector, al establecer sanciones más duras para las prácticas monopolísticas y abrirlo a la inversión extranjera), una ley para limitar el endeudamiento de los Estados (que prohíbe a estos endeudarse salvo para financiar proyectos de inversión), un plan de promoción de viviendas (según el cual la Sociedad Hipotecaria Federal garantizará hasta el 30 % de los créditos otorgados para la construcción de viviendas, frente a un 6 % que se cubría anteriormente) y una ampliación del crédito a las pequeñas y medianas empresas utilizando garantías estatales. Además, el congreso del partido gobernante eliminó las restricciones impuestas a sus parlamentarios para votar cambios en el IVA o la estructura de PEMEX, lo que, junto con la manifiesta voluntad del Ejecutivo por acelerar las reformas en la primera parte de la legislatura, contrasta con períodos de transición anteriores.

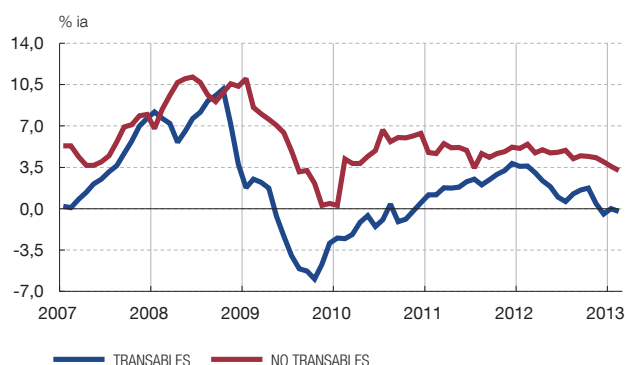
ARGENTINA

La actividad mostró una fuerte moderación en 2012, pese a cierto rebote en la segunda mitad del año. Así, el crecimiento trimestral fue del 1,3 % en el cuarto trimestre y del 0,6 % en el tercero, tras una caída del 0,9 % en el segundo. El crecimiento medio en 2012 se situó en apenas un 1,9 %, en claro contraste con el 8,9 % de 2011, como resultado de

ARGENTINA: RESERVAS INTERNACIONALES



CHILE: INFLACIÓN DE BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES



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

la imposición de una serie de restricciones a las importaciones y controles de capital, además de algunos factores exógenos (malas cosechas y débil demanda externa, en particular de la procedente de Brasil). Dichas medidas, establecidas con el objetivo de reducir la demanda de dólares y aumentar su oferta en un contexto de fuga de capitales, fueron efectivas, pero se mostraron muy perjudiciales para el crecimiento, especialmente las restricciones a la importación, que provocaron una abrupta caída de la inversión bruta (-4,9% interanual en el conjunto del año). De hecho, parte de la recuperación del pulso económico a finales de año —en particular, en la inversión— se debe a la relajación de las restricciones a la importación. Al mismo tiempo, el Gobierno ha aumentado el crédito dirigido hacia la inversión productiva. En cualquier caso, el consumo privado se mantuvo como el principal motor de la economía, con el apoyo del mercado de trabajo (la tasa de paro en el cuarto trimestre se situó en el 6,9%, dos décimas más que un año antes), aunque creció más lentamente que en años previos, afectado por la elevada inflación y cierta moderación salarial. El ajuste forzoso de las importaciones hizo que la aportación de la demanda externa dejara de ser negativa, pese a una fuerte caída de las exportaciones, del 6,6% en el conjunto del año. Igualmente, tras las medidas, la cuenta corriente recuperó un superávit del 0,1% del PIB, al aumentar un 26,7% el superávit comercial. No obstante, el deterioro de las cuenta fiscales se agravó, registrándose un déficit primario en torno al 0,2% del PIB, frente al superávit del 0,3% de 2011. Este déficit, que hubiera sido notablemente mayor sin los recursos del banco central y la administradora de pensiones, se viene financiado con una creciente emisión monetaria, habiendo aumentado la base monetaria un 40%, lo que contribuye a explicar la aceleración de la inflación pese a la caída de la actividad. Así, tras alcanzar la inflación en enero de 2013 un 11,1% (estimaciones privadas, cerca del 27%), el Gobierno acordó una congelación de precios en los principales establecimientos de venta de productos de consumo hasta junio. La política cambiaria, que ha permitido un mayor ritmo de devaluación del tipo oficial (en torno al 18% anualizado), y la creciente importancia de los mercados paralelos (donde la prima frente al tipo de cambio oficial se sitúa en torno al 70%) contribuyen también a validar mayores presiones inflacionistas. El ritmo de expansión a comienzos de 2013 parece estabilizarse, aunque sin recuperar tasas altas. Entre los factores que deberían apoyar cierta recuperación están una mejor cosecha y menores vencimientos de deuda, una menor atonía de Brasil y una política fiscal previsiblemente expansiva hasta las elecciones legislativas de octubre. Sin embargo, las medidas heterodoxas continúan aumentando las distorsiones de la economía, que se plasman no solo en el fuerte deterioro del tipo de cambio paralelo (véase gráfico 12), sino también en una intensa salida de depósitos en dólares y en un aumento de las necesidades de financiación del

Estado. Por otro lado, la «pesificación» de la deuda emitida en dólares por las provincias, obligada por los controles de capital, o la «declaración de censura» emitida por el FMI contra Argentina por la falta de progreso en la adecuación de sus estadísticas muestran algunos de los efectos del modelo actual. Sin embargo, la mayor incertidumbre se corresponde con el actual litigio en las cortes de Nueva York, que podría acabar en una suspensión de pagos, en caso de que se ratifique una sentencia que obliga a Argentina a pagar también a los *holdouts* resultantes de los canjes de 2005 y 2010. Ante esta eventualidad, las principales agencias han reducido la calificación de los bonos argentinos emitidos bajo ley extranjera.

CHILE

La actividad mantuvo durante todo 2012 un elevado dinamismo, superior al esperado. Así, en el cuarto trimestre se registró una tasa de crecimiento del 1,5% trimestral, 5,7% interanual, que situó el crecimiento anual en un 5,6%, frente al 5,9% de 2011. Pese a la desaceleración externa, tanto la confianza de consumidores como la de empresarios se han mantenido en niveles muy altos, registrando un comportamiento diferente al de 2009, cuando se vieron muy afectadas por la crisis global. En este contexto, la demanda interna ha continuado expandiéndose muy por encima del crecimiento del PIB, e incluso se hubiera acelerado en el cuarto trimestre de no ser por el comportamiento de la variación de existencias. Así, el consumo privado creció un 7,3% interanual en el cuarto trimestre (6,1% en el total del año), impulsado por el buen comportamiento del mercado laboral; el consumo público aumentó un 7,2%, y la inversión se expandió un 18,1% (12,3% en el año), con gran dinamismo tanto del componente de maquinaria y equipo como de la construcción. La aportación negativa de la demanda externa al crecimiento se redujo respecto al año previo (-1,7 pp en 2012, frente a -3,8 pp en 2011), si bien tendió a aumentar a lo largo del año ante una recuperación mayor de las importaciones que de las exportaciones. La atonía de la demanda externa y una caída de los términos de intercambio del 10% hicieron que el superávit comercial fuera en 2012 un 61% menor que el de un año antes, lo que llevó a que se ampliara el déficit por cuenta corriente hasta un 3,5% del PIB. Este déficit es financiado ampliamente con inversión extranjera directa, que se situó en tasas récord, alcanzando el 10,6% del PIB. Los indicadores de alta frecuencia relativos a los primeros meses de 2013 evidencian una dicotomía entre la demanda, que mantiene una elevada solidez, y la oferta, más débil. La inflación también ha sorprendido favorablemente, al mostrar una marcada evolución a la baja, situándose en marzo en el 1,5% (y la subyacente en torno al 1%), por debajo del límite inferior del rango objetivo, aunque con algún componente temporal en este descenso. Además, las expectativas de inflación permanecen ancladas en el 3%. De todas formas, el marcado contraste entre la inflación de bienes comerciables y no comerciables (estos creciendo cerca del 4%) (véase gráfico 12) muestra que se mantienen algunas presiones por la estrechez del mercado de trabajo (tasa de paro en el entorno del 6% y crecimiento de los salarios reales por encima del 3%) y que la moderación observada ha estado en parte influida por la apreciación del peso (8,4% contra el dólar en el conjunto de 2012, y algo menor en los últimos meses). En este contexto, el banco central mantiene el tipo de interés oficial en el 5% desde enero del año pasado, pero podría, en su caso, aplicar alguna medida de carácter macroprudencial. Por su parte, el crédito bancario ha mantenido una expansión del 11% en términos reales. En el plano fiscal, el superávit se redujo desde el 1,5% del PIB en 2011 hasta el 0,6% del PIB en 2012 (déficit estructural del 0,6%, mejor que el objetivo), lo que ha permitido al Gobierno inyectar 2 mm de dólares al Fondo de Estabilización Económica y Social y al Fondo de Reserva de Pensiones (que acumulan 22,9 mm de dólares), una cantidad superior a los recursos antes de la crisis financiera del 2008. Una agencia mejoró la clasificación de riesgo de la deuda soberana de Chile en un escalón, hasta AA-.

COLOMBIA

El PIB creció un 4% en 2012, una moderación importante respecto al registro de 2011, que a su vez fue revisado al alza en siete décimas, hasta el 6,6%, como consecuencia de

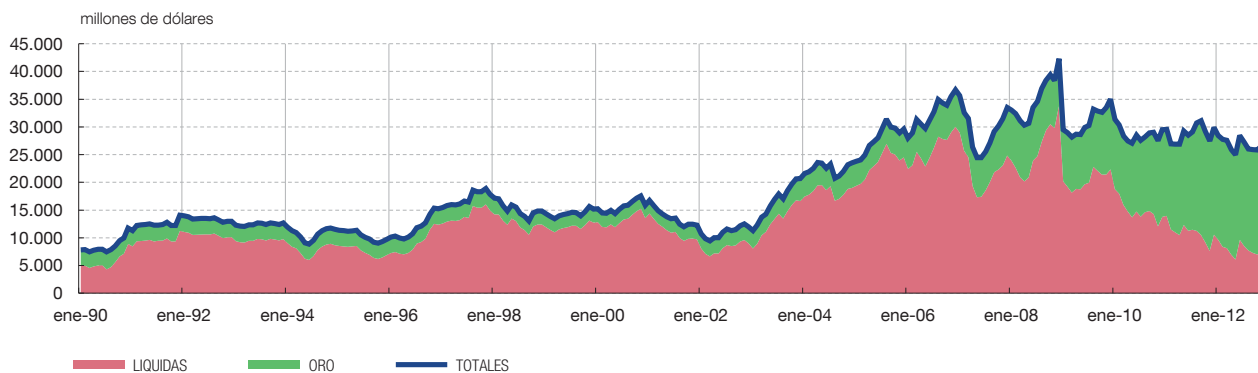
PERÚ: VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO Y COMPRAS DE RESERVAS DEL BANCO CENTRAL



COLOMBIA: COMPRA DE RESERVAS Y TIPO DE CAMBIO



VENEZUELA: RESERVAS INTERNACIONALES



FUENTE: Fuentes nacionales.

un mejor comportamiento de la formación bruta de capital y de las exportaciones. La ralentización del crecimiento, más acusada en la segunda mitad del año, fue debida en gran medida a la inversión, aquejada por algunos problemas específicos en el ámbito de la construcción, y por un menor crecimiento en el sector de la minería. Esta evolución, junto con la fortaleza mostrada por el tipo de cambio, permite explicar el ciclo de descenso de los tipos de interés oficiales iniciado por el banco central en julio (200 pb en total, la última bajada de 50 pb en marzo), en un contexto de moderación de la inflación, que se situó en el 1,9% en marzo, por debajo del objetivo de inflación del banco central. Las cuentas fiscales continuaron en una senda de consolidación gradual. Así, el déficit del Gobierno Central se redujo en 2012 hasta un 1,9% del PIB (frente al 2% de 2011). En las cuentas exteriores, además de la caída del volumen exportado, destaca el mantenimiento de una fuerte entrada de inversión directa. Para hacer frente a las presiones apreciatorias sobre el peso, el banco central amplió el programa de acumulación de reservas, hasta 30 millones diarios (véase gráfico 13), y anunció que lo prolongaría hasta mayo. Como resultado, las reservas internacionales de divisas se han situado en 38,5 mm de dólares (5 mm más que en 2011). Por otra parte, el Gobierno adoptó diversas medidas para reducir la presión sobre el tipo de cambio (mantenimiento en dólares de recursos del Estado como los dividendos de la empresa pública Ecopetrol y de emisiones de deuda en dólares realizadas). Por último, cabe destacar que el Gobierno aprobó en enero un reforma tributaria, principalmente con el fin de aumentar la equidad del sistema tributario y de reducir la informalidad del mercado laboral.

PERÚ

El crecimiento se mantuvo robusto, con una expansión interanual del PIB del 5,9 % en el cuarto trimestre y del 6,3 % en el conjunto del año (6,9 % en 2011), aunque mostró cierta desaceleración a lo largo del ejercicio. El crecimiento se apoyó en la inversión (14,9 % en el conjunto del año) y en el consumo público (10,6 %). Por su parte, el consumo privado mantuvo un crecimiento en el conjunto de 2012 del 5,8 %, la misma cifra que en el cuarto trimestre. En cambio, la aportación de la demanda externa se volvió más negativa como resultado del aumento de las importaciones y la moderación de las exportaciones, especialmente las mineras (afectadas por problemas de oferta). Los indicadores de alta frecuencia apuntan a que durante los primeros meses de 2013 se mantiene el dinamismo de la actividad, con un fuerte consumo privado apoyado en la confianza del consumidor, el buen momento del mercado de trabajo y las favorables condiciones de financiación, a lo que se une la prevista aceleración del gasto público. El déficit por cuenta corriente aumentó en 2012 hasta el 3,6 % del PIB (1,9 % en 2011), debido a la fuerte reducción del superávit comercial. Este déficit continuó siendo financiado holgadamente por flujos de capitales a largo plazo, que a su vez tendieron a fortalecer la moneda local. El nuevo sol se apreció en torno a un 4 % en 2012, manteniéndose esta tendencia en los primeros meses de 2013. Por su parte, la inflación ha tendido a moderarse en meses recientes, situándose en marzo en el 2,6 %, por la reversión de perturbaciones de oferta previas. Sin embargo, la subyacente se mantiene por encima del rango objetivo (3,3 % en febrero, frente al objetivo del 2 % +/- 1 %), evidenciando algunas presiones de demanda, especialmente por la menor holgura del mercado laboral (tasa de paro en el 6,1 %, mínimo histórico). En este contexto, el banco central mantiene el tipo oficial en el 4,25 % desde mayo de 2011. El ritmo de apreciación de la moneda ha seguido siendo modulado por las intervenciones cambiarias del banco central (véase gráfico 13), complementadas con medidas como la elevación de encajes en moneda nacional y extranjera, con el fin de moderar la entrada de capitales extranjeros de corto plazo y el crecimiento del crédito, sobre todo en dólares. Asimismo, se aumentó el límite de inversión en activos exteriores de las administradoras de fondos hasta el 34 %. Además, en febrero el Gobierno realizó dos emisiones de bonos en el mercado interno con el fin de pagar deuda con multilaterales. Por el lado fiscal, el sector público no financiero alcanzó en el conjunto de 2012 un superávit primario equivalente al 3,2 % del PIB, lo que supone una leve mejoría gracias al mayor incremento de los ingresos corrientes respecto de los gastos.

VENEZUELA

La economía registró una notable expansión en 2012, con un aumento del PIB del 5,6 % (4,2 % en 2011), si bien con una desaceleración en el segundo semestre. Los dos principales rasgos que caracterizaron la expansión fueron el aumento de la inversión (23,3 % anual, principalmente en vivienda, relacionada con el avance del gasto previo a las elecciones) y el del consumo privado. Esta expansión de la demanda interna vino acompañada de un acusado aumento de las importaciones (23,3 % en el año). Por su parte, las exportaciones recuperaron tasas positivas de crecimiento en el segundo semestre. La inflación tendió a moderarse hasta noviembre, situándose en el 18,2 % interanual, gracias a la evolución de los alimentos, los precios regulados y un mayor reparto de divisas para pagar importaciones, si bien el indicador de desabastecimiento alcanzó niveles máximos desde 2008. Sin embargo, los precios de consumo comenzaron a repuntar de nuevo a finales de 2012, y la devaluación del bolívar en enero (un 31,7 %, desde 4,3 a 6,3 bolívares por dólar), tras dos años con el tipo de cambio anclado, ha situado la inflación por encima del 24 % en marzo. En sentido contrario, la devaluación aliviaría el desequilibrio de las cuentas públicas, que se habrían deteriorado fuertemente a lo largo de 2012 al hilo del aumento del gasto público (el último dato oficial muestra un déficit del Gobierno Central del 4,9 % del PIB en 2012, excluyendo la empresa pública de petróleo PDVSA y los diversos fondos). Sin embargo, el desequilibrio no se cerraría solamente con esa medida, de

modo que parece previsible algún tipo de ajuste tras las elecciones de abril. Por el momento, se ha elevado la imposición sobre la exportación de petróleo y se ha creado un nuevo mercado paralelo para la asignación de divisas, con subastas de 200 millones de dólares abiertas a empresas importadoras y cuya liquidación se producirá una vez se compruebe la entrada del bien importado. Además, el banco central señaló que el diferencial entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio de corte de las subastas se destinará a fondos públicos para promoción de sectores productivos, lo que mejoraría la posición financiera del sector público. A finales de marzo se produjo la primera subasta, pero no se han publicado resultados oficiales del tipo de cambio medio o del tipo de cambio de corte. En el plano externo, el superávit por cuenta corriente fue en 2012 del 4,7 % del PIB, notablemente menor que el 7,7 % de 2011, debido al menor superávit comercial. La utilización de las reservas internacionales para afrontar determinadas inversiones y el fuerte aumento de las importaciones del último semestre han generado que las disponibilidades líquidas (véase gráfico 13) se hayan reducido hasta cubrir tan solo dos meses de importaciones. En este contexto, el Ejecutivo relajó en cierta medida los controles de capitales, permitiendo a los exportadores retener una mayor parte de sus ingresos en dólares, e incluso abrir cuentas en dólares en los bancos nacionales.

17.4.2013.

