

INFORME SEMESTRAL DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA

Introducción

Un año después del comienzo de las turbulencias en los mercados financieros internacionales, su impacto ha llegado con intensidad a los mercados latinoamericanos, tras mostrar una notable resistencia hasta entonces, junto con el resto de economías emergentes (véase gráfico 1, para el caso de las bolsas).

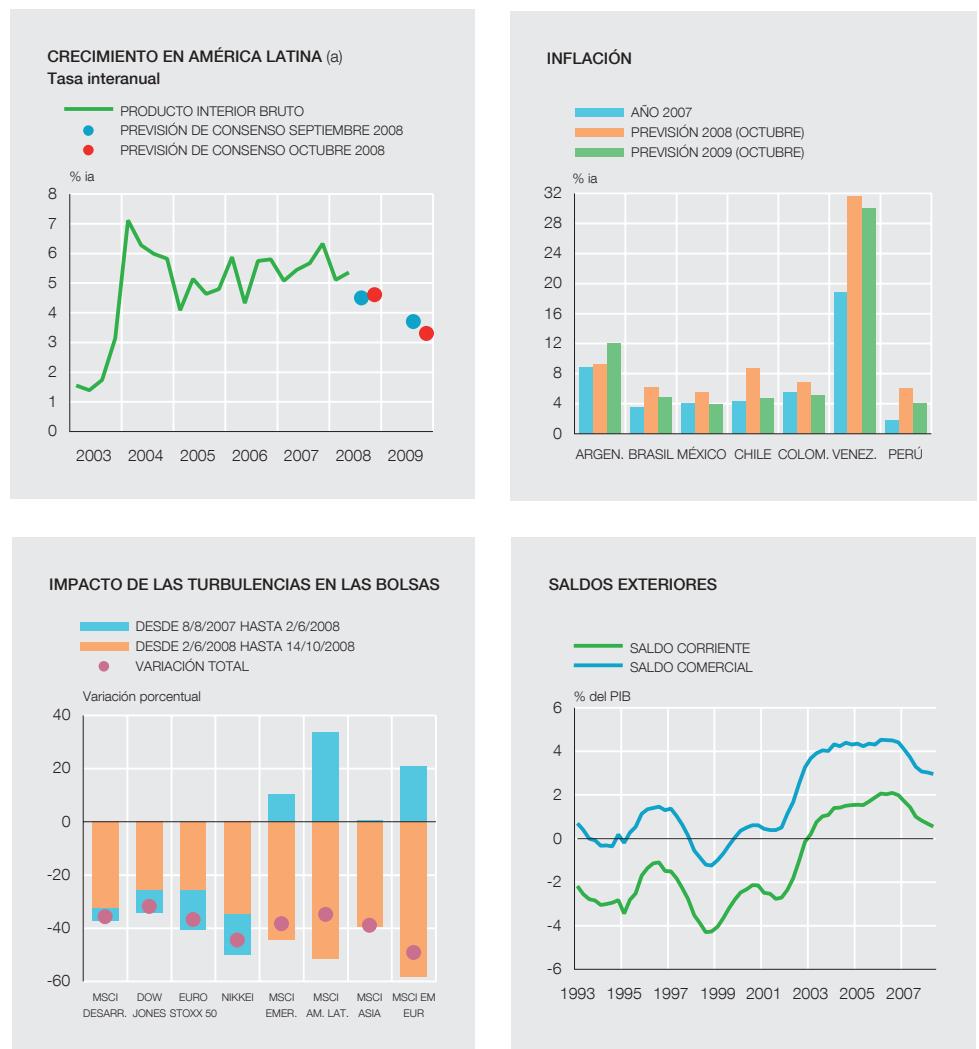
A comienzos del verano, la corrección, relativamente moderada, estuvo asociada al deterioro de las expectativas de inflación y a la debilidad creciente de la actividad en las economías avanzadas más allá de los Estados Unidos. No obstante, la agudización de las tensiones financieras globales en septiembre ha terminado precipitando un intenso movimiento de salida de flujos de capital con un profundo impacto en los precios de los activos del área. Esta retracción de los flujos de capital tiene su origen en el proceso de desapalancamiento y búsqueda de liquidez por el que atraviesan los sistemas financieros a nivel global, y no tanto en los fundamentos de las economías latinoamericanas. Estos se han mantenido relativamente robustos por lo general, aunque la reducción del superávit por cuenta corriente supone un cambio cualitativo importante en este sentido. Sin embargo, es inevitable que un período prolongado de estrés financiero erosione los fundamentos, por muy sólidos que estos sean. Por ello, la intensidad del reciente deterioro en las condiciones financieras puede suponer, de no superarse en un período breve, un punto de inflexión en las perspectivas financieras y de crecimiento para 2009 e, incluso, para el final de este ejercicio. Los indicadores de mayor frecuencia correspondientes al tercer trimestre, aunque aportan todavía una evidencia parcial, parecen apuntar a cierto debilitamiento de la actividad industrial. Sin embargo, algunos indicadores de demanda se han mantenido en tasas relativamente robustas hasta julio.

De hecho, con un crecimiento interanual superior al 5% en el primer semestre de 2008, basado en la fortaleza de la demanda interna, la economía latinoamericana siguió ofreciendo señales de notable dinamismo, a pesar de la desaceleración de la economía mundial (véanse gráfico 1 y cuadro 1). Ello no fue óbice para que se constatara en diversos países (especialmente, en México, Colombia y Venezuela, y en cierto modo también en Argentina) una moderación respecto a los extraordinarios ritmos de crecimiento registrados en 2007. En cada uno de los países, la moderación obedeció a motivos diferentes, pero el resultado fue esencialmente el mismo: una aproximación hacia tasas de crecimiento que podrían considerarse más próximas al potencial, tras la fuerte absorción de la demanda interna de los últimos cinco años. En cambio, en países como Brasil y Perú el crecimiento en el primer semestre fue incluso superior al de 2007. En consecuencia, no se observaron, durante la primera mitad del año, síntomas de ralentización de la entidad de los registrados en las economías industrializadas, aunque sí un aumento de la dispersión de las tasas de crecimiento entre países respecto al ciclo alcista relativamente uniforme de los últimos años.

Por su parte, la inflación repuntó apreciablemente, alcanzando en los meses de verano tasas de crecimiento del 8,6% interanual en media de las siete principales economías de la región, el máximo de los últimos cinco años. A diferencia de lo sucedido en 2007, dicho repunte supuso cierta presión al alza sobre la inflación subyacente, sobre las previsiones de inflación y en algunos países también efectos de segunda ronda, lo que aumentó la preocupación sobre un posible desanclaje de las expectativas de precios (véase gráfico 1). En este contexto, las políticas monetarias tendieron a endurecerse notablemente entre abril y septiembre. Además, este tensionamiento se instrumentó en buena medida a través de la elevación de los tipos de interés, a diferencia de los meses previos, en los que se utilizaron también instrumen-

AMÉRICA LATINA: CRECIMIENTO E INFLACIÓN
Variación interanual

GRÁFICO 1



FUENTES: Estadísticas nacionales, *Consensus Forecast* y Datastream.

a. Siete mayores economías.

tos alternativos, como la elevación de los coeficientes de caja o la imposición de controles de capital. Es interesante señalar que la menor presión hacia la apreciación de los tipos de cambio en los últimos meses puede haber ayudado a soslayar uno de los principales obstáculos que dificultaban la aplicación de políticas monetarias más rigurosas en muchos países. Ello puede explicar que países como Brasil, Chile, México y Perú elevaran sus tipos de referencia en los últimos seis meses entre 75 puntos porcentuales (pp) y 250 pp, frente al mantenimiento o incluso descenso en algunos casos que tuvo lugar en 2007¹. Con todo, los tipos de interés reales se mantuvieron en niveles relativamente reducidos en muchos países, y la inflación probablemente se sitúe fuera de los objetivos a finales de año en la mayoría de los países con objetivos de inflación, quizás con la única excepción de Brasil.

Las perspectivas económicas para los próximos meses apuntan hacia una moderación del crecimiento en América Latina, con riesgos a la baja mucho más acusados que hace seis

1. Colombia constituye en cierto sentido una excepción, ya que el ciclo de subida de tipos se inició antes, en 2006.

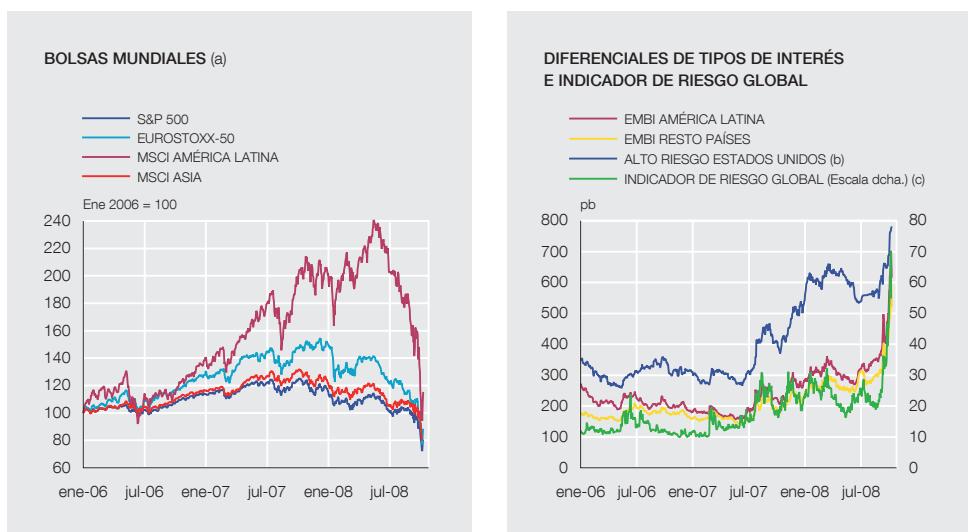
meses, principalmente por tres razones. Por un lado, el *shock* positivo a los términos de intercambio derivado del aumento del precio de las materias primas que impulsó el crecimiento en la región desde 2002 ha empezado a amortiguar, en línea con la corrección reciente en los mercados internacionales de estos productos. Por otro, el endurecimiento de las condiciones monetarias debería contribuir a contener un crecimiento de la demanda interna, que en algunos países se ha situado muy por encima del potencial, y a suavizar en el medio plazo las presiones inflacionistas (véase gráfico 1). A estos dos factores se une como condicionante fundamental la agudización de las tensiones financieras internacionales a lo largo del mes de septiembre, que esta vez han impactado de lleno en América Latina. De hecho, el deterioro experimentado por los principales indicadores financieros en la región desde el verano, común a la tendencia general en otros mercados emergentes, puede acabar teniendo un impacto sustancial sobre la confianza y la actividad real, intensificando los síntomas de cambio de ciclo, y condicionar de forma importante las respuestas de política económica en América Latina en los próximos meses.

Evolución económica y financiera

ENTORNO EXTERIOR

La evolución económica y financiera global continuó marcada en el transcurso de los últimos seis meses por la persistencia y posterior intensificación de las tensiones en los mercados financieros internacionales. Durante el segundo trimestre, la desaceleración económica que ya se había manifestado en Estados Unidos se propagó de forma inesperadamente intensa hacia otras economías avanzadas, en particular Europa —incluido el Reino Unido— y Japón. Esta evolución, en un contexto de continuada presión al alza en las tasas de inflación, tendió a complicar la gestión de las políticas económicas, lo que en cierto modo contribuyó a explicar las diferentes respuestas de política monetaria observadas. Así, la Reserva Federal bajó una vez más el tipo de interés oficial a finales de abril, situándolo en el 2%, mientras que el Banco Central Europeo lo aumentaba hasta el 4,25% en julio y el Banco de Japón lo mantuvo. Estos tres bancos centrales, junto con otros, instrumentaron una bajada coordinada de tipos de interés —de 50 puntos básicos (pb)— en octubre, al hilo del grave deterioro de la situación financiera. Las rentabilidades a largo plazo en Estados Unidos aumentaron inicialmente respecto a los mínimos alcanzados en marzo, pero volvieron a situarse en torno al 3,50% en septiembre, tras el anuncio de la intervención pública de las dos agencias hipotecarias con garantía federal estadounidense y la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, circunstancias que precedieron a la intensificación de la inestabilidad financiera a nivel global. Estos desarrollos afectaron particularmente a las bolsas internacionales, que anotaron fuertes pérdidas en septiembre y que saldan los últimos seis meses con descensos superiores al 25% (véase gráfico 2).

En las economías emergentes se produjo hacia los meses de verano un sensible deterioro del sentimiento de mercado. Inicialmente, esta evolución pudo atribuirse a la percepción de que los riesgos inflacionistas podrían ser mayores en este grupo de países, y que su capacidad de desvinculación sería muy limitada en el caso de una desaceleración económica global más pronunciada y persistente de lo esperado. Sin embargo, fue en septiembre, mes que supuso un cambio fundamental en el desarrollo y extensión de la crisis, cuando los mercados financieros emergentes se vieron afectados de forma especialmente negativa, principalmente aquellos cuyos fundamentos se perciben como menos sólidos o más dependientes de la financiación externa. De este modo, a diferencia de lo ocurrido desde el comienzo de las turbulencias, las bolsas tuvieron un comportamiento diferenciadamente peor que el resto de los mercados internacionales, con pérdidas más acusadas (véanse gráficos 1 y 2), mientras que los diferenciales soberanos tendían a ampliarse, alcanzando niveles máximos desde 2003. Las divisas registraron movimientos mixtos, aunque la tendencia a la depreciación frente al dólar se generalizó a medida que se agravó la inestabilidad en los mercados internacionales. Así, destaca la evolución de las divisas coreana, brasileña, chilena e hindú, cuyas depreciaciones superaron los dos dígitos en el conjunto de los seis últimos meses. Por regiones, los movi-



FUENTES: Bureau Economic Analysis, Eurostat, Bloomberg y JP Morgan.

- a. Índices en dólares.
b. Bono calificación B1.
c. Volatilidad implícita en opciones del CBOE.

mientos de los diferenciales soberanos fueron bastante homogéneos, aunque la ampliación del diferencial de América Latina resultó ligeramente superior, dada la fuerte ampliación de los diferenciales argentino y venezolano. En cuanto a las bolsas, fueron las de Europa del Este las más afectadas por la turbulencia, saldándose el período con pérdidas en torno al 50%, arrasadas por Rusia.

En este contexto, las previsiones de crecimiento en las economías emergentes comenzaron a registrar revisiones a la baja, incorporando así la influencia del agravamiento de la inestabilidad ocurrido en septiembre. El crecimiento económico en países clave como China se mantuvo robusto, si bien ligeramente inferior al registrado a finales de 2007, lo que motivó, en un contexto de intensificación de los riesgos financieros globales, los primeros descensos del tipo de interés oficial en seis años en ese país.

El otro determinante fundamental de la evolución económica y financiera global en los últimos seis meses fue el precio del petróleo, que, tras situarse a principios de julio en máximos en el entorno de los 145 dólares por barril, registró una significativa corrección a la baja, superior a un 60%, en un contexto de recuperación del tipo de cambio del dólar. Esta corrección se produjo en paralelo con la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, y se acentuó en septiembre, traduciéndose en descensos generalizados en el precio del resto de las materias primas (principalmente metales, y en menor medida alimentos). Dada la composición de las exportaciones latinoamericanas, este cambio de tendencia es otro condicionante fundamental de sus perspectivas de crecimiento e inflación en los próximos meses, y en cierto modo también de la evolución de las condiciones financieras (véase recuadro 1).

ACTIVIDAD Y DEMANDA

La actividad en América Latina siguió manteniendo un ritmo de crecimiento muy dinámico en el primer semestre, como atestiguan tasas de crecimiento interanuales del 5,1% y 5,4% en el primer y segundo trimestres, respectivamente, solo algo inferiores al crecimiento medio del segundo semestre de 2007 (véanse gráfico 3 y cuadro 1). No obstante, las tasas de creci-

Desde el inicio de las turbulencias financieras internacionales —en julio de 2007— hasta el verano pasado, el comportamiento de los mercados emergentes se caracterizó por una notable resistencia en prácticamente todo el abanico de activos financieros (tipos de cambio, bonos y bolas). Especialmente favorable fue, en este contexto, la evolución de Latinoamérica, y en el caso de las bolas, dicha resistencia supuso que los mercados latinoamericanos acumularan subidas de hasta el 40% en un índice representativo como el MSCI Latin America (véase gráfico 2 del texto principal), muy superiores a las registradas por los mercados asiáticos o de Europa emergente, y que contrastan con la tendencia a la baja prácticamente ininterrumpida de la bolsa norteamericana. En sentido contrario, la profundización de la crisis en Estados Unidos y su extensión a los mercados emergentes a partir de septiembre dieron lugar a un comportamiento relativamente peor de los índices latinoamericanos, que cayeron más (un 45%) en este período que sus homólogos asiáticos, de Europa del Este o estadounidenses.

Este recuadro analiza uno de los posibles factores que permitirían explicar el comportamiento diferencial de las bolas latinoamericanas: la evolución de los precios de las materias primas. América Latina es la región emergente productora y exportadora por excelencia de estos bienes, tanto de combustibles (junto con Oriente Medio) como de metales y alimentos. Cabe esperar, pues, que, en estos países, las empresas relacionadas con el sector primario tengan una elevada participación en las bolas, al igual que la tienen en su estructura productiva. Asimismo, cabe pensar también que los activos emitidos por dichas empresas puedan ser una opción de inversión óptima en una situación de inflación en dichos precios, en la medida en que, cuanto menos, protegen el valor real de la inversión. Además, desde un punto de vista teórico, en un contexto de precios elevados de las materias primas, el valor presente neto de los beneficios esperados y de los activos de dichas empresas superaría al de otras empresas y al propio coste de reposición del capital de las mismas (q de Tobin), y viceversa, si el precio de las materias primas se reduce.

El gráfico 1 muestra la elevada correlación entre el índice MSCI Latin America y un índice representativo de precios de materias primas, el Goldman Sachs Commodity Index (GSCI). Mientras que este último

mantuvo su tendencia al alza entre agosto de 2007 y junio de 2008, las bolas latinoamericanas subieron en términos generales. A partir de julio, la tendencia a la baja del precio de las materias primas se ha visto acompañada por un comportamiento paralelo de los índices bursátiles de la región. En el gráfico 2 se observa que el coeficiente de correlación de las variaciones entre ambos índices se ha incrementado notablemente en los últimos años y ha llegado a máximos históricos en el último mes.

Para estimar el efecto de las empresas del sector primario sobre la rentabilidad total de las bolas de la región, se han construido, a partir de las cotizaciones individuales de cada empresa en cada una de las bolas y los pesos de las mismas en la capitalización de las bolas, dos índices: uno que representa la evolución de las empresas relacionadas con la explotación de materias primas, y otro que excluye a estas empresas del índice general. A estos efectos, se consideran empresas relacionadas con la explotación de materias primas en sentido amplio las mineras, las de extracción y exploración de petróleo y gas, las de alimentación, bebidas y tabaco, las acerías y las de productos forestales (papel y celulosa, por ejemplo). Las ponderaciones en bolsa de estas empresas dependen de la estructura de propiedad de los recursos naturales en cada país. Esto es importante porque las empresas exportadoras de materias primas en algunos países son estatales y no cotizan en bolsa, como Codelco (cobre) en Chile, o PDVSA y PEMEX (petrolíferas) en Venezuela y México, respectivamente. El cuadro 1 muestra el peso de las empresas relacionadas con el sector primario en los índices de bolsa latinoamericanos (en media, prácticamente un 40% de la capitalización total), un porcentaje muy superior al de otras bolas de economías emergentes¹.

En el cuadro se observa un acusado contraste entre la evolución de los índices de empresas del sector primario y la del resto: así, por ejemplo, desde el inicio de la turbulencia hasta julio de este año, en Brasil el índice

1. Por comparación, en países como Polonia, con un sector agrario muy importante, las empresas del sector primario supondrían en torno a un 20% de la capitalización, en India alrededor del 15%, o en Indonesia en torno al 25%. En Rusia, en cambio, superan el 62%.

1 BOLSAS LATINOAMERICANAS Y PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS



FUENTE: Datastream.

2 BOLSAS LATINOAMERICANAS Y PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS: COEFICIENTE DE CORRELACIÓN



de empresas del sector primario ascendió un 22%, mientras que el resto de la bolsa cayó un 14,3% (véase gráfico 3)². Para el agregado de los siete principales países, el incremento en el primer índice fue del 33,7%, frente a una caída del 2,5% del resto. La única excepción fue Perú, por razones específicas³. De modo simétrico, en la corrección reciente —de julio a octubre— la caída de los índices asociados a las materias primas también ha sido mayor que la del resto: 42%, frente al 33% para el agregado del área. La única excepción en este caso ha sido Argentina.

2. No obstante, se podría pensar que el aumento del subíndice de empresas relacionadas con materias primas en el caso de Brasil se debe exclusivamente a un «efecto Petrobras», esto es, a una subida del precio de las acciones de la compañía estatal, derivado del anuncio de nuevos yacimientos petrolíferos y de gas de grandes proporciones y sobre los cuales se estima que partiría con ventaja para explotar. Sin embargo, si bien Petrobras pesa un 15,4% en el BOVESPA y un 29,9% en el subíndice de materias primas, si se eliminara Petrobras del cálculo las conclusiones serían muy similares. 3. El descenso de Perú obedece al mal comportamiento de las empresas de explotación de cobre, metal cuyo precio ha caído significativamente más que el resto en la última fase de las turbulencias.

En definitiva, la evidencia presentada mostraría el papel predominante que las empresas del sector primario tienen en la mayoría de las bolsas latinoamericanas, incluso en las economías con mayor grado de diversificación productiva y exportadora, como son México o Brasil. Este rasgo ayuda a explicar las mayores oscilaciones en las bolsas latinoamericanas, tanto en el movimiento de subida como en el de bajada, debido a la evolución paralela de los precios de las materias primas. De hecho, si se corrige la evolución de los índices bursátiles del comportamiento de las empresas del sector primario, la rentabilidad de las bolsas latinoamericanas se sitúa mucho más en línea con la del resto de los mercados emergentes y desarrollados (véase gráfico 4).

Esta evidencia ilustra también el grado de interdependencia de la evolución de las economías latinoamericanas respecto del ciclo de las materias primas —desde un punto de vista diferente al de otros efectos más estudiados—, como el impacto sobre el crecimiento, la inflación, las cuentas exteriores o las cuentas públicas.

1 PESOS EN LA BOLSA

	Brasil	México	Argentina	Colombia	Chile	Venezuela	Perú	AL-7 (a)
Empresas relacionadas con materias primas	51,5	13,4	37,8	26,8	20,5	8,0	75,2	38,7
Resto de empresas	48,5	86,6	62,2	73,2	79,5	92,0	24,8	61,3

2 VARIACIÓN DE LOS ÍNDICES (AGOSTO DE 2007 A JULIO DE 2008) (a)

	Brasil	México	Argentina	Colombia	Chile	Venezuela	Perú	AL-7 (a)
Empresas relacionadas con materias primas	22,0	1,4	45,3	10,0	13,0	-6,6	-25,9	33,7
Resto de empresas	-14,3	-2,8	0,1	-17,0	-13,3	-23,7	-8,9	-2,5
Índice agregado	5,4	-2,2	14,1	-8,0	-8,3	-21,2	-21,9	12,3

3 VARIACIÓN DE LOS ÍNDICES (JULIO A OCTUBRE DE 2008) (a)

	Brasil	México	Argentina	Colombia	Chile	Venezuela	Perú	AL-7 (a)
Empresas relacionadas con materias primas	-50,6	-35,8	-37,6	-12,6	-41,7	22,1	-40,8	-42,0
Resto de empresas	-32,9	-19,9	-46,4	-10,2	-25,0	-9,7	-35,1	-33,5
Índice agregado	-44,1	-22,2	-42,3	-11,0	-28,9	-4,3	-39,3	-40,0

FUENTES: Bloomberg y Banco de España.

a. Variaciones de los índices en moneda local.

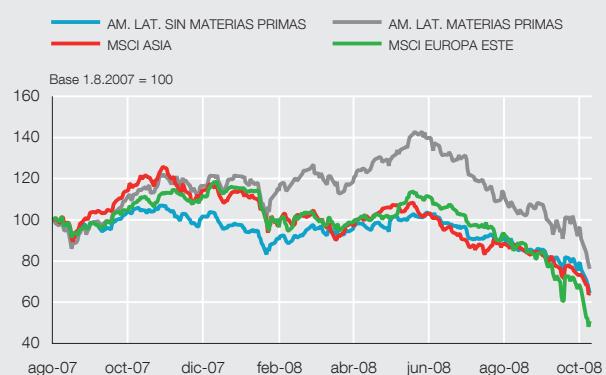
3 ÍNDICES DE BOLSAS (a)



FUENTES: Datastream, Bloomberg y Banco de España.

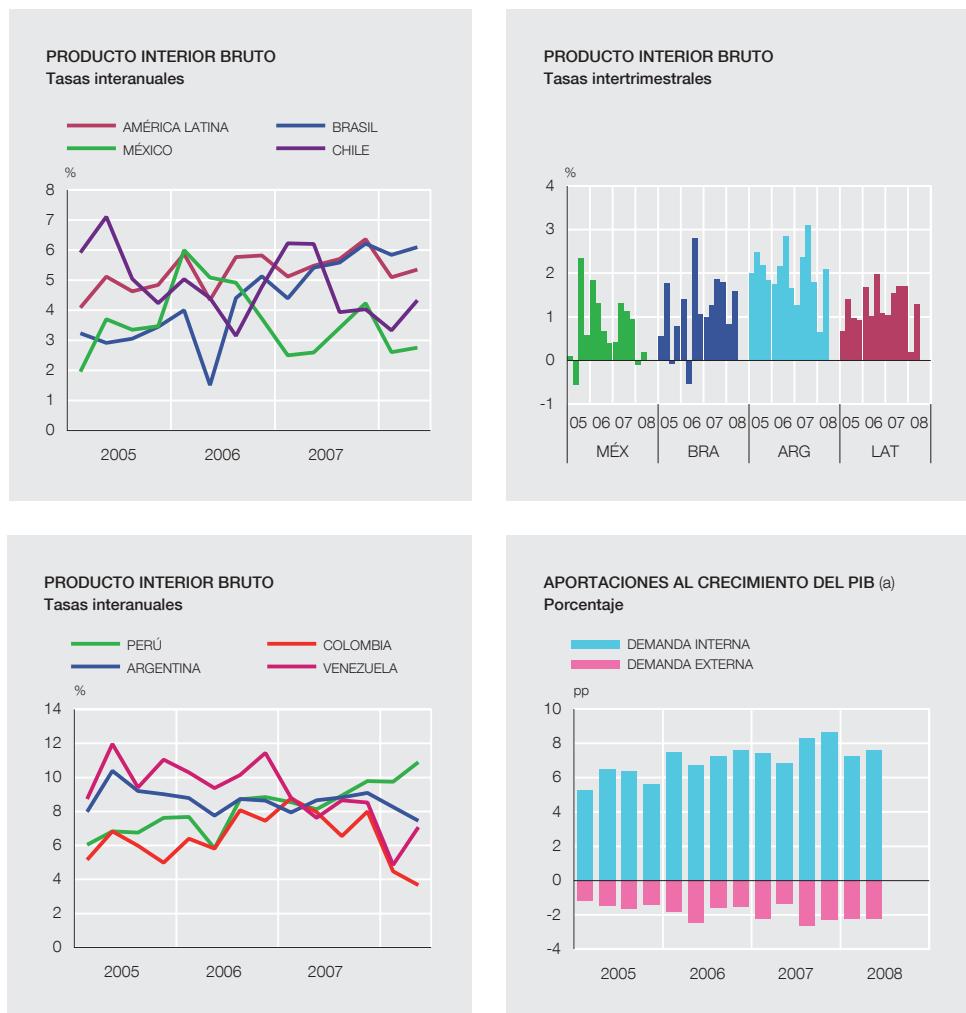
a. Índices en moneda local.

4 BOLSAS EMERGENTES (a)



PIB LATINOAMERICANO
Tasas de variación intertrimestrales, interanuales y puntos porcentuales

GRÁFICO 3



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de las siete principales economías.

miento intertrimestrales describieron un perfil algo más errático y pueden matizar la impresión de fortaleza que arrojan las tasas interanuales. Así, el primer trimestre registró un crecimiento de tan solo un 0,2% trimestral ajustado de estacionalidad, seguido de un 1,3% en el segundo, lo que supone, en promedio, un crecimiento en torno a la mitad del registrado en el segundo semestre de 2007.

La demanda interna siguió siendo el principal motor del crecimiento, al aportar 7,6 pp al mismo, mientras que la demanda externa contribuía negativamente una vez más, aunque de forma moderada (-2,2 pp) (véase gráfico 3). Esta evolución pone de manifiesto una composición algo más equilibrada que la observada en los últimos trimestres de 2007, con una aportación en torno a un punto inferior de la demanda interna al crecimiento, y una ligera contención de la aportación negativa de la demanda externa. Por países, fueron, al igual que en el segundo semestre de 2007, las grandes economías de América del Sur (Brasil y Argentina) las que explicaron más de 3 pp del crecimiento del PIB regional, mientras que México volvía a recortar su aportación hasta 0,8 pp en el segundo trimestre y Perú lo aumentaba hasta 0,5 pp. En este sentido, cabe contrastar la moderación que ha tenido lugar en el ritmo de crecimiento en México, Argentina, Venezuela y, especialmente, Colom-

	2005	2006	2007	2006		2007				2008		
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	Septiembre
PIB (tasa interanual)												
América Latina (a)	4,7	5,4	5,6	5,8	5,8	5,2	5,5	5,7	6,3	5,1	5,4	
Argentina	9,2	8,5	8,7	8,7	8,6	8,0	8,6	8,8	9,1	8,3	7,5	
Brasil	3,2	3,7	5,4	4,4	5,1	4,4	5,4	5,6	6,2	5,9	6,1	
México	3,1	4,9	3,2	4,9	3,7	2,5	2,6	3,4	4,2	2,6	2,8	
Chile	5,6	4,3	5,1	3,2	4,8	6,2	6,2	3,9	4,0	3,3	4,3	
Colombia	5,7	6,8	7,7	7,6	7,8	8,5	8,0	6,5	8,0	4,5	3,7	
Venezuela	10,3	10,3	8,4	10,1	11,4	8,8	7,6	8,6	8,5	4,9	7,1	
Perú	6,7	7,6	9,0	9,2	8,1	8,8	8,1	8,9	9,8	9,7	10,9	
Uruguay	6,6	7,0	7,4	7,2	6,1	6,6	3,9	9,6	9,5	10,0	16,0	
IPC (tasa interanual)												
América Latina (a)	6,4	5,2	5,4	5,0	4,8	4,9	5,3	5,4	5,9	6,6	7,7	8,6
Argentina	9,7	10,9	8,8	10,6	10,1	9,5	8,8	8,6	8,5	8,5	9,1	8,7
Brasil	6,9	4,2	3,6	3,8	3,1	3,0	3,3	4,0	4,3	4,6	5,6	6,3
México	4,0	3,6	4,0	3,5	4,1	4,1	4,0	4,0	3,8	3,9	4,9	5,5
Chile	3,1	3,4	4,4	3,5	2,2	2,7	2,9	4,8	7,2	8,0	8,9	9,2
Colombia	5,0	4,3	5,5	4,6	4,3	5,2	6,2	5,3	5,4	6,1	6,4	7,6
Venezuela	16,0	13,6	18,8	14,6	16,2	19,0	19,5	16,2	20,0	26,3	31,0	36,0
Perú	1,6	2,0	1,8	1,8	1,5	0,4	0,8	2,4	3,5	4,8	5,5	6,2
Uruguay	4,7	6,4	8,1	6,6	6,2	7,0	8,1	8,7	8,6	7,7	7,6	7,5
SALDO PRESUPUESTARIO (% del PIB) (b)												
América Latina (a)	-1,0	-0,7	-0,5	-0,4	-0,7	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	
Argentina	1,8	1,8	1,1	1,8	1,8	1,5	1,6	1,7	1,1	1,5	1,6	
Brasil	-2,8	-2,9	-2,2	-3,1	-2,9	-2,6	-2,1	-2,2	-2,2	-1,6	-1,9	
México	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,1	0,7	0,4	0,1	0,0	0,0	-0,2	
Chile	4,7	8,0	8,7	7,9	8,0	7,9	8,6	8,7	8,7	9,2	7,2	
Colombia	-5,0	-3,7	-3,3	1,8	-3,7	-3,2	-2,1	-2,4	-2,8	-2,3	-2,6	
Venezuela	2,0	0,0	—	-3,7	-1,5	-1,3	1,2	0,9	3,0	—	—	
Perú	-0,7	1,4	1,1	1,0	1,4	1,5	1,2	1,7	1,8	2,3	2,6	
Uruguay	-0,8	-0,6	-0,3	-0,6	-0,6	-0,8	0,5	1,0	0,0	1,1	-0,4	
DEUDA PÚBLICA (% del PIB)												
América Latina (a)	41,0	39,1	36,0	39,0	38,7	38,1	37,4	33,9	33,7	32,3	31,3	
Argentina	70,7	64,2	55,5	59,9	59,8	61,5	59,1	55,8	55,5	52,4	50,6	
Brasil	46,5	44,7	42,8	45,0	44,7	44,7	43,9	43,2	42,7	41,2	40,5	
México	22,4	23,2	24,1	23,9	23,2	23,3	23,9	21,2	21,1	21,1	20,7	
Chile	6,8	5,3	5,5	5,4	5,3	5,2	5,1	4,4	4,1	3,6	3,9	
Colombia	46,6	44,8	—	45,6	44,8	42,7	42,2	35,6	35,9	35,3	—	
Venezuela	48,2	41,9	30,1	40,0	41,9	31,7	29,9	21,2	22,7	17,4	15,9	
Perú	37,8	32,7	29,3	33,1	32,7	30,8	29,6	31,4	29,7	27,6	25,3	
Uruguay	83,8	70,9	—	75,5	70,9	66,4	71,6	72,9	70,5	74,0	76,0	
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (% del PIB) (b)												
América Latina (a)	1,9	2,0	0,9	2,1	2,0	1,7	1,5	1,1	0,9	0,7	0,5	
Argentina	2,9	3,6	2,7	3,2	3,6	3,5	3,3	2,8	2,7	2,7	2,0	
Brasil	1,6	1,3	0,1	1,3	1,3	1,1	1,1	0,6	0,1	-0,7	-1,2	
México	-0,6	-0,2	-0,6	-0,2	-0,2	-0,5	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	
Chile	1,2	4,7	4,4	4,6	4,7	5,9	5,7	5,0	4,4	2,7	0,5	
Colombia	-1,3	-1,9	-2,9	-1,5	-1,9	-2,5	-2,8	-3,0	-2,9	-2,3	-2,2	
Venezuela	17,7	14,7	8,8	16,9	14,7	12,0	10,0	8,8	8,8	11,1	15,0	
Perú	1,4	3,0	1,4	2,4	3,0	3,2	3,0	2,1	1,4	0,4	-1,2	
Uruguay	0,3	-2,1	-1,0	-1,0	-2,2	-1,3	-0,7	-1,1	-1,0	-1,1	-4,6	
DEUDA EXTERNA (% del PIB)												
América Latina (a)	26,5	22,4	21,6	23,2	23,1	22,8	22,9	22,4	21,6	—	—	
Argentina	59,1	47,5	47,3	49,1	47,5	50,6	50,8	49,2	47,6	46,2	43,4	
Brasil	19,2	16,1	14,7	15,4	16,2	16,4	16,4	15,9	14,7	14,2	13,4	
México	15,4	13,4	12,6	15,3	13,4	13,8	13,3	11,5	11,0	—	—	
Chile	33,5	32,0	34,0	33,1	32,0	32,3	33,0	33,9	34,0	33,5	34,8	
Colombia	31,3	29,5	26,0	28,2	26,5	24,9	25,5	25,3	25,9	21,8	—	
Venezuela	28,3	26,9	24,4	27,4	26,5	25,0	24,3	24,1	24,4	23,6	23,9	
Perú	35,3	28,2	28,7	29,3	28,2	28,9	29,5	29,7	29,8	30,4	30,4	
Uruguay	68,6	54,6	—	59,0	54,6	50,3	54,7	55,2	52,8	50,6	46,8	

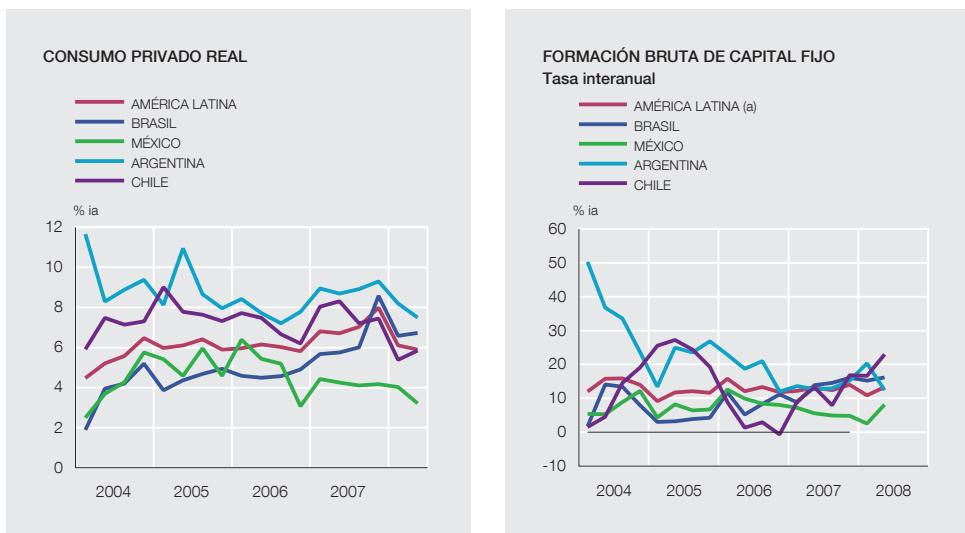
FUENTE: Estadísticas nacionales.

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

b. Media móvil de cuatro trimestres.

CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN
Tasas interanuales

GRÁFICO 4



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Siete mayores economías.

bía, frente a la estabilidad o incluso aceleración de la expansión que se produjo en Brasil y Perú.

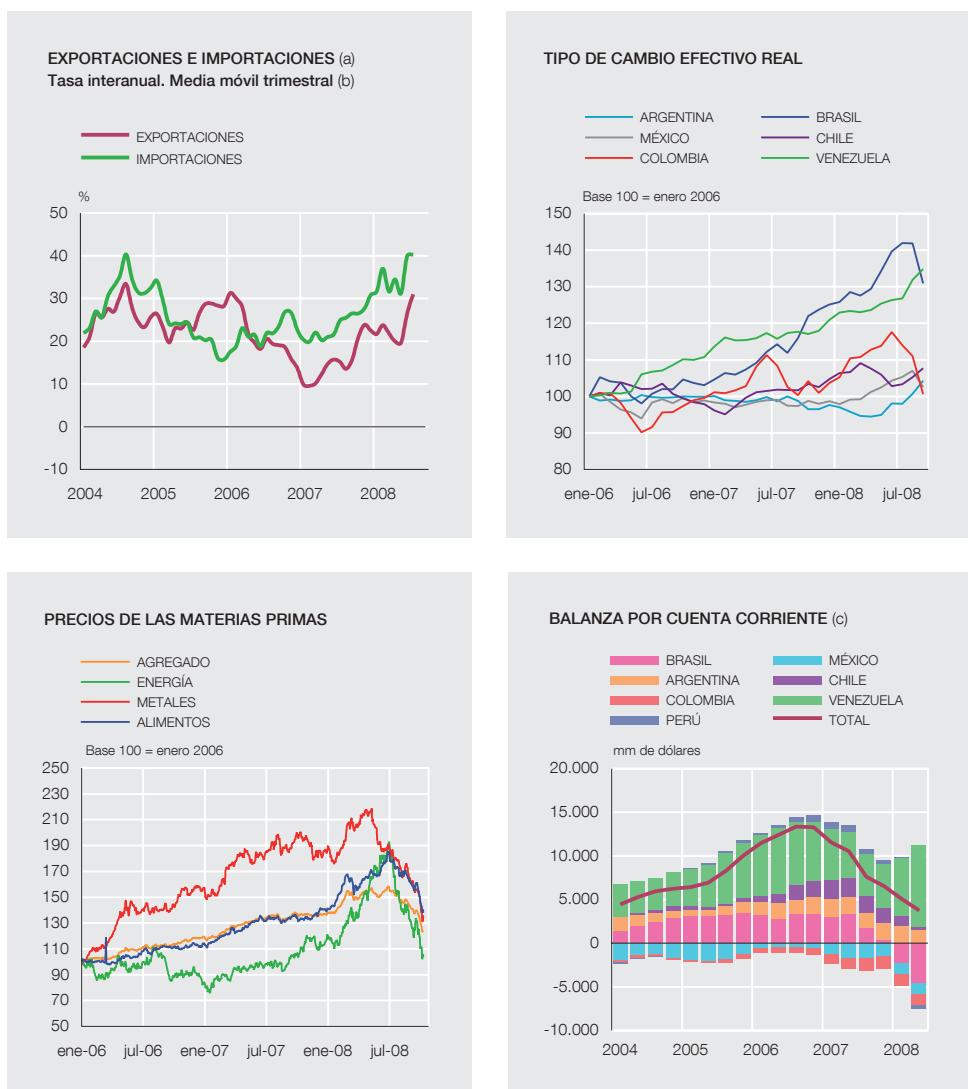
Por componentes, el consumo privado siguió mostrando una tasa de crecimiento robusta, del 5,9% en el segundo trimestre (véase gráfico 4). Sin embargo, se observó una cierta desaceleración respecto al cuarto trimestre de 2007, generalizada por países, con la excepción de Perú. Esta desaceleración explica en su práctica totalidad la moderación observada en la demanda interna del agregado regional. En este cambio de tendencia podrían haber influido el aumento de la inflación y su impacto sobre las rentas reales, la elevación de los tipos de interés en algunos países, y la moderación en el crecimiento del crédito al sector privado, además de algunos otros factores más específicos por países. Por ejemplo, en México la transmisión de la desaceleración de la economía americana y el descenso en las remesas recibidas de Estados Unidos pueden haber sido factores adicionales en la moderación del consumo. En cambio, otro componente que ayuda a explicar la evolución del consumo, el mercado de trabajo, siguió mostrando una evolución en general satisfactoria, con marcados descensos en las tasas de paro en los países de mayor crecimiento (Brasil, hasta un mínimo histórico del 7,6% de la población activa, Argentina, Venezuela y Perú). En Chile, el desempleo aumentó como consecuencia del aumento de la población activa, ya que el empleo creció a tasas elevadas, de forma que tan solo en México el mercado de trabajo experimentó una evolución algo más débil.

Por el contrario, tanto el consumo público como la formación bruta de capital crecieron en el conjunto de América Latina a ritmos muy parecidos a los del cuarto trimestre de 2007. De hecho, la formación bruta de capital volvió a crecer con fuerza en el segundo trimestre de 2008 (13,4% interanual), después de un primer trimestre relativamente más débil, siendo de nuevo el componente más dinámico del PIB y el responsable del repunte de las tasas de crecimiento de México, Chile y Venezuela en ese trimestre. En Perú, la inversión creció a una tasa récord, superior al 35% interanual. En conjunto, pues, el comportamiento de la inversión siguió siendo globalmente favorable, sin acusar hasta la fecha el efecto del deterioro exterior.

CUENTAS EXTERIORES Y DETERMINANTES

Tasas de variación interanual, índices, porcentaje del PIB y miles de millones de dólares

GRÁFICO 5



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

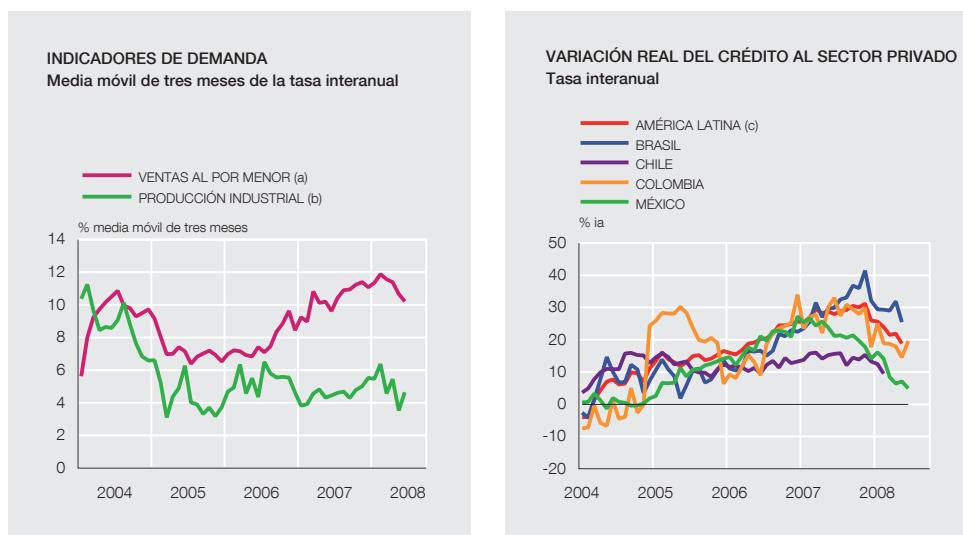
- a. Datos de aduanas en dólares.
- b. Agregación de las siete mayores economías.
- c. Media móvil de cuatro trimestres.

Finalmente, la demanda externa contribuyó negativamente al crecimiento en algo más de dos puntos, sin anotar un deterioro adicional respecto al segundo semestre de 2007. Las importaciones medidas por los datos de contabilidad nacional crecieron un 15,4% interanual en el primer trimestre y un 18% en el segundo, como reflejo de la fortaleza de la demanda interna, mientras que las exportaciones registraban una apreciable moderación en el primer trimestre, hasta el 2,8% interanual, en parte compensada en el segundo (4,5%). Esta recuperación de las exportaciones resultó en cierto modo sorprendente, dada la extensión de la ralentización del crecimiento a gran parte de las economías desarrolladas.

En este contexto, la evolución de las cuentas exteriores mantuvo una tendencia similar a la de 2007, año en el que se produjo una sensible reducción del superávit comercial y corriente de la región. Así, cabe destacar el práctico retorno al equilibrio de la balanza corriente de la región, tras cinco años de superávit, a pesar de que la balanza comercial mantuvo un amplio superávit del 3% del PIB. De hecho, si excluimos los superávits corrientes de Argentina y

INDICADORES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
Tasas interanuales y media móvil de tres meses de la tasa interanual

GRÁFICO 6



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Venezuela.

b. Ocho mayores economías.

c. Siete mayores economías.

Venezuela, la balanza corriente de la región sería deficitaria (véase gráfico 5). Clave en este cambio ha sido la evolución del sector exterior en Brasil, que pasó a anotar un déficit corriente de 11 mm de dólares —algo superior al 1% del PIB— como consecuencia de la fortaleza de la demanda interna. Dado el mantenimiento de los precios de las materias primas en niveles muy elevados hasta julio, las exportaciones en valor en el conjunto de la región siguieron creciendo con fuerza (26% interanual), mientras que las importaciones se aceleraban hasta un 42% interanual en el agregado regional, en un contexto de fortaleza de la demanda interna y apreciación de los tipos de cambio (véase gráfico 5). En este contexto, la tendencia a la baja recientemente experimentada por los precios de las principales materias primas de exportación de la región, hasta niveles mínimos de los dos últimos años en algunos casos, podría anticipar un deterioro adicional de los saldos comerciales y corrientes, lo que, en una situación de menor disponibilidad de capital a nivel global, podría constituir una limitación al crecimiento para algunos países.

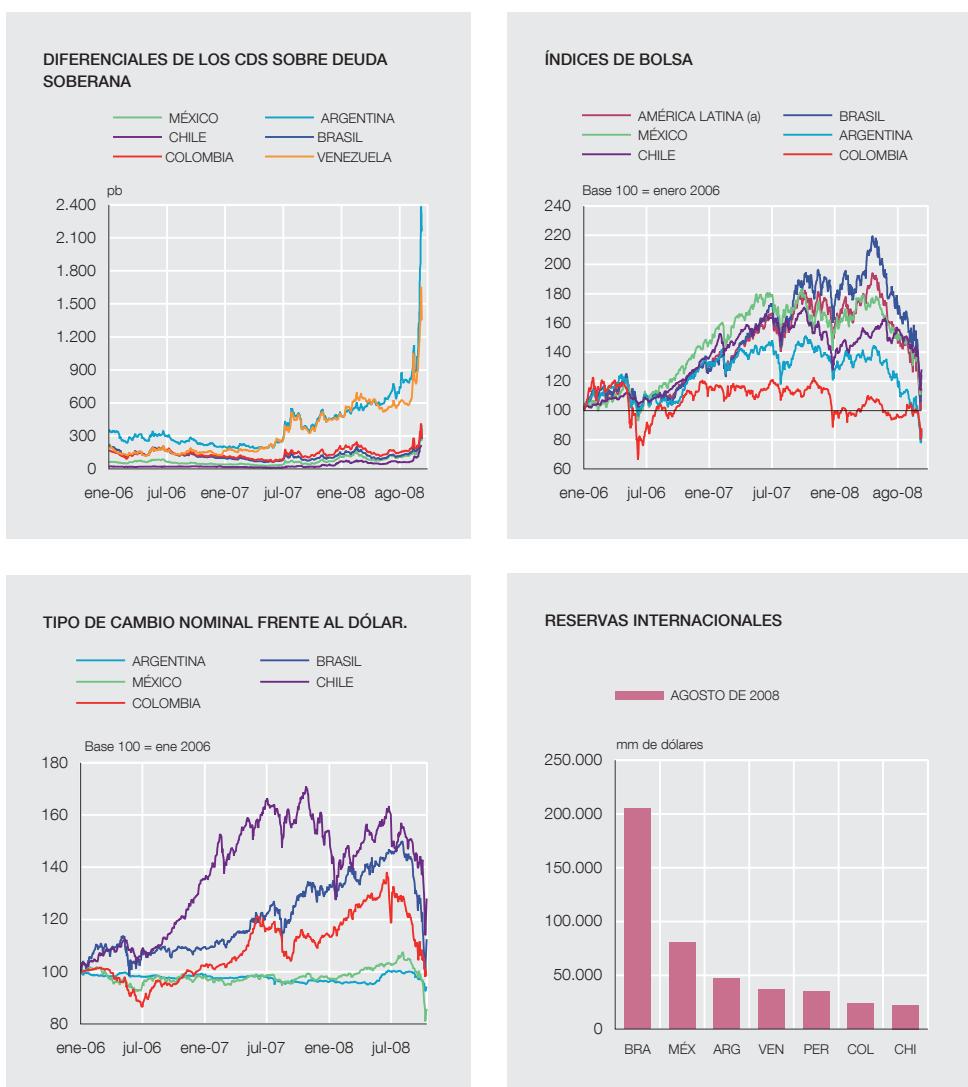
Los indicadores de mayor frecuencia correspondientes al tercer trimestre aportan todavía una evidencia parcial, dado que se dispone de datos hasta agosto en el mejor de los casos. Estos datos apuntan a un debilitamiento de la actividad industrial en Argentina, Chile, México y Brasil (en este último país, el dato de agosto podría estar afectado por algunos factores temporales). Esta mayor debilidad podría estar asociada al menor dinamismo de la demanda de exportaciones, pero también al endurecimiento de las condiciones de financiación internas (véase gráfico 6). En este sentido, se constata también una tendencia a la moderación en el crecimiento del crédito al sector privado (véase gráfico 6), aunque este se mantenga todavía en tasas relativamente elevadas del 20% interanual en términos reales a nivel regional (o muy elevadas en países como Brasil o Perú). Por su parte, los indicadores de demanda han seguido mostrando una robustez apreciable, al crecer a tasas del 10% interanual en el agregado de la región hasta julio (véase gráfico 6), aunque también se desaceleran.

MERCADOS FINANCIEROS
Y FINANCIACIÓN EXTERIOR

La evolución de los mercados financieros latinoamericanos de los últimos seis meses muestra dos fases claramente diferenciadas. Así, de abril a junio se mantuvieron, en líneas generales, las tendencias observadas en trimestres previos, es decir, un comportamiento favorable de las

**DIFERENCIALES DE LOS SWAPS DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIO
(CDS, EN INGLÉS) SOBRE DEUDA SOBERANA Y BOLSAS**
Puntos básicos e índices

GRÁFICO 7



FUENTE: Datastream.

a. Índice MSCI América Latina en moneda local.

bolsas, una tendencia a la apreciación de los tipos de cambio que siguió condicionando en algunos países la respuesta de política monetaria (Brasil, Chile y Perú) y la acumulación de reservas (Brasil, Chile, Colombia y Perú), y una estabilidad de las primas por riesgo soberano en torno a niveles reducidos, similares a los registrados al comienzo de las turbulencias en agosto de 2007. Las excepciones a esta tendencia general fueron Argentina, donde el diferencial se mantuvo al alza de forma continuada, y, en menor medida, Venezuela (véase gráfico 7).

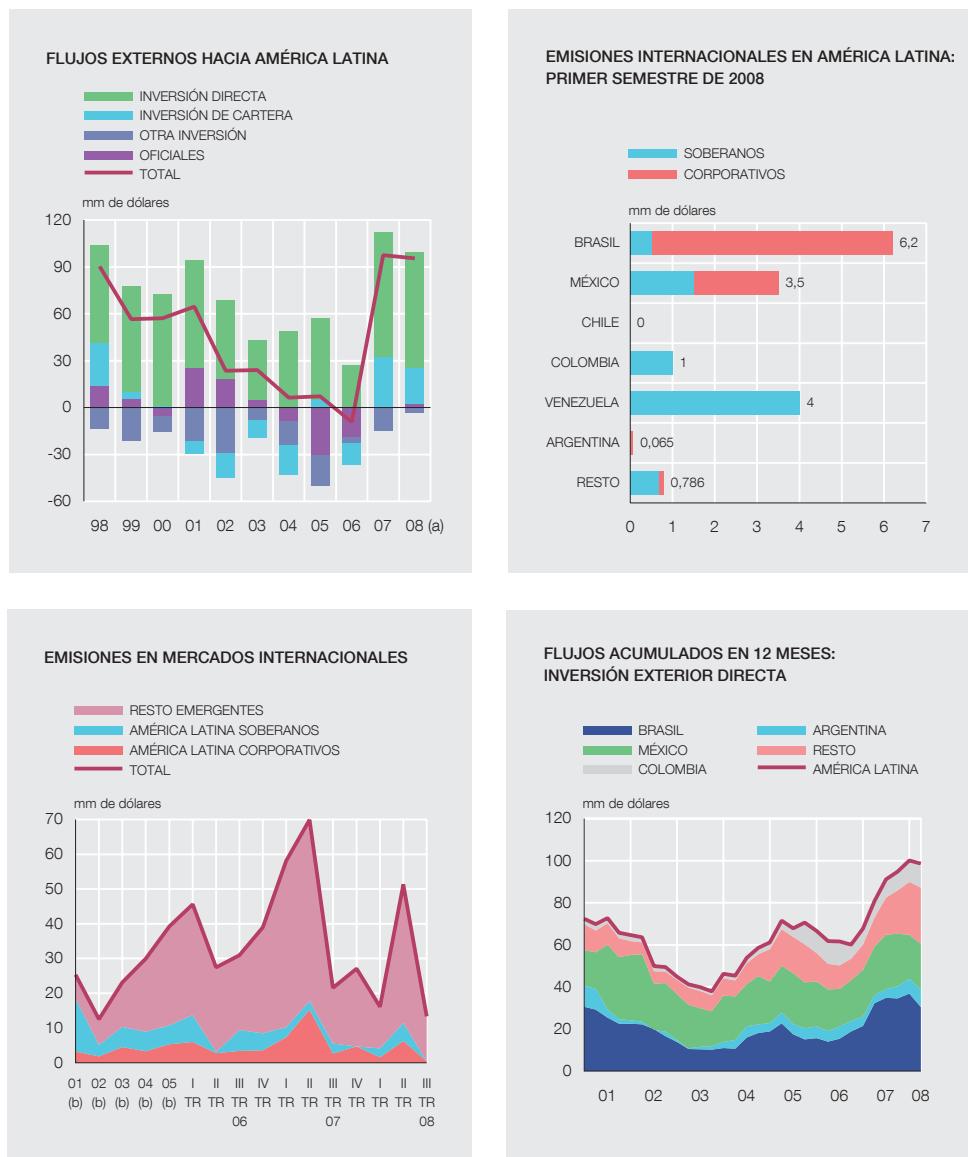
A partir de junio, no obstante, el cambio de sentimiento hacia los mercados emergentes afectó de forma especialmente negativa al conjunto de los latinoamericanos. El comportamiento diferencial respecto al resto de economías emergentes —más favorable en el período previo, más negativo en los últimos meses— puede estar relacionado con su condición de exportadores de materias primas, como se analiza en el recuadro 1. Las bolsas registraron caídas muy notables, los diferenciales soberanos se ampliaron hasta los máximos de los tres últimos años (en torno a los 600 pb, medidos por el diferencial EMBI) y se produjo una depreciación generalizada de los tipos de cambio.

Estas tendencias se vieron intensificadas durante el mes de septiembre, como consecuencia del agravamiento de la crisis internacional. En conjunto, los últimos seis meses se saldan con caídas de hasta el 40% —incluso superiores, desde los máximos previos al verano— en varias de las principales bolsas (Brasil, México, Argentina), del 45% en el caso de Perú, y algo más moderadas en Chile y Colombia. Los tipos de cambio tendieron, en su mayoría, a corregir la apreciación de meses anteriores, y se depreciaron desde abril en torno a un 30% en Brasil y a un 25% en Chile y Colombia. El peso mexicano se depreció muy bruscamente en octubre (acumulando desde abril una caída del 20%), lo que llevó al Banco de México a intervenir vendiendo reservas. El sol peruano se depreció algo menos (en torno al 10%) y el peso argentino en torno a un 2%, apoyado por la venta de reservas del banco central para hacer frente a la caída en la demanda de pesos. Los diferenciales sobre deuda soberana medidos tanto por el EMBI como por los swaps de incumplimiento crediticio (CDS, por sus siglas en inglés) sobre deuda soberana se ampliaron de modo considerable, especialmente en los casos de Argentina, Venezuela (ambos por encima de los 1.250 pb) y Ecuador, países cuyos fundamentos económicos y financieros se perciben como menos sólidos, mientras que en Chile, México, Brasil y Colombia la ampliación fue más moderada en términos relativos, aunque importante, ya que en muchos casos se duplicaron respecto a los niveles de hace seis meses (gráfico 7).

La agudización de la crisis financiera internacional, el reciente aumento de la aversión al riesgo y su confluencia con el cambio de tendencia en el precio de las materias primas sitúan a los mercados financieros latinoamericanos en una posición más complicada e incierta que al inicio de la crisis, cuando estos mercados se vieron relativamente favorecidos. Por un lado, la ampliación ocurrida en los diferenciales soberanos supone un apreciable encarecimiento de la financiación en dólares, sobre todo en algunos países; encarecimiento que ha tenido también correlato en la financiación en moneda local, con la subida de los tipos de interés oficiales y la tendencia al alza de los tipos de interés a largo plazo. Por otro lado, algunos datos de alta frecuencia parecen poner de manifiesto una salida de flujos de capital relativamente importante desde el verano, aunque en el conjunto del año los flujos de capital netos privados puedan mantenerse en cotas elevadas (véase gráfico 8), algo inferiores a los de 2007. El acceso a los mercados se mantuvo durante el primer semestre del año, como muestra el volumen de emisiones tanto por parte de los emisores públicos como de los privados, pero el descenso en los flujos netos de cartera, particularmente en países como Brasil, además de la generalizada caída de los precios de los activos financieros (bolsas, bonos y tipo de cambio), evidencian el cambio de sentimiento a partir del verano, que sobre todo podría afectar a aquellos países de fundamentos más débiles. En este sentido, la inestabilidad en los mercados ha exigido ya algunas modificaciones en las estrategias de gestión de la deuda pública interna, como las recompras de deuda por parte de Argentina, la modificación del Plan Anual del Tesoro para 2008 en Brasil (que prevé un aumento de las emisiones a tipos de interés variable en detrimento de las de tipo de interés fijo) y cancelaciones de emisiones internacionales en varios países entre septiembre y octubre. En el mismo sentido, numerosos países han introducido recientemente medidas extraordinarias orientadas a proporcionar una mayor liquidez a los mercados, particularmente en dólares, dado el aumento de su demanda en los mercados locales y la aparición de algunas señales de tensión en los mercados interbancarios. Entre ellas, cabe destacar las operaciones de venta de dólares por parte de los bancos centrales para facilitar liquidez o apoyar el tipo de cambio (Argentina, Brasil, Perú, México), la ampliación del colateral que puede descontarse en el banco central (Brasil), la suspensión del mecanismo de acumulación de reservas y la puesta en marcha de subastas semanales de swap de divisas en Chile, la eliminación parcial de controles de cambios o coeficientes en Colombia y Perú, la modificación del sistema de coeficientes de caja, y la apertura de líneas de crédito por parte de la banca pública a los exportadores a partir de las reservas (Brasil). En cualquier caso, estas medidas son mucho menos drásticas que las aplicadas por las economías avanzadas.

FLUJOS DE CAPITALES EXTERNOS
Miles de millones de dólares

GRÁFICO 8



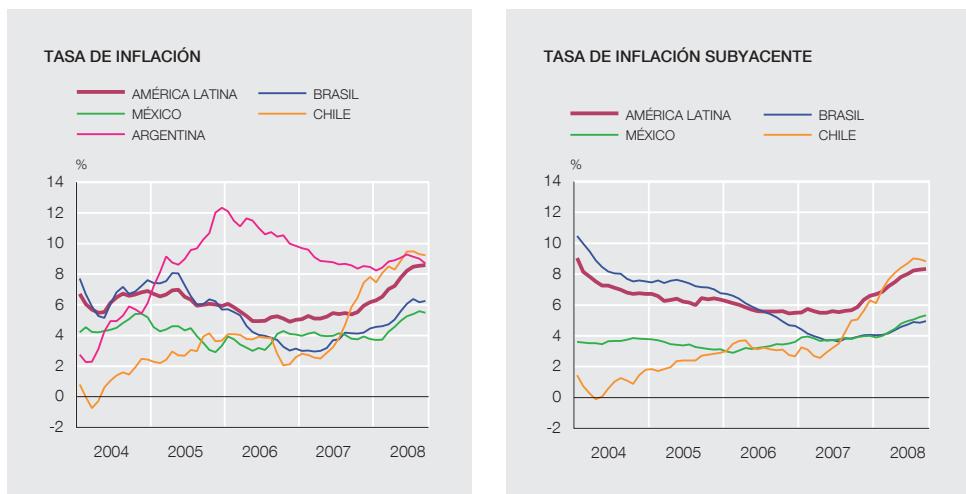
FUENTES: JP Morgan, Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

- a. 2008: Estimación.
b. Media trimestral.
c. Datos para julio y estimación de agosto y septiembre.

Las economías latinoamericanas siguen manteniendo fortalezas de base: una demanda interna asentada, posiciones fiscales saneadas, tipos de cambio flexibles en muchos países con capacidad de absorber shocks externos, una mejor composición del endeudamiento que en el pasado y elevadas reservas. Cuatro países han recibido mejoras en sus calificaciones crediticias en los seis últimos meses (Brasil y Perú, hasta el grado de inversión, Colombia y Uruguay), lo que refrenda sus esfuerzos de consolidación fiscal y debería permitir más amplio acceso a la financiación externa, y tan solo uno (Argentina) ha visto reducir su calificación. Un elemento de solidez muy relevante en los últimos tiempos había sido la holgura de la balanza por cuenta corriente en el conjunto de la región, lo que reflejaba una dependencia relativamente limitada de la financiación exterior. Sin embargo, la rapidez con la que el superávit corriente se ha reducido en el transcurso del último año y medio —a pesar del mantenimiento de los precios de las materias primas en niveles muy elevados— constituye un elemento de cau-

INFLACIÓN
Tasas de variación interanual

GRÁFICO 9



FUENTE: Estadísticas nacionales.

tela, en una situación de menor disponibilidad de financiación exterior. La elevada dependencia de la evolución del precio de las materias primas y la incertidumbre sobre las perspectivas de evolución de la inflación se configuran como dos de las vulnerabilidades más importantes, en un entorno exterior de marcada aversión al riesgo.

PRECIOS Y POLÍTICAS
MACROECONÓMICAS

La inflación se incrementó notablemente en el transcurso de los seis últimos meses, situándose en tasas interanuales superiores al 8,5% en el promedio de las siete principales economías de la región, lo que supone tres puntos más que la inflación media de 2007 y el máximo de los últimos cinco años (véase gráfico 9). La tendencia al alza de los precios, que en 2007 había sido más notable en Argentina, Venezuela, Colombia y Chile, terminó por generalizarse al resto de países durante 2008, experimentando las tasas de inflación en Brasil, México y Perú un aumento de más de 2 pp entre marzo y septiembre. Con ello, la inflación se situó fuera de las bandas objetivo por un amplio margen en todos los países de la región cuyos bancos centrales mantienen objetivos explícitos de inflación (con la excepción de Brasil), y no parece posible que retornen al objetivo en el corto plazo, como se observa en el cuadro 2.

El alza de los precios vino explicada, en parte, por el aumento de los precios de los alimentos, ya que el encarecimiento de los precios de la energía prácticamente no contribuyó al aumento de los precios de consumo, en buena medida por tratarse de precios administrados o/y por la existencia de subsidios. Pero el resto de los componentes tendió a repuntar también moderadamente desde finales de 2007, como reflejo de las presiones de demanda, lo que contribuyó a que las diferentes medidas de inflación subyacente tendieran al alza (véase recuadro 2). Asimismo, las expectativas de inflación a largo plazo, que hasta el verano se habían mantenido relativamente estables a pesar del deterioro de las expectativas a corto plazo, tendieron a repuntar, y también los salarios en algunos países, lo que hizo aumentar la preocupación por un posible desanclaje de las expectativas de inflación (véase gráfico 10).

En América Latina, el repunte de la inflación ha planteado un reto especialmente acusado para la política monetaria². En primer lugar, porque la consecución de tasas de inflación bajas ha

2. Véase P. López Urruchi, J. C. Berganza y E. Alberola (2008), «Materias primas, inflación y políticas monetarias. Una perspectiva global», *Boletín Económico*, junio, Banco de España, pp. 111-129.

País	2006		2007		2008	
	Cumplimiento	Objetivo	Cumplimiento	Dato de diciembre	Objetivo	Expectativas (a)
Brasil	Sí	4,5 ± 2,5	Sí	4,5	4,5 ± 2	6,3
México	No	3 ± 1	Sí	3,8	3 ± 1	5,6
Chile	Sí	3 ± 1	No	7,8	3 ± 1	8,5
Colombia	Sí	4 ± 0,5	No	5,7	3,5 a 4,5	7,0
Perú	No (inferior)	2 ± 1	No	3,9	2 ± 1	5,0

FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Expectativas de inflación para 2008 de los informes de los bancos centrales y entidades privadas.

sido un logro relativamente reciente y, por consiguiente, la credibilidad de las autoridades monetarias y el anclaje de las expectativas de inflación pueden ser menos firmes que en países con una trayectoria de estabilidad macroeconómica más prolongada. Así, al abrirse una brecha importante entre la inflación objetivo y la observada en muchos países, la coyuntura actual supone la primera ocasión en que se pone seriamente a prueba la credibilidad de los regímenes de objetivos explícitos de inflación instaurados en los últimos años en países como Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Y, en segundo lugar, porque, como predice la teoría, el impacto del alza de los precios de las materias primas es más inflacionista en los países exportadores de estos bienes (como lo son los latinoamericanos) por el efecto inducido del impulso a la demanda. En este sentido, el ajuste requeriría una apreciación del tipo de cambio real de equilibrio, mayor cuanto más permanente se perciba la mejora de los términos de intercambio. Esta apreciación puede tener lugar a través de una apreciación nominal, o a través del aumento de la inflación, alternativas sobre las que influye decisivamente la política cambiaria adoptada.

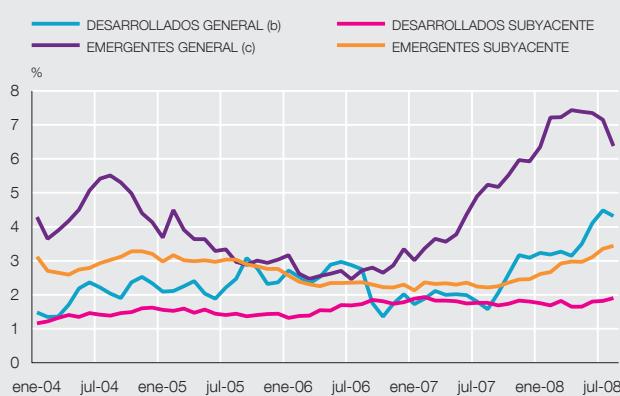
En este contexto, la respuesta de política monetaria de los distintos bancos centrales de la región al repunte de la inflación ha sido diversa y, además, es difícil considerarla de forma independiente del contexto de turbulencias financieras y desaceleración del crecimiento de la economía estadounidense en el que se han producido, y de la relajación de la política monetaria en Estados Unidos. No obstante, como elemento común, podría destacarse que, tras una respuesta limitada de las políticas monetarias durante la segunda mitad de 2007, que hizo situarse a los tipos de interés reales en niveles relativamente bajos (aunque elevados en comparación con otras regiones emergentes), estas han tendido a reaccionar con mayor firmeza en los últimos meses. Así, destaca la respuesta de Brasil, con una elevación de su tipo de interés oficial en 250 pb entre abril y octubre, pero también la de Chile, con 200 pb, México o Perú, donde el tipo oficial aumentó en 75 pb entre junio y agosto. Colombia elevó tan solo 25 pb su tipo de referencia, ya que en gran medida había anticipado el ciclo de subidas el año pasado. Este cambio de orientación en las políticas monetarias puede atribuirse, además de al aumento de la inflación, a que a lo largo de los últimos seis meses se hayan soslayado dos de los principales obstáculos que habían podido disuadir a los bancos centrales de aplicar políticas monetarias más estrictas: el temor a un fuerte impacto negativo sobre el crecimiento derivado de las turbulencias globales y la desaceleración de la economía estadounidense, y la tendencia a la apreciación de los tipos de cambio que se derivó inicialmente de la ampliación de los diferenciales de tipos de interés con Estados Unidos. Por su parte, los países que mantienen un tipo de cambio fijo o cuasifijo frente al dólar ofrecieron distintas respuestas de política monetaria. Por un lado, Venezuela tomó diversas medidas para reducir la liquidez del sistema, para

En el último año y medio, la inflación ha cobrado un creciente protagonismo a nivel mundial, al haberse visto impulsada de manera significativa por las subidas de los precios internacionales de los alimentos y de la energía. La inflación que excluye alimentos y energía, sin embargo, ha permanecido relativamente más estable a lo largo de este período, particularmente en las economías avanzadas (véase gráfico 1). Este índice de inflación sin alimentos y energía coincide con lo que se conoce como medida oficial de inflación subyacente en algunos países (Estados Unidos), pero difiere de las correspondientes medidas oficiales en muchos países, en particular en varios de los países latinoamericanos.

El concepto de inflación subyacente no es de fácil definición, tal como pone de manifiesto la literatura sobre la medición de esta variable. Existen, sin embargo, dos consideraciones ampliamente extendidas. La primera presenta la inflación subyacente como una medida que debería capturar únicamente la parte del cambio de precios que es común a todos los componentes y excluir los cambios en los precios relativos de bienes y servicios. La segunda incide en el carácter de permanencia de la subida de precios, más que en el de la generalidad, es decir, la inflación subyacente debería ser un buen indicador del cambio en el nivel de precios que se espera que persista en el tiempo y, por tanto, debería ser útil en la predicción del IPC total. En cualquier caso, una medida de estas características es un importante indicador de política monetaria.

Dada su relevancia, en este recuadro se revisa desde una perspectiva metodológica este concepto, y se concluye que la elección de su definición no es inocua. Un breve repaso de las propiedades que debería tener una buena medida de inflación subyacente, de los posibles métodos de cálculo y de la práctica a nivel internacional ponen de manifiesto las divergencias de valoración a las que puede llevar la utilización de distintas medidas de inflación subyacente.

1 INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE (a). PAÍSES DESARROLLADOS Y EMERGENTES



FUENTES: Estadísticas nacionales, Banco Mundial y Banco de España.

a. Tasas interanuales. El índice de inflación subyacente es homogéneo, pues excluye el total de alimentos y energía para todos los países de la muestra, salvo para Tailandia, Sudáfrica y, de enero de 2003 a diciembre de 2005, China.

b. Estados Unidos, Canadá, Japón, área del euro, Dinamarca, Noruega, Suecia y Reino Unido.

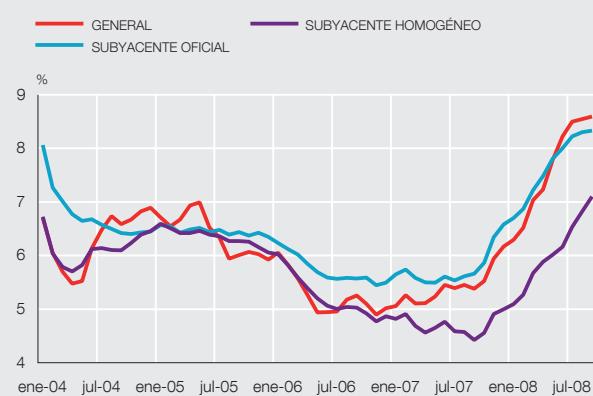
c. Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela, Perú, Hungría, Polonia, República Checa, Eslovaquia, China, Corea y Tailandia.

d. Tasas interanuales. Agregado de Latinoamérica construido con Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. El índice de inflación subyacente homogéneo excluye, en la medida de lo posible, el total de alimentos y energía para todos los países (en algunos casos, podría todavía incluir algún componente pequeño de energía o excluir algún componente adicional a alimentos y energía que no se ha podido separar del componente de energía).

Entre las propiedades que se considera que debería tener una buena medida de inflación subyacente se encontrarían las siguientes: a) rápida disponibilidad y fácil comprensión por el público; b) creíble, en términos de la calidad de la medida y de la transparencia en el proceso de compilación; c) menor variabilidad que la inflación total; d) insensata y que no difiera de la inflación total durante períodos largos de tiempo, y e) buen predictor de la inflación total. Partiendo de estas propiedades básicas, existe una amplia literatura dedicada al estudio de los posibles métodos de cálculo de la inflación subyacente, entre los que se encuentran, sin ánimo de ser exhaustivos: a) métodos de exclusión, que toman como punto de partida el IPC total y prescinden de determinados componentes al construir el índice subyacente: en algunos casos se excluyen sistemáticamente siempre los mismos componentes (por ejemplo, alimentos y energía), y en otros, atendiendo a la distribución de las variaciones de los precios de los componentes, en cada período se decide qué componentes deben excluirse; por ejemplo, los que hayan tenido una variación más extrema, lo que se conoce como «estimadores de influencia limitada»; b) métodos de ponderación del IPC, que no eliminan componentes del índice, sino que asignan a cada componente un nuevo peso que depende inversamente de su varianza; c) métodos de tendencia, que utilizan medias móviles para extraer el suavizado de la serie de inflación total, y d) métodos basados en modelos económicos, que, junto con la información que proporciona la serie temporal de inflación, tienen en cuenta la información que aportan otras variables (la producción, por ejemplo).

Uno de los métodos utilizados más frecuentemente es el de exclusión. El cuadro adjunto presenta diversos ejemplos sobre cómo se construyen las medidas de inflación subyacente a nivel internacional, con especial atención a los países latinoamericanos. Este cuadro pone de manifiesto un grado de heterogeneidad no despreciable entre las medidas. Así, por ejemplo, mientras que la gran mayoría de los países

2 INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE. LATINOAMÉRICA (d)



latinoamericanos que se analizan excluyen de la inflación subyacente los combustibles y las frutas y verduras, en algunos se prescinde, además, del resto de los alimentos no elaborados, y en otros también de algunos alimentos elaborados. Existe también heterogeneidad en el resto de componentes excluidos, que tienden a corresponder a componentes con precios regulados.

Dado este importante grado de heterogeneidad, una medida de la inflación subyacente para el conjunto de la región que simplemente agregue los distintos índices oficiales podría ofrecer una señal distorsionada. El gráfico 2 muestra la inflación subyacente para la región agregando los índices subyacentes oficiales, observándose que esta habría evolucionado a la par y, hasta hace poco, por encima de la inflación total. Sin embargo, si se construye una medida de inflación subyacente más homogénea, que excluya, en la medida de lo posible, el total de alimentos y de energía del IPC total, se obtiene una visión significativamente distinta, ya que la inflación subyacente habría tendido a moderarse durante los primeros meses en 2007, y a pesar de su posterior tendencia al alza, en línea con la tendencia a

nivel mundial, se habría mantenido por debajo de la inflación total.

En conclusión, si se admite que la inflación subyacente puede ser un indicador de las presiones inflacionistas o de la inflación de medio plazo, esta divergencia de resultados ofrece interpretaciones diferentes: en la medida heterogénea las presiones son más elevadas, pero en la medida homogénea el deterioro reciente contrasta en mayor medida con la tendencia a la baja que venía mostrando en años anteriores, lo que llevaría a pensar que las presiones inflacionistas que subyacen en las economías latinoamericanas en su conjunto son elevadas. Conclusiones similares se han alcanzado en algunos estudios que enfatizan que la definición de la inflación subyacente no es una tarea sencilla, que distintas medidas de inflación subyacente conducen a resultados diferentes y que los resultados pueden diferir según el país de que se trate. Ello sugiere que cada país debería valorar posibles medidas alternativas de inflación subyacente, algo que están investigando ya diversos bancos centrales latinoamericanos.

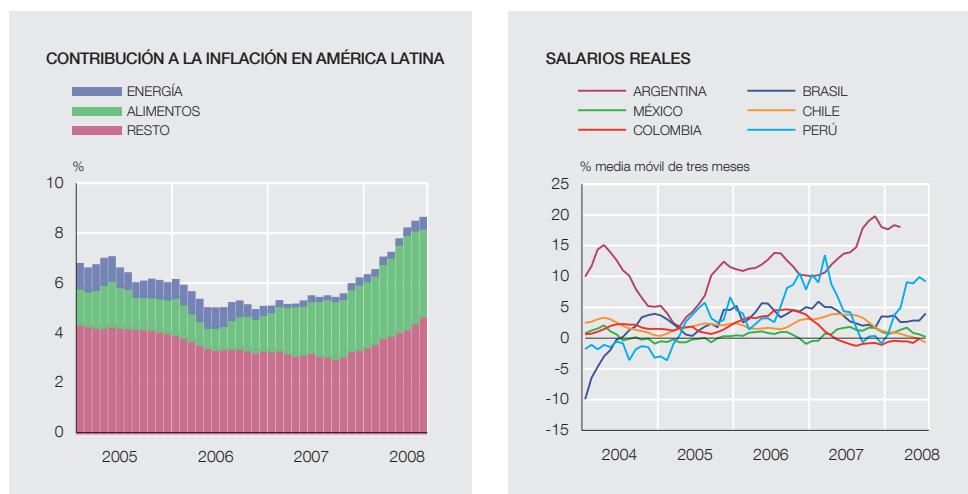
	Alimentos		Energía	Otros precios regulados o estacionales
	Elaborados	No elaborados		
Argentina (b)		• (Frutas y verduras) (a)	• (Combustibles y electricidad)	Agua y servicios sanitarios, transporte público de pasajeros, funcionamiento y mantenimiento de vehículos, correo, teléfono y accesorios, ropa exterior, transporte por turismo, y alojamiento y excursiones
Brasil (c)	• (d)	• (d)	• (Combustibles y electricidad)	Tasas de agua y alcantarillado, impuesto sobre la propiedad, teléfono, seguro sanitario, transporte
Chile (e)		• (Frutas y verduras)	• (Combustibles)	
Colombia (f)		• (Alimentos perecederos)	• (Combustibles)	Servicios públicos
México (g)		•	• (Combustibles y electricidad)	Teléfono, derechos por el suministro de agua, autobús, cuotas de autopista y estacionamiento, entre otros
Perú	• (h)	• (h)	• (Combustibles)	Servicios públicos y transporte
Venezuela		•		Precios de bienes y servicios administrados
Estados Unidos	•	•	•	
Área del euro		•	•	
Japón		• (Alimentos frescos)		

FUENTE: Estadísticas nacionales.

- Un punto en el cuadro significa que la medida de inflación subyacente excluye el componente al que se esté haciendo referencia.
- Argentina publica un «Resto IPC» que se define como el índice general menos componentes con precios estacionales o regulados.
- El Banco Central de Brasil proporciona otras medidas de núcleo inflacionario, además de la que excluye los componentes que se especifican en el cuadro: una suavizada y otra no suavizada, utilizando una media recortada simétricamente que excluye un 20% de los componentes de la distribución.
- Alimentos en el domicilio.
- Junto con la medida de inflación subyacente recogida en el cuadro para Chile (IPCX), existe otra medida de uso habitual (IPCX1) que se calcula excluyendo del IPCX los precios de las carnes y pescados frescos, tarifas reguladas, precios indicados y servicios financieros. Adicionalmente, en los últimos meses, dado el reciente episodio de subida de los precios internacionales de los alimentos y de la energía, el Banco Central de Chile ha comenzado a considerar también otras dos medidas en sus informes: el IPC sin alimentos y energía, y el IPCX1 sin alimentos.
- El Banco Central de Colombia proporciona varias medidas de núcleo inflacionario supervisadas regularmente: una que excluye los componentes que se especifican en el cuadro; otra que excluye alimentos; y una última que excluye el 20% de la distribución, con aquellos componentes que registraron la mayor variabilidad de precios entre enero de 1990 y abril de 1999. Un cuarto indicador es una medida que excluye alimentos y componentes regulados.
- Con anterioridad a enero de 2008, la medida de inflación subyacente en México excluía los servicios de educación privada.
- Alimentos con mayor variación mensual de sus precios en 1995-2008.

CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN Y SALARIOS REALES
Tasa de variación interanual y media móvil de tres meses de la tasa interanual

GRÁFICO 10



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

de esta manera tratar de reducir la inflación. Por otro, en Argentina el banco central elevó 200 pb los tipos de interés de referencia en el mercado (los pasivos a siete días), con el objetivo principal de apoyar la demanda de pesos inicialmente por la incidencia del conflicto agropecuario y posteriormente ante la agudización de la crisis financiera internacional. Ambos países mantuvieron elevadas tasas de inflación, lo que ha favorecido que el proceso de ajuste a un tipo de cambio de equilibrio más apreciado por los más elevados términos de intercambio esté teniendo lugar a través de una mayor inflación.

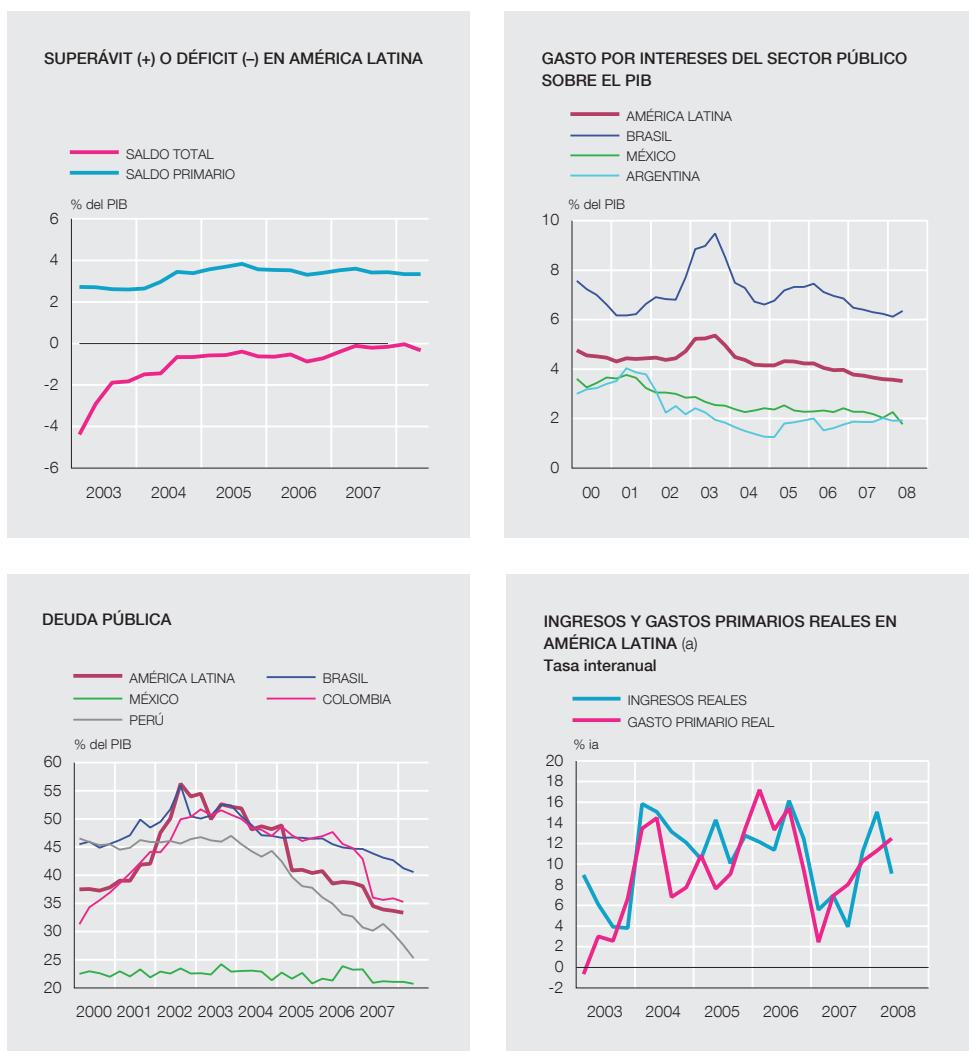
El entorno exterior ha cambiado, no obstante, sustancialmente desde el verano, y en particular con el agravamiento de la crisis en el mes de septiembre —como se ha comentado— el impacto sobre las condiciones internas ha sido acusado. Por un lado, la reciente tendencia a la baja en los precios del petróleo y, sobre todo, de las materias primas alimenticias permitiría confiar en que la inflación no continúe acelerándose como hasta ahora. Sin embargo, la tendencia al alza experimentada por las distintas medidas de inflación subyacente a lo largo de 2008, el mantenimiento de presiones de demanda en varios países, la posibilidad de que el *pass-through* de los precios de algunas materias primas hacia precios al consumo aún no haya finalizado por completo dados los retardos habituales en el proceso —sobre todo, en economías emergentes— y hasta la reciente tendencia a la depreciación de los tipos de cambio pueden dificultar que la inflación retorne hacia los objetivos de forma inmediata, incluso a pesar del endurecimiento de las políticas monetarias.

Por ello y por la prueba de credibilidad a la que se están viendo sometidos los regímenes de política monetaria de la región, los próximos meses pueden continuar exigiendo el mantenimiento de políticas monetarias rigurosas para evitar efectos de segunda ronda, aunque el impacto de la crisis económica y financiera es probable que condicione nuevamente de forma decisiva las respuestas de política.

En el ámbito fiscal, el saldo público total y el primario en el agregado de la región no experimentaron cambios importantes en los primeros meses de 2008 respecto a 2007 (véase gráfico 11), manteniéndose en niveles cercanos al equilibrio y al 3% del PIB, respectivamente. Sin embargo, es importante destacar la evolución más volátil de los ingresos, que tendieron a moderarse, mientras que se mantenía una tendencia al alza en los gastos, entre los cuales los subsidios

PRINCIPALES CIFRAS DEL SECTOR PÚBLICO
Tasas de variación interanuales y porcentaje del PIB

GRÁFICO 11



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Deflactado por el IPC.

se han convertido en una partida importante en varios países. En este sentido, cabe subrayar el moderado deterioro que se produjo en los saldos primarios de algunos países (Méjico, Perú, Chile), en los dos primeros como consecuencia de la expansión del gasto, y en el tercero por la caída de los ingresos derivada de la minería. En Argentina, en cambio, el superávit primario acumulado fue muy superior al de 2007, en parte como consecuencia de adelantos sobre futuros beneficios del banco central y en parte por una cierta moderación del gasto comparado con 2007, que fue un año con elecciones presidenciales. En Brasil el superávit primario aumentaba hasta un 4,4% del PIB (con un déficit público del 1,9%), apoyado en el buen comportamiento de los ingresos, algo similar a lo sucedido en Colombia. En conjunto, puede decirse que la situación de las cuentas públicas en la mayor parte de los países latinoamericanos ha seguido siendo favorable, como consecuencia de un ciclo económico muy positivo, del incremento del precio de las materias primas y, posiblemente también, de una actuación del gasto que, a pesar de su aumento en algunos países en los últimos meses, no ha sido al menos tan expansiva como en ciclos previos. Para el próximo año, los presupuestos en algunos países (Chile, Perú) plantean una previsión de gasto relativamente restrictiva, lo que en cierto modo ocurre también en Méjico y en Brasil. Sin embargo, con carácter general,

un entorno como el actual, con mayor incertidumbre sobre el crecimiento y el precio de las materias primas, podría dificultar el cumplimiento de los objetivos de ingresos en algunos países y, por tanto, de déficit, pues es difícil que los gastos muestren una suficiente flexibilidad a la baja. En México, la reciente revisión del proyecto de presupuestos incluye una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento del PIB y de los ingresos y gastos, así como una hipótesis más conservadora sobre el precio del petróleo.

INTEGRACIÓN COMERCIAL Y POLÍTICAS ESTRUCTURALES

En el transcurso de 2008 no se han registrado cambios reseñables en las tendencias recientes en materia de integración comercial: los acuerdos regionales más ambiciosos en cuanto a objetivos —MERCOSUR y la CAN— no registraron avances significativos, el Congreso de Estados Unidos aplazó la aprobación del acuerdo de libre comercio con Colombia hasta después de las elecciones y, por tanto, renovó hasta diciembre los beneficios de los acuerdos preferenciales (ATPDEA), mientras que Chile y Perú firmaron nuevos acuerdos de liberalización comercial bilaterales —con Honduras, Panamá y Australia en el primer caso, y con Canadá y Singapur en el segundo—. Finalmente, el Ejecutivo peruano inició conversaciones para lograr un acuerdo comercial con China.

En el ámbito de las reformas estructurales, Chile anunció la creación de un fondo para financiar la acumulación de capital humano con parte de los ingresos por exportación de cobre. En Brasil se presentó un plan para el desarrollo productivo y se anunció la constitución de un fondo de riqueza soberano, dotado con el exceso de superávit primario, de alrededor del 0,5% del PIB. En sentido contrario, Venezuela avanzó en su programa de nacionalizaciones: en la siderurgia, con la adquisición de la mayor acería de Sudamérica, y en el sector del cemento, previamente en manos mexicanas, y negociando la compra de la filial del Banco Santander en el país, el Banco de Venezuela. Además, el Ejecutivo utilizó las facultades legales para reforzar los mecanismos de control público en la economía. Finalmente, cabe destacar que se aprobó en referéndum la nueva Constitución en Ecuador, de corte intervencionista, y que en diciembre tendrá lugar la consulta sobre la nueva Carta Magna en Bolivia, con características similares.

Evolución económica por países

En Brasil, el PIB mantuvo elevadas tasas de crecimiento interanuales en el primer semestre del año, del 5,9% y del 6,1%, respectivamente, muy similares a las del segundo semestre de 2007, aunque en tasas intertrimestrales presentó una ligera desaceleración. La composición del crecimiento acentuó los rasgos observados en el semestre anterior, es decir, se aceleró la demanda interna (hasta alcanzar tasas interanuales superiores al 8%) y se amplió la contribución negativa del sector exterior (hasta situarse por encima de los 2 pp). El mayor dinamismo de la demanda interna vino explicado por la ligera aceleración de la inversión (que creció a tasas superiores al 15%) y la notable aceleración del consumo público. La mayor aportación negativa de la demanda externa en este semestre se explica por el peor comportamiento de las exportaciones reales, que llegaron a registrar tasas de crecimiento interanuales negativas en el primer trimestre del año, en un contexto en el que las importaciones reales continuaron registrando crecimientos muy elevados. Uno de los rasgos más destacados del período bajo análisis es el negativo comportamiento de la inflación, que aumentó desde el 4,6% de marzo hasta el 6,4% de julio, aunque se moderó ligeramente —hasta el 6,2%— en agosto. Aunque el aumento de la inflación vino inducido fundamentalmente por la evolución de los precios de los alimentos, resultó bastante generalizado, de forma que la inflación subyacente aumentó de manera paralela. Como consecuencia de ello, se produjo un marcado deterioro de las expectativas de inflación de corto plazo, menor que en las de largo plazo, que se corrigió parcialmente en las últimas encuestas. En este contexto, el banco central aumentó sus tipos de interés oficiales en todas las reuniones de política monetaria celebradas desde abril. En las dos primeras se trató de subidas de 50 pb, que pasaron a ser de 75 pb en las dos posteriores, hasta situarlos en el 13,75%. En el ámbito de la política fiscal, destacaron el aumento del superávit

primario en el período enero-julio hasta el 6%, bastante por encima del objetivo fiscal, y el anuncio de dotación de parte del mismo al recientemente constituido fondo de riqueza soberana. En el ámbito del sector exterior, los datos disponibles hasta el mes de agosto muestran una acentuación de la tendencia al deterioro de la balanza por cuenta corriente —que presentó registros negativos por primera vez desde 2002—, consecuencia, en gran parte, de la reducción en el superávit de la balanza comercial, inducida por la fuerte aceleración de las importaciones. El déficit corriente fue financiado por entradas de flujos financieros más moderadas que las de 2007, que, aun así, continuaron exigiendo una importante acumulación de reservas. Entre los aspectos más positivos de los últimos meses destacan los hallazgos de importantes yacimientos petrolíferos, que podrían convertir a Brasil en un importante exportador de petróleo, y la mejora en su calificación crediticia hasta el grado de inversión por parte de Standard&Poor's y de Fitch en mayo y junio. No obstante, a partir de septiembre se produjo un notable empeoramiento de las condiciones financieras, que se tradujo en una muy fuerte depreciación del real frente al dólar, aumentos de los tipos de interés en dólares y en moneda local, y descensos en los mercados de renta variable, lo que motivó una importante batería de medidas por parte de las autoridades, a fin de aliviar las tensiones y facilitar una mayor liquidez.

En México, el crecimiento se desaceleró fuertemente en el primer semestre de 2008, dado que el PIB creció tan solo un 2,6% en el primer trimestre y un 2,8% en el segundo, en torno a un punto por debajo del crecimiento del segundo semestre de 2007. La debilidad del crecimiento se aprecia mejor en las tasas de variación intertrimestrales, que se situaron en -0,1% y 0,2%, respectivamente. Tanto el consumo privado como el público se desaceleraron en el semestre, mientras que la tasa de crecimiento de la inversión registró una fuerte caída en el primero (del 4,8% al 2,6%), para recuperarse después hasta el 8,1%, la más alta desde el tercer trimestre de 2006. Las importaciones crecieron en el semestre a ritmos superiores a los de 2007, mientras que las exportaciones se ralentizaron ligeramente, lo que condujo a que la demanda externa restara, en ambos trimestres, 1,1 puntos al crecimiento. A pesar de la debilidad de la actividad, la inflación aumentó sostenidamente, hasta situarse en agosto en el 5,6%, 1,6 pp por encima del límite superior del intervalo objetivo del banco central. Por su parte, la inflación subyacente se situó en el 5,2%, máximo desde diciembre de 2001. Estas tendencias se han trasladado a las expectativas de inflación y a las negociaciones salariales cerradas en julio. En este contexto, el Banco Central elevó los tipos oficiales en tres ocasiones (en 25 pb en cada una de ellas) en las reuniones de junio, julio y agosto, hasta el 8,25%. Asimismo, el Gobierno aprobó varias medidas para contener el ascenso del precio de los alimentos. Respecto al sector externo, el déficit por cuenta corriente se duplicó en los dos primeros trimestres de 2008 (hasta situarse en un 0,5% del PIB), a pesar de la sustancial mejoría de la balanza comercial (el aumento de las exportaciones duplicó al de las importaciones) y del aumento de los ingresos por turismo. La explicación se encuentra en la caída de las remesas y, especialmente, en la repatriación de dividendos. El llamativo aumento de las exportaciones se deriva del comportamiento de las exportaciones de petróleo, maquinaria y automóviles, y la mayor diversificación fuera de los Estados Unidos. Las cuentas del sector público se deterioraron ligeramente en el semestre: en términos anualizados, el déficit acumulado en el segundo trimestre supondría unas dos décimas del PIB, frente al equilibrio alcanzado en 2007. Por el lado de los ingresos, destaca el buen comportamiento de los ingresos petroleros y, dentro de los no petroleros, del impuesto empresarial a la tasa única (IETU) introducido en la reforma fiscal aprobada el pasado año. Por el lado de los gastos, destaca el aumento del gasto en desarrollo social y en inversión física directa. La deuda pública continuó reduciéndose como porcentaje del PIB, pues el Tesoro mantuvo su política activa de manejo de la deuda, con varias operaciones de recompra y permuta y la emisión de *warrants* para cambiar deuda externa por interna. En cuanto a las reformas estructurales, el Gobierno presentó en el Parlamento un

proyecto de reforma del sector energético compatible con la norma constitucional, y se aprobó una ley que reduce la carga fiscal de la petrolera pública PEMEX. La intensificación de las tensiones en los mercados internacionales afectó también a los mercados financieros mexicanos, observándose una fuerte depreciación del peso. El Gobierno, por su parte, modificó el presupuesto ajustando gastos e ingresos a unas previsiones más conservadoras de crecimiento y del precio del petróleo para 2009.

En *Argentina*, los datos de evolución de la actividad durante el segundo trimestre aparecen distorsionados por la movilización del sector agrario, ante la propuesta de modificar el impuesto sobre retenciones a la exportación (que finalmente no fue aprobada), pues se redujeron las exportaciones de estos productos y algunos sectores llevaron a cabo su actividad de manera discontinua. Según los datos de contabilidad nacional, el PIB se desaceleró ligeramente en el primer trimestre del año (tasa interanual del 8,3%) y de forma algo más acusada en el segundo trimestre (7,5%), frente al 8,9% registrado en el segundo semestre de 2007. Cabe destacar la mayor aportación negativa de la demanda externa, mientras que la demanda interna siguió creciendo alrededor del 10,5%, si bien en el segundo trimestre se produjo una notable acumulación de existencias de productos agropecuarios, por las razones expuestas. Los problemas en el sector agropecuario también se dejaron notar de manera notable en los datos de balanza comercial, lo que hace difícil su valoración. Sin embargo, se puede destacar que tanto las exportaciones (ligadas a la favorable evolución de los precios) como las importaciones (dado el aumento notable de las cantidades importadas ligadas a la favorable evolución de la demanda interna) presentaron elevadas tasas de crecimiento. En la balanza de pagos destacan las salidas netas de más de 5 mm de dólares del sector privado no financiero. Los datos oficiales de inflación señalan una estabilidad de la misma alrededor del 9% en tasa interanual, según el nuevo IPC publicado por el Instituto de Estadística. Las cuentas públicas presentan un mayor superávit que en el mismo período del año anterior, en parte ligado a una cierta moderación del gasto público, pero también al hecho de que entre los ingresos se incluyen mayores adelantos sobre los futuros beneficios del Banco Central. En este período se produjo un repunte de los diferenciales soberanos mayor en términos relativos que en otros países emergentes, diferencia que se ha exacerbado en el último mes. En este contexto, el Banco Central vendió unos 3,5 mm de dólares en reservas en los últimos meses, con el fin de estabilizar el tipo de cambio del peso y frenar el aumento de la demanda de dólares. En septiembre, como señal de voluntad de pago, el gobierno comenzó a realizar recompras de bonos públicos y anunció que abonaría al contado la deuda que mantiene con el Club de París con cargo a reservas del Banco Central. Además, como mecanismo para poder obtener de nuevo financiación en los mercados financieros internacionales, mostró intención de reabrir el canje de la deuda para aquellos acreedores que no se adhirieron al proceso en 2005. Sin embargo, la acentuación de las tensiones financieras en las últimas semanas ha llevado al Gobierno a replantearse la decisión del pago al contado, y probablemente también influya en el grado de aceptación del canje, dado que empeora sus condiciones iniciales.

En *Chile*, el PIB en el primer semestre de 2008 creció algo menos que el semestre previo, pero con una trayectoria trimestral al alza (3,3% interanual en el primer trimestre y 4,3% en el segundo). Destacó, un semestre más, el dinamismo de la demanda interna, que creció un 11% en el segundo trimestre del año; entre otros factores, por la fortaleza de la inversión, especialmente en maquinaria y equipo. Por el contrario, la aportación negativa de la demanda externa siguió creciendo hasta situarse en 7,1 pp, como consecuencia de la debilidad de las exportaciones y la continuidad de la fortaleza de las importaciones, especialmente de bienes de inversión. El superávit comercial se redujo respecto al mismo período de 2008, pues, a las menores exportaciones en volumen (especialmente, del sector minero), se añadió un deterioro de los términos de intercambio. Ello condujo a que la balanza por cuenta corriente pasara a ser

negativa en el segundo trimestre del año, revirtiendo el signo de trimestres anteriores. También se produjo una reducción del superávit público como consecuencia de una caída de los ingresos procedentes del cobre, dada la menor calidad del cobre extraído en los principales yacimientos. El panorama para la inflación se deterioró drásticamente en el período analizado, no solo porque la inflación general siguió aumentando y se alejó aún más del objetivo de inflación hasta situarse en el 9,3% en agosto, sino también porque los incrementos en los precios de los alimentos y la energía se propagaron hacia otros artículos y porque se ha producido un incremento en las expectativas de inflación. La respuesta del banco central fue la de endurecer de manera brusca la política monetaria con cuatro subidas consecutivas de los tipos de interés oficiales en 50 pb en las reuniones de junio a septiembre, situando el tipo oficial en el 8,25%. Sin embargo, en octubre el Banco Central mantuvo el tipo de interés, aunque siguió señalando la persistencia de los riesgos inflacionistas, en el contexto de intenso deterioro en los mercados financieros. Durante el período analizado, el tipo de cambio nominal frente al dólar se depreció, a partir de la puesta en marcha de un programa de compra de reservas internacionales por parte del Banco Central, pero también afectado por el deterioro de los términos de intercambio, los negativos datos en actividad e inflación y la inestabilidad financiera internacional. Esta tendencia se vio agravada con la agudización de la crisis financiera internacional, por lo que el Banco Central decidió interrumpir el programa de compra de reservas internacionales en septiembre, antes de lo inicialmente previsto, y el Gobierno tomó una serie de medidas para proporcionar mayor liquidez.

El ritmo de actividad se ralentizó de manera muy notable en *Colombia* en el primer semestre del año, con un crecimiento interanual del 4,1% y del 3,7% en el primer y segundo trimestre, muy inferior al 8,8% registrado en el cuarto trimestre de 2007. Esta ralentización del crecimiento vino explicada por la fuerte reducción de la demanda interna, y en particular de la inversión, pues el consumo se desaceleró de forma más moderada. La inflación siguió repuntando hasta situarse en el 7,9% en agosto, consecuencia principalmente de los precios de los alimentos, pues el incremento fue mucho más moderado fuera de estos. Este contexto de incrementos en la inflación y generalizados signos de ralentización económica (en parte, resultado del endurecimiento de la política monetaria en los trimestres anteriores) planteó una disyuntiva al Banco Central, que optó por incrementar moderadamente los tipos de interés oficiales en 25 pb a finales de julio, hasta situarlos en el 10%. La balanza por cuenta corriente registró un menor déficit en el primer semestre del año que en el mismo período de 2007 (una reducción de un 29%, situándose en el 2,2% del PIB), como consecuencia, principalmente, de la mejora en la balanza comercial (explicada, en parte, por el efecto del precio de las materias primas observadas) y del aumento en las remesas de inmigrantes, y a pesar del aumento en la repatriación de dividendos. Los flujos de inversión extranjera directa crecieron un 27% en el semestre, hasta situarse alrededor del 5% del PIB. El tipo de cambio experimentó al principio del período una persistente tendencia a la apreciación, lo que llevó al Gobierno a introducir restricciones adicionales a las entradas de flujos financieros, tratando de desincentivar las entradas de flujos a corto plazo, y al Banco Central a aumentar el monto de sus compras diarias de dólares (hasta 20 millones diarios). No obstante, la tendencia a la depreciación del peso desde finales del segundo trimestre, acentuada a mediados de septiembre coincidiendo con el empeoramiento de la situación en los mercados, llevó a las autoridades a eliminar parcialmente las medidas introducidas para limitar la entrada de flujos financieros de cartera y a modificar su política de intervenciones en el mercado cambiario, con objeto de mitigar esta tendencia.

Perú presentó la mayor tasa de crecimiento de la región en el primer semestre de 2008, acelerándose incluso en el segundo trimestre (10,9%, frente al 9,7% en el primer trimestre) gracias a la fortaleza de la demanda interna, en donde destacó la notable aceleración de la inversión. Consecuencia de este dinamismo de la demanda interna y del aumento de los precios de los

productos importados, la inflación siguió aumentando, hasta situarse en el 6,3% en agosto, el mayor registro interanual desde septiembre de 1998. Para hacer frente a este aumento de la inflación y tratar de evitar efectos de segunda ronda, el Banco Central siguió incrementando el tipo de interés oficial (cuatro subidas de 25 pb durante el período bajo análisis, hasta situarlos en el 6,50%) y siguió elevando (en dos ocasiones) el coeficiente de reservas. Las presiones apreciatorias sobre el sol se revirtieron tras el aumento por parte del Banco Central del requerimiento de reservas sobre los depósitos en soles por parte de los no residentes y se convirtieron en depreciatorias con el deterioro de los términos de intercambio y de la situación financiera, lo que ha llevado al Banco Central a intervenir en el mercado de divisas vendiendo dólares en las últimas semanas, además de algunas otras medidas destinadas a facilitar la liquidez en dólares, y a interrumpir el proceso de subida de los tipos de interés. Las cuentas públicas mantuvieron las mismas características que en trimestres anteriores, es decir, superávit público y elevadas tasas de crecimiento de los ingresos no tributarios (regalías y canon) y de los gastos en capital.

En el primer semestre *Venezuela* ralentizó fuertemente su crecimiento respecto al segundo de 2007, registrando además un comportamiento muy dispar en los dos trimestres. En el primer trimestre la tasa interanual cayó hasta el 4,9% (con una fuerte caída en términos intertrimestrales), por el desplome de la inversión y la desaceleración del consumo privado, y a pesar de la notable reducción de la aportación negativa de la demanda externa. En el segundo trimestre, la tasa interanual de crecimiento aumentó hasta el 7,1%, como consecuencia de una cierta recuperación de la inversión (aunque sin volver a las tasas registradas a lo largo del último ciclo) y de la menor aportación negativa de la demanda externa, principalmente por la moderación de las importaciones. La inflación siguió incrementándose, hasta el 34,5% registrado en agosto. Por ello, las autoridades intentaron reducir la liquidez del sistema para recortar el diferencial entre el tipo de cambio oficial y el paralelo a través de una serie de medidas: eliminación del impuesto sobre transacciones financieras, obligación de liquidar notas estructuradas, emisión de bonos en bolívares pagaderos en dólares, anuncio de una posible recompra de deuda externa, etc. Asimismo, cabe incluir en el esfuerzo para reducir la inflación, la contención del gasto público, que creció por debajo del aumento de los ingresos y de la inflación. Respecto al sector exterior, y a diferencia del resto de los países de la región, se produjo una mejora de la balanza por cuenta corriente, ligada a la balanza comercial, dado el aumento de las exportaciones petroleras (por el incremento del precio, no por el volumen, que se redujo) y la moderación de las importaciones ante la pérdida de dinamismo del consumo y la inversión. Se aprobó también un nuevo impuesto a las ganancias en la exportación de petróleo y se continuó avanzando en el programa de nacionalizaciones. La inestabilidad financiera internacional provocó desde septiembre un muy apreciable aumento de los diferenciales soberanos en Venezuela, hacia niveles superiores a los 1.300.

11.10.2008.