

# INFORME SEMESTRAL DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA

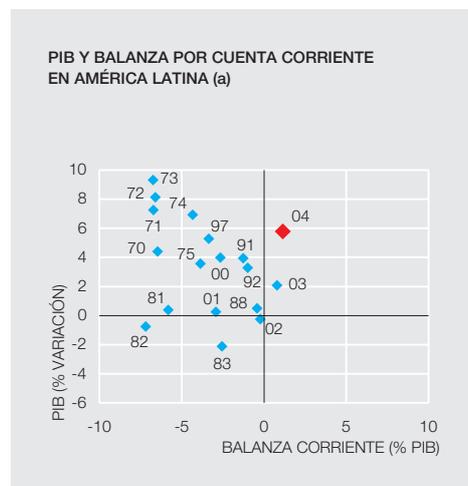
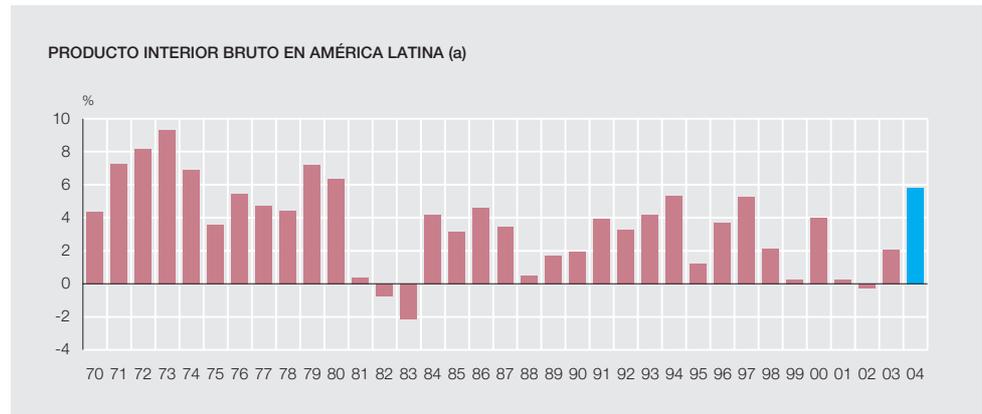
### Introducción

En 2004, América Latina registró un crecimiento del 5,9% para el agregado de los principales países, la tasa más elevada desde 1980 (véase gráfico 1). El dinamismo fue generalizado y solo una pequeña parte puede ser atribuida al rebrote de la actividad en economías previamente en crisis. Las perspectivas para el ejercicio actual son favorables, respaldadas por el fortalecimiento de la demanda interna, que se convirtió a lo largo de 2004 en el principal motor de la actividad. Además, la demanda interna estuvo sostenida por la reactivación del empleo y la inversión, lo que dota de un fondo sólido a la recuperación. Debe subrayarse, por su carácter inédito —como se aprecia en el gráfico—, que la consolidación de la recuperación vino acompañada de un significativo superávit comercial y por cuenta corriente, incluso superior al del ejercicio previo. La firmeza de las exportaciones, basada en la pronunciada mejora de los términos de intercambio durante los últimos tres años, explica esta situación y mitiga el riesgo de que en el corto plazo el crecimiento se vea truncado por la acumulación insostenible de desequilibrios exteriores, como ocurrió en otros episodios anteriores. A pesar del inicio del ciclo alcista de tipos de interés en Estados Unidos, los costes de financiación exterior de la región se sitúan, como también se aprecia en el gráfico 1, al nivel más bajo desde que se construyen las series, debido a la conjunción de diferenciales soberanos en niveles mínimos desde 1998 con unos tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos muy reducidos, lo que quizá se explica por el carácter ampliamente anticipado y gradual del endurecimiento de la política monetaria norteamericana. Por otro lado, en Argentina se cerró la reestructuración de la deuda en suspensión de pagos, saldada con una quita muy elevada, lo que abre una nueva etapa en este país y en su relación con la comunidad financiera internacional. Las políticas monetarias han mostrado prudencia, actuando de modo restrictivo en un entorno de moderadas alzas en las tasas de inflación. Son destacables, en el ámbito fiscal, las notables reducciones de los déficit y los incrementos de los superávit primarios, favorecidos por el fuerte incremento de la recaudación. Menos positivos fueron los progresos en el ámbito de las reformas estructurales, salvo algunas excepciones, como Brasil.

La coyuntura económica actual apuntaría a un horizonte favorable a medio plazo, reforzado por la percepción de que la vulnerabilidad financiera se ha mitigado notablemente en los últimos tiempos. Aun así, es preciso mantener la cautela y perseverar en la reducción de los factores de vulnerabilidad todavía presentes. Por un lado, si bien casi todos los indicadores de vulnerabilidad han mejorado recientemente, este progreso viene en buena parte explicado por la drástica mejora de las condiciones de financiación. Dado que los ratios de endeudamiento —externo y, sobre todo, público— sobre el PIB son aún bastante más elevadas que antes del período de crisis y que las economías siguen siendo en general relativamente cerradas y muy sensibles a la evolución de las variables financieras, un cambio desfavorable y pronunciado en las condiciones financieras puede hacer aflorar el fondo de vulnerabilidad que persiste en muchas de estas economías. Por otro lado, como se ha señalado, América Latina se está aprovechando de circunstancias excepcionales a nivel global, como los elevados precios de las materias primas y los muy reducidos tipos de interés globales a largo plazo, que, de revertirse, entrañarían riesgos para la región.

Respecto a las cotizaciones alcanzadas por las materias primas, que sustentan el superávit por cuenta corriente en la región, una reducción de la demanda global, en particular por parte de China, podría suponer un súbito ajuste de la relación real de intercambio y un deterioro rápido de las cuentas externas. Sin embargo, la holgura que presenta el sector exterior proporciona un margen de protección contra este riesgo. Respecto a la continuidad en Estados

Tasas de variación interanual y porcentaje



FUENTES: FMI, JP Morgan y estadísticas nacionales.

a. Agregación de ocho países (Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Venezuela, Perú y Uruguay).

b. Suma del diferencial del EMBI+ latinoamericano y el tipo de interés a largo plazo de Estados Unidos.

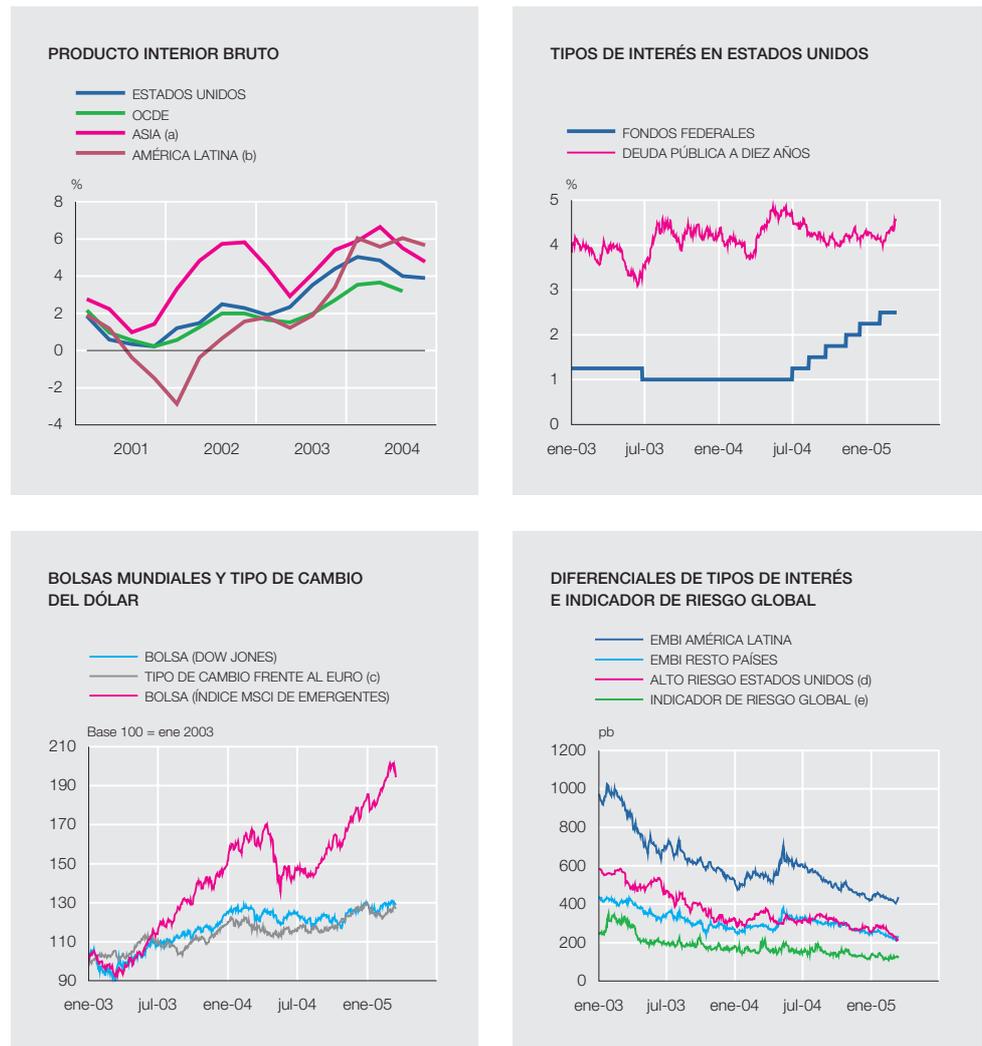
Unidos de tipos de interés a largo plazo anormalmente reducidos (dada la fase cíclica de su economía), su conjunción con un elevado y persistente déficit por cuenta corriente en aquel país abre la posibilidad de una corrección al alza, sustancial y veloz, de las rentabilidades de los bonos estadounidenses. Tal ajuste podría no solo trasladarse a los costes de financiación de la región, sino que podría generar un incremento de la aversión al riesgo global, con el consiguiente retraimiento de flujos financieros hacia América Latina y el repunte de los diferenciales soberanos.

**Evolución económica y financiera del área**

ENTORNO EXTERIOR

En la segunda mitad de 2004, la economía global mantuvo un pulso robusto, aunque a ritmo más moderado que en la primera parte del año (véase gráfico 2), y se reforzaron algunas tendencias previas —el tensionamiento de la política monetaria en Estados Unidos y el alza del precio del crudo—, que tienen potenciales implicaciones negativas sobre las condiciones de financiación en América Latina, las cuales, sin embargo, no se han materializado.

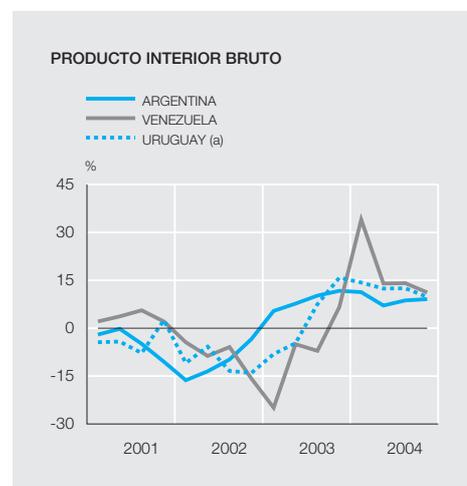
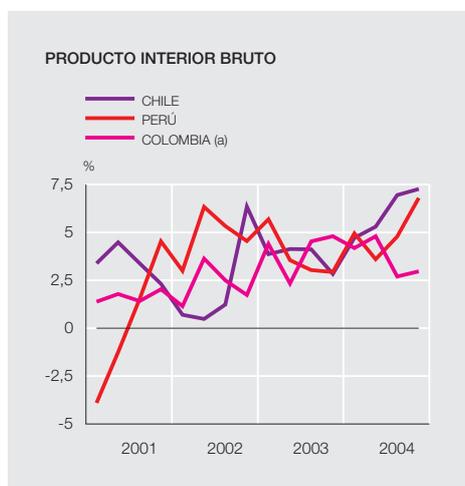
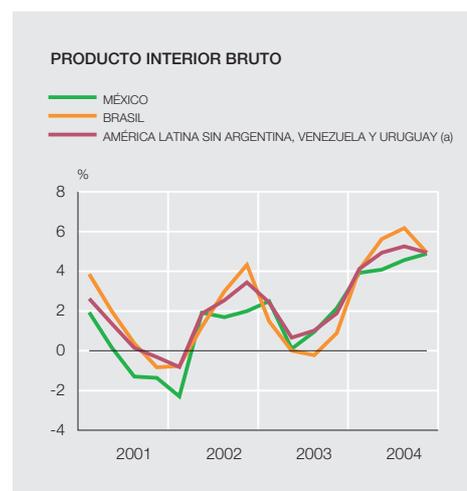
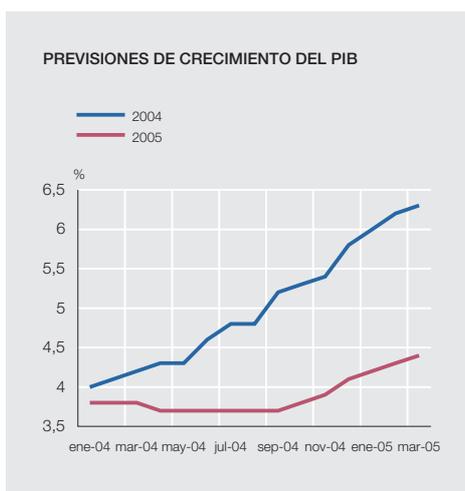
La Reserva Federal prosiguió la retirada del estímulo monetario de modo gradual, pero sostenido, a través de una elevación de los tipos de interés en 150 puntos básicos (pb) desde junio de 2004 a febrero de este año, hasta situar el tipo de los fondos federales en el 2,75%. Por otro



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

- a. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán.  
 b. Estimación para el cuarto trimestre de 2004.  
 c. Una caída indica una apreciación del dólar.  
 d. Bono calificación B1 empresas industriales en Estados Unidos.  
 e. Volatilidad implícita de las opciones negociadas en el CBOE, multiplicada por 10.

lado, los precios del petróleo alcanzaron máximos históricos a finales de octubre de 2004 y, tras una corrección, de nuevo en marzo de 2005. Además, el dólar intensificó su depreciación respecto al euro (un 10% en el último trimestre de 2004), aunque se ha estabilizado en torno a 1,30 \$/€ en el primer trimestre de este año. Los mercados bursátiles internacionales, que habían registrado un comportamiento bastante errático desde el comienzo del año, despegaron en los últimos meses, registrando apreciables subidas (en el entorno del 10% en los países industrializados). El año 2005, no obstante, comenzó con una corrección a la baja generalizada de las bolsas durante el mes de enero, que se ha revertido por completo desde entonces, en un entorno de expectativas de crecimiento y beneficios empresariales favorables. Esta evolución financiera y, en particular, la depreciación del dólar (acentuada por una mayor preocupación por el déficit corriente estadounidense) no tuvieron reflejo en los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, puesto que el ajuste cambiario transcurrió de forma relativamente ordenada y sin ocasionar una desinversión en activos denominados en dólares. La rentabilidad de

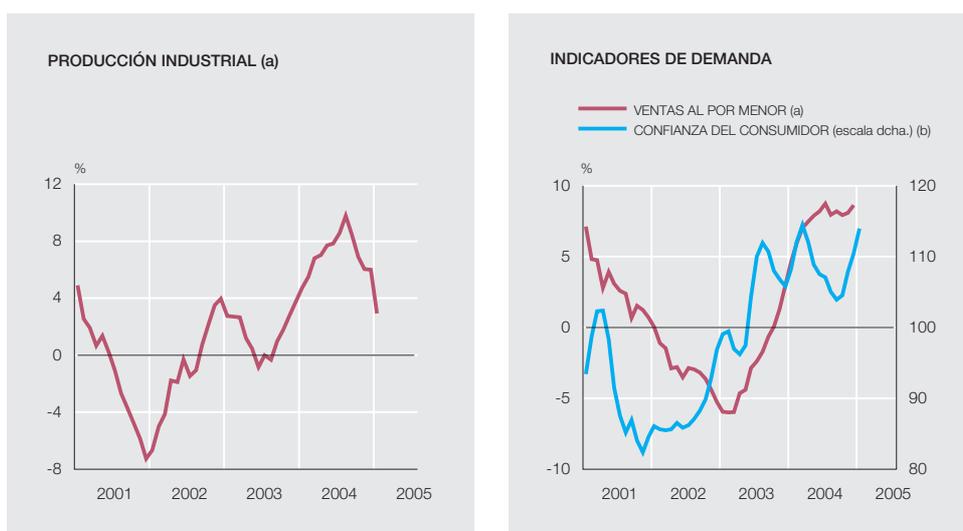


FUENTES: Estadísticas nacionales y Consensus Forecasts.

a. Cuarto trimestre: estimación.

los bonos públicos incluso evolucionó a la baja en el segundo semestre, colocándose por debajo del 4% al inicio de 2005, apoyada por las bajas perspectivas de inflación, el pausado y predecible ritmo de endurecimiento monetario en Estados Unidos y, en cierta medida, por la acumulación de papel público estadounidense por los bancos centrales asiáticos. Estos bajos tipos de interés incrementan la probabilidad de un aumento repentino y acusado de las rentabilidades, como se puso de manifiesto desde finales de febrero, cuando han repuntado en más de medio punto, hasta superar el 4,5% en pocos días.

Los bajos niveles de tipos de interés a largo plazo, junto con la consolidación de la actividad y la mejoría de la posición financiera de las empresas en los países desarrollados —reflejada en un estrechamiento de los diferenciales corporativos—, favorecieron de nuevo un entorno global de escasa aversión al riesgo y búsqueda de rentabilidad en los mercados emergentes, de lo que América Latina salió particularmente favorecida, dado su relativamente elevado nivel de endeudamiento exterior. Las bolsas de Europa del este y de América Latina fueron las que más subieron a nivel mundial, y los diferenciales de deuda soberana se estrecharon sustancialmente en los países emergentes, hasta alcanzar un mínimo histórico por debajo de los 330 pb. A pesar de la buena predisposición de los inversores, que se mantuvo hasta mediados de



FUENTES: Estadísticas nacionales.

- a. Medias móviles trimestrales.
- b. Índice. Media móvil trimestral.

marzo de 2005, la vulnerabilidad ante un posible aumento de los tipos de interés a largo plazo constituye un factor de riesgo relevante para América Latina de cara a los próximos trimestres.

#### ACTIVIDAD ECONÓMICA

América Latina mantuvo durante la segunda mitad del año un ritmo de actividad muy elevado, similar al del primer semestre, como muestran las tasas interanuales de crecimiento del PIB del 6% en el tercer trimestre y del 5,8% en el cuarto (véanse gráfico 2 y cuadro 1). Las tasas intertrimestrales de crecimiento mostraron una suavización a lo largo del año, pero siguieron siendo robustas (1,3% en el cuarto trimestre). Esta evolución de la actividad superó las expectativas previas, como queda reflejado en las sucesivas revisiones al alza de las previsiones de crecimiento para 2004 a partir de segundo trimestre, que también alcanzaron, aunque de manera menos intensa, a las perspectivas para el ejercicio en curso (véase gráfico 3). Todos los principales países de la región concluyeron el año creciendo a tasas superiores al 4%. Cabe destacar que las economías que sufrieron las crisis más agudas en los últimos años (Venezuela, Argentina y Uruguay) siguieron creciendo a tasas interanuales cercanas o superiores al 10%, cuando en algún caso ya han pasado más de dos años desde el inicio de sus respectivas recuperaciones; en Argentina se produjo, incluso, un notable rebrote del crecimiento en el segundo semestre. En cualquier caso, aun sin el empuje adicional de estas economías, la región habría rozado el 5% de crecimiento en el último trimestre, cifra muy similar a la alcanzada en los dos grandes países, México y Brasil. El inicio del año 2005 se está caracterizando por una leve moderación de la actividad, a juzgar por la evolución reciente de los indicadores de mayor frecuencia. La producción industrial se desaceleró hacia el final del año (del 10% a comienzos del segundo semestre de 2004 al 3% en enero de 2005) y tuvo lugar una estabilización de las ventas al por menor (véase gráfico 4). Por otro lado, la confianza del consumidor sigue fortaleciéndose en la mayoría de los países, lo que anticipa el mantenimiento del dinamismo de la demanda interna.

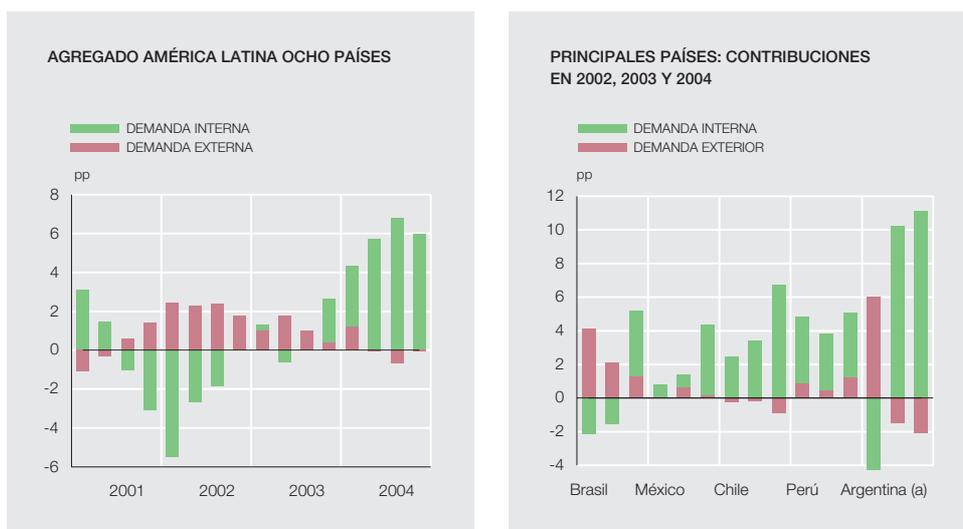
Precisamente, la fuerte aceleración de la demanda interna ha sido una de las características destacadas de la segunda mitad de 2004, también en aquellos países que, como México,

	2002	2003	2004	2003				2004			
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
<b>PIB (tasa interanual)</b>											
América Latina (a)	-0,2	2,1	5,9	1,8	1,3	1,9	3,4	6,0	5,6	6,0	5,8
Argentina	-10,9	8,8	9,0	5,4	7,7	10,2	11,7	11,3	7,1	8,7	9,1
Brasil	1,9	0,5	5,2	1,5	0,0	-0,2	0,9	4,1	5,6	6,1	4,9
México	0,8	1,4	4,4	2,5	0,1	1,0	2,1	3,9	4,1	4,6	4,9
Chile	2,2	3,7	6,1	3,9	4,1	4,1	2,8	4,7	5,3	7,0	7,3
Colombia	2,3	4,0	4,1	4,5	2,4	4,6	5,3	4,0	5,0	3,1	4,4
Venezuela	-8,2	-7,7	17,3	-24,9	-5,0	-7,1	6,6	34,0	14,0	14,1	11,2
Perú	4,9	3,8	5,0	5,7	3,6	3,0	2,9	4,9	3,6	4,8	6,8
Uruguay	-11,1	2,5	12,3	-8,1	-4,7	7,5	15,8	14,3	12,4	12,5	10,2
<b>IPC (tasa interanual)</b>											
América Latina (a)	9,3	10,9	5,9	14,2	11,9	9,6	7,7	5,6	5,2	6,2	6,4
Argentina	25,9	14,9	4,4	35,8	14,6	5,2	3,7	2,4	4,1	5,4	5,7
Brasil	8,4	14,8	6,6	15,6	16,9	15,2	11,4	6,8	5,5	6,9	7,2
México	5,0	4,6	4,7	5,4	4,7	4,1	4,0	4,3	4,3	4,8	5,3
Chile	2,5	2,8	1,1	3,8	3,7	2,7	1,1	0,0	0,5	1,5	2,3
Colombia	6,3	7,1	5,9	7,4	7,6	7,1	6,4	6,2	5,7	6,0	5,7
Venezuela	22,2	31,4	21,9	35,5	34,2	29,6	26,3	24,0	22,4	21,5	19,5
Perú	0,2	2,3	3,7	2,8	2,4	1,9	1,9	3,0	3,4	4,4	3,8
Uruguay	14,0	19,4	9,2	27,9	26,3	15,0	10,7	9,3	9,2	10,0	8,2
<b>SALDO FISCAL (% PIB)</b>											
América Latina (a)	-5,1	-2,0	-0,9 (b)	-4,7	-3,1	-1,9	-2,0	-1,7 (b)	-1,7 (b)	-1,0 (b)	-0,9 (b)
Argentina	-1,3	0,4	2,6	-0,7	0,0	0,5	0,4	1,1	2,0	2,7	2,6
Brasil	-10,3	-3,6	-2,5	-10,1	-6,4	-3,7	-3,6	-3,3	-4,0	-2,8	-2,5
México	-1,1	-0,7	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,4	-0,7	-0,2	-0,3
Chile	-0,8	-1,4	2,2	-0,3	-0,5	-1,1	-1,4	-1,1	0,3	1,1	2,2
Colombia	-3,6	-2,6	...	-3,6	-2,7	-2,9	-2,6	-2,4	-0,8	...	...
Venezuela	-1,0	0,2	...	-1,1	-0,5	1,8	0,2	...	...	...	...
Perú	-2,1	-1,8	-1,3	-1,9	-1,8	-1,7	-1,8	-1,5	-1,0	-1,1	-1,3
Uruguay	-4,9	-4,6	-2,5	-4,4	-5,9	-5,1	-4,6	-3,9	-2,0	-2,4	-2,5
<b>DEUDA PÚBLICA (% PIB)</b>											
América Latina (a)	54,4	54,4	50,8 (b)	56,3	51,8	54,7	54,4	53,6	50,1	50,8	50,8 (b)
Argentina	140,0	141,0	...	157,5	121,6	131,0	129,9	133,0	111,0	120,3	...
Brasil	55,5	57,2	51,8	54,6	54,9	56,9	57,2	55,6	54,2	52,0	51,8
México	24,0	24,7	24,1	23,0	22,8	24,8	23,5	23,5	23,8	24,2	24,4
Chile	15,7	13,3	11,6	16,5	14,7	15,0	13,5	13,4	12,0	12,1	10,0
Colombia	50,1	50,9	...	49,5	49,3	49,8	48,1	48,7	47,5	47,7	...
Venezuela	45,1	56,9	53,7	39,1	42,5	48,5	56,9	43,1	45,1	50,0	53,7
Perú	46,9	47,7	46,4	48,3	41,8	46,9	47,0	45,8	40,2	43,0	42,7
Uruguay	92,7	108,3	...	102,6	104,7	108,9	108,3	94,6	96,0	100,3	...
<b>BALANZA CUENTA CORRIENTE (% PIB)</b>											
América Latina (a)	-0,2	0,8	1,1 (b)	0,1	0,6	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1 (b)
Argentina	9,1	5,4	2,1	9,1	7,0	6,6	5,4	4,3	2,8	2,4	2,1
Brasil	-2,0	0,8	2,0	-1,1	0,3	0,7	0,8	1,0	1,5	1,7	2,0
México	-2,3	-1,5	-1,4	-2,0	-1,7	-1,6	-1,4	-1,3	-1,1	-1,1	-1,4
Chile	-0,9	-1,5	1,5	-1,3	-1,8	-1,4	-1,5	-0,5	0,9	1,2	1,5
Colombia	-2,0	-1,7	...	-2,3	-2,0	-1,6	-1,5	-1,4	-1,6	-1,6	...
Venezuela	7,7	13,4	14,5	8,8	12,5	12,4	13,4	16,1	14,8	14,1	14,5
Perú	-2,0	-1,7	-0,1	-2,2	-2,0	-2,0	-1,8	-1,1	-1,1	-0,5	-0,1
Uruguay	3,4	0,5	...	1,5	1,4	0,7	-0,3	0,1	0,1	-0,4	...
<b>DEUDA EXTERNA (% PIB)</b>											
América Latina (a)	59,1	46,7	41,3 (b)	57,8	48,4	48,8	46,7	45,3	42,3	42,4	41,3 (b)
Argentina	159,8	130,2	118,7	156,0	117,4	124,1	119,9	121,6	101,6	110,2	118,1
Brasil	57,3	40,1	31,3	53,6	44,7	42,7	40,1	38,7	38,1	35,3	31,3
México	21,3	22,1	21,7	23,2	21,6	22,8	22,1	21,2	21,5	22,1	21,7
Chile	62,0	54,8	41,7	62,5	56,5	59,6	54,8	47,9	46,1	48,6	41,7
Colombia	47,6	44,9	...	50,7	49,1	47,0	44,9	42,6	41,2	39,9	...
Venezuela	48,4	48,3	40,4	46,5	48,3	46,5	48,3	39,5	42,0	40,0	40,4
Perú	49,0	48,3	43,2	50,4	43,7	48,6	48,3	47,2	42,1	44,2	43,2
Uruguay	85,9	98,0	...	89,9	91,3	93,7	98,0	84,2	80,9	84,6	...

FUENTES: Estadísticas nacionales, FMI y Banco de España.

a. Agregado de los ocho países representados.

b. Datos estimados.



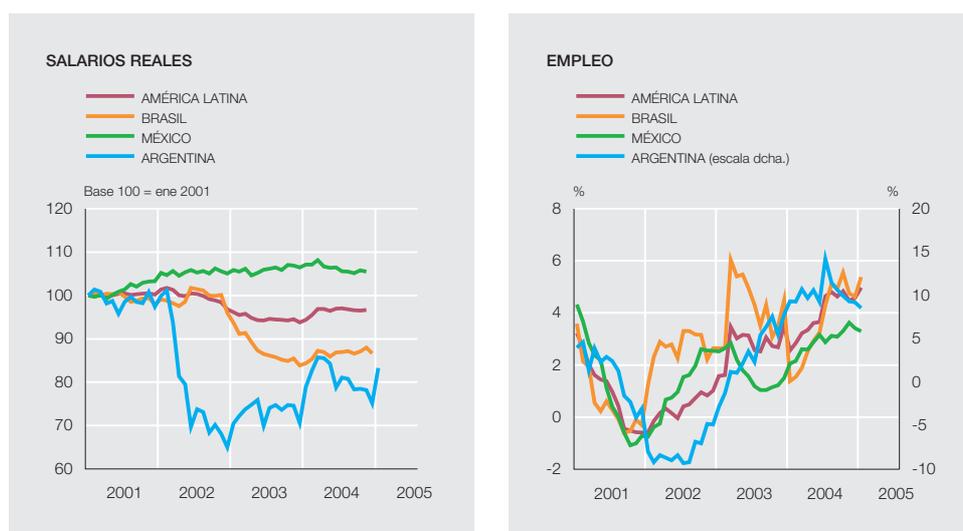
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. El dato de la aportación de la demanda interna en 2002 es -16,7.

partían de una posición más rezagada. La contribución de la demanda interna (véase gráfico 5) al crecimiento se estabilizó en torno a los 6 pp a final del año, y en algún país, como Brasil, volvió a ser positiva, tras varios años de actuar como un lastre para el crecimiento del producto. Además, la composición de la demanda interna se volvió más equilibrada y saludable: el consumo se mantuvo sólido, pero la inversión experimentó una notable aceleración; para el agregado del área alcanzó una tasa interanual del 16% en el tercer trimestre, frente a las tasas negativas que se registraban a mediados de 2003. En todas las principales economías, salvo Colombia, el crecimiento de la inversión se situó por encima del 10%, aunque en la mayoría de ellas se percibió una ralentización en el último trimestre de 2004.

Detrás de la consolidación de la demanda interna se encuentra la recuperación de las rentas salariales, reflejada en el fortalecimiento de los indicadores del mercado laboral (véase gráfico 6). El empleo registró un crecimiento superior al 3,5% en 2004 para el conjunto de la región, en la que destacaron los avances —muy por encima de la media— de Argentina y de Perú, la consolidación de Brasil y la recuperación del empleo en México, por el dinamismo de las maquiladoras, y en Chile. La mejor situación del mercado laboral permitió una reducción del desempleo en siete décimas en el conjunto de América Latina, hasta el 10% de la población activa. La tasa de paro descendió significativamente en Brasil, mientras que en la última parte del año también se situó en una senda descendente en México. Los salarios reales se incrementaron en el agregado de América Latina por encima del 2%, si bien no compensaron la caída acumulada de los dos años anteriores, cercana al 5%. Además, la evolución fue heterogénea entre países: se registraron alzas pronunciadas en Brasil, Argentina y Venezuela, donde el ajuste salarial en los años pasados había sido muy acusado, mientras que en México llegaron incluso a experimentar un retroceso.

La demanda exterior, que había sido el motor de la actividad en los años anteriores, comenzó a contribuir negativamente al crecimiento del PIB en el segundo semestre (véase gráfico 5), aunque para el conjunto del año la contribución fue aún levemente positiva en el agregado del área y en todos los países, excepto Argentina y Chile. La demanda interna fue tirando progresivamente de las importaciones, aunque estas parecieron moderarse hacia finales de año

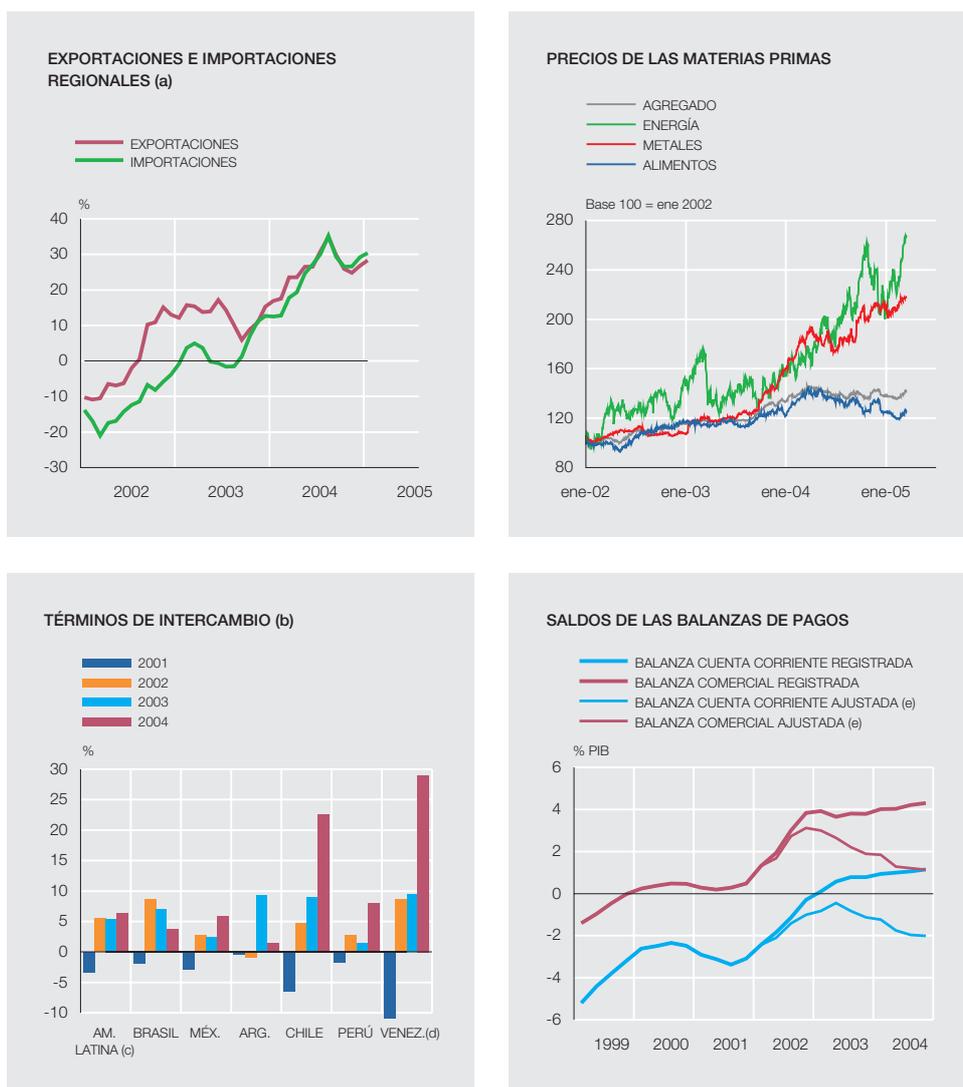


FUENTE: Estadísticas nacionales.

(véase gráfico 7). Las importaciones crecieron, en dólares, un 30% para el conjunto del área en comparación con 2003 (en Argentina y Venezuela por encima del 60%). Más notable aún fue la prolongación del tirón exportador; las ventas al exterior también se incrementaron cerca del 30% en el conjunto del año y, a pesar del crecimiento más moderado en los últimos meses, no se perciben claros síntomas de debilitamiento. Las exportaciones de aquellos países donde domina el comercio en productos primarios, como Chile, Perú y Venezuela, registraron tasas de crecimiento en el entorno del 50% en el año. A estos resultados contribuyó fundamentalmente el buen comportamiento de los precios de las materias primas. Aunque su índice agregado se estabilizó y los precios de las materias agrícolas presentaron una senda descendente (lo cual limitó el crecimiento de las exportaciones en algunos países, como Argentina o Colombia), los precios de metales y de la energía siguieron su escalada.

La favorable evolución de los precios de las materias primas desde 2002 y la más reciente apreciación de las monedas latinoamericanas respecto al dólar (véase sección de mercados financieros) han propiciado una fuerte mejoría de los términos de intercambio en la región, superior en términos acumulados al 17%. Esta situación ha permitido una consolidación de los superávits comerciales en la mayoría de los países (México y Colombia son la excepción), que incluso mostraron a lo largo del año un perfil ascendente en ciertos casos, como Chile, Perú y Brasil. El área en su conjunto registrará este año un saldo positivo por encima del 4% del PIB, que es incluso algo superior al de 2003. En el gráfico 7 puede observarse que la mejoría de los términos de intercambio explica la mayor parte del superávit, de tal modo que, si aquellos se hubieran mantenido en los niveles de inicio de 2002 —lo que aparece en el gráfico como balanza comercial ajustada—, el saldo comercial se habría reducido en América Latina, ceteris paribus, en más de 3 pp del PIB, hasta un 1,1%. Es, por lo tanto, la mejora experimentada por la relación de intercambio la que está detrás de la inédita situación de un superávit comercial creciente en un período de fuerte crecimiento económico.

En paralelo, el superávit por cuenta corriente en la región también siguió con su trayectoria ascendente, registrando un saldo del 1,2% para el conjunto del año, cuatro décimas más que en 2003. De modo análogo a la evolución de la balanza comercial, si se detrae el impacto positivo de los términos de intercambio, la región ya habría registrado un déficit por cuenta corrien-



FUENTE: Estadísticas nacionales y Banco de España.

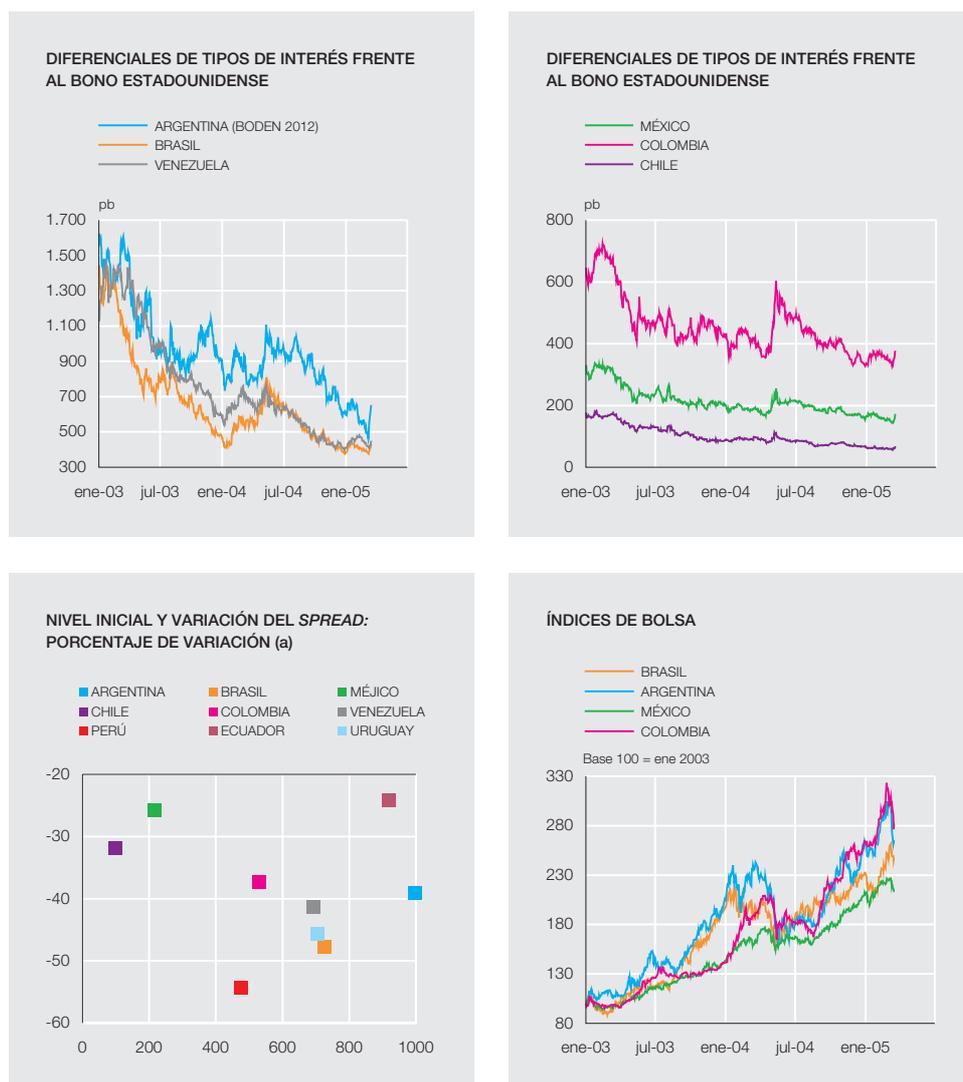
- a. Media móvil trimestral.
- b. Precios de exportación entre precios de importación.
- c. Agregación de siete países.
- d. El dato en 2001 es -16,2.
- e. Computado con los términos de intercambio vigentes a comienzos de 2002.

te del 2% del PIB en 2004. En países como Perú, México o Ecuador, la balanza por cuenta corriente se vio favorecida por los cada vez más altos niveles de remesas que se registran en América Latina. En 2004, para el conjunto de la región, se situaron en 45,8 mm de dólares, más de un 20% superiores a las del año precedente, con lo que se superó holgadamente el 2% del PIB.

MERCADOS FINANCIEROS  
 Y FINANCIACIÓN EXTERIOR

Los mercados financieros registraron durante la segunda parte del año un comportamiento muy favorable, en un entorno económico y financiero benigno, tanto exterior como dentro del área.

Los diferenciales soberanos se vieron particularmente favorecidos por esta situación y mantuvieron una clara tendencia descendente desde finales de mayo (véase gráfico 8). En el mes de diciembre se registraban los mínimos del año para la mayor parte de los países, e incluso mínimos para algunos de ellos desde que se construyen estas series (México, Colombia,

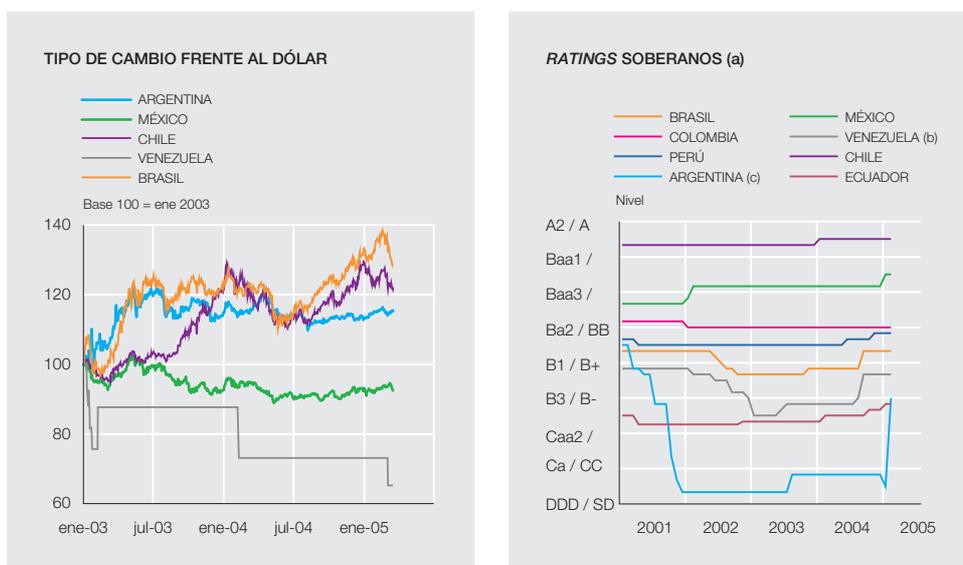


FUENTE: JP Morgan.

a. Desde la última semana de mayo a diciembre de 2004.

Chile y Perú). El deterioro de las expectativas de inflación, el endurecimiento de las políticas monetarias en la mayoría de los países, o factores de índole política en Venezuela o Ecuador, solo tuvieron un efecto transitorio y no rompieron la tendencia a la baja de los diferenciales. El EMBI regional se redujo prácticamente un 40% respecto a los máximos de mayo, situándose en el entorno de los 425 pb a finales de año. Como se observa en el gráfico 8, particularmente destacables fueron las reducciones de los diferenciales soberanos de Brasil, Perú y Uruguay, pero en todos los países se redujeron por encima del 20%. Incluso en Argentina, cuando se considera el diferencial de los bonos emitidos tras la suspensión de pagos (BODEN), la reducción fue de un 40%. Durante el primer trimestre de 2005, la evolución de los diferenciales soberanos experimentó altibajos, alcanzando nuevos mínimos a finales de febrero, pero repuntando moderadamente en marzo.

Las bolsas por su parte, cerraron 2004 con importantes subidas, concentradas en el segundo semestre, situándose, en prácticamente todos los países, en máximos históricos a finales de febrero de 2005. Así, la Bolsa de Colombia registró la mayor revalorización, superior a un 85%



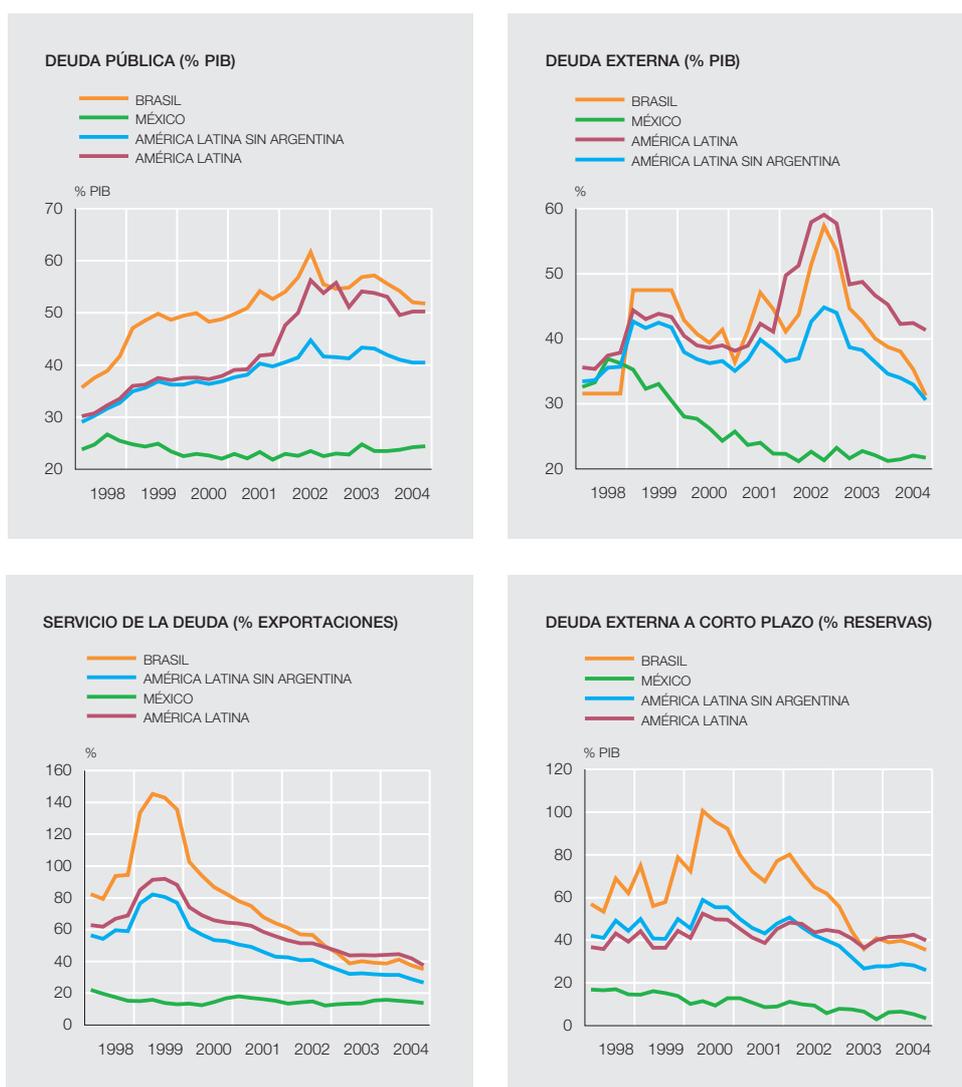
FUENTES: Datastream, Fitch, Moody's y Standard and Poor's.

- a. Media simple de las calificaciones de Moody's, Standard and Poor's y Fitch IBCA.
- b. En enero de 2005 Standard and Poor's rebajó a impago selectivo (SD) la deuda venezolana por razones técnicas.
- c. Se recoge el posible cambio en la calificación de Argentina cuando los bonos comienzan a negociarse, anunciado por S&P, pero pendiente de confirmación definitiva.

en moneda local, seguida de la de Perú y México. Las ganancias del mercado brasileño en el conjunto del ejercicio (algo superiores al 15%) se vieron lastradas por la evolución negativa del inicio del año. El año 2005 se inició con una corrección de las principales bolsas de la región en enero, que ha sido más que compensada por las subidas de los meses posteriores. Destaca la volatilidad de la bolsa argentina tras la definición y resolución del canje de deuda, al acumular una subida superior al 13% en enero y febrero, que se ha revertido en su mayor parte en marzo.

La mayor parte de los tipos de cambio de la región tendieron a apreciarse frente al dólar en la segunda mitad del año (véase gráfico 9), algunos con intensidad. La apreciación del conjunto del área respecto al dólar fue del 4,4% en el conjunto de 2004, mientras que en términos del tipo de cambio efectivo nominal se limitó al 1%, debido a la debilidad del dólar frente a los otros principales socios comerciales de la región. La divergencia entre la evolución cambiaria frente al dólar y el resto de monedas resultó favorable para Latinoamérica, ya que permitió conciliar una menor carga financiera de la deuda (al estar la mayor parte de los pasivos exteriores de los agentes públicos y privados denominados en dólares) con pérdidas limitadas en términos de competitividad respecto al exterior. El peso colombiano registró la mayor apreciación de la región en el conjunto de 2004 (un 17% frente al dólar), y también destacaron, a partir de mayo, la apreciación del real brasileño y el fortalecimiento de peso mexicano, que rompió así la tendencia depreciadora que venía experimentando desde comienzos de 2002.

La favorable situación financiera y económica continuó traducándose en revisiones selectivas al alza de las calificaciones soberanas, proceso que se había iniciado tímidamente a finales de 2003, como se aprecia en el gráfico 9. Brasil, Uruguay y Venezuela se beneficiaron de una mejora del *rating* en el segundo semestre, a las que han seguido las mejorías de México, Ecuador, Chile y, de nuevo, Uruguay en el primer trimestre de 2005. Según han anunciado algunas de las agencias calificadoras, Argentina podría recibir una calificación igual a la de Ecuador



FUENTE: Estadísticas nacionales.

cuando los bonos nuevos empiecen a cotizar en abril, superando así la calificación asociada a la suspensión de pagos vigente desde finales de 2001. En contraste con esta tendencia, se redujo la calificación crediticia de la República Dominicana.

La consolidación de la recuperación, la holgura de la posición exterior y las benignas condiciones de financiación incidieron en una reducción del grado de vulnerabilidad, tal como se refleja en los indicadores al uso que aparecen en el gráfico 10, y en la mejora de las perspectivas financieras de estos países. En este sentido, la serie de mejoras en las calificaciones soberanas es un indicador claro de mayor resistencia ante perturbaciones negativas futuras. No obstante, es importante subrayar que, a pesar de que los diferenciales soberanos están en los niveles previos a la crisis rusa, la vulnerabilidad sigue siendo elevada y que, respecto a entonces, se ha producido un deterioro de algunos indicadores importantes, como las ratios de endeudamiento público y externo en relación con el PIB (véase gráfico 10). Además, el carácter particularmente volátil de los indicadores financieros en estos países implica un riesgo de deterioro súbito que puede acabar retroalimentándose en un corto período de tiempo. Todo ello invita a perseverar en la reducción de las vulnerabilidades a través de políticas

La dificultad de emitir deuda en moneda local en los mercados internacionales, e incluso en el mercado local a un plazo de vencimiento lo suficientemente largo, ha sido analizada extensamente en la literatura como uno de los elementos clave de la vulnerabilidad financiera en las economías emergentes, en particular en América Latina<sup>1</sup>. Tal limitación está en el origen de la significativa proporción de endeudamiento en dólares y de la elevada sensibilidad de la deuda pública a las condiciones financieras, en particular a la volatilidad del tipo de cambio y de los tipos de interés. Como se observa a través de la evolución por los pagos de intereses de la deuda, en el panel izquierdo del gráfico, este problema tiende a agravarse en situaciones de crisis o de sequía de capitales, así como cuando los tipos de interés en los países industrializados son más elevados. De manera simétrica, el problema tiende a mitigarse en situaciones como las de los años 2003 y 2004, en las que la holgada liquidez internacional, junto con una mejoría en los fundamentos de las economías emergentes, ha permitido la emisión de deuda en condiciones muy favorables.

Estas circunstancias han subrayado la necesidad de un enfoque más activo en las políticas de gestión de la deuda y de nuevos instrumentos de financiación que permitan una composición del endeudamiento más estable. En los últimos años, tales políticas han permitido, en primer lugar, reducir la proporción de deuda externa, mayoritariamente en dólares y por tanto sensible a las oscilaciones cambiarias, en favor de la deuda interna, cuya vulnerabilidad al tipo de cambio es a priori menor (véase el panel derecho del gráfico). Se han producido, además, avances importantes en lo que respecta a la gestión de la deuda interna. Entre otros, cabría destacar que la indicación de la deuda al tipo de cambio ha tendido a reducirse, a cambio de un au-

mento moderado de la deuda indicada a la inflación, y denominada en moneda local tanto a tipo de interés variable como a tipo de interés fijo, aunque en este caso a plazo más corto. En conjunto, pues, cabría calificar la composición de la deuda actual de menos vulnerable a las oscilaciones del tipo de cambio e incluso a la volatilidad de los tipos de interés.

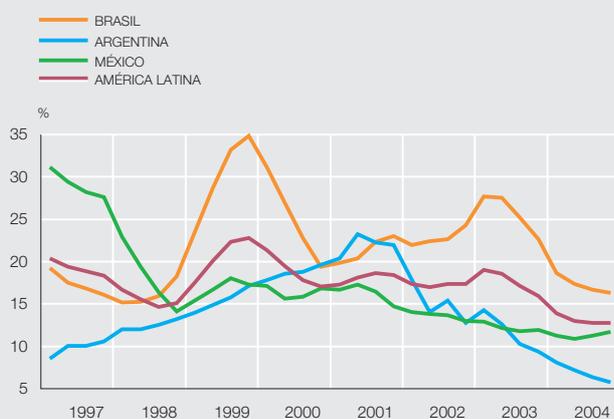
En este contexto de preocupación por la calidad de la estructura de endeudamiento se enmarca la proliferación de nuevos instrumentos de financiación por parte de los emisores soberanos de la región y de las instituciones multilaterales (Banco Interamericano de Desarrollo y Banco Mundial). Los rasgos más novedosos de las nuevas emisiones son los siguientes:

- Denominación en moneda local y diversificación de las emisiones en moneda extranjera. El Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) emitieron en 2004 bonos en divisas distintas de las principales monedas de reserva, como el peso colombiano, el real brasileño y el peso mexicano. Por su parte, Colombia en 2004 y, previamente, Uruguay en 2003 emitieron también en los mercados internacionales bonos denominados en sus respectivas monedas locales. Estas emisiones en moneda local contribuirán a reducir algunas de las principales vulnerabilidades financieras características de la región: por un lado, tenderán a disminuir la exposición de la deuda soberana al tipo de cambio del dólar y, por otro, aumentarán la profundidad de los mercados en moneda local, al proporcionar una mayor gama de activos en dichas monedas y habituar a los inversores a gestionar su riesgo de tipo de cambio. En este sentido, algunas de las emisiones del BID en moneda local fueron colocadas en los mercados internacionales, como suele ser habitual, pero las emisiones en pesos mexicanos del BID y en pesos colombianos del Banco Mundial se colocaron por primera vez enteramente en los mercados locales, proporcionando a los inversores locales posibilidades de diversificación en activos de la mayor calificación crediticia. Por otro lado, en un esfuerzo por diversificar la com-

1. El término «pecado original» para referirse a esta circunstancia fue acuñado por Hausman y Eichengreen (1999) en *Exchange Rates and Financial Fragility*, NBER Working Paper 7418, noviembre de 1999. Posteriormente, Céspedes, Chang y Velasco (2003) en *Must Original Sin Cause Macroeconomic Damnation?*, Central Bank of Chile Working Papers n.º 234, octubre de 2003, y otros han analizado este tema desde distintos ángulos.

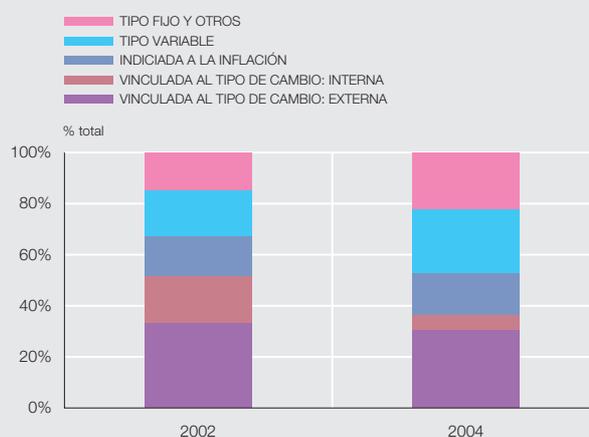
## INDICADORES DE VULNERABILIDAD EN AMÉRICA LATINA

PAGOS DE INTERESES DE LA DEUDA (% INGRESOS)



FUENTES: Estadísticas nacionales.

COMPOSICIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA: AMÉRICA LATINA



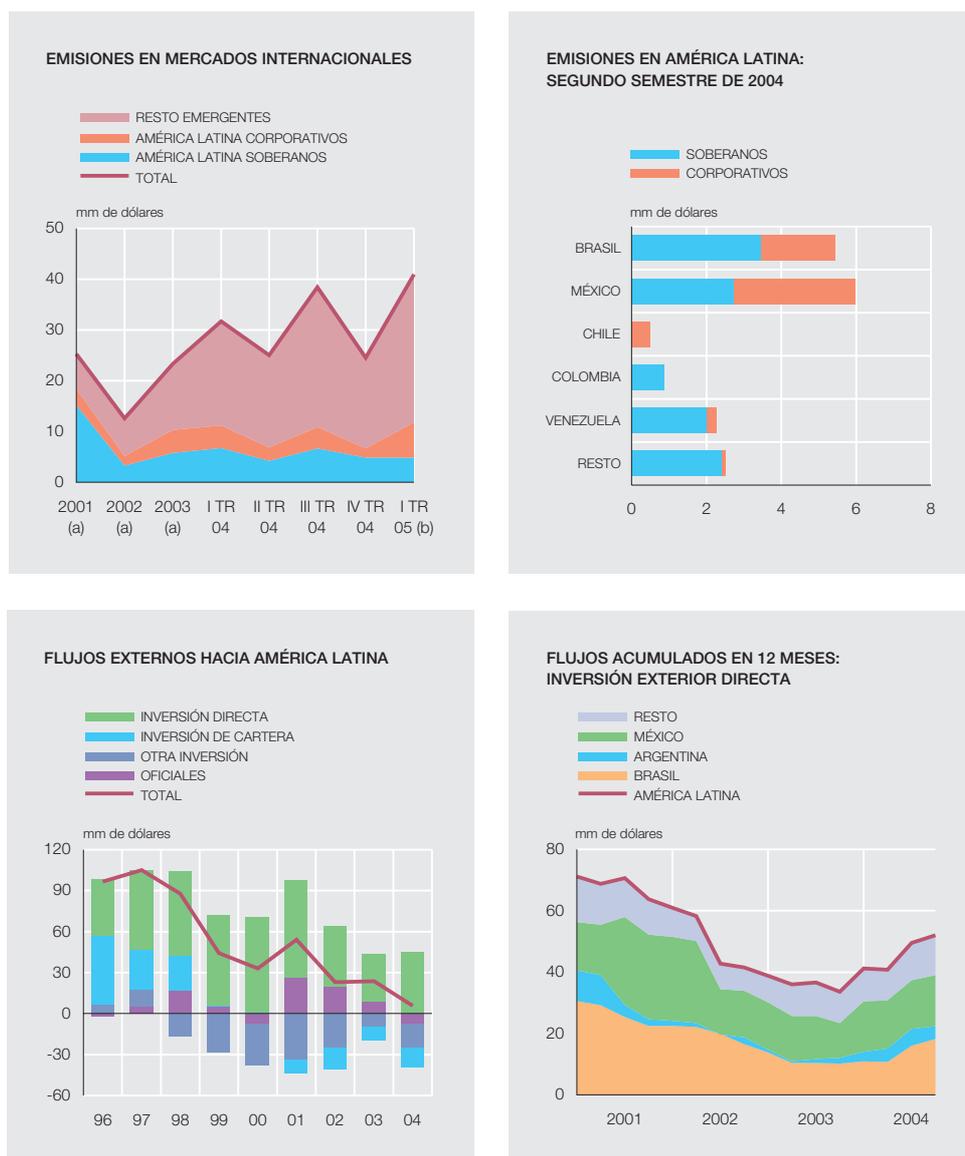
posición por moneda de su endeudamiento, países como Brasil, Perú o México han retomado en 2004 las emisiones en euros, lo que permitirá también una mayor diversificación del riesgo de cambio.

- Emisiones a tipo de interés fijo: Varias de las emisiones internacionales se realizaron, además de en moneda local, a un tipo de interés fijo, como las de Colombia o las del BID en reales brasileños y pesos mexicanos, lo que brinda el beneficio adicional de reducir la vulnerabilidad a la volatilidad de los tipos de interés.
- Plazos de emisión: La mayor parte de los nuevos instrumentos fueron emitidos con plazos de vencimiento relativamente largos, lo que tenderá a reducir otra de las vulnerabilidades financieras, el riesgo de refinanciación cuando se produce un episodio de freno de los flujos de capitales. En este sentido, los emisores con mejor *rating*, como México, lograron seguir aumentando el plazo máximo de emisión de su deuda externa, hasta los 15 años (en euros).
- CACS: Otro rasgo característico de las emisiones internacionales en 2004 ha sido la preponderancia de la emisión con CACS (*collective action clauses*), que permite iniciar un proceso de reestructuración de deuda con una mayoría cualificada, y que afecta a prácticamente el 90% del volumen emitido por emisores soberanos en el último año.
- Bonos ligados al PIB: Finalmente, cabe destacar que Argentina incorporó a su oferta de bonos para el canje por la deuda impagada (véase recuadro 2) una cláusula de revisión en función de la evolución del PIB. Este tipo de indicación tendría como objetivo alinear el servicio de la deuda con la capacidad de pago del emisor resultante de la posición cíclica de la economía y el crecimiento económico.

disciplinadas y en una gestión más activa de los instrumentos de deuda, aprovechando la mejoría del entorno inversor. En el recuadro 1 se describen las iniciativas recientes en los mercados primarios de deuda para reducir el grado de vulnerabilidad asociado al endeudamiento.

Las emisiones totales en los mercados primarios (véase gráfico 11) registraron en el segundo semestre una evolución y un monto similar al del primero (17,5 mm, siendo el tercer trimestre más activo que el último). Las emisiones corporativas, sin embargo, experimentaron una reducción, acentuada al final del ejercicio, que ha sido compensada por un fuerte ritmo de emisiones al inicio de 2005. Para el conjunto del año, las emisiones ascendieron a 36 mm de dólares, una disminución de casi el 10% respecto a 2003, centrada en las emisiones corporativas, que se redujeron en un 27%. Esto se tradujo en una pérdida de cuota de América Latina en los mercados primarios de deuda, que fue de apenas un tercio, frente al 44% de 2003 y más del 70% en el año 2001.

Respecto al conjunto de flujos netos de capital a América Latina, la ampliación del superávit por cuenta corriente y el menor ritmo de acumulación de reservas se tradujeron en una fuerte reducción respecto a 2003. Los flujos totales ascendieron a 5,6 mm de dólares en el agregado de América Latina, menos de un cuarto de los recibidos el año precedente. Los flujos oficiales pasaron a ser negativos, por la devolución de los préstamos recibidos de las instituciones financieras internacionales, mientras que los flujos de cartera y los préstamos amplificaron su contribución negativa. Solo los flujos de inversión directa extranjera (IDE) fueron positivos y mostraron una notable recuperación a lo largo del año, pasando de los 33 mm de dólares de 2003 a los 50 mm de dólares en el conjunto de 2004, lo que permitió romper su tendencia decreciente desde 1999. Este último dato es particularmente positivo, tanto más si se considera que el extraordinario comportamiento de la IDE en el último tercio de los noventa estuvo respaldado por un intenso proceso de privatizaciones (que sigue sin reactivarse en la coyuntura actual) y que Argentina permanece casi al margen de las inversiones. Brasil y México explican la mayor parte del aumento en la IDE, aunque en estos países se realizaron algunas operaciones puntuales que sesgaron al alza sus cifras.



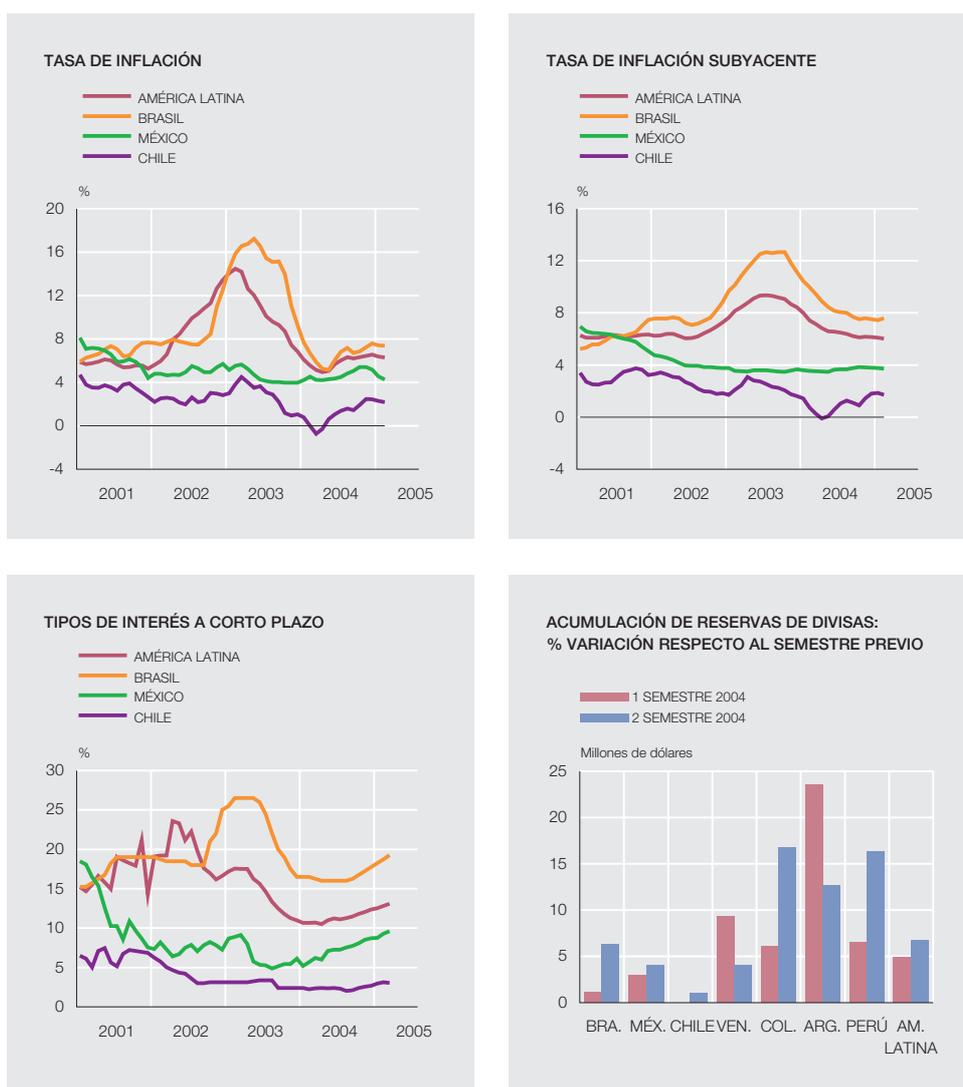
FUENTES: JP Morgan, FMI y estadísticas nacionales.

a. Media trimestral.  
b. Datos hasta febrero y estimación para marzo de 2005.

PRECIOS Y POLÍTICAS  
MACROECONÓMICAS

Tras repuntar notablemente en el segundo trimestre de 2004, la tasa de inflación agregada del área siguió aumentando muy ligeramente, para cerrar el año en el 6,5% en tasa interanual (véase gráfico 12). Este resultado es muy similar al de finales del año anterior, aunque en tasas medias anuales la inflación se ha reducido del 10,9% de 2003 al 5,9% de 2004. Todos los países, con excepción de los andinos, registraron una aceleración de la inflación en el segundo semestre del año, aunque en los primeros meses de 2005 se ha observado una cierta desaceleración de los precios en la mayoría de ellos, más acusada en México. La excepción la constituye Argentina, donde los precios, tras comportarse de un modo relativamente estable en la segunda parte de 2004, se han acelerado marcadamente en el inicio de 2005. Solo Venezuela cerró el año en tasas por encima de los dos dígitos.

Esta evolución de los precios supuso el incumplimiento de los objetivos explícitos de inflación en México y situó la tasa al final de año cerca del límite superior de la banda objetivo en Brasil,



FUENTE: Estadísticas nacionales.

mientras que en Colombia, donde la inflación mantuvo una senda descendente en el año, se cumplió el objetivo (véase cuadro 2). En Chile las tasas de inflación se situaron por debajo del objetivo. La preocupación por el deterioro del índice general de precios quedó mitigada por el buen comportamiento de la inflación subyacente, que se recoge en el gráfico 12. La tasa subyacente se redujo en 2,2 pp en el transcurso del año para el conjunto del área, hasta cerrar en el 5,6%, gracias a la notable reducción experimentada en Brasil, Colombia y Venezuela.

Ante esta situación, las políticas monetarias actuaron de modo cauteloso y se intensificó el proceso de endurecimiento de las condiciones monetarias en todos los países, salvo en Colombia, donde se registró una caída del tipo oficial. El tensionamiento de la política monetaria fue particularmente intenso en Brasil y en México (véase gráfico 12). A pesar de ello, la mejora de las perspectivas económicas y la mejor situación financiera propició un notable crecimiento del crédito en la región, por encima del 8% a finales de año. Todos los principales países, salvo Perú, registraban a finales de año tasas de crecimiento positivas. El incremento fue particularmente notable en el sector de crédito al consumo, con

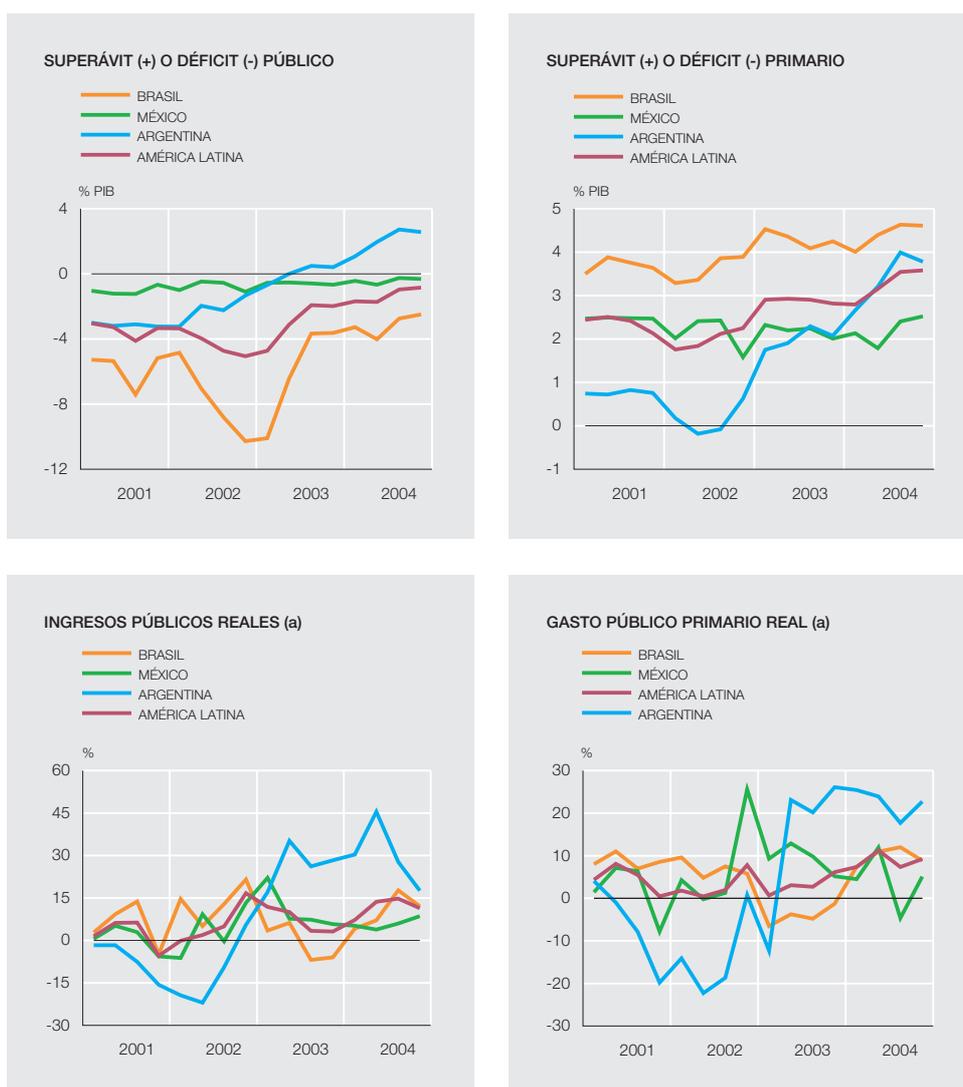
PAÍS	2004			2005
	Objetivo	Cumplimiento	Causa	Objetivo
Brasil	5,5 + - 2,5	Sí	Diciembre 2004: 7,6%	4,5 + - 2,5
México	3 + - 1	No	Sistemáticamente por encima del 4%	3 + - 1
Chile	3 + - 1	No	Por defecto, hasta octubre por debajo del 2%	3 + - 1
Colombia	5 + - 1	Sí	Diciembre 2004: 5,5%	3,5 + - 1
Perú	2,5 + - 1	Sí	Diciembre 2004: 3,5%	2,5 + - 1

FUENTE: Bancos centrales nacionales.

tasas superiores al 30% en la mayoría de los países. Destacó especialmente el comportamiento de Argentina, que desde el segundo trimestre de 2004 mantiene una tasa de avance del crédito positiva en términos reales, aunque su nivel resulta aún muy inferior al alcanzado antes de la crisis (apenas un 43%, en términos reales, respecto a finales de 1999).

La conjunción de presiones alcistas sobre el tipo de cambio y los precios, en un entorno de dinamismo económico, dio pie a ciertos dilemas de gestión monetaria y cambiaria, que se reflejaron en el diverso ritmo y evolución de la acumulación de reservas entre países (véase gráfico 12). En cualquier caso, tal proceso de acumulación prosiguió, incluso con algo más de intensidad que en el primer semestre, durante el segundo, en el que las reservas exteriores se incrementaron un 7% en el conjunto regional. Así, en Brasil, Perú y México las presiones sobre la moneda se tradujeron, en el segundo semestre, en una elevada acumulación de reservas, superior a la de la primera parte del año y, simultáneamente, como se ha señalado, en una apreciación notable de las divisas. En Argentina, donde las presiones sobre los precios empiezan a ser apremiantes, el ritmo de acumulación de reservas se redujo notablemente en el segundo semestre. En todos estos casos, el incremento de reservas tendió a ser esterilizado. Chile, por el contrario, siguió manteniendo una política de libre flotación y las reservas se mantuvieron estables.

La mejora de las cuentas públicas en América Latina llevó al estrechamiento del déficit público para el conjunto del área en siete décimas en 2004, hasta el 1,2% del PIB, y a una ampliación del superávit primario por encima del 3% (véase gráfico 13). La mejoría fue generalizada, y particularmente intensa en Argentina, donde el superávit primario del gobierno central se elevó hasta el 3,9% del PIB, muy por encima del comprometido en el programa del FMI. Brasil volvió a incrementar su superávit primario en 2004, también más de tres décimas por encima del objetivo del 4,25% pactado con el FMI. México estuvo muy cerca de alcanzar el equilibrio presupuestario, y en Chile, donde rige una regla fiscal, la buena situación cíclica y la bonanza del cobre propiciaron el logro de un sustancial superávit. Estas favorables cifras se sustentaron en el fuerte crecimiento de los ingresos (véase gráfico 13), cercano al 12% en términos reales, para el conjunto de 2004, aunque se percibió una cierta aceleración en el último trimestre. En algunos casos, la reducción fue potenciada muy sustancialmente por las entradas procedentes de las exportaciones de petróleo (México o Venezuela), mineras (Chile y Perú) o, en el caso de Argentina, por las elevadas retenciones a las exportaciones que se siguen aplicando en este país. El gasto primario también se incrementó fuertemente en términos reales, aunque en menor medida (8,8%), y se aceleró en la segunda mitad del año, evolución facilitada en algunos casos por la holgura en el cumplimiento de los objetivos fiscales.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Deflactado por el IPC.

REFORMAS ESTRUCTURALES  
 E INTEGRACIÓN COMERCIAL

La mejora de la situación económica y financiera no se tradujo en un empuje decidido al proceso de reformas estructurales. La principal excepción fue, de nuevo, Brasil, donde, si bien los progresos fueron menos significativos que los del año anterior, se consiguieron aprobar reformas de calado. Reformas destacadas fueron la ley de quiebras, que permite una mayor seguridad jurídica al acreedor, y los proyectos de asociaciones de participación público-privada, con el objetivo de fomentar la inversión de interés público y protegerla de las oscilaciones cíclicas. En otros países se produjeron algunos avances en el desarrollo del sector financiero, relacionados sobre todo con los fondos de inversión, como en Chile o México, aunque, por lo demás, en este país el proceso de reforma sigue estancado. Los progresos en el ámbito fiscal fueron escasos, principalmente en economías que padecen una situación frágil, como Colombia o Ecuador. En este último país, la falta de capacidad de aprobación de las reformas llevó a la suspensión del programa con el FMI. Finalmente, en Argentina y Venezuela tuvieron lugar cambios legislativos importantes, pero muchos de ellos, o fueron poco efectivos, o, incluso, supusieron un paso atrás en el proceso de reforma.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Calculado como el SELIC menos la expectativa de inflación a un año.

No se materializaron avances relevantes en el ámbito de la integración comercial. El Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA) no logró ponerse en marcha para el primero de enero de 2005, fecha en la que estaba previsto. La falta de progresos en las negociaciones a lo largo del último año ha obligado a este retraso, sin que se aprecien visos de solución a las dificultades. Tampoco fue posible cerrar el acuerdo entre MERCOSUR y la UE, y quizá los únicos avances destacables hayan sido en el ámbito del Área de Libre Comercio Centroamericana, el estrechamiento de relaciones entre MERCOSUR y la Comunidad Andina y la proliferación de negociaciones comerciales y financieras entre China y varios países latinoamericanos. También conviene subrayar que el Acuerdo Multifibras de la OMC dejó de estar en vigor el primero de enero, lo que supone un acceso más franco de las exportaciones textiles chinas a los mercados globales. Algunas economías latinoamericanas, que disfrutaban de acceso privilegiado a los mercados desarrollados bajo el marco anterior, se verán perjudicadas por la nueva situación.

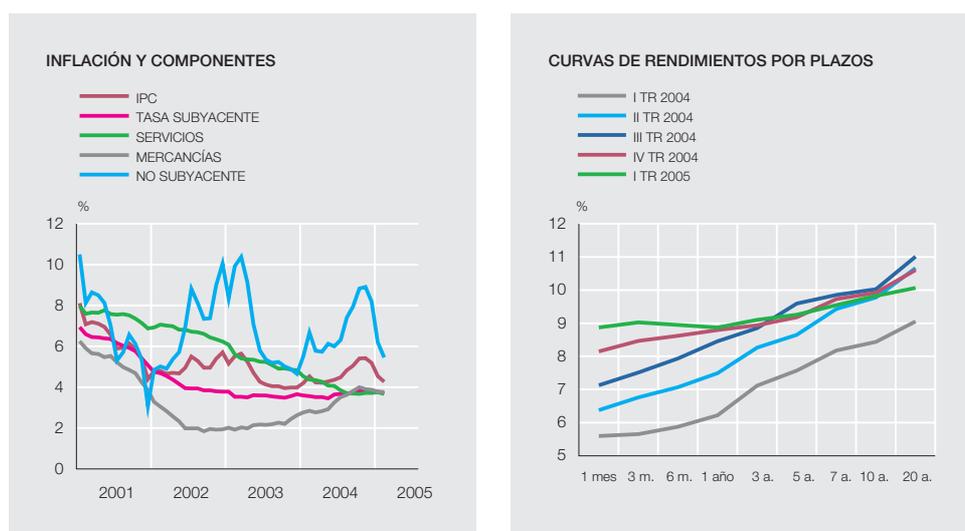
### **Evolución de los principales países**

En *Brasil* se consolidó la fortaleza de la actividad a lo largo del segundo semestre. El PIB creció un 6,2% interanual en el tercer trimestre y se moderó hasta un 4,9% en el cuarto, para cerrar el año con un crecimiento del 5,2%, el más alto desde 1994. Adicionalmente, la demanda interna tomó el relevo de la externa como motor del crecimiento, lo cual supone un cambio importante en su composición (véase gráfico 5). Por el lado de la demanda, destacan la expansión del consumo privado (un 4,2% en el año) y de la inversión (un 10,9%), mientras que, por el lado de la oferta, la industria tuvo un comportamiento destacado, al crecer un 5,3%. La creciente aportación de la demanda interna se apoyó en la fortaleza del mercado laboral. El empleo registró cifras de crecimiento superiores al 3% en el año, que fueron aún mayores en el sector industrial. Esta evolución propició un descenso de la tasa media de desempleo de casi un punto porcentual, hasta el 9,6% a final de año, al tiempo que los salarios reales se recuperaban notablemente, aunque sin llegar a los niveles de 2002 (véanse gráficos 6 y 14). La evolución de los precios ha sido menos favorable. La tasa de inflación se aceleró desde el verano y acabó el año en el 7,6%, cerca del límite superior de la banda objetivo (8%), impulsada por las alzas en los precios de los elementos más volátiles, ya que la inflación subyacente flexionó a la baja. Esta situación, en un contexto de elevado dinamismo de la demanda interna y de resistencia a la baja de las expectativas de inflación para 2005, llevó a las

autoridades monetarias a endurecer notablemente el tono de la política monetaria, lo que se tradujo en un aumento de los tipos de interés oficiales en 325 pb desde septiembre de 2004 hasta marzo de 2005, hasta el 19,25%, evolución que arrastró a los tipos de interés reales (véase gráfico 14). La tasa de inflación se ha estabilizado en los dos primeros meses de 2005 (7,4%).

Por primera vez en muchos años, la economía brasileña disfrutó de un elevado crecimiento económico combinado con un saldo de la balanza corriente positivo (1,9% del PIB), impulsado por un superávit comercial del 5,7% del PIB. Este escenario se completa con los buenos resultados fiscales, favorecidos por la evolución de la recaudación (10,6% real) y el buen comportamiento de las variables financieras, lo que dio lugar a un incremento del superávit primario en tres décimas (4,6%) y a una reducción del déficit público de más de 1 pp (hasta el 2,5% del PIB). Asimismo, la ratio de deuda cayó 5,3 pp, hasta el 51,9% del PIB. En este contexto, la celebración de elecciones municipales en octubre y algunas dificultades en la coalición gobernante apenas tuvieron reflejo en los indicadores financieros. De hecho, las primas de riesgo llegaron a situarse a finales de año por debajo de los 400 pb, nivel mínimo desde finales de 1997, y el tipo de cambio experimentó una notable apreciación, que se pronunció al inicio de 2005. La cotización del real respecto al dólar se situó por debajo de 2,60, niveles no vistos desde agosto de 2002 y que suponen una apreciación cercana al 20% desde los mínimos anuales de mayo. Durante marzo, sin embargo, se produjo una importante corrección, tanto en los diferenciales como en el tipo de cambio. Por último, cabe señalar que ha concluido en marzo el programa financiero con el FMI firmado en septiembre de 2002, y las autoridades brasileñas han anunciado que no negociarán un nuevo programa.

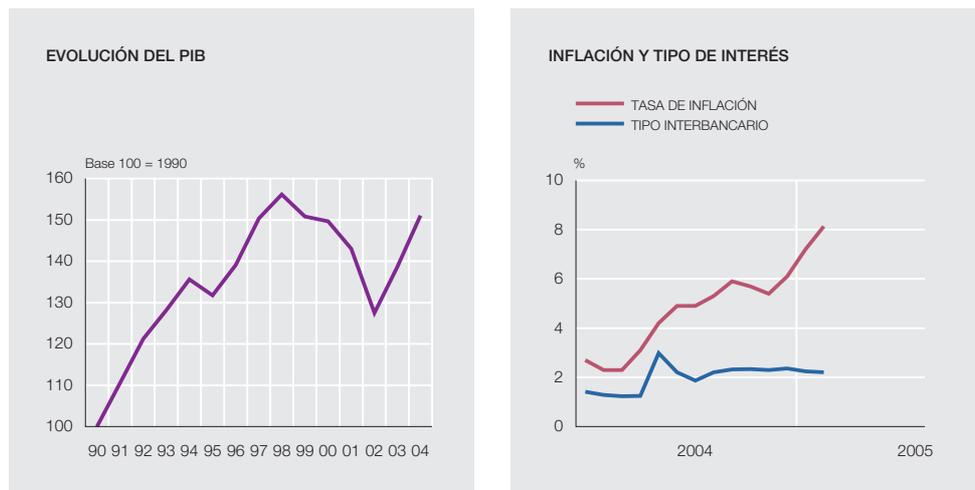
En *México*, la actividad económica se fue acelerando de forma progresiva a lo largo de 2004. Así, el crecimiento medio fue de 4,4% durante el año, pero la tasa interanual alcanzó el 4,6% en el tercer trimestre y el 4,9% en el cuarto. Estas cifras, las más elevadas de los últimos cuatro años, estuvieron apoyadas por la evolución de la demanda interna. Entre sus componentes, el consumo privado consolidó su fortaleza y la inversión, especialmente en bienes de capital, mostró un fuerte repunte, después de tres años en los que se había contraído. Esta aceleración de la actividad se debió principalmente a la producción industrial de manufacturas, puesto que tanto los servicios como la construcción registraron un menor repunte, aunque este último sector siguió registrando el mayor crecimiento. En el mercado laboral se consolidó la recuperación del empleo, que pasó a crecer un 3,5% en el último trimestre del año, frente al 1,3% con que concluyó 2003. También destacó el elevado crecimiento del empleo en la industria maquiladora en el conjunto del año (7,1%). El déficit por cuenta corriente fue igual en términos relativos al de 2003 (1,3% del PIB), aunque su composición fue diferente. Así, la balanza comercial amplió su déficit en un 48% respecto a 2003, lo que se tradujo en una aportación de la demanda externa al crecimiento de apenas tres décimas. Pero el aumento de las remesas (16,6 mm de dólares, un 24% más que en 2003) explica la estabilidad del déficit por cuenta corriente. El déficit público durante 2004 se redujo en dos décimas, hasta el 0,2% del PIB, gracias especialmente a los ingresos petroleros, que crecieron un 14,5% en términos reales respecto a 2003. En el ámbito monetario, la inflación se mantuvo durante todo 2004 por encima del límite superior del rango objetivo del Banco Central (4%). Este repunte de la inflación, que se viene corrigiendo desde el mes de diciembre, estuvo asociado a los componentes más volátiles (véase gráfico 15), puesto que la inflación subyacente se mantuvo relativamente estable. A pesar de ello, y para evitar que este incremento transitorio de la inflación se pudiese convertir en permanente si se incorporara en las expectativas de inflación y en las negociaciones salariales, el Banco Central endureció el tono de la política monetaria reiteradamente, a través de doce incrementos del corto. La intención del Banco Central de que



FUENTE: Estadísticas nacionales.

esta restricción de liquidez se trasladara a los tipos a corto plazo llevó a complementar estas subidas con algunas decisiones operativas adicionales en los últimos meses, de tal modo que aquellos se han incrementado en más de 4,5 pp desde enero de 2004. Además, se ha producido un notable aplanamiento de la curva de rendimientos, señal de que el mercado considera que se está cerca del final del ciclo restrictivo de la política monetaria (véase gráfico 15). A pesar de la subida de los tipos de interés a corto plazo, los mercados financieros tuvieron un buen comportamiento. La bolsa se apuntó una subida anual del 46,9%, el crédito registró una fuerte expansión y el tipo de cambio se apreció a partir de mayo, llegando a cotizar a niveles cercanos a los 11 pesos por dólar.

En *Argentina*, después de ocho trimestres de fuerte crecimiento, la actividad, lejos de debilitarse, volvió a retomar un fuerte impulso en el segundo semestre del año. El crecimiento del PIB repuntó al 8,3% en tasa interanual en el tercer trimestre y se aceleró hasta el 9,1% en el cuarto. De esta forma, 2004 concluyó con un crecimiento del 9%, aún dos décimas superior al registrado en 2003, con lo que el PIB se situaría tan solo un 3% por debajo del máximo alcanzado en 1998 (véase gráfico 16). Como en períodos anteriores, el consumo privado y la inversión fueron los principales factores impulsores del crecimiento. Por sectores, destacó la difusión del crecimiento a actividades que se habían mostrado poco dinámicas durante las fases previas de la recuperación, como la industria del automóvil. También se mantuvo el dinamismo en el sector agrícola, pese a la volatilidad de algunos precios de exportación, como los de la soja o el maíz. En cuanto al sector exterior, en el cuarto trimestre se produjo una reactivación de las exportaciones en términos reales que ayudó a atenuar el impacto de las elevadas tasas de crecimiento de las importaciones sobre el saldo comercial. De esta forma, aunque la aportación del sector exterior siguió siendo negativa, mejoró respecto a la registrada en la primera mitad del año. La cuenta corriente finalizó el año con un superávit del 2,1% del PIB, muy por debajo del nivel de 2003 (5,8%). También se apreció en los últimos meses de 2004 una aceleración del gasto público, asociada a varias medidas de aumento de los salarios públicos y de la inversión en infraestructuras. Pese a ello, la evolución de la recaudación permitió que los resultados fiscales para el conjunto de 2004 mostraran un superávit consolidado equivalente al 5,5% del PIB, muy por encima de la meta del 3% pactada con el FMI. Los positivos resultados económicos



FUENTE: Estadísticas nacionales.

permitieron reducir el desempleo hasta el 12,6%. En este contexto, sin embargo, aumentaron las presiones inflacionistas al inicio de 2005, al situarse la tasa interanual de inflación en el 8,1% en febrero (5,8 puntos más que al inicio de 2004). El Banco Central no modificó en lo sustancial la orientación de la política monetaria (véase gráfico 16), ya que el aumento de 25 pb en la tasa de intervención fue compensado por una rebaja de los encajes bancarios y el mantenimiento de un fuerte ritmo de acumulación de reservas internacionales, que se situaron en 20,8 mm de dólares. Estas intervenciones (coordinadas con las de la banca pública) contuvieron la tendencia a la apreciación del peso. No obstante, tras los últimos datos de inflación, la autoridad monetaria ha frenado la adquisición de divisas y ha aumentado la absorción de liquidez mediante la colocación de letras del BCRA. El canje de la deuda en suspensión de pagos finalizó a finales de febrero (véase recuadro 2), tras lo cual Argentina reinició las conversaciones con el FMI, con vistas a la negociación de un nuevo programa.

La actividad en *Chile* se aceleró en el segundo semestre de 2004, con crecimientos en el entorno del 7% en los dos últimos trimestres del año, lo que condujo a una tasa del 6,1% para el conjunto de 2004. Mientras que el consumo privado y las exportaciones se mantuvieron robustos, la inversión acentuó su dinamismo. En el mercado laboral, tras la debilidad percibida a mediados de 2004, la ocupación volvió a crecer a niveles superiores al 3% en tasa interanual en el cuarto trimestre del año, aunque en términos de desempleo los avances fueron más limitados. El importante repunte de los ingresos públicos, tanto por la aceleración del crecimiento como por el incremento del precio del cobre, junto con el control en el gasto público, resultó en un superávit fiscal del 2,2% del PIB en 2004, frente al déficit del 0,4% en 2003. La cuenta corriente registró un superávit del 1,5% del PIB en 2004, consecuencia de un excedente récord en la balanza comercial (en el entorno del 10% del PIB), en buena parte explicado por la extraordinaria mejora de los términos de intercambio (véase gráfico 17). El fuerte crecimiento de la demanda interna desde mediados del pasado año se tradujo en un repunte de los precios por encima del 2%, desde las tasas negativas del inicio del año pasado. Ello ha permitido que la autoridad monetaria haya aumentado de forma muy gradual el tipo de interés de referencia hasta el 2,75% (con cuatro subidas de 25 pb desde septiembre de 2004), tras mantenerlo durante la mayor parte del año en mínimos históricos, tanto en términos nominales como reales.

Argentina concluyó a finales de febrero el canje de la deuda en suspensión de pagos con una participación del 76%, superior a la esperada por la mayoría de los analistas. Dada la importante quita implícita en los términos del canje —que se estima del orden del 70% en términos de valor presente—, esta operación permitirá reducir la deuda pública argentina en 50 puntos del PIB, es decir, en casi un 40%, como se observa en el gráfico. Así, aunque la ratio de deuda argentina se mantendrá en niveles muy elevados (72% del PIB), el reducido coste de los nuevos bonos y su amplio plazo de amortización supondrán un notable alivio para la posición de sostenibilidad financiera de Argentina, al menos en los próximos años.

Este proceso de reestructuración ha atraído la atención de la comunidad financiera internacional desde que a finales de 2001 se declarara la moratoria de la deuda. Varios motivos explican esta atención. En primer lugar, se trata de la mayor suspensión de pagos de la historia, caracterizada además por una gran complejidad y cuya resolución —que se inició oficialmente con la propuesta del Gobierno argentino en Dubai, en septiembre de 2003— se ha prolongando largo tiempo. En segundo lugar, el papel destacado de Argentina en el desarrollo de los mercados internacionales de deuda emergente durante los años noventa, así como la implicación de las instituciones financieras internacionales en el país, explican la relevancia del proceso de reestructuración de la deuda en Argentina dentro del debate sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional.

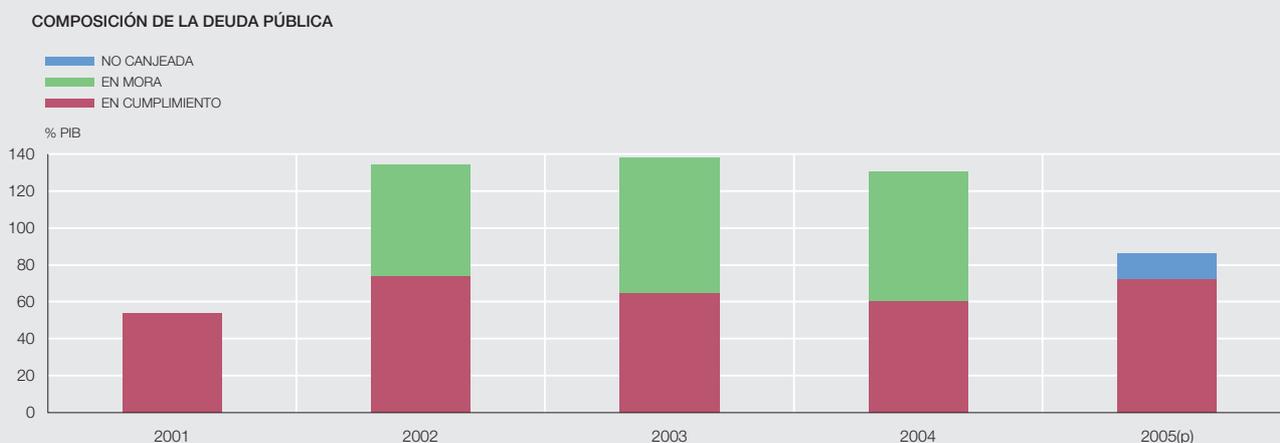
La negociación se caracterizó por el enconamiento de las posiciones entre el Gobierno argentino y los acreedores privados. Desde el punto de vista del país en suspensión de pagos, todo proceso de reestructuración de deuda plantea la necesidad de equilibrar el alivio derivado del restablecimiento de la sostenibilidad de la deuda con la conveniencia de compensar en lo posible la ruptura de los contratos frente a los acreedores, y facilitar así la reincorporación futura del país a los mercados financieros internacionales. En otros procesos recientes de reestructuración soberana, este equilibrio se ha venido

traduciendo en reducciones de la deuda no superiores al 30% o 40% y la reapertura de los mercados financieros en un plazo de entre uno y cinco años. En cambio, las autoridades argentinas, debido, entre otros factores, al elevado monto de su endeudamiento —que alcanzó el 132% del PIB a finales de 2004—, adoptaron una estrategia encaminada a conseguir un muy significativo recorte en la deuda, que provocó una brecha muy amplia entre los términos propuestos por el Gobierno y las demandas de los acreedores. Las instituciones financieras internacionales se mantuvieron relativamente al margen de las últimas fases del proceso de negociación y se vieron limitadas para contribuir al acercamiento de posiciones, condicionadas, sobre todo, por las reservas de las autoridades argentinas.

En este contexto, la propuesta para el canje de la deuda en suspensión de pagos lanzada en junio de 2004, fue criticada por los acreedores por su carácter unilateral, pero las líneas generales de la oferta no se alteraron significativamente cuando se hizo definitiva: 81,8 millones de dólares de deuda elegible en mora se canjearían por bonos par (sin descuento nominal), bonos cuasi-par (en pesos y con un descuento nominal del 33%) y bonos descuento (con una quita nominal del 66%, pero menor plazo y mayores cupones que los anteriores). Con la finalidad de maximizar el ahorro nominal en el canje y fomentar la pronta participación de los acreedores minoristas e institucionales domésticos —más interesados en los bonos par y cuasi-par, respectivamente—, se limitó el monto a emitir de las dos primeras variedades, otorgando prioridad a las primeras órdenes recibidas. Todos los títulos llevarán ligados cupones negociables separadamente, cuyos pagos dependerán de la evolución futura del PIB.

Tras varios retrasos que hicieron temer por una posible cancelación de la operación, la oferta se puso en marcha a mediados de enero y el plazo de recepción de órdenes de adhesión al canje finalizó el 25 de febrero. Con una quita efectiva en torno al 70%, el impacto del canje sobre el monto y la estructura de la deuda argentina será muy significativo (véase tabla 1), ya que el país obtendrá simultáneamente una

**EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN ARGENTINA ANTES Y DESPUÉS DEL CANJE**  
**Porcentaje del PIB**



FUENTES: Banco de España y Ministerio de Economía de Argentina.

importante quita nominal, una reducción en los intereses y un alargamiento de plazos. El recorte en el monto de deuda nominal (en torno al 43%) supone que esta pasará, según las previsiones del Gobierno, de los 191,2 mm de dólares estadounidenses (132% del PIB) registrados antes del canje, a 125,2 mm de dólares estadounidenses (72% del PIB) en 2005. Los intereses anuales en los próximos años se situarán en el entorno del 2% del PIB —una cuarta parte de su valor en 2001—, en tanto que los nuevos bonos no comenzarán a amortizarse hasta 2024. Por otra parte, aumentará la participación de la deuda en moneda local e indiciada a la inflación sobre el total, que se situará tras el canje en el 37%, frente a apenas un 3% en 2001.

Al compaginar un sustancial recorte de la deuda —que contribuirá a facilitar la sostenibilidad fiscal en los próximos años— y un grado de participación más elevado de lo esperado inicialmente, cabe considerar que el canje constituye un paso importante hacia la normalización definitiva de la situación económica en Argentina. No obstante, varios matices deben acompañar esta apreciación. En primer lugar, la situación de las obligaciones no canjeadas es motivo de controversia. El importe de esta partida, no considerada en las cifras anteriores, se estima en 24 mm de dólares estadounidenses (un 14% del PIB; véase el gráfico). Aunque el Gobierno argentino no prevé reconocer ningún pago a estos acreedores, esta decisión podría conver-

tirse en un elemento perturbador de las negociaciones de Argentina de un nuevo programa financiero con el FMI, cuya naturaleza, en todo caso, no está aún definida. En un horizonte más amplio, la gestión de la reestructuración por parte de las autoridades argentinas y el monto de la quita podría mermar persistentemente la confianza de los inversores, lo que podría limitar la capacidad de acceso a los mercados financieros internacionales en el futuro y traducirse en una prima de riesgo más elevada. Por otra parte, si bien el canje aligera uno de los lastres que hacían incierta la prolongación de la recuperación en Argentina, aún queda pendiente en gran medida la tarea de aprobar las reformas estructurales que corrijan los otros problemas de fondo heredados de la crisis —algunos de ellos profundizados en su resolución— y refuercen las bases del crecimiento del país. Precisamente, la conclusión del proceso de reestructuración otorga una oportunidad para concentrar esfuerzos en dichas reformas y como tal debe ser aprovechada.

Con carácter más general, la reestructuración de la deuda argentina reviste una serie de características especiales, como la quita efectiva aplicada, el alto porcentaje de deuda no canjeada y la extensa duración de las negociaciones, que pueden tener implicaciones sobre futuros casos de suspensión de pagos soberana, aunque esta posibilidad es aún difícil de evaluar.

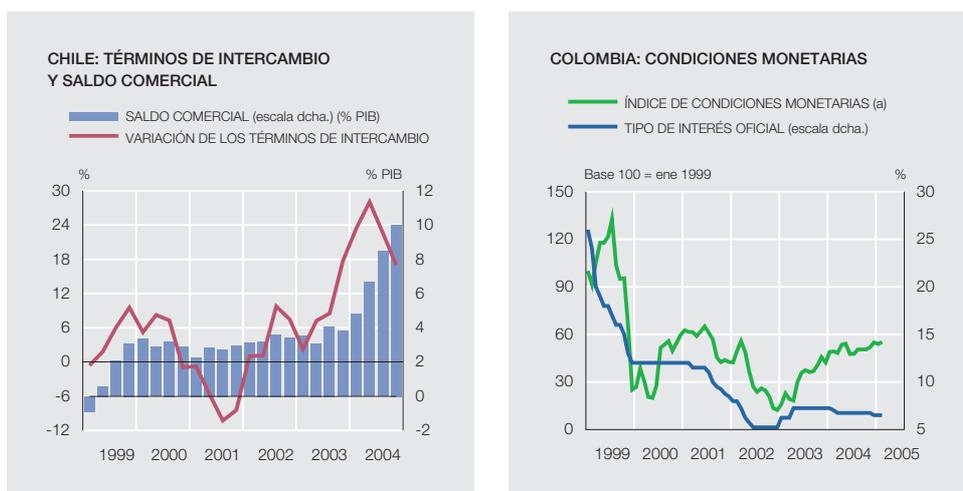
#### IMPACTO DEL CANJE SOBRE LA DEUDA ARGENTINA (a)

	mm de dólares	% PIB
Deuda total previa al canje (incluyendo intereses atrasados)	192	132
Deuda total tras el canje	125	72
Intereses anuales de la deuda total en 2001	10,1	8
Intereses anuales de la deuda total tras el canje	3,2	2
Deuda en moneda local en 2001 (% total deuda)	3	
Deuda en moneda local tras el canje (% total deuda)	37	

FUENTES: Banco de España y Ministerio de Economía de Argentina.

a. Se excluye la deuda no canjeada

*Colombia* se desmarcó en el segundo semestre de 2004 de la tendencia del resto de la región, puesto que la actividad se desaceleró, aunque moderadamente. En el tercer trimestre, la tasa interanual de crecimiento se redujo al 3,1% y el crecimiento del conjunto del año quedó en el 4%, igual que en 2003. La actividad estuvo lastrada por la debilidad de la inversión y de las exportaciones. A pesar del menor crecimiento, se produjeron mejorías adicionales en el mercado laboral, reflejadas en una caída de la tasa de paro al mínimo desde 1998. En el terreno fiscal, si bien los gastos primarios aumentaron a tasas superiores a los dos dígitos en el segundo semestre de 2004, el aumento de los ingresos permitió una reducción del déficit de la Administración Central en cinco décimas del PIB, hasta el 4,4%. Estos progresos no fueron apoyados en el ámbito estructural, pues la reforma tributaria presentada por el Gobierno tuvo que ser retirada ante la falta de apoyo parlamentario, lo que supone otro contratiempo para la estrategia de mejorar la frágil situación fiscal. La



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

a. Índice construido ponderando el tipo de cambio real y el tipo de interés real de la economía, en función del grado de apertura de la misma.

inflación, tras repuntar en los meses de verano, fue descendiendo paulatinamente hasta el 5,5% a finales de año, con lo que se cumplió el objetivo del Banco Central (6%). A inicios de 2005 se produjo un descenso adicional de la inflación, hasta el 5,3%. La contención de la inflación y la apreciación del peso permitieron un recorte de 25 pb de los tipos de interés oficiales, hasta el 6,5% (véase gráfico 17), en contraste de nuevo con el resto de la región, e indujeron también una fuerte acumulación de reservas.

En *Perú*, la actividad se aceleró en el segundo semestre de 2004, especialmente en el último trimestre (6,8% en tasa interanual), con lo que el aumento anual fue del 5,1%. El fuerte ritmo de actividad vino impulsado por la demanda interna, en especial por la inversión, y por las exportaciones. En este contexto, el país registró en el segundo semestre un excepcional superávit por cuenta corriente. El desequilibrio fiscal descendió en 2004 hasta el 1,3% del PIB. La inflación se mantuvo por encima del 4% a lo largo del semestre, lo que llevó al Banco Central a elevar por dos veces los tipos oficiales, aunque en los últimos meses la tasa interanual se ha reducido, volviendo al rango objetivo del Banco Central. Los buenos datos financieros y macroeconómicos, la intención del país de liquidar parte de la deuda externa y la aprobación de la reforma de las pensiones de los funcionarios públicos propiciaron una mejora de la calificación soberana, y expectativas de que esta podría alcanzar la categoría de grado de inversión, solo disfrutada hasta ahora en la región por Chile y México.

*Venezuela* mantuvo tasas interanuales de crecimiento de dos dígitos en los dos últimos trimestres de 2004 (14,1% y 11,2%, respectivamente), lo que llevó a una tasa anual del 17,3% y a recuperar el nivel de producto previo a la crisis, en un contexto de mayor estabilidad social, tras el referéndum de agosto. No obstante, las medidas intervencionistas del Ejecutivo se han ido consolidando y se han reflejado en la presión sobre el Banco Central, sobre los inversores extranjeros con la elevación de regalías petroleras, y sobre el sector financiero. Además de la bonanza petrolera y la mejora del mercado laboral, el fuerte crecimiento de la actividad es también consecuencia de la permanencia de una elevada liquidez y unos tipos de interés negativos en términos reales, que se derivan, en parte, de las restricciones en el mercado financiero, en particular del control de cambios. Los elevados precios del petróleo permitieron

además mantener una posición exterior muy holgada e incrementar de forma muy importante el gasto público (en el entorno del 20% en términos reales para el conjunto del año). La inflación descendió paulatinamente, pero las tasas aún son muy elevadas (en febrero se llegó al 16,9%). Cabe destacar, por último, que se llevó a cabo el 3 de marzo la devaluación prevista del bolívar en un 10,7%.

En *Uruguay*, donde se ha producido un cambio de signo en el Gobierno tras las elecciones presidenciales, la actividad mantuvo su ritmo expansivo en el segundo semestre de 2004 (se alcanzó un crecimiento del 10,2% interanual en el tercer trimestre), y se cerró el año con una expansión del 12,3%. La inflación mantuvo su senda descendente y cerró el año en el 7,6%, dentro del rango objetivo. No obstante, la situación fiscal y financiera sigue siendo delicada. En *Ecuador* la actividad creció fuertemente en este semestre, impulsada por el sector petrolero. Aunque sigue sin haber un programa financiero con el FMI, el respaldo de este a las últimas reformas económicas, el manejo de la política fiscal y el anuncio del retorno del país a los mercados internacionales, con el canje de los bonos emitidos tras el impago de 1999, propiciaron la elevación de la calificación de la deuda soberana en enero. De entre el resto de países de la región cabe destacar que, tras la crisis, en la *República Dominicana* la actividad mostró tasas positivas de crecimiento en el segundo y tercer trimestres de 2004 y el nuevo Gobierno presentó un programa de ajuste respaldado por el FMI. A pesar de ello, se incurrió en la suspensión de pagos de algunos créditos comerciales, lo que subraya la persistencia de la crisis bancaria. Por último, la inestabilidad política, social y económica en *Bolivia* se recrudeció en los primeros meses de 2005, tras un período de calma relativa.

29.3.2005.