

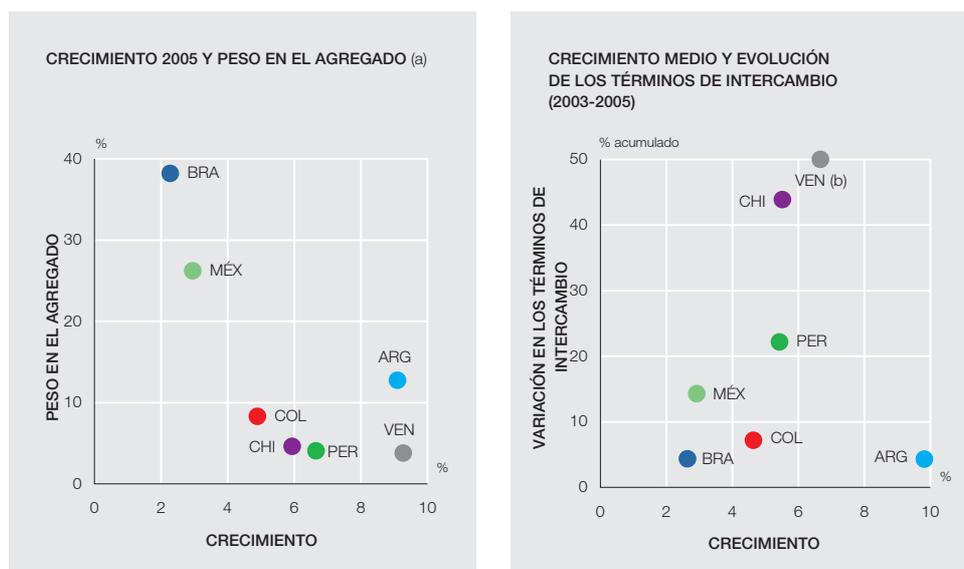
INFORME SEMESTRAL DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA

Introducción

El ritmo de crecimiento se siguió moderando muy gradualmente en el último trimestre de 2005 en América Latina, de tal modo que la tasa interanual se situó en el 3,8 %, casi un punto y medio inferior a la alcanzada en el ecuador del ejercicio. En el conjunto del año, el PIB se incrementó en un 4,3%, lo que supone una notable desaceleración respecto al extraordinario ejercicio anterior (5,8%). No obstante, el agregado de los ocho principales países distorsiona algo la valoración de conjunto, puesto que los dos países mayores (Brasil y México, que juntos representan cerca del 60% del PIB regional) fueron los que registraron una tasa de crecimiento más reducida, como se refleja en el gráfico 1. Cabe subrayar en este sentido que, además de los dos países mencionados, solo Venezuela y Uruguay —que crecieron a tasas de dos dígitos en 2004— redujeron su tasa de crecimiento en el ejercicio, mientras que los otros cuatro países registraron un crecimiento igual o superior al del año anterior, destacando entre ellos la persistencia de un elevado ritmo de actividad en Argentina. Otro elemento interesante que cabe destacar en esta ordenación del crecimiento es el impulso que ha supuesto en los últimos años la mejora de los términos de intercambio, que aún persiste. Precisamente —como se observa en el panel derecho del gráfico 1—, fueron Brasil y México dos de las economías que se beneficiaron relativamente menos de este estímulo y las que menos han crecido en promedio en los últimos tres años, aunque cabe subrayar que otros elementos, como el ajuste de la crisis previa y el rebote posterior —como en Argentina—, también tuvieron un efecto importante en la evolución de la actividad en este período en algunos países.

La actividad durante el segundo semestre de 2005 estuvo sostenida por la consolidación de la demanda interna, basada en el buen comportamiento del mercado de trabajo. A pesar de ello, la inflación (sobre todo, la subyacente) siguió flexionando a la baja y permitió a todos los principales países con objetivos directos de inflación cumplir con sus metas de fin de año, en contraste con lo ocurrido en 2004. También el comportamiento de las cuentas públicas fue satisfactorio, pues el superávit primario se amplió y el déficit público total se estabilizó en tasas no lejanas al equilibrio presupuestario en el agregado del área. La demanda externa fue paulatinamente ampliando su aportación negativa al crecimiento del producto, a pesar de que las exportaciones siguieron registrando un comportamiento muy positivo.

Los mercados financieros continuaron comportándose de un modo muy favorable en el segundo semestre, con fuertes ganancias en los mercados bursátiles y una notable reducción de los diferenciales soberanos, tendencias que se prolongaron en el inicio de 2006. A este comportamiento, mejor que el de otras regiones emergentes, contribuyó la percepción de que algunas de las fuentes de inestabilidad financiera tradicionales en el área están siendo mitigadas paulatinamente, al materializarse una mayor profundización de los mercados locales, un menor recurso a la financiación externa y una mejora de las características de la deuda pública, a través de una gestión muy activa de la misma. La entrada neta de capitales fue relativamente escasa en el conjunto de 2005 —frente a un saldo ligeramente negativo en 2004—, pero ello fue debido a que el notable incremento de los flujos privados fue parcialmente contrarrestado por una importante contracción de los flujos oficiales. Esta reducción se debió a la mejora de la situación económica de la región, pero estuvo muy determinada por la cancelación anticipada de los préstamos del FMI por parte de los dos principales deudores de la institución, Brasil y Argentina. Esta devolución supuso que, por primera vez en muchos años, América Latina dejara de ser el principal receptor de los recursos financieros del Fondo.

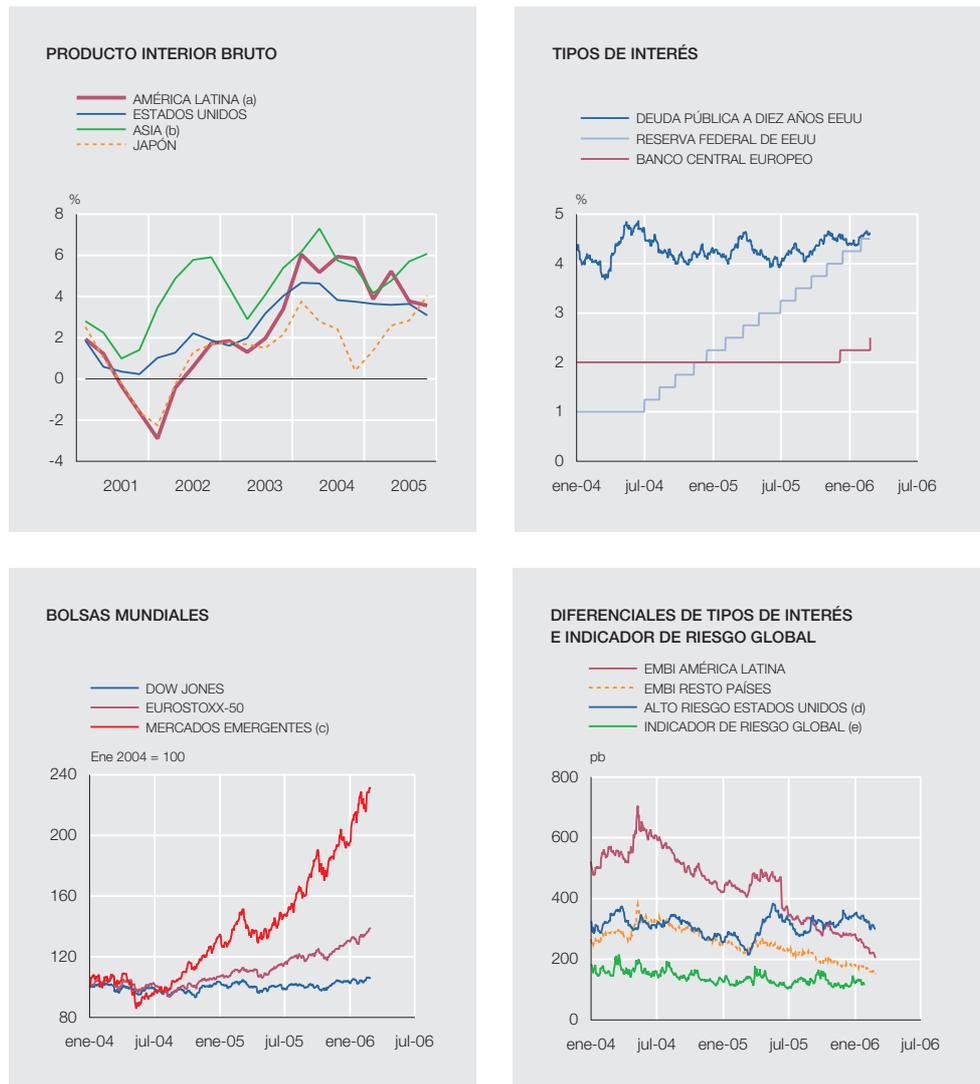


FUENTES: Estadísticas nacionales y FMI.

- a. Peso en el agregado de América Latina según paridad de poder de compra.
b. Los términos de intercambio de Venezuela aumentaron un 90%.

Las perspectivas para los próximos trimestres se mantienen positivas, pero no están exentas de riesgos. La demanda interna está sostenida por un nivel elevado de confianza de los agentes, en un entorno —salvo en Argentina y Venezuela— de baja inflación. En este contexto, los efectos favorables del ciclo bajista de tipos de interés en los dos principales países, Brasil y México, iniciado en el tercer trimestre de 2005, contribuirían a dar un impulso adicional a la demanda interna, facilitando el repunte de la actividad en el conjunto del área y una mayor convergencia entre las tasas de crecimiento. Otro impulso adicional podría venir inducido por un mayor estímulo fiscal, típicamente asociado a las fases electorales —en las que varios países siguen inmersos—, aunque esta característica ha sido menos acusada de lo observado en pasados episodios de elecciones. En un horizonte de más largo plazo, estos rasgos favorables no deben hacer olvidar el estancamiento de las reformas en el último año.

Aunque el horizonte se presente despejado en América Latina en el corto plazo, cabe subrayar que el mantenimiento de las favorables condiciones financieras globales no debe darse por descontado. La persistencia de un entorno exterior benigno ha sido fundamental en los últimos años para la consolidación de la recuperación del área. La economía global ha asimilado mejor de lo esperado los efectos negativos del encarecimiento de los precios de la energía y del endurecimiento de las condiciones monetarias en Estados Unidos, pero no ha sido capaz de avanzar en la corrección de los desequilibrios globales, que, incluso, continuaron profundizándose en 2005. El reciente cambio en el tono de política monetaria en el área del euro y Japón podría tener consecuencias a través de, al menos, dos vías interrelacionadas: por un lado, se podría producir lo largo del año 2006 una cierta reducción de la hasta ahora abundante liquidez global, derivada del aumento de los tipos de interés en esas economías; por otro lado, la reducción de su diferencial de tipos de interés respecto a Estados Unidos podría impactar en el dólar y en la percepción de los riesgos globales, en la medida en que los inversores pudieran volver a poner su atención en los crecientes desequilibrios de la economía estadounidense. Ambos factores podrían inducir una actitud más conservadora por parte de los agentes, situación que, dado lo ajustado de las valoraciones en los mercados emergentes,



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

- a. Cuarto trimestre de 2005, estimación.
- b. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán. Último dato, sin Tailandia.
- c. Índice MSCI en dólares.
- d. Bono calificación B1 empresas industriales en Estados Unidos.
- e. Volatilidad implícita de las opciones negociadas en el CBOE, multiplicada por 10.

podría suponer una reversión o, al menos, un cierto deterioro de las condiciones favorables de las que han disfrutado en los últimos años.

Evolución económica y financiera

ENTORNO EXTERIOR

La evolución económica y financiera internacional — véase el gráfico 2 — continuó siendo muy favorable para los mercados emergentes, en particular para los latinoamericanos, por tercer año consecutivo. Así, el crecimiento de la economía mundial mostró evidentes signos de dinamismo, tanto en la segunda mitad del año 2005 como en el comienzo de 2006, acompañados de una tendencia a su extensión a un conjunto más amplio de países, que habían estado más rezagados en los últimos años, como el área del euro y Japón. La extensión de expectativas favorables de crecimiento podría tener un impacto notable sobre las condiciones de liquidez global. En este sentido, tanto en Japón como en el área euro las políticas monetarias están adentrándose en una fase de moderado endurecimiento. En el primer caso, esto se tradujo en un cambio de política monetaria en marzo, que en el medio plazo supondrá el aban-

dono de los tipos de interés nulos. Por otro lado, los tipos de interés a corto plazo en Estados Unidos continuaron subiendo gradualmente, hasta situarse en el 4,75% en marzo —una subida de 1,25 puntos porcentuales (pp) desde septiembre—; y las expectativas del fin del ciclo alcista se fueron posponiendo en el tiempo, aunque siguen considerándose cercanas. La persistencia de un diferencial positivo en los tipos de interés entre Estados Unidos y el resto de los países desarrollados fue determinante para explicar la evolución del dólar, que se apreció en términos efectivos nominales durante el conjunto de 2005, aunque este resultado global encubre trayectorias muy diferentes. Frente a las monedas de las economías emergentes tendió a depreciarse y frente a las de los países industrializados se apreció, si bien se estabilizó frente al euro en la segunda mitad del año.

A pesar de esta evolución de las políticas monetarias, los tipos de interés a largo plazo, que influyen de forma directa sobre el coste de la financiación en dólares en los mercados emergentes, no sufrieron variaciones importantes hasta el mes de marzo de este año, cuando mostraron un repunte generalizado, aunque inferior a medio punto en Estados Unidos. La percepción de que las presiones inflacionistas estarían contenidas en el medio plazo a escala global, a pesar del persistente encarecimiento de los precios energéticos, junto con otros factores circunstanciales —como la demanda de inversores institucionales, el reciclaje de petrodólares y la acumulación de reservas en Asia—, son los factores que explicarían esta insensibilidad de los tipos de interés a largo plazo a la evolución monetaria y económica de corto plazo y el resultante comportamiento anómalo de la curva de tipos en Estados Unidos, que en algunos tramos presentó pendientes negativas. Esta percepción favorable tendió a reforzar la confianza de los inversores, de tal modo que los mercados bursátiles desarrollados cerraron el año 2005 y empezaron 2006 con subidas notables. El ejercicio pasado fue mucho más favorable en Europa (ganancias en torno al 20%) y, sobre todo, en Japón (40%) que en Estados Unidos, donde los avances se limitaron al 3% en el caso del índice Dow Jones.

En estas circunstancias, los mercados emergentes siguieron disfrutando de una evolución excepcional, sobre todo en Europa y América Latina, subrayada por el fuerte estrechamiento de los diferenciales soberanos, que han seguido divergiendo de la evolución de los diferenciales de los bonos privados de alto riesgo en Estados Unidos —considerados un buen indicador de la predisposición al riesgo en los mercados—, con los que tradicionalmente había tenido un comportamiento paralelo. Esta divergencia cabría atribuirla a un mayor atractivo de los mercados emergentes, debido, en los casos de Asia y Europa del este, a las perspectivas de continuidad del fuerte crecimiento y, en el caso de América Latina, a la acusada reducción de la vulnerabilidad financiera en los últimos años. El diferencial recogido en el EMBI se estrechó 32 puntos básicos (pb) en el último trimestre de 2005 y se ha reducido en 39 pb adicionales en el primer trimestre, hasta situarse en 191 pb a finales de febrero, aunque durante el mes de marzo se registró un moderado repunte, inducido por la corrección de los tipos a largo plazo en los países desarrollados. Esa cifra supuso un mínimo histórico, que también se alcanzó en muchos países del este europeo y de Latinoamérica, mientras que el comportamiento en Asia fue algo menos brillante. El índice de bolsas emergentes se revalorizó en algo más del 50% en 2005 —aunque los avances fueron más limitados en las bolsas asiáticas— y siguió sumando ganancias a buen ritmo en los primeros meses de este año.

ACTIVIDAD Y DEMANDA

Durante el segundo semestre de 2005, el crecimiento regional prosiguió su proceso de estabilización en tasas moderadas, tras la fuerte expansión del año anterior. Así, la tasa interanual de crecimiento en el conjunto de las ocho principales economías se situó en el 3,8%, tanto en el tercer como en el cuarto trimestre de 2005 (véanse gráfico 2 y cuadro 1), frente a una tasa promedio de 4,5% en el primer semestre y alejadas del 5,8% al que América Latina creció en 2004. No obstante, como se aprecia en el gráfico 3, las tasas intertrimestrales re-

	2003	2004	2005	2004				2005			
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
PIB (tasa interanual)											
América Latina (a) (b)	2,1	5,9	4,3 (p)	6,0	5,2	5,9	5,8	3,9	5,2	3,8	3,8 (p)
Argentina	8,8	9,0	9,2	11,3	7,1	8,7	9,3	8,0	10,4	9,2	9,1
Brasil	0,5	5,0	2,3	4,1	5,1	5,9	4,8	2,7	3,9	1,0	1,4
México	1,4	4,4	3,0	3,6	3,7	4,5	4,8	2,4	3,3	3,4	2,7
Chile	3,9	6,2	6,3	4,8	5,5	6,9	7,4	6,6	7,2	5,8	5,8
Colombia	4,0	4,2	5,2 (p)	3,5	4,5	2,9	5,4	4,0	6,2	5,6	3,8 (p)
Venezuela	-7,7	17,9	9,3	35,0	14,3	14,2	12,1	6,6	10,7	9,5	10,2
Perú	3,8	4,8	6,7	4,8	3,2	4,7	6,6	6,4	6,2	6,3	7,7
Uruguay	2,5	12,4	6,6	14,9	12,0	12,6	10,0	6,4	7,7	6,0	6,1
IPC (tasa interanual)											
América Latina (a)	10,9	6,0	6,3	5,6	5,2	6,3	6,5	6,4	6,6	6,0	6,0
Argentina	14,9	4,4	9,6	2,4	4,1	5,4	5,7	8,2	8,8	9,8	11,7
Brasil	14,8	6,6	6,9	6,8	5,5	6,9	7,2	7,4	7,8	6,2	6,1
México	4,6	4,7	4,0	4,3	4,3	4,8	5,3	4,4	4,5	4,0	3,1
Chile	2,8	1,1	3,0	0,0	0,5	1,5	2,3	2,3	2,8	3,3	3,8
Colombia	7,1	5,9	5,1	6,2	5,7	6,0	5,8	5,2	5,0	4,9	5,1
Venezuela	31,4	21,7	16,0	24,0	22,4	21,5	19,5	17,0	16,3	15,3	15,2
Perú	2,3	3,7	1,6	3,0	3,4	4,4	3,8	2,2	1,8	1,2	1,3
Uruguay	19,4	9,2	4,7	9,3	9,2	10,0	8,1	5,6	4,5	3,9	4,8
SALDO PRESUPUESTARIO (% PIB)											
América Latina (a) (c)	-2,0	-0,6	...	-1,7	-1,0	-0,9	-0,6	-0,6	-0,9	-1,2	...
Argentina	0,4	2,5	1,8	1,1	2,0	2,7	2,5	1,2	1,5	1,2	1,8
Brasil	-3,6	-2,5	-3,1	-3,3	-4,0	-2,8	-2,5	-2,4	-2,1	-2,4	-3,1
México	-0,7	-0,3	-0,1	-0,4	-0,7	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5	0,0	-0,1
Chile	-1,4	2,2	4,8	-0,6	0,8	1,6	2,2	3,1	3,9	4,5	4,8
Colombia	-2,6	-0,6	...	-2,3	-0,7	0,3	-0,6	0,0	0,1	...	...
Venezuela	-4,3	-1,9	0,2	...	...	...	...	...	...	...	...
Perú	-1,8	-1,3	-0,6	-1,5	-1,0	-1,1	-1,3	-1,1	-0,5	-0,3	-0,6
Uruguay	-4,6	-2,5	-1,6	-3,9	-2,0	-2,4	-2,5	-2,1	-2,2	-1,9	-1,6
DEUDA PÚBLICA (% PIB)											
América Latina (a)	54,4	50,9	...	53,6	50,1	50,8	50,2	50,5	...	...	...
Argentina	141,0	119,9	...	133,0	111,0	120,7	120,2	121,6	66,2	...	...
Brasil	57,2	51,7	51,9	55,6	54,2	52,0	51,7	51,3	51,4	51,5	51,9
México	24,7	23,3	20,8	23,5	23,8	23,2	21,6	22,7	21,6	22,6	20,8
Chile	13,3	10,9	...	13,4	12,0	12,0	10,4	10,3	8,9	7,5	...
Colombia	50,9	47,5	...	48,7	47,5	46,4	43,8	47,1	45,1	41,1	...
Venezuela	56,9	53,5	48,7	43,1	45,1	49,8	53,5	47,6	49,2	50,4	48,7
Perú	47,7	45,0	37,2	45,8	40,2	42,6	42,3	41,9	36,0	38,1	37,2
Uruguay	108,3	100,8	...	94,6	96,0	101,5	118,6	99,4	102,1	103,8	...
BALANZA CUENTA CORRIENTE (% PIB)											
América Latina (a)	0,8	1,2	...	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,5	1,4	...
Argentina	6,1	2,2	...	4,6	3,1	2,7	2,1	1,8	1,5	2,3	...
Brasil	0,8	1,9	1,8	1,0	1,5	1,7	1,8	1,9	1,7	1,6	1,8
México	-1,5	-1,1	-0,7	-1,2	-0,9	-0,8	-1,0	-1,2	-1,1	-1,0	-0,7
Chile	-1,5	1,5	...	-0,5	0,9	1,2	1,5	1,1	0,7	-0,2	...
Colombia	-1,7	-1,0	...	1,2	-1,3	-1,2	-1,0	-0,7	-0,6	-1,5	...
Venezuela	13,4	13,7	22,4	15,9	14,3	13,6	13,7	14,4	16,9	20,4	22,4
Perú	-1,7	0,0	1,3	-1,1	-0,8	-0,2	0,0	0,2	0,7	0,9	1,3
Uruguay	0,5	-0,8	...	-0,2	-0,2	-0,6	-0,8	-1,1	-1,0	-1,5	...
DEUDA EXTERNA (% PIB)											
América Latina (a)	46,7	42,7	...	45,3	42,2	43,4	40,6	39,6	30,4	28,9	...
Argentina	119,8	112,3	...	121,4	101,4	110,8	107,4	107,5	62,2	62,4	...
Brasil	40,1	33,3	...	38,7	37,9	35,3	31,7	29,8	25,5	22,6	...
México	22,1	20,5	15,4	21,2	21,5	21,5	19,1	19,9	17,6	17,3	15,4
Chile	54,8	46,7	34,6	47,9	46,1	48,0	43,6	42,8	40,5	39,7	34,6
Colombia	44,9	41,3	...	42,6	41,2	38,7	36,3	34,3	31,2	28,0	...
Venezuela	48,3	44,1	41,2	39,5	42,0	41,6	43,4	36,9	40,1	39,5	41,2
Perú	48,3	45,3	35,7	47,2	42,1	43,7	42,5	42,4	36,3	36,7	35,7
Uruguay	98,0	87,6	...	85,3	81,9	85,6	87,6	84,5	84,8	84,7	...

FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Agregado de los ocho países representados.
b. Cuarto trimestre de 2005, estimación.
c. Datos a partir de 2004, sin Venezuela.

Tasas de variación interanuales, salvo especificación distinta



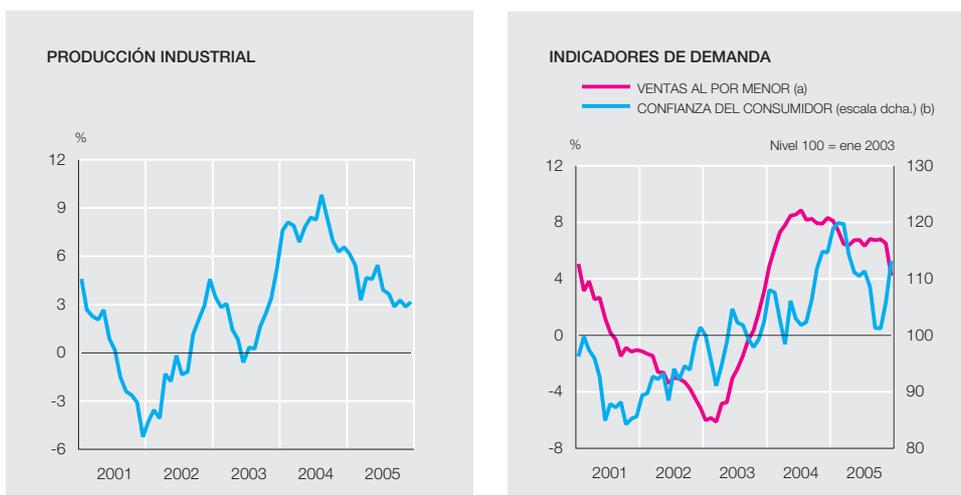
FUENTE: Estadísticas nacionales.

flejan la estabilización del ritmo del crecimiento en la segunda parte del año, al registrar un promedio de 0,8%, frente al 0,7% del primer semestre. Algunos indicadores de mayor frecuencia, como la producción industrial o las ventas al por menor, que se recogen en el gráfico 4, prosiguieron su senda de moderación al final de año y también en el inicio de este ejercicio, lo que apuntaría a una posible desaceleración adicional de la actividad, sobre todo de la demanda interna. Sin embargo, la mejoría de la confianza del consumidor y otros elementos favorecerían un mantenimiento de aquella en los próximos trimestres, como se señala más adelante.

Entre los países del área (véase gráfico 3), destacó el continuado crecimiento robusto en Argentina y Venezuela, tras cuatro y tres años, respectivamente, de incrementos del producto en torno a los dos dígitos, así como en Perú y Chile, donde en el último trimestre se volvieron a acelerar las tasas de crecimiento, y en Colombia, país en el que, en los últimos trimestres, la actividad también tuvo un comportamiento muy dinámico. Un factor denominador

DEMANDA Y OFERTA
Tasas de variación interanuales y nivel

GRÁFICO 4

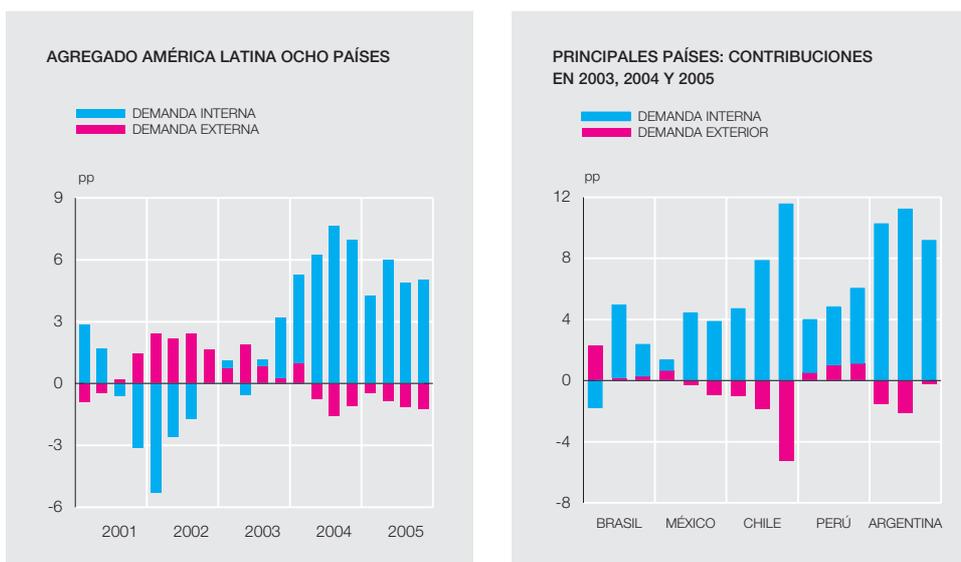


FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Las siete mayores economías, excepto Perú.
- b. Argentina, Brasil, México, Chile y Perú.

APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB
Puntos porcentuales

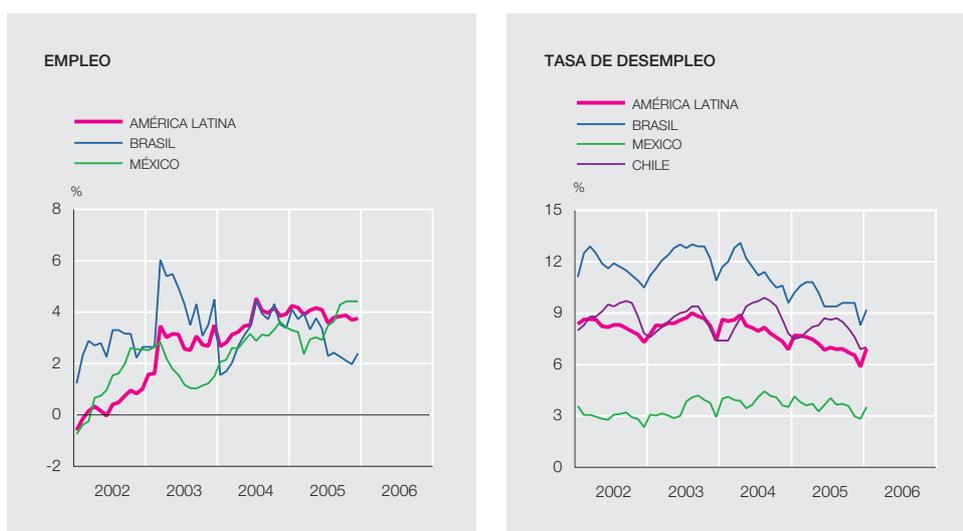
GRÁFICO 5



FUENTE: Estadísticas nacionales.

común en varias de estas economías es el notable impacto positivo de la evolución de los términos de intercambio (véase gráfico 1). Por el contrario, en México y Brasil las tasas de crecimiento se han moderado notablemente, aunque en este país se observó una cierta reactivación en el último trimestre, tras una tasa de crecimiento intertrimestral negativa en el tercero.

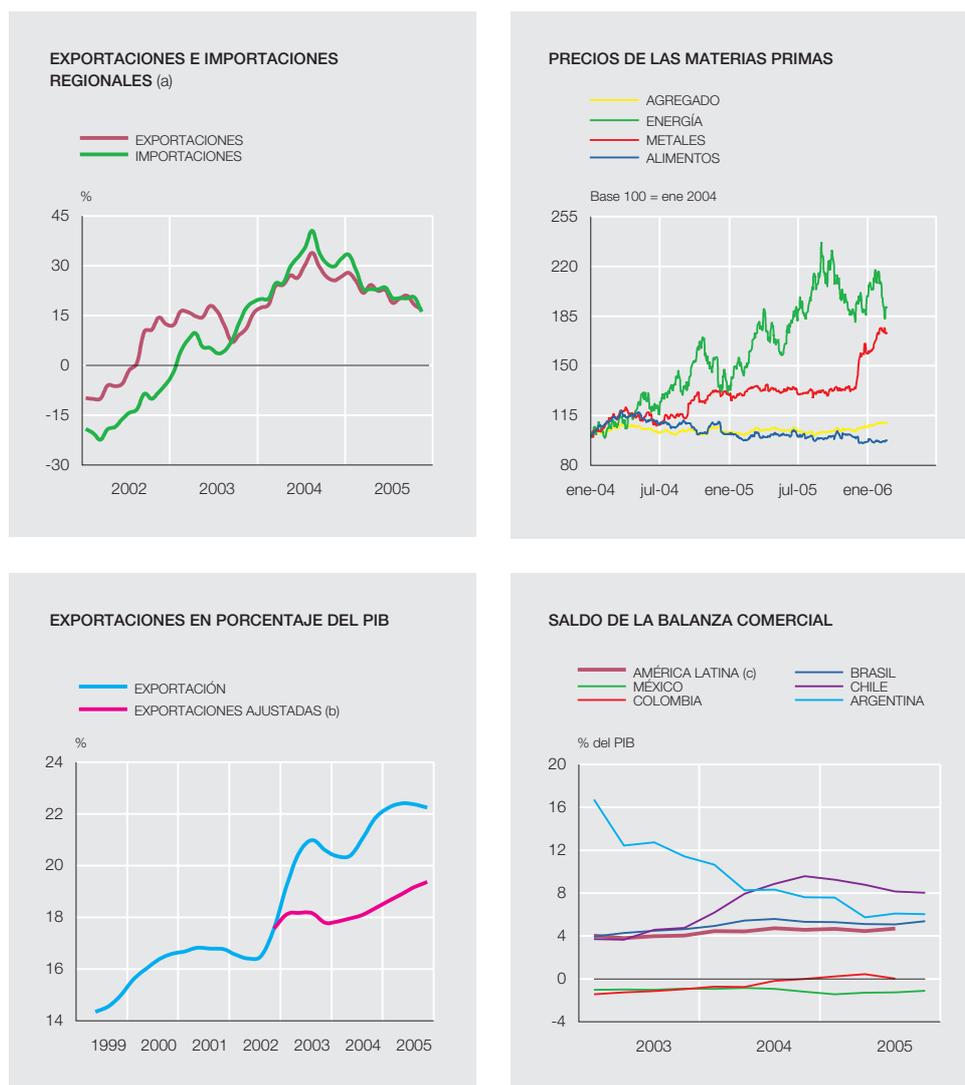
La demanda interna mantuvo un fuerte dinamismo en la mayoría de los países —con Brasil como principal excepción—, de tal modo que contribuyó en torno a 5 pp al crecimiento en los dos últimos trimestres del año (véase gráfico 5), en línea con la primera parte del ejercicio. El



FUENTE: Estadísticas nacionales.

consumo privado se mantuvo robusto, observándose una reactivación en México. Los factores reales y financieros que han mantenido el dinamismo recientemente siguieron siendo determinantes. Así, el buen comportamiento, en general, de los mercados de trabajo (véase gráfico 6) fue un factor importante, a través de la mejora de las rentas laborales y como sostén de la confianza del consumidor. El desempleo se redujo en todos los países y la tasa de paro agregada —que debe tomarse con cautela, por la heterogeneidad de los registros entre países— disminuyó gradualmente a lo largo del año, de tal modo que cayó en un punto porcentual (hasta el 7%) respecto a 2004. El ritmo de creación de empleo se estabilizó en el conjunto del área a lo largo del año, registrando un incremento del 3,7% respecto al año anterior. Destacó en este apartado el incremento de México, por encima del 4%, y la desaceleración de Brasil en la segunda parte del año. Cabe destacar, como dato positivo, que esta evolución contribuyó a reducir la proporción de empleo informal. La evolución de las rentas salariales reales fue algo más moderada que en años anteriores —se apuntaron ganancias algo superiores al 2%—, con la excepción de Argentina y Venezuela, donde crecieron un 10% y un 17%, respectivamente. La evolución de la inversión también fue favorable —registró un crecimiento de alrededor del 6,4% en 2005 respecto al año anterior—, con la notoria excepción de Brasil, donde apenas creció. No obstante, el ciclo bajista de tipos de interés iniciado en el segundo semestre en los dos principales países del área debería reflejarse en una consolidación de la fortaleza de la inversión y, en particular, en una recuperación en Brasil, así como en un estímulo adicional al crédito al sector privado, cuyo crecimiento se aceleró en el segundo semestre hasta tasas cercanas al 17%, en términos reales, a finales de año en el conjunto del área.

El sostenimiento de la demanda interna es particularmente oportuno, toda vez que la demanda externa amplió paulatinamente su contribución negativa hasta detraer 1,3 pp del crecimiento del producto en el último trimestre (alrededor de un punto en el conjunto del año). Como se observa en el gráfico 7, el comportamiento de las exportaciones y de las importaciones fue similar, pues ambas prosiguieron su proceso de paulatina desaceleración de un modo paralelo, hasta cerrar el año creciendo, en dólares, en el entorno del 16%. No obstante, en el inicio de este ejercicio se ha observado, si acaso, una tendencia a la aceleración de las exportaciones. Por el contrario, las importaciones se han estabilizado de un modo generalizado, al hilo de la moderación de la demanda interna. Es importante aclarar que la buena evo-



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

- a. Media móvil trimestral.
- b. Exportaciones a precios de 2002, respecto al PIB real en dólares.
- c. Agregación de ocho países.

lución del comercio exterior es compatible con una contribución negativa creciente de la demanda externa y con el mantenimiento de un superávit comercial, puesto que, en términos de contabilidad nacional, las exportaciones e importaciones son computadas en moneda nacional y deflactadas por sus precios. Estos precios —los términos de intercambio— han evolucionado en los últimos años de modo muy favorable, debido al fuerte incremento del precio de las materias primas, aunque en los últimos trimestres el comportamiento de estas fue divergente. Los precios de las materias primas agrícolas —componente importante de las exportaciones para Brasil, Argentina o Colombia— han sufrido recortes en los últimos trimestres, mientras que las energéticas se mantienen en un rango de precios muy altos y las metálicas —beneficiosas para Chile en particular— disfrutaron a finales del año pasado de un repunte muy acusado. En todo caso, el prolongado dinamismo de las exportaciones en los últimos trimestres cabe asignarlo al incremento en el volumen exportado (véase gráfico 7). No obstante, este incremento de volumen también está estrechamente relacionado, en la mayoría de los países, con un aumento de la demanda global de materias primas.

El saldo comercial volvió a registrar un amplio excedente, que habría superado de nuevo el 4% del PIB, una cifra muy similar a la de 2004 (véase gráfico 7). Cabe destacar la estabilización de los saldos en términos de PIB en muchos países —lo que supone que en dólares se han ampliado notablemente, hasta superar los 90 mm de dólares en el agregado de los ocho principales países—. Esto supuso que la balanza por cuenta corriente volvió a registrar un superávit por tercer año consecutivo, de similar magnitud al de 2004, debido a que el resto de partidas que conforman la cuenta corriente tendió a compensarse: la progresiva ampliación del superávit por transferencias —inducido por el crecimiento de las remesas— se vio contrarrestada por un creciente déficit en la balanza de rentas. En el recuadro 1 se analizan con detalle los distintos componentes de la balanza por cuenta corriente.

El mantenimiento del superávit por cuenta corriente supone que la brecha entre ahorro nacional e inversión persiste, como muestra el gráfico 8, a pesar de que la ratio de inversión sobre producto superó el 20% por primera vez desde 1998. Esto implica que el ahorro se incrementó notablemente en los últimos años. En el panel de la derecha se ha computado por separado la contribución del sector privado y del sector público al saldo de la balanza por cuenta corriente. En el caso del sector público, esta magnitud es aproximada por el saldo presupuestario. Puede comprobarse que ambos contribuyeron, a través de un fuerte ajuste, aunque con algo más de retardo en caso del sector público, al cambio de signo, de negativo a positivo, en el saldo de la balanza por cuenta corriente acaecida entre 2002 y 2003. No obstante, a partir de entonces el mantenimiento del superávit por cuenta corriente ha sido facilitado por la progresiva reducción del déficit público en el conjunto del área, que pasó del 5% del PIB en 2002 hasta el 0,5%, si bien en el segundo semestre hubo un ligero deterioro y cerró el año en el 1,2% del PIB. Lo que resulta notable es que, una vez superados los problemas financieros de la región y encauzada la recuperación, el ajuste fiscal no se haya revertido como en ocasiones pasadas, y que los superávits primarios hayan tendido a ampliarse, hasta el 3,4% con el que cerraron 2005. La buena evolución de los ingresos públicos, que crecieron en términos reales un 8% en el agregado del área en 2005 (frente al 12% del año anterior), ayudó a este buen resultado, pero también es destacable que los gastos primarios no se aceleraran a pesar de las favorables condiciones de financiación y de los procesos electorales en muchos de los países. Su ritmo de crecimiento, en términos reales, se redujo marginalmente incluso respecto al año anterior (8,1%, frente al 8,8% de 2004). Venezuela constituyó una excepción notoria a este comportamiento.

La tendencia a la compresión de los diferenciales soberanos se acentuó aún más después del verano, rompiendo el índice EMBI regional sucesivos mínimos, hasta situarse en torno a los 220 pb en febrero de 2006, unos 125 pb por debajo de los niveles de septiembre (véase gráfico 9). En marzo se ha producido un repunte moderado, en línea con el incremento de los tipos a largo plazo en los países desarrollados. Resulta notorio que todos los diferenciales soberanos se hayan estrechado adicionalmente de forma significativa —con las excepciones de Perú, Chile y Argentina— aunque en estos dos últimos casos ello fuera debido, principalmente, a la recomposición del índice— y que fueran en aquellos países con diferenciales más amplios en los que se redujeran más. Este es el caso de Venezuela, cuyo diferencial se ha situado por debajo de 250 pb (1,5 pp menos que los niveles de septiembre), y de Ecuador, país que recuperó el acceso a los mercados internacionales por primera vez desde el impago de 1999, con 560 pb, unos 185 pb inferior a dicho mes. Por su parte, también Brasil, Colombia y México experimentaron reducciones importantes, hasta los 220 pb, 160 pb y 115 pb, respectivamente, lo que supone, respecto a septiembre de 2005, un 30% menos en los dos primeros casos y un 15% en el tercero.

Por su parte, el comportamiento de las bolsas fue muy favorable en el segundo semestre del año, anotando el índice regional en moneda local una subida del 30% —con lo que se cerró

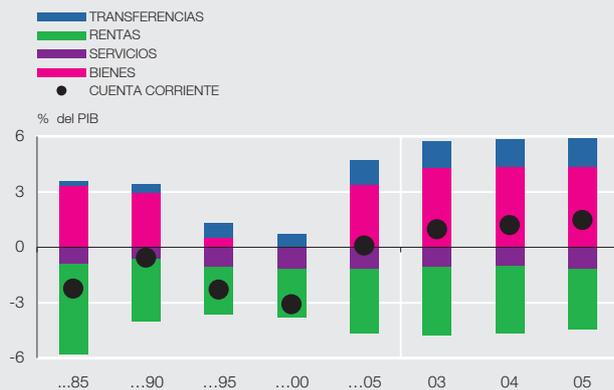
En 2005, por tercer año consecutivo, América Latina¹ registró un saldo positivo en la balanza por cuenta corriente, lo que supone un hecho sin precedentes. En el pasado, con ritmos de crecimiento como los registrados durante los tres últimos años, el déficit por cuenta corriente alcanzaba, al menos, una cuantía del 3% del PIB.

El principal factor explicativo de este cambio de patrón en el último trienio es el comportamiento de la balanza comercial, que ha pasado de presentar una posición relativamente equilibrada en la década de los noventa a registrar amplios superávits, hecho que no se producía desde finales de los años ochenta. Incluso si se compara con la década de los ochenta, los superávits alcanzaron una mayor magnitud en el trienio 2003-2005, pues se situaron por encima del 4% del PIB, mientras que en la década de los ochenta solo superaron ligeramente el 3%. La clave para poder explicar los buenos resultados de la balanza

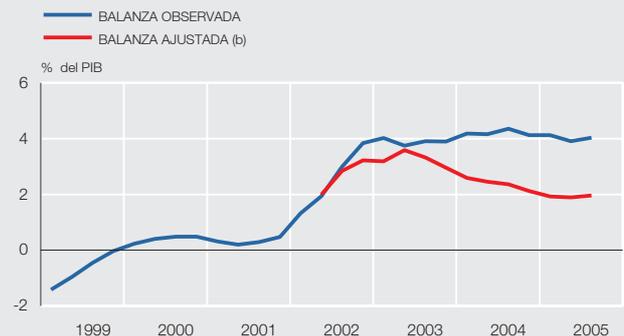
comercial es la mejora experimentada en los términos de intercambio de los países de la región en los últimos años, consecuencia del encarecimiento de las materias primas, que constituyen una parte importante de las exportaciones latinoamericanas. Para el trienio 2003-2005, los términos de intercambio mejoraron un 13,5% para el conjunto de la zona, con aumentos muy superiores en algunos casos, como Venezuela y Chile. De hecho, si se aislara el efecto de esta mejora de los términos de intercambio y se calculara el saldo de la balanza comercial con los términos de intercambio existentes en el año 2002, el superávit se habría reducido hasta el 2% del PIB en 2005, 2 pp menos del efectivamente observado, lo que supone que a finales de 2005 la balanza por cuenta corriente presentaría un déficit cercano al 1%. Además, en este ejercicio solo se toma en consideración la eliminación del efecto precio, pero no del efecto cantidad derivado de la mayor demanda global de materias primas. Todo lo anterior permite afirmar que la mejora de la posición exterior y del grado de apertura de América Latina se debe más a circunstancias externas que a un progreso estructural en la capacidad exportadora o en la apertura externa.

1. Los cálculos para la región incluyen a Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela.

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y SUS COMPONENTES EN AMÉRICA LATINA (a)



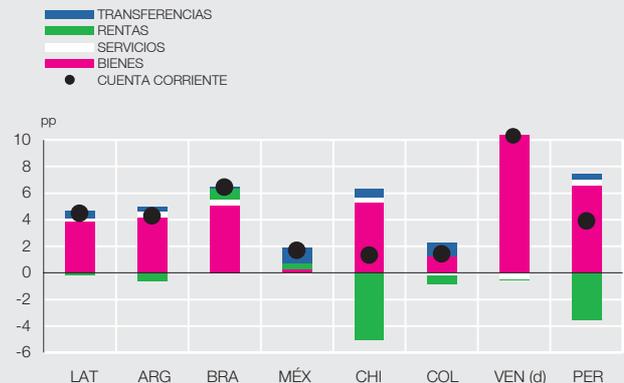
BALANZA COMERCIAL EN AMÉRICA LATINA



MEDIA DE LA BALANZA DE BIENES SOBRE PIB Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (2003-2005)



VARIACIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA BALANZA CORRIENTE SOBRE PIB (2001-2005)



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. 2005: estimado sin conocerse el dato del cuarto trimestre.
 b. Balanza comercial a términos de intercambio de 2002, respecto al PIB real en dólares.
 c. En el periodo, Venezuela registró un incremento del 90% en los términos de intercambio y un saldo medio de balanza de bienes del 22%.
 d. En Venezuela, la variación en puntos porcentuales del PIB de la cuenta corriente fue del 17,1, y la contribución de la balanza de bienes, de 17,6 puntos del PIB.

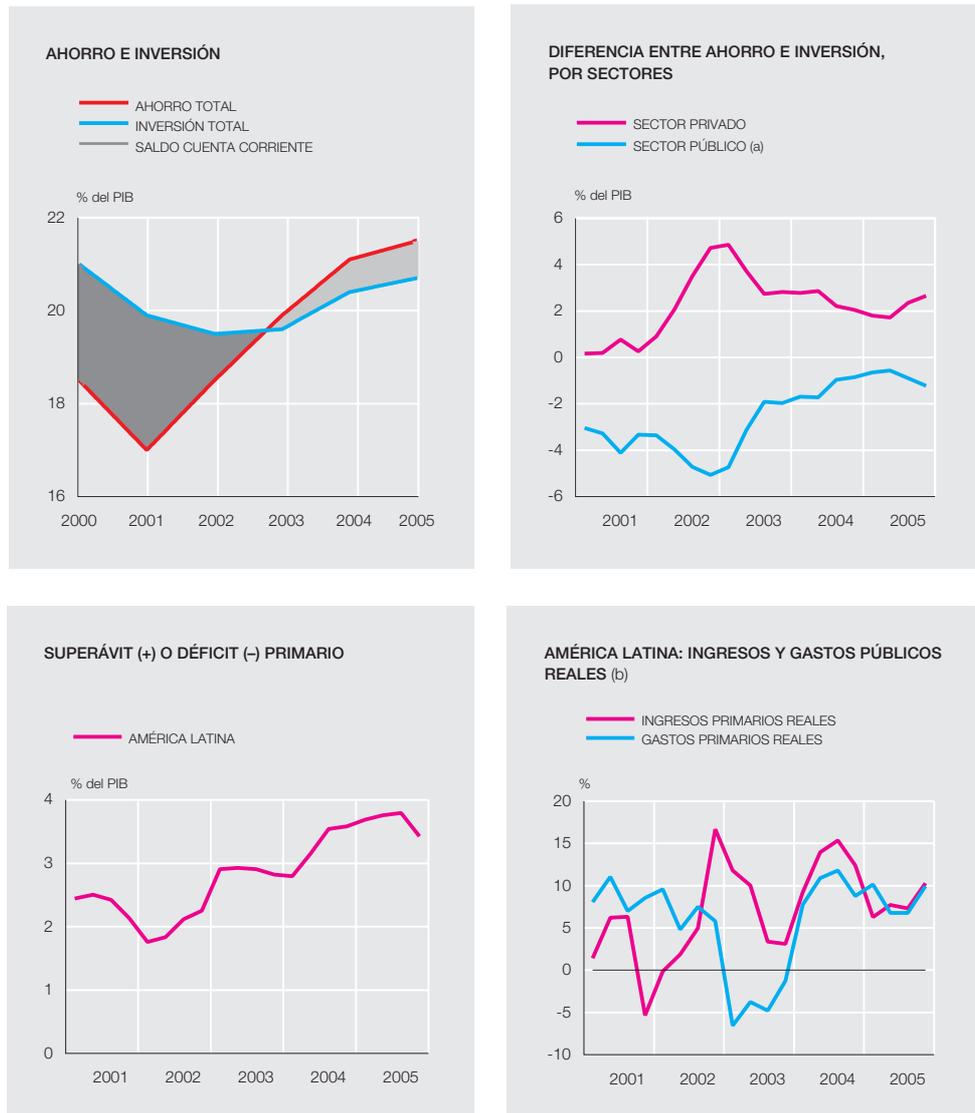
Respecto al resto de los componentes de la balanza por cuenta corriente, la balanza de servicios ha mantenido un déficit relativamente constante, en torno al 1% del PIB. El creciente superávit de la balanza de transferencias, proveniente del mayor envío de remesas, que se ha duplicado en los últimos diez años y que ahora se sitúa en torno al 1,5% del PIB regional, se ha compensado en los últimos años con un incremento del déficit de la balanza de rentas —que incluye los pagos por intereses de deuda, beneficios repatriados, etc.—, aunque ha sido menos acusado en el último año. Si se compara la situación del último trienio con la de la década de los ochenta, la balanza por cuenta corriente presentó déficit en esos años, porque, a pesar de que la balanza de bienes presentaba superávits cercanos al 3% del PIB, el déficit de la balanza de rentas era más elevado y la balanza de transferencias registraba un superávit de muy pequeña magnitud. De hecho, el aumento del superávit en la balanza de transferencias por el aumento de remesas es uno de los cambios esenciales que se han producido en la balanza por cuenta corriente de América Latina en los últimos veinticinco años y otorga a la posición exterior del área una mayor robustez, dada su tendencia al alza y su carácter no procíclico. La evolución de la balanza de rentas es más volátil, pues depende tanto de los costes de financiación como de la tasa de rentabilidad de las inversiones, aunque la reducción de los pasivos financieros netos en los últimos años —ligada, precisamente, a la acumulación de superávits por cuenta corriente y a la apreciación del tipo de cambio— también mejora las perspectivas en el corto y en el medio plazo.

En un análisis por países, se puede observar que todos ellos, salvo México, presentan en los últimos años mejoras radicales en sus balanzas por cuenta corriente ligadas al ajuste inducido por las crisis económicas y la apreciación de los tipos de cambio (Argentina y Uruguay) o al aumento del precio de las principales materias primas que exportan (Chile y Perú) o a ambos factores (Venezuela). Por el contrario, en México, a pesar de la mejora en los términos de intercambio ligada al precio del petróleo, no se ha producido una recuperación en la balanza comercial. Este hecho está relacionado con la pérdida de competitividad de los productos de exportación en el mercado de Estados Unidos (donde se envía alrededor del 90% de los mismos), sobre todo respecto a los países asiáticos.

También cabe destacar la evolución de la balanza de rentas en algunos países, como Chile y Perú, donde ha tenido lugar un deterioro de la balanza de rentas, ligado a la repatriación de beneficios procedentes de las empresas mineras, las cuales, por otro lado, también contribuyeron al fuerte superávit comercial en estos países. Por el contrario, puede observarse un incremento del superávit de la balanza por transferencias en países como Colombia, México y Perú, pero también en otros, como Ecuador, Bolivia y muchos centroamericanos, que ha constituido una partida importante para explicar la evolución de la balanza por cuenta corriente en los últimos cinco años. De hecho, en Bolivia, Colombia y Ecuador el superávit de la balanza por transferencias se sitúa cerca del 5% del PIB, y sin él las cuentas externas estarían atravesando serias dificultades.

el ejercicio con un incremento del 32%—. En cualquier caso, el comportamiento bursátil no fue completamente homogéneo. Brasil, México, Colombia y Venezuela registraron subidas prácticamente continuadas desde septiembre, anotando, las tres primeras, ganancias del 36%, 38% y 115%, en moneda local, en el conjunto del año; y la última, una caída del 9%. Chile y Argentina mostraron cierta mayor volatilidad en el último trimestre, pero, aun así, cerraron el año con subidas anuales en el entorno del 10%. Las bolsas comenzaron con fuerza el 2006, acumulando el índice agregado una subida del 11% hasta febrero, pero desde entonces se ha producido una corrección y consolidación en niveles altos. Esta evolución tuvo su correlato en la mejora de las calificaciones crediticias de varios países de la región: Brasil, por parte de dos agencias distintas, en octubre y marzo; Venezuela, en noviembre y en enero, también por parte de dos agencias; México, en diciembre, y Argentina, en marzo. Asimismo, hubo un importante número de mejoras al alza de las perspectivas, y solo en Ecuador se revisaron a la baja.

El favorable entorno exterior y las buenas condiciones económicas y financieras están siendo aprovechados en esta fase de recuperación para instrumentar políticas cada vez más activas de gestión de la deuda con vistas a reducir la vulnerabilidad de la posición financiera de dichos países. Estas políticas se articularon a través de múltiples iniciativas en los últimos trimestres: la recompra de la totalidad de bonos Brady (ya realizada con anterioridad por México y que concluirá en abril por parte de Brasil) y otra deuda exterior; la emisión de deuda externa en moneda local (Colombia y Brasil); la cancelación progresiva de la deuda indiciada al dólar en Brasil, culminada en febrero; y, por último, una serie de medidas fiscales y regulatorias, anun-



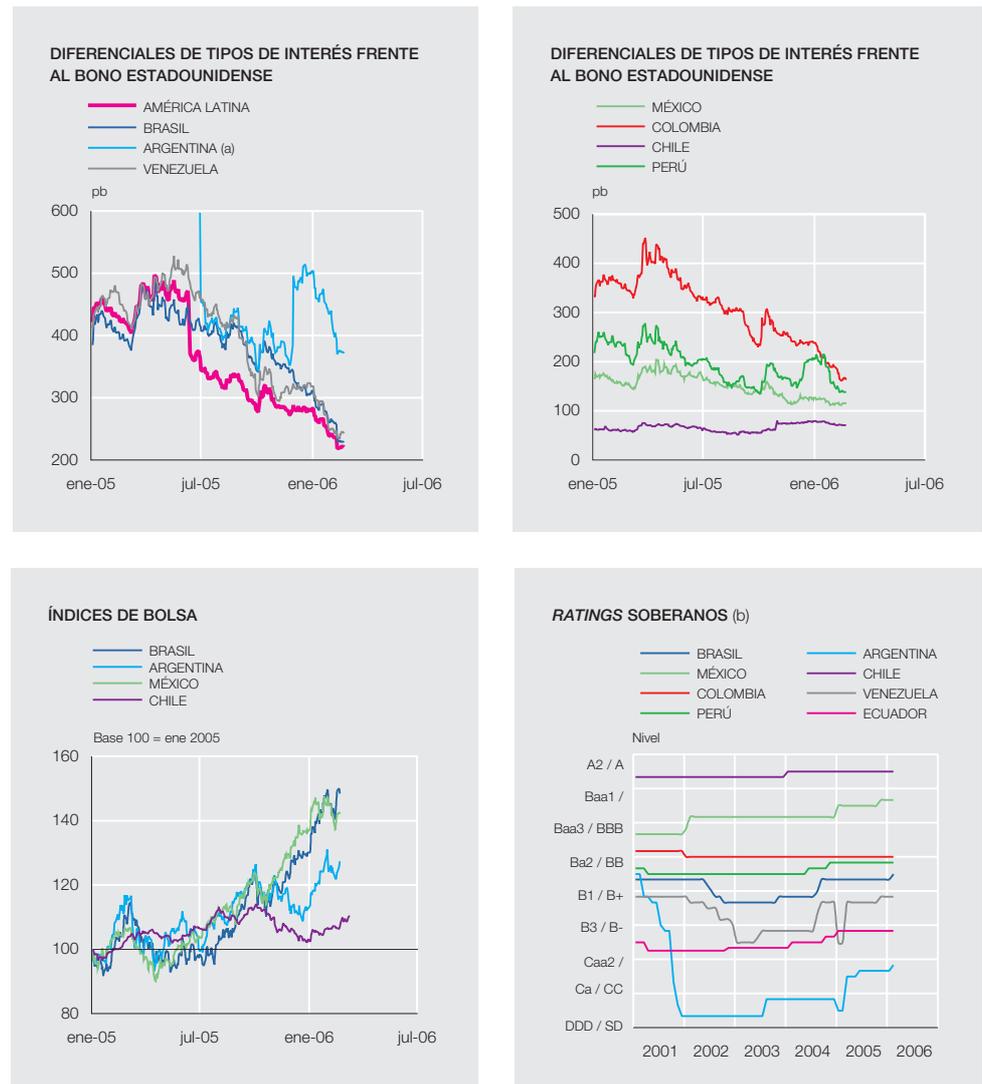
FUENTES: FMI y estadísticas nacionales.

a. Calculado como saldo presupuestario.

b. Deflactados por el IPC.

ciadas por Brasil y Chile, orientadas a favorecer la participación del inversor no residente en el mercado de deuda pública interna. En el recuadro 2 se analiza en detalle el impacto de estas políticas sobre la notable reducción de la deuda vinculada al tipo de cambio que se ha verificado en la región en los últimos años.

Cabe destacar en este contexto la cancelación anticipada de la financiación del FMI por parte de Brasil y Argentina, por un monto de 15,5 y 9,9 mm de dólares, respectivamente, pues también contribuye a reducir drásticamente la ratio de deuda externa. No obstante, la motivación de esta decisión desborda ampliamente el ámbito de la gestión de la deuda e incluso tiene una interpretación diferente en cada uno de los países. Así, mientras que en el caso de Brasil la decisión fue interpretada favorablemente por los mercados, en un contexto de mejora de los fundamentos económicos del país y de credibilidad de las políticas económicas, en el caso de Argentina —que tuvo un impacto más negativo en los indicadores financieros— la



FUENTE: JP Morgan.

- a. El 11 y el 13 de junio de 2005, los nuevos bonos restructurados argentinos entran en el EMBI.
- b. Media simple de las calificaciones de Moody's, Standard and Poor's y Fitch IBCA.

desvinculación con el FMI estuvo relacionada con el deseo de sus autoridades de profundizar en unas políticas diferentes a las que comporta la condicionalidad de esta institución. En cualquier caso, la devolución de los préstamos ha reducido a casi la mitad la cartera de préstamos del FMI, y la participación de América Latina en la misma ha pasado a ser apenas del 8%, frente al promedio del 33% de la última década (véase gráfico 10).

La evolución de los flujos de capital estuvo determinada por estos desarrollos en los mercados de capitales latinoamericanos. Las cifras preliminares indican que la entrada de flujos netos totales fue positiva (superior a los 10 mm de dólares), frente a la salida en términos netos (-1,5 mm de dólares) del año anterior. Sin embargo las cifras totales, que aparecen en el gráfico 10, ocultan la magnitud de los cambios entre flujos privados y oficiales. Los flujos privados netos se triplicaron respecto al promedio de los cuatro años anteriores, mientras que los flujos oficiales netos fueron de -24 mm de dólares. En esta última magnitud pesaron fundamentalmente la cancelación de préstamos al FMI —aunque no está incluida la devolución por parte de

En América Latina la deuda vinculada al tipo de cambio, sea porque estuviera emitida en moneda extranjera o indiciada a alguna divisa, ha desempeñado un papel tradicionalmente importante en la financiación del sector público y ha constituido una fuente importante de vulnerabilidad de las finanzas públicas, al generar desequilibrios de balance entre activos e ingresos en moneda local y pasivos y pagos en moneda extranjera. La participación de este tipo de deuda era superior al 50% a finales de 2002 en la mayoría de los principales países, y en algunos casos, como Perú y Uruguay, rondaba el 90% del total de deuda pública. Existen diversas razones para explicar esta tendencia al endeudamiento en moneda extranjera. La ausencia de instrumentos de cobertura cambiaría en los mercados nacionales, las distorsiones en los incentivos generadas por los regímenes de tipos de cambio fijos, los problemas de credibilidad de la política monetaria y la inestabilidad financiera y cambiaría de los países emergentes son algunas de ellas.

Desde el año 2003, sin embargo, la región ha venido disfrutando de unas condiciones financieras excepcionales, que permitieron reducir el peso de la deuda vinculada directa o indirectamente al tipo de cambio, en algunos casos de un modo drástico. El gráfico 1 ilustra esta tendencia en el agregado de los siete países más importantes de Latinoamérica (excluyendo Argentina). Como se observa en el gráfico 1, la ratio de deuda pública bruta en moneda extranjera pasó de un 49% a finales de 2002, a un 30% a finales de 2005, una reducción de casi 20 pp. Por países, destaca el caso de Brasil, donde la deuda pública vinculada al tipo de cambio pasó de representar un 52,8% del total a finales de 2002, a un 14,1% en 2005, una caída del 73%, mientras que en el resto de economías dicha reducción se situó entre algo menos del 3% en Perú y Venezuela y el 31,7% de Chile, lo que significó en este último caso una reducción de 20,7 pp. La excepción fue México, donde la participación de este tipo de deuda aumentó ligeramente.

Esta evolución puede ligarse a cambios en la estructura de la deuda, pero también a la intensa apreciación de la mayoría de las divisas latinoamericanas en este período (véase gráfico 11 del texto). Las

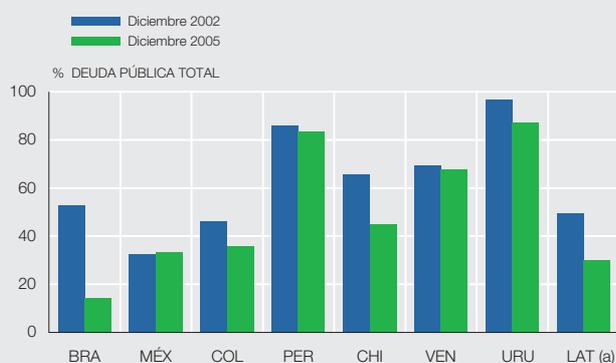
autoridades fiscales latinoamericanas son cada vez más conscientes de la importancia de reducir de modo sostenido la vulnerabilidad de las finanzas públicas, y limitar la exposición de la deuda pública a las oscilaciones del tipo de cambio resulta uno de los modos más efectivos de reducir esta vulnerabilidad. La gestión activa de la deuda llevada a cabo por la mayoría de los países apuntaría a que este factor puede haber sido importante a la hora de explicar la reducción de la deuda pública vinculada al tipo de cambio¹.

Es posible calcular la importancia del efecto del tipo de cambio y del efecto composición —asociado a los cambios en la estructura de la deuda— en cada uno de los países para el período considerado. Para computar el primero, se fija la estructura de la deuda al inicio del período de referencia (diciembre de 2002) y se calcula el porcentaje de deuda que estaría vinculada al tipo de cambio al final del período (diciembre de 2005), tomando solo en consideración los tipos de cambio vigentes en ese momento; es decir, dejando de lado las variaciones efectivas en la composición de la deuda. La diferencia entre el peso de la deuda vinculada al dólar así calculado y el peso real determina el efecto composición. Ambos efectos aparecen desglosados en el gráfico 2 para los países analizados, así como para el agregado de los países.

La mayor aportación a la reducción de la deuda vinculada al tipo de cambio se debió a un cambio en la composición de los instrumentos de deuda. En el conjunto de los países, el efecto composición explica 15 pp de la caída, en torno al 80% del total. La proporción es similar en los casos de Brasil y Chile, lo que supone 20 pp y 16 pp de la reducción lograda. En Perú, con el mismo porcentaje, la magnitud de la reducción es muy inferior, ya que la caída de la exposición al dólar fue mucho más reducida. Esta menor vinculación ha supuesto en estos países la reducción efectiva de las emisiones en moneda extranjera o vinculada al tipo de cambio e, incluso, en algunos casos, el rescate de deuda externa por deuda

1. Véase el recuadro 1 del «Informe semestral de economía latinoamericana», *Boletín Económico*, marzo 2005, Banco de España.

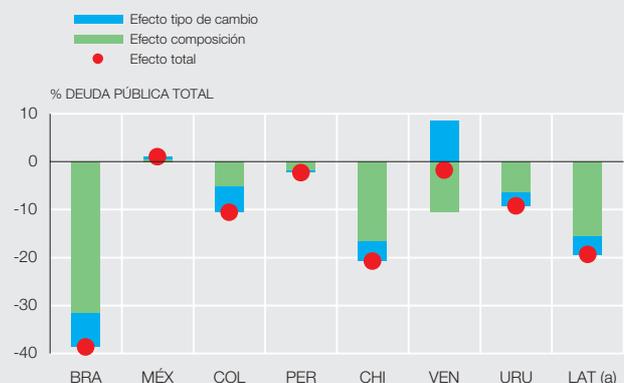
GRÁFICO 1: DEUDA VINCULADA AL TIPO DE CAMBIO SOBRE DEUDA PÚBLICA TOTAL



FUENTES: Estadísticas nacionales, FMI y cálculos propios.

a. Media ponderada de los siete países.

GRÁFICO 2: DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA



interna. El caso de Brasil, donde la deuda indiciada al tipo de cambio ha pasado de un máximo del 56% del total en septiembre de 2002 a ser eliminada, es un caso ilustrativo. En Colombia, las aportaciones de ambos tipos de efectos, tipo de cambio y composición, estuvieron equilibradas. El caso de Venezuela es particular, pues se da la peculiaridad de que el tipo de cambio se depreció sustancialmente en el período considerado, por lo que su impacto ha tendido a aumentar el peso de la deuda vinculada al dólar, en lugar de reducirlo.

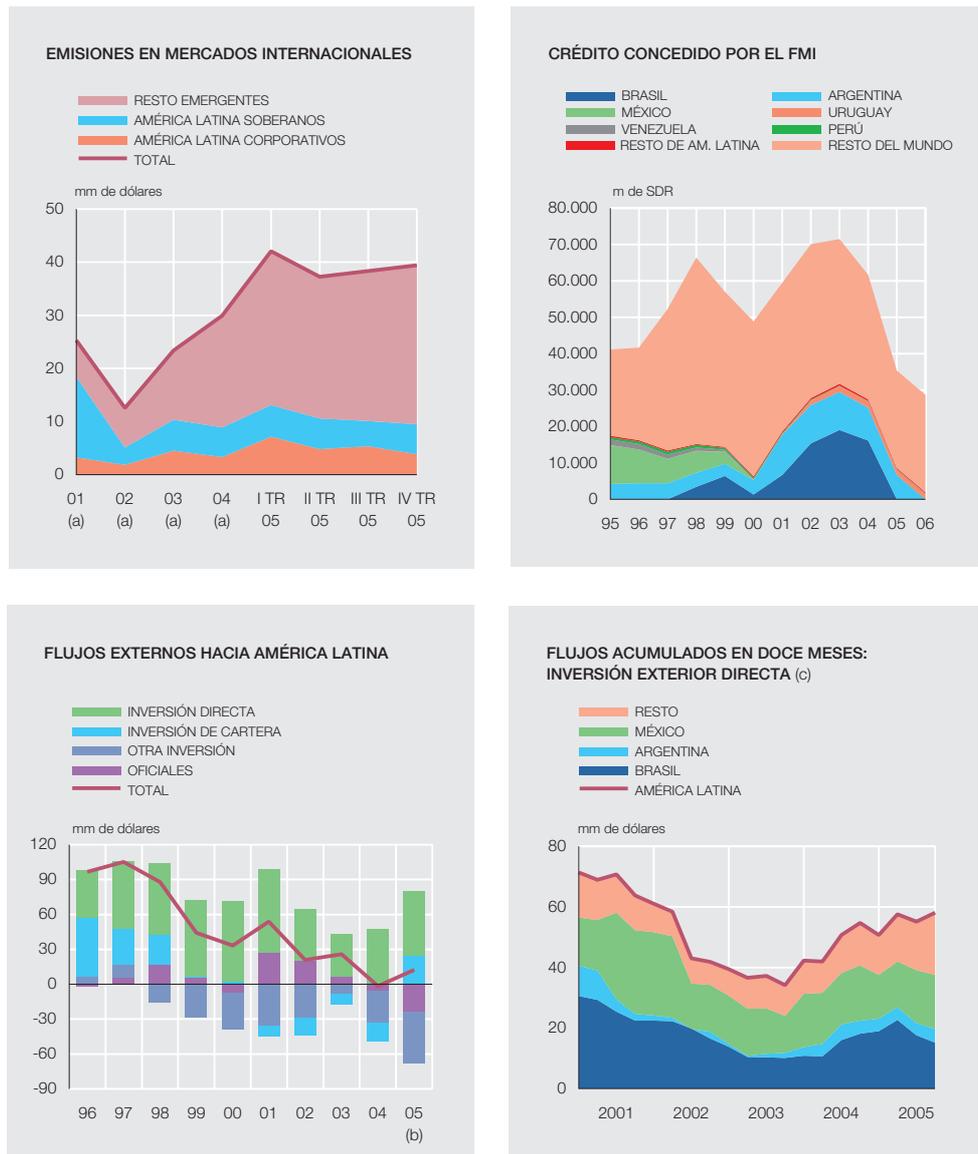
La estrategia de reducción de la exposición al tipo de cambio de la deuda requiere un análisis financiero que puede limitar el atractivo de esta opción. Así, los gestores de deuda pueden verse obligados a elegir entre la minimización del coste esperado del servicio de la deuda, tanto financiero como en términos de credibilidad, y la minimización del riesgo asociado a cambios drásticos en la carga de la deuda. A corto plazo, en vista de los tipos de interés externos que se deben pagar, en mínimos históricos, y de la fuerte apreciación de la mayoría de divisas, resultaría más barato incrementar el peso relativo de la deuda en dólares. Sin embargo, a largo plazo esta opción aumentaría la exposición cambiaria del sector público y, por tanto, su riesgo presupuestario ante perturbaciones externas, lo que en última instancia podría traducirse en la exigencia de una mayor prima de riesgo soberano.

La instrumentación de una política de gestión activa de la deuda también puede estar limitada por una serie de restricciones por el lado de la demanda de títulos. Existe una segmentación entre los mercados de deuda interna y externa, debido a la existencia de barreras de entrada, distorsiones impositivas, etc., que dificulta la colocación de los títulos en moneda local entre inversores internacionales y, como consecuencia de la escasa profundidad de los mercados locales, hace difícil la construcción de una curva de tipos con amplios plazos de vencimiento. Además, esta dificultad se incrementa por el hecho de que las emisiones internas tienden a elevar los tipos de interés nacionales y a detraer recursos para la financiación del sector privado, lo que tiene efectos negativos sobre la actividad. Es por ello por lo que la tendencia reciente a reducir la segmentación de los mercados —lo que debe facilitar una gestión de la deuda pública más efectiva y un mayor desarrollo de los mercados locales— es positiva.

En cualquier caso, la activa gestión de la política de deuda con el fin de reducir la vulnerabilidad y la volatilidad financiera se complementa con la consolidación de la disciplina fiscal. Ambos factores pueden tener costes de uno u otro tipo en el corto plazo, pero se complementan en el fortalecimiento de las finanzas públicas en el medio y largo plazo. La perseverancia con este tipo de políticas, por lo tanto, contribuye a mejorar las bases para un crecimiento económico sostenido en el área.

Argentina, ya que fue computada en enero, como se observa en el panel correspondiente del gráfico 10— y, también, la recuperación de las economías del área.

La descomposición de los flujos privados por categorías también es reveladora. En primer lugar, se produjo un retorno, con ímpetu, de los flujos de cartera, que habrían superado holgadamente los 20 mm de dólares, tras cuatro años de regresión. Este retorno es compatible con la fuerte entrada de capitales extranjeros en los mercados bursátiles de la región, pero, en principio, podría chocar con la evolución de las emisiones soberanas de América Latina en los mercados internacionales, que se han reducido respecto al año anterior. Esta reducción, que contrasta con otras áreas emergentes, se ha producido a pesar de las muy buenas condiciones de financiación externas. Esto puede atribuirse a unas necesidades efectivas de financiación más reducidas por la mejora de las posiciones fiscales y a la preferencia mostrada hacia la emisión en los mercados locales por parte de las autoridades. No obstante, las menores emisiones soberanas resultaron compatibles con la entrada de flujos netos en el mercado de deuda. Por un lado, la demanda de bonos latinoamericanos por parte de los inversores extranjeros se satisfizo parcialmente a través de compras en los mercados nacionales de deuda y, por otro lado, las emisiones corporativas registraron un fuerte crecimiento —sobre todo, en el primer semestre de 2005 y por parte de México y Brasil—. El incremento de las emisiones corporativas fue del 60% respecto a 2004, lo que más que compensó la ligera reducción en las soberanas. De este modo, el volumen total de emisiones alcanzó los 43 mm de dólares, un crecimiento del 20% sobre el año anterior. La recuperación de los flujos de cartera fue contrarrestada por la cada vez más intensa caída de los flujos netos de los préstamos y créditos externos, cuyo comportamiento ha mantenido el signo negativo en la última década.



FUENTES: Estadísticas nacionales, JP Morgan y FMI.

a. Media trimestral.

b. 2005: Previsión.

c. Último trimestre de 2005: estimación para Argentina, resto y América Latina.

También es destacable la continuada recuperación de los flujos de inversión extranjera directa, por encima de los 50 mm de dólares en el conjunto de 2005, cifra no muy alejada de las entradas en la segunda mitad de los años noventa, a pesar de la teórica competencia por estos flujos por parte de la economía china, que se analiza en el recuadro 3. Esta recuperación se concentró en México y en otros países, como Perú, pues en Brasil y, sobre todo, Argentina las inversiones exteriores aún se sitúan en niveles relativamente reducidos.

TIPO DE CAMBIO, PRECIOS
Y POLÍTICAS MONETARIAS

En los mercados cambiarios se siguieron percibiendo fuertes presiones apreciadoras, aunque durante los últimos trimestres se produjeron episodios de volatilidad cambiaria notable, asociada en algunos casos a cuestiones de inestabilidad política (véase gráfico 11), de modo que en el agregado del área el tipo de cambio se apreció solo un 2,1% frente al dólar en el segundo semestre de 2005. Particularmente importante fue la apreciación del real brasileño, de un

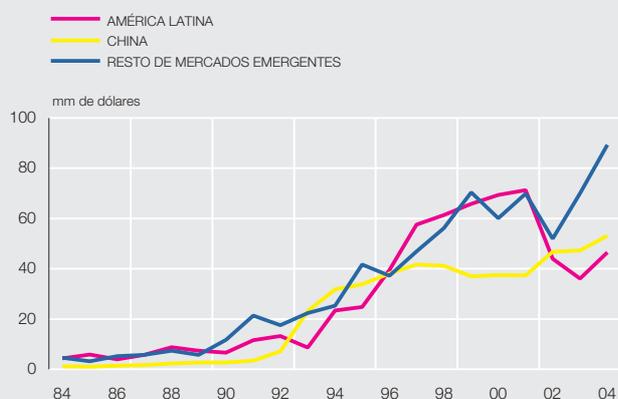
La rápida expansión de China en la economía mundial tiene importantes repercusiones globales. Una de ellas es la atracción por parte de este país de una enorme cantidad de inversión extranjera directa (IED). De hecho, China se ha convertido en el primer receptor de IED del mundo, con unas entradas por este concepto superiores a 60 mm de dólares en 2005, lo que supuso en torno al 25% de los flujos netos destinados a los países emergentes. Los inversores extranjeros se han sentido atraídos, por un lado, por el fuerte crecimiento económico chino, su enorme población y su creciente demanda interna; y, por otro, por su ventaja comparativa como plataforma de exportación, gracias a sus bajos costes laborales. Además, la adhesión de China a la Organización Mundial de Comercio (OMC) en 2001 ha reforzado el interés por invertir en dicho país.

Del mismo modo que muchos países ven a China como un claro competidor en los mercados de exportación, existe una preocupación creciente, en especial en los países emergentes, por un posible desvío hacia China de la IED que reciben. Este es el caso de América Latina, donde este tipo de inversión ha sido la principal fuente de financiación externa en los últimos años y ha tenido un papel determinante en la modernización de su estructura económica. De hecho, la IED dirigida a América Latina comenzó a caer en el año 2000, al tiempo que la destinada a China seguía creciendo rápidamente (véase gráfico izquierdo).

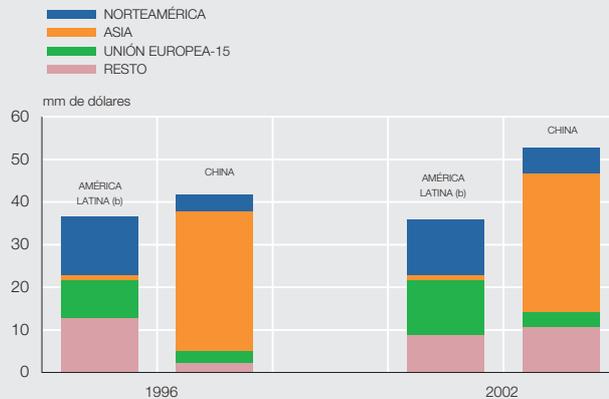
Al menos potencialmente, existen diversos factores en juego, algunos contrapuestos, que pueden influir en cómo la IED destinada a China afecta a la que reciben las economías latinoamericanas. El primero está relacionado con la oferta global de IED y la segmentación de este mercado. Por un lado, un elemento que se ha de considerar es si los flujos de esta naturaleza dirigidos a China pudieran afectar a la oferta mundial. Si la oferta global estuviera dada, un aumento de la IED hacia China supondría una reducción de la destinada a otras regiones. Si, en cambio, no lo estuviera, y si los inversores

extranjeros obtuvieran unos elevados beneficios de su presencia en China, es probable que la IED total aumentara y, con ello, la destinada a otras partes del mundo. Por otro lado, si en la asignación de este tipo de inversión las consideraciones regionales o de vecindad fueran importantes, de tal modo que el mercado global estuviera segmentado geográficamente, podría existir escasa sustituibilidad entre la dirigida a dos países o regiones diferentes. Este parece ser el caso de una parte de la IED que recibe China; en concreto, la de otros países asiáticos con estrechos lazos culturales y étnicos, como Hong Kong, Corea, Japón, Taiwán y Singapur, cuya inversión supuso el 59% del total que recibió China en 2004 (véase gráfico de la derecha). No parece verosímil pensar que los países latinoamericanos podrían ser un sustituto de China para este tipo de inversión, lo que refrendaría la hipótesis de una importante segmentación en este mercado. La IED destinada a América Latina, por el contrario, tiene su origen mayoritariamente en los países de la OCDE, pues estos representaron el 76% de la inversión total recibida por estos países en 2002, respecto a un 35% en el caso de China. Un segundo aspecto que cabe considerar es el destino sectorial de la IED. Si los flujos dirigidos hacia China se orientan hacia el sector exportador, debería existir un mayor efecto de sustitución con terceros países que reciban este tipo de inversión para competir en los mismos mercados de exportación. Si, por el contrario, se destina a abastecer la demanda interna china, el impacto sobre terceros países es menos obvio. El tercer elemento en juego es el efecto inducido de la IED hacia China. Así, el aumento de las relaciones internacionales, comerciales y financieras, con China podría impulsar la inversión directa de China hacia el resto del mundo, más aún si se tiene en cuenta su muy elevada tasa de ahorro. Además, la IED hacia China podría incrementar las importaciones de este país, induciendo un incremento en la inversión directa hacia los países suministradores de estos factores de producción, incluso la inversión de China, que, de este modo, se aseguraría el acceso estratégico a estos recursos. El caso de las materias primas en América Latina podría ser ilustrativo de este tipo de razonamiento.

DESTINO DE LA IED (a)



ORIGEN DE LA IED



FUENTES: FMI, UNCTAD y CEIC.

a. Flujos netos.

b. América Latina: Argentina, Brasil, México, Chile, Venezuela y Colombia.

Dada esta diversidad y contraposición potencial de factores, en un reciente trabajo empírico¹ se ha analizado cómo la IED destinada a China puede afectar a la que recibe cada uno de los países latinoamericanos. Este estudio se concentra en los flujos originados en la OCDE, sea para China o para América Latina, pues solo para ellos se podría, en principio, hablar de un mercado integrado, en el que existe una mayor posibilidad de sustitución entre los países de destino. Entre los resultados destaca que la IED dirigida hacia China parece haber afectado negativamente a la destinada al conjunto de América Latina en los años en los que se aceleraron las negociaciones para la entrada de China en la OMC (1995-2001), pero no desde los albores del proceso reformista chino (1984-2001). Este efecto negativo se concentra en México y Colombia, pero no aparece en el resto de las principales economías latinoamericanas analizadas: Argentina, Brasil, Chile y Venezuela. Este resultado podría reflejar, en parte, las diferentes características de los países latinoamericanos, especialmente en lo que se refiere a la estructura productiva y al tipo de IED sectorial recibida. Así, mientras que las inversiones directas destinadas a México y Centroamérica se han dirigido hacia el sector exportador, en Sudamérica se han empleado en los sectores no comercializables, como el sector financiero, los suministros e infraestructuras, junto con la extracción de recursos naturales.

De cara al futuro, hay numerosas razones que hacen pensar que China continuará atrayendo un elevado volumen de IED. Por un lado, en los acuerdos con la OMC, China se comprometió a profundizar en

el proceso de privatización y en la apertura al capital extranjero. Además, es previsible que la ventaja comparativa de China, relacionada con el reducido coste del factor trabajo, se mantenga por un tiempo, debido al excedente de mano de obra agraria. Más aún, aunque los salarios crecieran, también lo haría la capacidad de compra de su enorme población, por lo que ganaría atractivo como destino para la IED interesada en abastecer el mercado interno.

Este escenario podría generar alguna preocupación para los países latinoamericanos, en particular para aquellos con una estructura productiva muy similar a la china, como México y Centroamérica. Sin embargo, China también generará un gran número de oportunidades en el medio plazo. Algunas de esas oportunidades no son particularmente relevantes para los países latinoamericanos, especialmente las derivadas de la integración productiva, que pueden aprovechar mucho más fácilmente los países vecinos de China y otros desarrollados, como de hecho ya está ocurriendo. No obstante, América Latina tiene la ocasión de beneficiarse de la importante y creciente demanda de materias primas por parte de China. Esto no solo impulsará las exportaciones de productos básicos de América Latina a China, sino que también debería incrementar la IED destinada a este sector, en la medida en que no haya obstáculos a la inversión extranjera. Además, es factible que al grupo de inversores principales en América Latina se incorpore la propia China, que está aumentando rápidamente su papel inversor en el mundo y que persigue diversificar sus activos exteriores netos y asegurar el acceso a su factor de producción más escaso: las materias primas. Por ello, los países latinoamericanos deben hacer un esfuerzo para incrementar su atractivo inversor como requisito para aprovechar los beneficios que otorga el mayor peso de China en el escenario económico internacional.

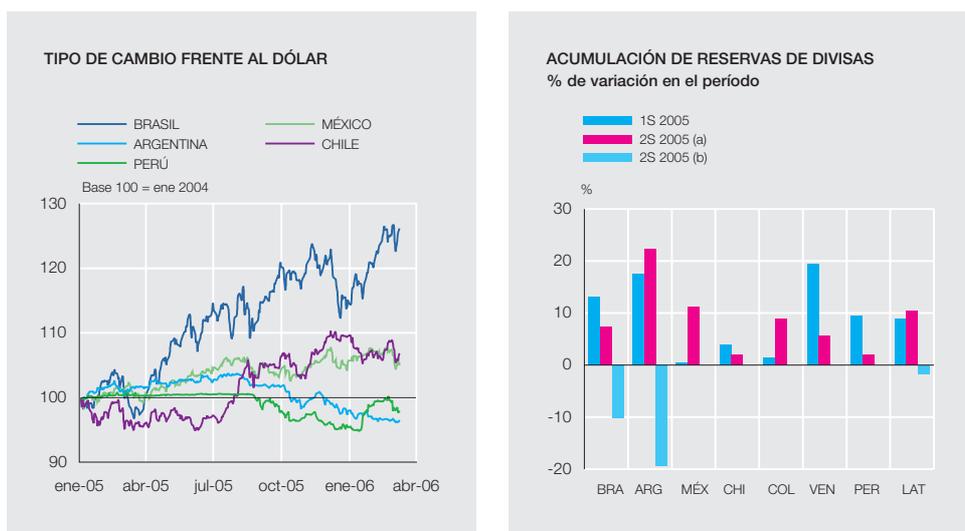
3. Alicia García-Herrero y Daniel Santabárbara (2005), *Does China Have an Impact on Foreign Direct Investment to Latin America?*, Documentos de Trabajo, n.º 0517, Banco de España.

5% entre septiembre y febrero, tras haberse apreciado un 10% en los ocho primeros meses de 2005. Excepciones a esta tendencia fueron el sol peruano, muy estable tradicionalmente, que sufrió un episodio de depreciación a finales de año, y el peso argentino, que desde septiembre tendió a depreciarse, hasta rebasar el nivel de los tres pesos por dólar, en el contexto de los cambios de política económica en el país y la interrupción del programa con el FMI. Precisamente, la cancelación de préstamos con esta institución por parte de Argentina y Brasil, que supuso un fuerte recorte de sus reservas, interrumpió, probablemente de modo transitorio, la acumulación de reservas en el agregado de la región, que cayeron un 1,6% en el segundo semestre. Como se observa en el gráfico 11, de no mediar este impacto, las reservas totales hubieran seguido aumentando, y lo siguieron haciendo de modo notable en México y Colombia, principalmente.

La evolución de los precios (véase gráfico 12) prosiguió en el agregado del área su progresiva moderación, iniciada a mediados del año pasado, y concluyó el ejercicio ligeramente por debajo del 6%. La inflación subyacente, cuyo proceso de reducción —muy gradual, pero constante en el agregado— se remonta a la segunda mitad de 2003, concluyó el año en el 5,2%, en torno a un punto menos que a finales de 2004. La excepción a este comportamiento la constituyó Chile, donde la inflación subyacente siguió repuntando fuertemente. A diferencia de lo ocurrido ese año, en 2005 todos los países con objetivos directos de inflación cumplie-

TIPOS DE CAMBIO Y RESERVAS
Números índice y tasas de variación

GRÁFICO 11

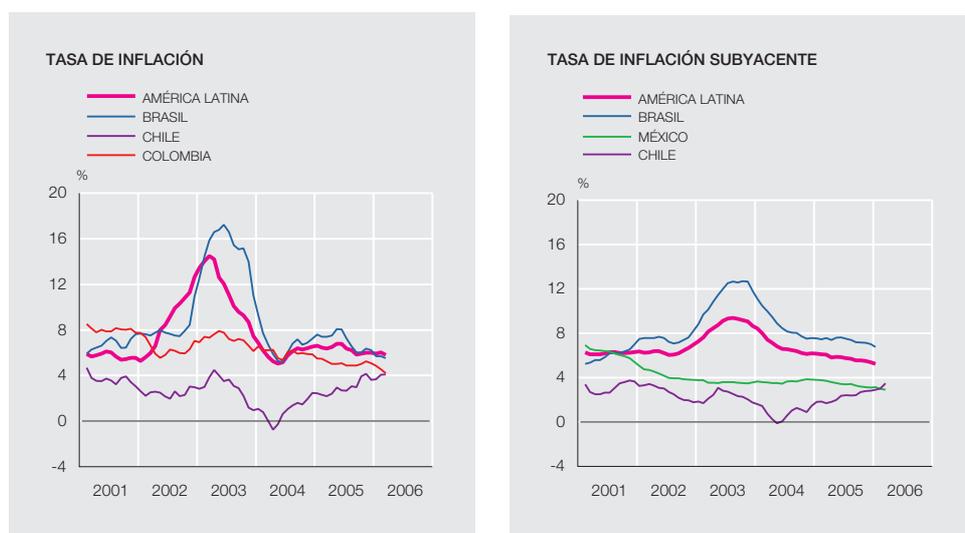


FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Sin considerar el pago al FMI.
- b. Incluyendo el efecto del pago al FMI.

INFLACIÓN, CUMPLIMIENTO DE OBJETIVOS E INFLACIÓN SUBYACENTE
Tasas de variación interanuales

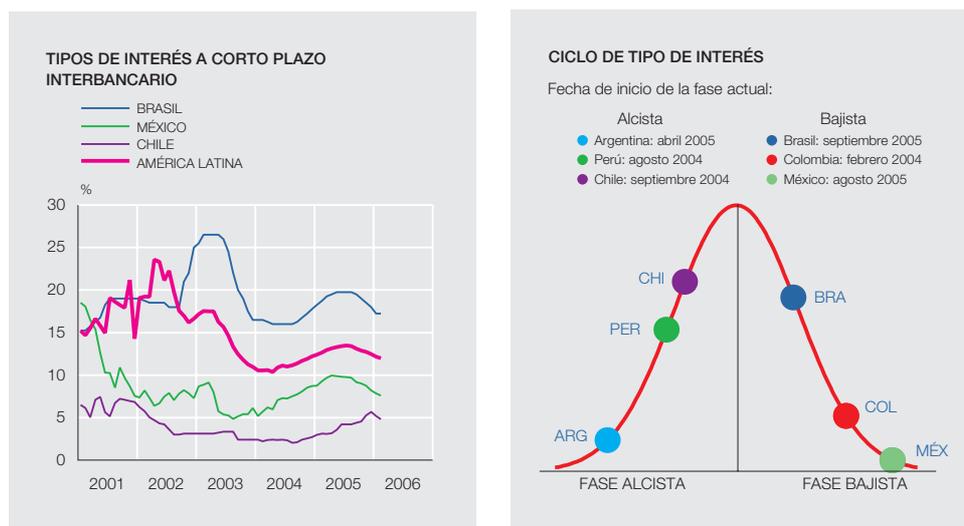
GRÁFICO 12



País	2004		2005		2006
	Cumplimiento	Objetivo	Cumplimiento	Dato diciembre	Objetivo
Brasil	Sí	4,5±2,5 (a)	Sí	5,7%	4,5 ± 2,5
México	No	3 ± 1	Sí	3,3%	3 ± 1
Chile	No (b)	3 ± 1	Sí	3,7%	3 ± 1
Colombia	Sí	4 ± 0,5	Sí	4,8%	4 ± 1
Perú	Sí	2,5 ± 1	Sí	1,5%	2,5 ± 1

FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. En septiembre de 2004 se ajustó la meta central al 5,1% y se mantuvo el rango.
- b. Por defecto.



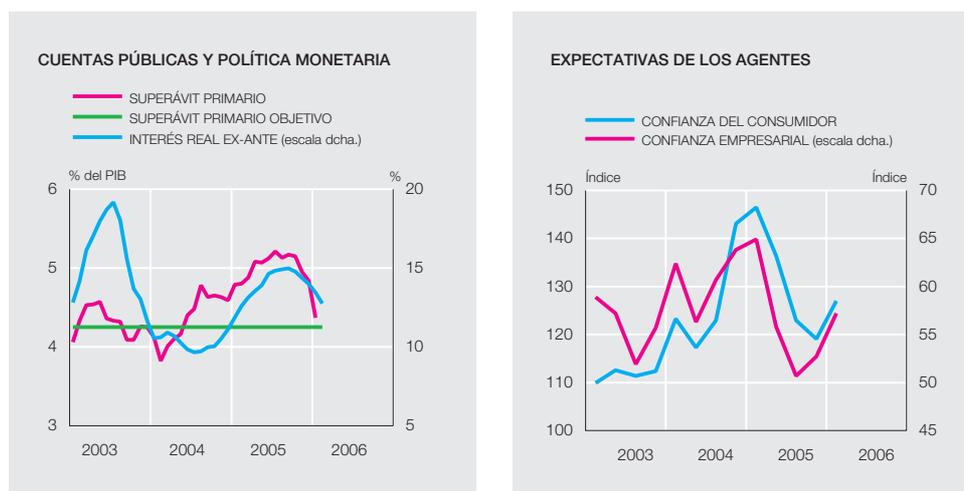
Fuente: Banco de España.

ron las metas prefijadas, lo que supone un espaldarazo al proceso de acumulación de credibilidad monetaria en el área. A pesar de ello, la evolución reciente de la inflación fue divergente entre países. En Brasil, México y Colombia la inflación entró en una senda descendente, que fue particularmente notable en los dos últimos países, en los que los registros de inflación alcanzados fueron inusualmente bajos —por debajo del 3% y del 5%, respectivamente—. Por el contrario, en Perú y Chile las tasas repuntaron desde niveles muy reducidos, impulsadas por el vigor de la expansión, hasta rondar el 3% y 4%, respectivamente, en el inicio de 2006. En Venezuela, las tasas de inflación prosiguieron su gradual proceso de descenso, aunque aún superaban holgadamente los dos dígitos a finales de año. Por último, el proceso de aceleración de los precios en Argentina fue sostenido y la tasa de inflación concluyó el año por encima del 12%, sin que se observaran signos claros de moderación al inicio de este ejercicio, lo que es motivo de creciente preocupación.

Las políticas monetarias reflejaron, salvo alguna excepción, la evolución reciente de los precios. Tal como se recoge en el gráfico 13, en los países con sendas de inflación decreciente los tipos de interés se encontraban en un ciclo bajista, aunque el margen de bajadas adicionales se percibía más amplio en Brasil que en México o en Colombia. El tipo oficial de Brasil descendió más de 3 pp entre septiembre y marzo, mientras que en México la llamada tasa de fondeo bancario que en los últimos trimestres se ha convertido en el señalizador de la política monetaria se redujo en 2 pp. En Brasil, a pesar de estas bajadas, persiste la pendiente negativa en la curva de tipos, mientras que en México se ha aplanado en los últimos meses. Chile figura en la posición más avanzada entre los países con tipos de interés en la parte alcista de su ciclo. Allí continuó, con alguna interrupción, el moderado tensionamiento de la política monetaria, que se inició a finales de 2004. En el polo opuesto, Perú empezó a endurecer la política monetaria tan solo en enero de este año, mientras que en Argentina, aunque las subidas de tipos se prolongan desde el primer trimestre de 2005, han sido muy tímidas para tener efecto sobre los tipos reales: el tipo interbancario a tres meses se sitúa en torno al 10%, aún por debajo de la inflación observada.

INTEGRACIÓN COMERCIAL
Y REFORMAS ESTRUCTURALES

Los progresos en la integración comercial en América Latina fueron divergentes entre áreas comerciales; se produjeron, en algunos casos, importantes avances y, en otros, retrocesos también destacables. En el lado positivo, cabe mencionar el acuerdo de libre comercio de



FUENTE: Banco Central de Brasil.

Chile con China y también con India, aunque este con carácter parcial, al tiempo que se iniciaban negociaciones con Japón. Colombia y Perú también cerraron las negociaciones para un tratado de libre comercio con Estados Unidos, si bien de modo separado y al margen de la Comunidad Andina a la que pertenecen. Por otro lado, el CAFTA, Tratado de Libre Comercio de Centroamérica con Estados Unidos, tuvo dificultades para entrar en vigor el primero de enero, tal como estaba previsto, debido a las resistencias de algunos parlamentos centroamericanos, por lo que solo ha entrado en vigor en El Salvador. Por último, en MERCOSUR, Brasil y Argentina acordaron un conjunto de reglas restrictivas del comercio bajo ciertas circunstancias, con el fin de proteger a sectores particularmente afectados por la competencia de importaciones. Este mecanismo, llamado de adaptación competitiva, que además fue concertado sin tomar en consideración al resto de miembros del MERCOSUR, supone una regresión en el proceso de integración comercial entre estos países.

En el ámbito de las reformas, se produjo un estancamiento durante los últimos trimestres. La aprobación de reformas y la puesta en marcha de nuevos proyectos fueron muy escasas, pues apenas se produjeron algunos avances en el ámbito financiero en México y otros menores en Brasil. En este país, la fuerte actividad reformadora de la administración durante los tres primeros años fue bruscamente interrumpida por problemas políticos. Además, ambos países, como casi todo el resto del área, siguen inmersos en un período electoral. Sería deseable que las nuevas administraciones trabajaran en la reconstrucción de un consenso en torno a la necesidad de reactivar las reformas, con el fin de mejorar las posibilidades de crecimiento de medio plazo. Este compromiso también serviría para concitar una masa crítica activa de gobiernos comprometidos con las reformas que pudiera contrarrestar la reversión observada en algunos países.

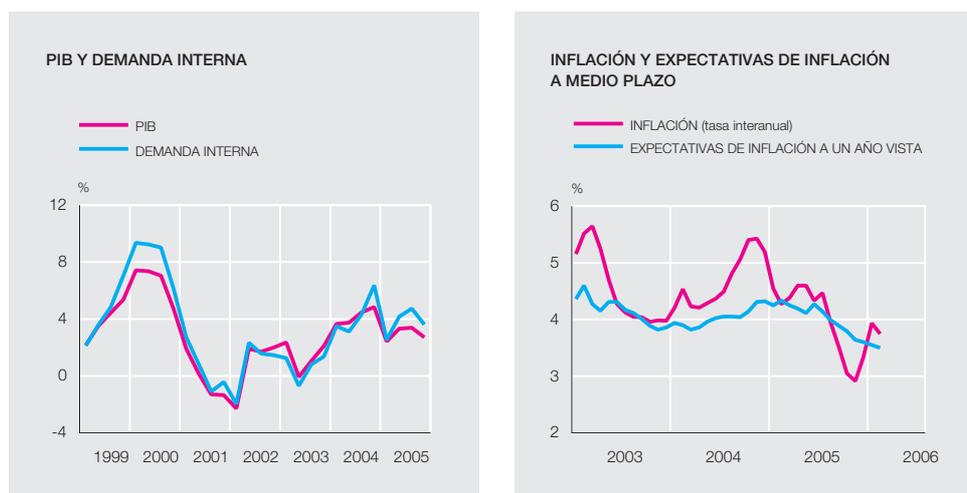
Evolución de los principales países

En *Brasil*, el ritmo de expansión de la actividad económica se desaceleró notablemente en el segundo semestre de 2005. El PIB creció un 1% interanual en el tercer trimestre y un 1,4% en el cuarto, para cerrar el año con un crecimiento del 2,3%, menos de la mitad que en 2004 (4,9%). Las principales causas detrás de esta desaceleración de la actividad fueron la restricción en las políticas económicas, tanto la monetaria como la fiscal, y el impacto de la crisis política sobre la confianza de los consumidores y, en particular, de los empresarios. Ambos factores comenzaron a corregirse hacia finales del año pasado, como puede comprobarse en el gráfico 14, pero afectaron notablemente a las cifras de inversión, que apenas registraron un

incremento del 1,6% durante 2005. El consumo privado fue el principal sostén de la actividad, con un crecimiento del 3,1% gracias a las ganancias de renta motivadas, especialmente, por el descenso de la inflación y la relativa fortaleza del empleo —menor en la segunda parte del año—, lo que llevó a la reducción de la tasa de paro del 9,6% al 8,3% durante el año. La aportación de la demanda externa fue positiva (0,3 pp), pero menor que en años anteriores. De hecho, las exportaciones se desaceleraron más que las importaciones en términos reales, aunque su tasa de crecimiento siguió siendo algo superior. Un año más, se logró un significativo superávit en la balanza por cuenta corriente (1,8% del PIB), gracias a la fortaleza de la balanza comercial, que alcanzó un superávit récord en términos nominales, aunque similar al del año anterior en proporción del PIB (en torno a un 5,7%). En lo relativo a las cuentas públicas, el superávit primario cerró el año en el 4,8% del PIB, por encima del objetivo del gobierno (4,25%) y algunas décimas por encima del registrado en años anteriores, gracias a la expansión de la recaudación y a la contención del gasto público. Sin embargo, el notable aumento en el pago de intereses, ligado a la restricción monetaria de los trimestres previos, provocó que el déficit público se situara en el 3,3% del PIB. Además, como consecuencia de lo anterior, la deuda pública se mantuvo estable frente a 2004 (51,6% del PIB), pese a la mejor gestión de la deuda.

La tasa interanual de inflación se desaceleró en el segundo semestre y se situó a finales de 2005 en el 5,7%, cerca de la meta central corregida, una reducción de 2 pp respecto al cierre de 2004. Esta desaceleración vino motivada por la apreciación cambiaria, la positiva evolución de los precios agrícolas y la restricción monetaria acumulada entre mayo de 2004 y septiembre de 2005. Ese mes comenzó un ciclo de relajación monetaria que ha acumulado bajadas de tipos de interés de 3,25 pp, hasta el 16,5%. El real se apreció notablemente respecto al dólar a lo largo de 2005 (14%) —aún más en términos efectivos reales—, cerrando el año a niveles similares a los de mediados de 2001, tendencia que continuó en el primer trimestre de 2006. El diferencial soberano, tras no registrar apenas variaciones en la primera mitad del ejercicio, se redujo casi 100 pb en el segundo semestre y en una magnitud similar en los primeros meses de 2006, hasta situarse cerca de los 200 pb, en mínimos históricos. Este comportamiento también se repitió en los mercados bursátiles, con ligeras pérdidas en la primera mitad del año y fuertes ganancias en la segunda, que confirmaron los primeros meses de 2006. En la excelente evolución reciente de las variables financieras influyó la buena acogida por parte de los mercados de las numerosas operaciones de gestión de deuda instrumentadas en el último año, entre ellas la ya comentada cancelación del préstamo con el FMI, que supuso una reducción del 23% de las reservas. Cabe, por último, destacar que a las dificultades políticas del verano pasado sucedió un período de mayor tranquilidad, en la antesala de la campaña electoral para los comicios presidenciales de octubre.

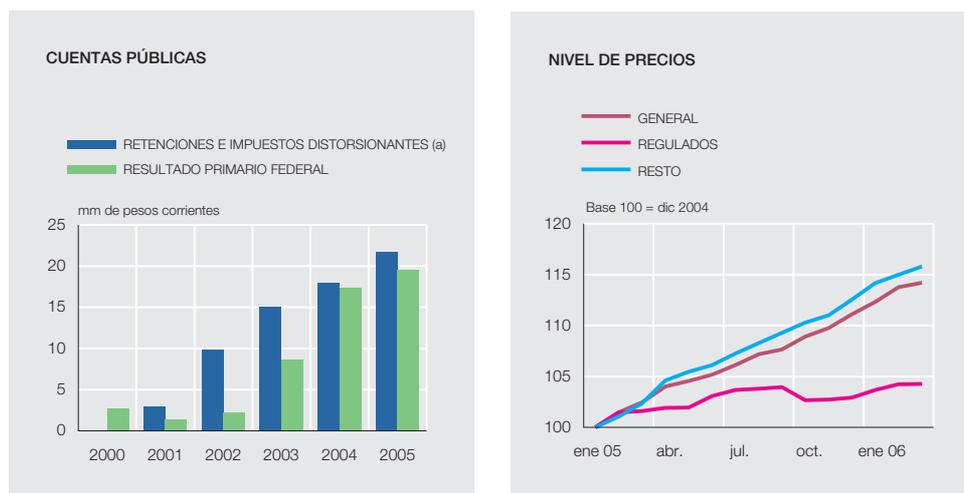
En *México*, la actividad económica tuvo un comportamiento desigual en el segundo semestre de 2005. Se aceleró en el tercer trimestre hasta una tasa de crecimiento interanual del 3,4% y volvió a registrar cierta debilidad en el cuarto, al situarse en el 2,7%, aunque este dato estuvo fuertemente condicionado por un comportamiento muy negativo del sector agrícola. De esta forma, el crecimiento durante 2005 fue de un 3%, 1,2 pp por debajo del registrado en 2004. Este menor crecimiento viene explicado por una creciente aportación negativa del sector exterior (1,1 pp en el último trimestre), dada la mayor desaceleración de las exportaciones que de las importaciones, y por un menor dinamismo de la demanda interna (gráfico 15). Esta es imputable a la caída de las existencias, puesto que el consumo privado se aceleró hasta una tasa de crecimiento del 5,4%, apoyado en el buen comportamiento del empleo y el fuerte crecimiento del crédito bancario al sector privado; la inversión mantuvo su ritmo de crecimiento en el 7,6% y el consumo público no cayó como en 2004. La balanza comercial redujo su posición deficitaria, hasta situarse en el 1% del PIB (frente al 1,3% en 2004), principalmente



FUENTE: Banco de México.

por el incremento que experimentaron las exportaciones petroleras, aunque en los últimos meses también se ha apreciado un aumento en el volumen de las exportaciones no petroleras. El déficit de la balanza por cuenta corriente durante 2005 se situó en el 0,7% del PIB (1,1% en 2004), el menor desde 1995. Este favorable dato fue resultado de la reducción del déficit comercial y del aumento en el superávit en la balanza de transferencias (las remesas crecieron un 20,6% y se situaron en el 2,6% del PIB). La inversión extranjera directa en el país (17,8 mm de dólares) alcanzó magnitudes similares a las de 2004, año que se consideró bastante favorable. El déficit fiscal fue equivalente al 0,1% del PIB, inferior al previsto en el Presupuesto y al 0,3% de 2004. La reducción en el déficit se produjo por el menor pago de intereses, puesto que el superávit primario (2,4% del PIB) fue igual que el de 2004. En esta línea, continuó el proceso de reducción del endeudamiento externo y de fomento de la emisión de deuda a tasa nominal fija a un plazo igual o superior a un año.

La inflación se situó en el 3,3% al cierre de 2005, su nivel más bajo desde 1968 y casi dos puntos menos que en 2004. El descenso de la inflación fue el resultado del comportamiento favorable de los productos agrícolas y de los precios administrados, así como del descenso de la inflación subyacente, que se situó ligeramente por debajo del 3%, lo que resultó clave para la reducción de las expectativas de inflación (véase gráfico 15). En los primeros meses de 2006 se produjo un repunte de la inflación, hasta el 3,8%, dentro del intervalo objetivo del banco central, aunque se espera que se corrija a lo largo del año. Apoyado en este comportamiento favorable de la inflación, desde agosto de 2005 el banco central comenzó a relajar la política monetaria, que había mantenido un tono restrictivo durante el año y medio anterior. En concreto, la tasa de fondeo bancario —que se ha convertido en el instrumento efectivo de política monetaria, desbancando al tradicional «corto», que no se modificó en todo el proceso de bajada de tipos— se ha reducido en 225 pb, hasta el 7,5%. Como resultado de esta bajada de los tipos de interés, la curva de rendimientos se ha aplanado respecto a la posición invertida que llegó a presentar en el tercer trimestre de 2005. El tipo de cambio del peso frente al dólar se viene apreciando desde finales de 2004. En paralelo con el resto de los países de la región, el diferencial soberano continuó su reducción, hasta alcanzar mínimos históricos a finales de febrero de 2006. Tras permanecer prácticamente estables en el primer semestre de 2005, las bolsas subieron más de un 30% en la segunda mitad del año, movimiento alcista que continuó en el primer trimestre de 2006. En el campo de las reformas, destacaron algunos avances en el área financiera —nueva ley de valores— y de la responsabilidad fiscal.

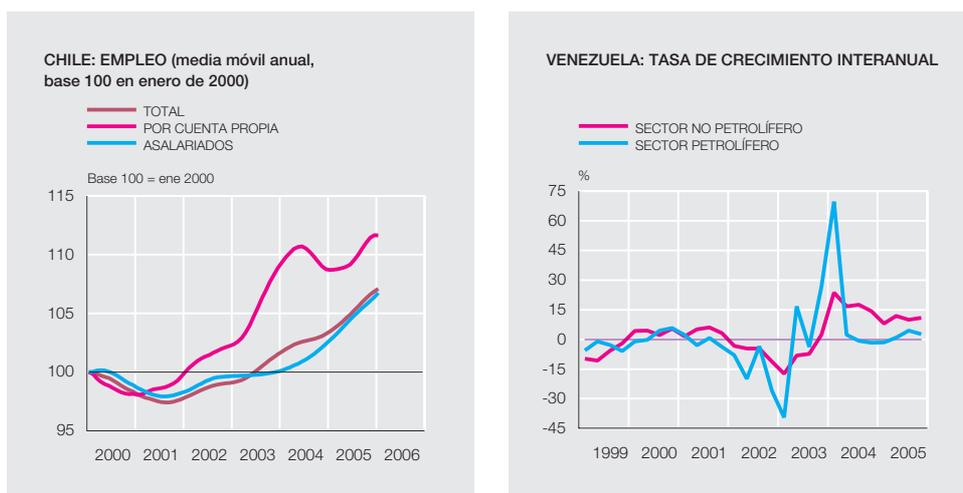


FUENTES: Ministerio de Economía y Producción de la República de Argentina e Instituto Nacional de Estadística y Censos.

a. Impuestos distorsionantes: derechos de exportación e imposición sobre créditos y débitos en cuenta corriente.

En *Argentina*, la economía en 2005 creció un 9,2%, una tasa ligeramente superior a la ya muy elevada de los dos años anteriores. También las tasas interanuales se situaron ligeramente por encima del 9% en los dos últimos trimestres. Por componentes, el mayor dinamismo procedió del consumo privado y, sobre todo, de la inversión. El desempleo se redujo 2 pp por debajo del nivel registrado a finales de 2004. La demanda externa redujo su aportación negativa notablemente, pues la evolución positiva de las exportaciones compensó parcialmente el ritmo aún sostenido de aumento de las importaciones. La balanza por cuenta corriente mantuvo un saldo positivo, aunque menor que en años anteriores, apoyada en el excelente comportamiento de la balanza comercial (con un superávit algo menor, pero todavía cercano al 6% del PIB). La política fiscal continuó con el patrón de años anteriores: crecimiento notable de los ingresos que permitió aumentos en el gasto primario, más acusados en 2005 como consecuencia de las elecciones parlamentarias. El sector público (excluyendo el resultado de las provincias) finalizó el año con un superávit primario equivalente a un 3,7% del PIB, cifra ligeramente inferior a la de 2004. Cabe subrayar, sin embargo, que este holgado saldo sigue determinado, como se aprecia en el gráfico 16, por la magnitud de los ingresos de ciertos impuestos distorsionantes, en particular las retenciones a las exportaciones, que alcanzaron el 4% del PIB.

La aceleración de la inflación es el principal factor de preocupación. El año se cerró con una tasa de variación de los precios del 12,3%, y los últimos datos disponibles no apuntan a una ralentización considerable en el corto plazo, aunque en febrero flexionó a la baja hasta el 11,5%. La aceleración de la inflación se justifica por las autoridades en el reajuste de precios relativos, si bien otros factores también estarían desempeñando un papel importante, como el ritmo de creación monetaria impuesto por la acumulación de reservas, el agotamiento de la capacidad ociosa en ciertos sectores y el impacto de la depreciación del peso sobre los productos comercializables. La respuesta del banco central a la aceleración de la inflación consistió en un tenue y gradual endurecimiento de la política monetaria y en esterilizar parcialmente la emisión monetaria mediante la colocación de letras (LEBACs) y la cancelación de redescuentos concedidos a los bancos durante la crisis, con el fin de conciliar, al menos transitoriamente, el dilema entre el control de la inflación y las presiones apreciadoras sobre el tipo de cambio, que, no obstante, se ha depreciado un 6% frente al dólar desde septiembre. Esta falta de



FUENTES: INE Chile y Banco Central de Venezuela.

reacción de la autoridad monetaria fue sustituida por medidas administrativas de contención de los precios, a través de acuerdos con los sectores productores y distribuidores y de una fuerte contención de los precios regulados, los cuales, a pesar de incluir los productos energéticos, registraron un incremento de apenas el 3% en 2005. Sin estas medidas, se estima que la inflación habría estado por encima del 14% (véase gráfico 16). El margen de maniobra otorgado por el favorable contexto macroeconómico llevó a la administración, tras su fortalecimiento en las elecciones legislativas de octubre, a tomar medidas destinadas a reforzar su autonomía en el ámbito económico. Así, se canceló anticipadamente el préstamo con el FMI —con cargo al elevado monto acumulado de reservas, que se redujeron en más de un tercio—, con lo cual el país se desvinculó de la condicionalidad asociada a los programas de esta institución, al tiempo que se colocaron bonos al gobierno venezolano por valor de 2,8 mm de dólares. Los mercados reaccionaron negativa, pero moderadamente a estas medidas: tanto la bolsa como los diferenciales soberanos tuvieron un comportamiento relativamente menos favorable que el resto de la región. En cualquier caso, hay que acabar subrayando que la depreciación cambiaria reciente y el recorte en las reservas derivados de la cancelación con el FMI juegan a favor del mantenimiento de las políticas cambiaria y monetaria llevadas a cabo hasta ahora.

La actividad en *Chile* se desaceleró algo en el segundo semestre de 2005, desde tasas muy elevadas, pues de un crecimiento interanual promedio del 6,9% en la primera mitad del año se pasó a un crecimiento del 5,8% en el tercer trimestre, y al 5,8% interanual en el cuarto trimestre. En cualquier caso, el crecimiento en 2005 fue del 6,3%, similar al de 2004. La desaceleración estuvo inducida por el menor crecimiento de las exportaciones, que se tradujo en un incremento de la contribución negativa de la demanda externa hasta el entorno de los 6 pp, mientras que la demanda interna creció a tasas interanuales superiores al 10%. El empleo asalariado mantuvo un fuerte crecimiento, que contrasta con la caída del empleo por cuenta propia desde mediados de 2005 (véase gráfico 17). A pesar de la fortaleza de la demanda interna, el elevado precio del cobre incrementó el superávit de la balanza comercial hasta el 8,5% del PIB y permitió mantener un superávit por cuenta corriente del 0,6% del PIB. Estos dos factores, junto con la limitación del gasto auspiciada por la regla de superávit estructural, también explican el superávit fiscal del 4,8% del PIB. La inflación aumentó durante 2005 y cerró el año en el 3,7%, tasa que se ha superado en los primeros meses de 2006, hasta situarse fuera del intervalo objetivo del 4%. La inflación subyacente se incrementó notablemente,

hasta alcanzar el 3,5% en febrero de 2006, si bien desde niveles cercanos a cero. Bajo estas circunstancias, el banco central continuó con su proceso de endurecimiento de la política monetaria, hasta situar los tipos de interés en el 4,75%, aunque realizó una pausa a finales de 2005 por la preocupación ocasionada por la apreciación significativa del peso, tanto en términos nominales como reales durante el segundo semestre. A diferencia de la mayoría de los mercados bursátiles de la región, la bolsa chilena experimentó un ascenso solo moderado durante 2005 (9%). El comportamiento de los diferenciales soberanos no fue tan favorable como en el resto de la región, pero obedece a un motivo técnico relacionado con la recomposición, a finales de octubre, de su EMBI. Por último, la candidata de la coalición gobernante ganó las elecciones presidenciales y la coalición logró la mayoría absoluta en las dos cámaras legislativas.

El crecimiento de *Colombia* podría haber concluido el año 2005 cerca del 5% —un máximo en la última década—. En el tercer trimestre, la tasa interanual fue del 5,7%, lo que supuso el mantenimiento del fuerte dinamismo de la actividad alcanzado el trimestre anterior. La demanda interna creció vigorosamente, especialmente por el extraordinario comportamiento de la inversión (32,5% de incremento interanual), aunque la mejoría en el mercado laboral también contribuyó al dinamismo del consumo. La aportación del sector exterior fue fuertemente negativa. La cuenta corriente registró un elevado déficit en el tercer trimestre, como consecuencia de los mayores pagos de beneficios y dividendos, lo que supuso retornar a una posición deficitaria en el conjunto del año. No obstante, el aumento en el superávit de la cuenta de capital durante 2005 llevó a una fuerte acumulación de reservas. La percepción sobre los resultados fiscales fue mejorando de forma progresiva durante el año, a medida que los ingresos aumentaban más de lo esperado, por el auge de la actividad. Por el lado del gasto público, los menores pagos de intereses se vieron neutralizados por unos mayores gastos corrientes. La inflación concluyó 2005 en el 4,9%, seis décimas por debajo del cierre de 2004 y dentro del intervalo objetivo del banco central, comportamiento que confirmó a principios de 2006. El descenso de la inflación se vio apoyado por la apreciación del peso colombiano durante el año, aunque esta fue moderada, especialmente en la segunda mitad del año, por las compras de divisas realizadas por el banco central. Dichas compras fueron, en parte, esterilizadas por la venta de reservas al gobierno para el manejo de la deuda externa. En este contexto, el banco central decidió reducir 50 pb sus tipos de interés oficiales, hasta el 6% en el mes de septiembre. Los índices bursátiles acumularon una revalorización superior al 100% en 2005, la mayor en la región.

En *Perú*, la economía se aceleró notablemente en el cuarto trimestre de 2005 (hasta el 7,7% en tasa interanual), cerrando el ejercicio con un crecimiento del 6,7%, superior en casi 2 pp al del año anterior. Este mayor crecimiento viene explicado por la aceleración de la demanda interna y es congruente con el aumento del empleo. La favorable balanza comercial registró en 2005 un superávit por cuarto año consecutivo (6,6%), de mayor magnitud que en años anteriores, dada la mejora en los términos de intercambio, que llevó a un crecimiento interanual de las exportaciones en dólares corrientes de un 37%. Este desempeño de la balanza comercial, junto con el dinamismo de las remesas, explica el superávit de la balanza por cuenta corriente (1,3% del PIB), inédito desde hace veinticinco años, a pesar del deterioro en la balanza de rentas de factores. El déficit público se redujo al 0,4% del PIB, 0,7 pp inferior al registrado en 2004 y por debajo de la meta fiscal (1%), evolución facilitada por la mejora en el superávit primario. La inflación cerró el año 2005 en el 1,5%, el límite inferior del rango fijado como objetivo, pero ha repuntado notablemente en los dos primeros meses del año 2006. Tras mantener durante 14 meses el tipo de interés de referencia en el 3%, el banco central lo ha elevado gradualmente en 1 pp desde diciembre de 2005. Tras mostrar presiones apreciadoras desde 2003, el tipo de cambio se depreció frente al dólar hasta un 6% a partir de septiem-

bre, aunque recientemente se ha fortalecido parcialmente. El diferencial soberano se redujo a lo largo de 2005, hasta alcanzar un mínimo histórico en octubre, momento a partir del cual ha experimentado cierta volatilidad.

En *Venezuela*, la actividad mantuvo un fuerte dinamismo en el segundo semestre de 2005, con un crecimiento interanual del 9,5% en el tercer trimestre y del 10,2% en el cuarto. De esta forma, en 2005 la economía creció un 9,3%, aunque la aportación del sector petrolero fue ya muy reducida, lo que supone un cambio de composición respecto a años anteriores (véase gráfico 17). La demanda interna, aunque se desaceleró en el segundo semestre del año, siguió creciendo a ritmos muy elevados, especialmente impulsada por la inversión. La tasa de paro se situó por debajo de los dos dígitos al cierre de 2005, por primera vez desde enero de 1999, aunque en parte fue consecuencia de un desplazamiento de parados a la población inactiva por los programas sociales gubernamentales. A pesar de que la aportación del sector exterior al crecimiento fue fuertemente negativa, los altos precios del petróleo llevaron a que las exportaciones aumentaran un 43%. El elevado superávit comercial llevó a un nuevo máximo histórico en la balanza por cuenta corriente (22,4%) del PIB, lo que, junto con el mantenimiento del control a la salida de divisas, generó una fuerte acumulación de reservas. En este contexto, el gasto público se incrementó drásticamente. La inflación siguió moderándose, hasta situarse a finales de 2005 en el 14,4%, 4,8 pp por debajo de la registrada en 2004. No obstante, esta reducción es resultado de los controles de precios establecidos por el gobierno y de la estabilidad del tipo de cambio, que se mantuvo fijo desde la devaluación (del 10,7%) de febrero de 2005, sin que se prevea modificarlo este año.

En *Uruguay* se mantuvo un elevado dinamismo, si bien la economía moderó su ritmo de expansión interanual desde el 6,9% promedio en el primer semestre al 5,9% del segundo trimestre de 2005, para completar un crecimiento del 6,6% en el conjunto del año. La tasa de inflación cerró el año en el 4,9%, en el límite superior del rango objetivo, aunque en el comienzo de 2006 repuntó hasta el 6,7%. En *Ecuador*, la economía continuó desacelerándose en la segunda mitad de 2005, principalmente por la pérdida de dinamismo del sector petrolero. La inflación aumentó desde el 1,5% en el primer semestre del año hasta cerca del 5% en los primeros meses de 2006. El sector exterior registró una pobre evolución, ya que el volumen de las exportaciones descendió, mientras que las importaciones aumentaron en muy pequeña cuantía. Este difícil contexto económico y la incertidumbre respecto a las elecciones presidenciales del próximo mes de octubre explicarían la escasa reducción de los diferenciales soberanos cuando se comparan con otros países de la región. En *Bolivia*, tras un prolongado período de convulsiones, el candidato opositor consiguió una holgada victoria. No obstante, el creciente intervencionismo estatal en algunas esferas de la actividad económica podría retraer la inversión extranjera directa, lo que tendría consecuencias negativas sobre el crecimiento económico.

28.3.2006.