
Informe semestral de economía latinoamericana

Se inicia en este número del Boletín económico la publicación, con frecuencia semestral, de un informe dedicado al seguimiento y análisis de las economías de América Latina, elaborado por la Dirección General de Asuntos Internacionales. El Banco de España pretende corresponder, de esta forma, al elevado interés que por la economía de la zona existe en nuestro país.

1. INTRODUCCIÓN

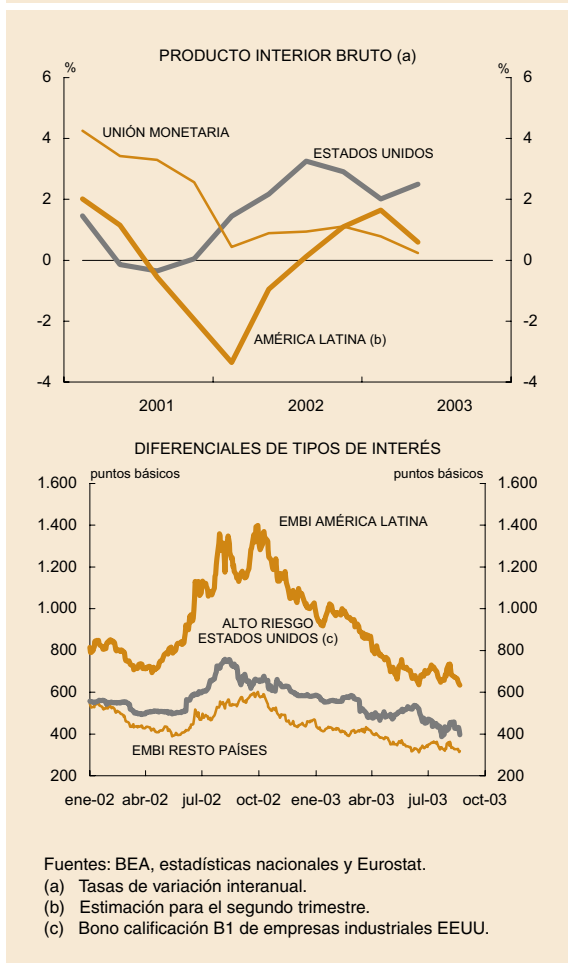
Durante el primer semestre de 2003, en un contexto de menor incertidumbre política y financiera en los países del Cono Sur, América Latina se benefició de unas mejores condiciones financieras y de un retorno de los capitales exteriores, desde los bajos niveles de los años anteriores. No obstante, la tasa de crecimiento del producto para el conjunto del área, tras un primer trimestre moderadamente positivo, experimentó una reducción en el segundo trimestre.

El entorno exterior facilitó la mejoría de las condiciones de financiación de los países latinoamericanos en los mercados internacionales. La tendencia a la baja de los tipos de interés siguió su curso en todos los plazos en los primeros meses del año en los países desarrollados, ante la ausencia de presiones inflacionistas y las dudas sobre la firmeza de la recuperación económica. Tras el rápido desenlace del conflicto bélico en Irak y la mejoría de los resultados y perspectivas empresariales, se afirmaron las expectativas de recuperación de la economía en EEUU, donde se registró un repunte del crecimiento en el segundo trimestre, aunque no así en Europa (gráfico 1). Este afianzamiento de las expectativas de recuperación se tradujo en un alza de las cotizaciones bursátiles a partir del mes de marzo, mientras que los tipos de interés a largo plazo experimentaron un notable repunte a partir del mes de julio, aunque aún se sitúan por debajo de su nivel medio de los últimos años.

La elevada liquidez global y los bajos tipos de interés, en un contexto de reducción de la aversión al riesgo, propició la búsqueda de activos de elevado rendimiento desde el último trimestre de 2002. Los mercados más beneficiados fueron los de bonos corporativos de mayor riesgo en los países desarrollados y los de bonos de las economías emergentes. En estas circunstancias, América Latina, donde las primas de riesgo eran elevadas, se convirtió en un destino particularmente atractivo, una vez se entró en una fase de menor incertidumbre, tras las elecciones en Brasil y las incipientes señales de normalización de la economía argentina. Esto se tradujo, durante el primer trimestre, en

GRÁFICO 1

PIB y tipos de interés



un estrechamiento muy acusado de los diferenciales de tipos de interés respecto a EEUU (gráfico 1) y un aumento de las emisiones de bonos. Posteriormente, los diferenciales tendieron a estabilizarse. A pesar de este mejor entorno financiero, los flujos de inversión directa se siguieron reduciendo.

Este positivo comportamiento en el ámbito financiero contrastó con la debilidad de la actividad económica, especialmente acusada en el segundo trimestre. Si se descuenta el efecto de Argentina, Uruguay y Venezuela, los países que atravesaron graves recesiones durante 2002, el crecimiento de la región sufrió una ligera desaceleración en el primer trimestre de este año y fue prácticamente nulo en el segundo. En algunos países, la actividad estuvo lastrada por la atonía de la demanda interna. Las políticas monetaria y fiscal tuvieron un tono restrictivo durante la mayor parte del semestre, para mitigar las presiones inflacionistas existentes a inicios del año y corregir los desequilibrios fiscales incubados durante el período de inestabilidad fi-

nanciera. La demanda externa, aunque mantuvo su fortaleza en algunos países, gracias en buena parte a la depreciación acumulada de los tipos de cambio, no fue suficiente para evitar la desaceleración del crecimiento en el segundo trimestre para el conjunto de la región. Esta evolución fue consecuencia fundamentalmente del comportamiento de Brasil y Méjico: Brasil experimentó una notable mejoría en las condiciones financieras y un avance en las reformas, pero la actividad económica sufrió una brusca contracción en el segundo trimestre; Méjico, que apenas se benefició de la incipiente recuperación en EEUU, registró un crecimiento interanual muy próximo a cero en el segundo trimestre. Aun manteniendo un crecimiento positivo, la tendencia a la ralentización de la actividad fue la tónica general durante el segundo trimestre del año en el resto de los países de la zona. La principal excepción a este patrón fue Argentina, donde el crecimiento, tras la fuerte caída sufrida en el 2002, se aceleró a lo largo de todo el semestre.

2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA DEL ÁREA

Aunque las economías latinoamericanas se caracterizan por una marcada diversidad y, en consecuencia, la zona dista mucho de ser homogénea, ello no reduce la utilidad de examinar la evolución económica y financiera del área en su conjunto, como se hace en esta sección. Tras esta panorámica global, la sección siguiente efectúa un análisis por separado de cada uno de los países más importantes, con objeto de subrayar las diferencias que existen en respectivas situaciones económicas. En el gráfico 2 se ilustra el peso relativo de los ocho principales países en el PIB latinoamericano.

2.1. Actividad económica

Tras alcanzar el crecimiento del PIB una tasa interanual del 1,6% en el primer trimestre de 2003, ligeramente superior a la de finales de 2002, en el segundo trimestre se redujo a apenas un 0,7% en el conjunto de América Latina (gráfico 1). El dato agregado oculta profundas diferencias entre los distintos países, tanto en términos de tasas de crecimiento como en su posición cíclica (gráfico 2). Así, debe destacarse que los únicos países que mostraron un perfil ascendente al final del semestre fueron Argentina, Venezuela y Uruguay, es decir, los que venían de experimentar una profunda recesión económica. Excluyendo estos tres países, el crecimiento de la región durante el primer trimestre de 2003 fue del 2,5% en tasa interanual, inferior al del último trimestre de 2002, y sufrió

CUADRO 1

América Latina: principales indicadores económicos

	2001	2002	IV TR 01	I TR 02	II TR 02	III TR 02	IV TR 02	I TR 03	II TR 03
PIB (tasa interanual)									
Argentina	-4,4	-10,9	-10,5	-16,3	-13,5	-9,8	-3,4	5,4	7,6
Brasil	1,4	1,5	-0,8	-0,8	1,0	2,5	3,4	2,0	-1,4
Méjico	-0,3	0,9	-1,5	-2,2	2,0	1,8	1,9	2,3	0,2
Chile	3,1	2,1	2,0	1,3	1,7	2,4	3,2	3,6	2,7
Colombia	1,4	1,7	0,5	0,0	2,3	2,0	2,4	3,8	2,0
Venezuela	2,7	-8,8	0,9	-3,8	-9,1	-5,6	-16,7	-27,6	-9,4
Perú	0,6	5,3	4,1	2,7	6,7	5,8	5,9	5,8	3,4
Uruguay	-3,1	-10,8	-5,3	-10,8	-5,5	-13,6	-13,1	-9,1	-5,7
IPC (tasa interanual) (a)									
Argentina	-1,1	25,9	-1,6	4,2	23,3	36,0	40,3	35,7	14,5
Brasil	6,8	8,5	7,5	7,6	7,8	7,6	10,6	15,6	16,9
Méjico	6,4	5,0	5,2	4,7	4,8	5,2	5,3	5,4	4,7
Chile	3,1	2,9	3,0	2,4	2,2	2,4	2,9	3,8	3,7
Colombia	8,0	6,4	7,8	6,6	5,9	6,0	6,8	7,4	7,6
Venezuela	12,5	22,4	12,4	14,6	18,9	24,8	30,6	35,5	34,2
Perú	2,0	0,2	0,2	-1,0	0,1	0,3	1,4	2,8	2,4
Uruguay	4,4	14,0	3,5	4,6	7,1	18,9	25,0	27,9	26,3
Déficit público (% PIB) (b)									
Argentina	-3,0	-1,5	-3,2	-3,2	-2,0	-2,2	-1,3	-0,7	0,0
Brasil	-5,2	-10,5	-5,2	-4,9	-7,1	-8,9	-10,5	-10,3	-6,5
Méjico	-0,7	-1,2	-0,7	-1,0	-0,5	-0,6	-1,1	-0,6	-0,5
Chile	-0,3	-0,8	-0,3	-0,9	-1,3	-1,2	-0,8	-0,3	-0,5
Colombia	-4,3	-3,6	-4,3	-4,3	-5,2	-5,4	-3,6
Venezuela	-4,5	-1,0	-4,5	-5,4	-3,9	-3,3	-1,0	-0,8	...
Perú	-2,4	-2,2	-2,4	-3,0	-2,7	-2,7	-2,2	-1,9	-1,8
Uruguay	-4,5	-4,4	-4,5	-4,3	-3,9	-4,5	-4,4	-4,1	-5,4
Deuda pública (% PIB) (c) (d)									
Argentina	53,8	140,0	57,3	100,6	114,1	142,6	144,9	142,3	...
Brasil	52,6	56,5	52,6	54,3	57,3	62,5	56,5	56,0	55,4
Méjico	22,4	24,4	21,8	23,3	22,9	24,0	22,9	23,5	23,2
Chile	11,8	12,3	11,7	11,3	11,6	12,3	11,9	12,4	12,1
Colombia	44,3	50,5	42,7	43,8	44,3	48,1	47,9	50,5	...
Venezuela	46,4	47,1	46,4	36,0	36,8	39,8	47,1	40,1	43,4
Perú	45,7	46,6	44,8	46,9	41,4	46,3	46,3	47,4	42,1
Uruguay	54,0	85,0	75,2	72,0	75,1	85,5	85,0	85,2	...
Balanza cuenta corriente (% PIB) (b)									
Argentina	-1,7	9,8	-1,8	-0,1	3,8	8,1	10,1	9,9	...
Brasil	-4,6	-1,7	-4,6	-4,4	-4,1	-2,9	-1,7	-0,9	0,3
Méjico	-2,9	-2,2	-2,8	-2,6	-2,4	-2,5	-2,2	-2,1	-1,8
Chile	-1,8	-0,9	-1,7	-1,2	-0,9	-1,1	-0,8	-0,9	-1,2
Colombia	-1,5	-1,9	-1,5	-1,3	-1,3	-1,7	-2,0	-2,6	...
Venezuela	3,1	7,8	3,1	1,4	1,5	4,4	7,5	9,3	10,8
Perú	-2,2	-2,1	-2,2	-1,9	-1,7	-1,9	-2,1	-2,2	-2,1
Uruguay	-2,9	1,4	-2,9	-4,0	-2,6	-0,6	1,4	2,9	...
Deuda externa (% PIB) (d)									
Argentina	52,2	136,9	55,7	115,9	130,7	143,9	141,7	133,9	...
Brasil	41,6	47,0	41,6	47,0	48,8	47,5	47,0	46,7	...
Méjico	23,1	21,6	22,2	22,7	21,5	23,1	21,3	14,3	13,4
Chile	56,2	62,2	60,7	56,7	53,6	62,2	62,7	61,4	57,5
Colombia	44,4	39,7	43,0	42,2	40,1	45,6	45,5	48,2	...
Venezuela	36,0	45,8	37,2	33,7	40,2	54,2	54,1	50,2	...
Perú	50,2	48,9	49,2	51,2	45,1	50,1	48,6	49,5	43,9
Uruguay	47,9	78,8	66,7	69,1	78,1	77,7	78,8	75,4	...

Fuentes: estadísticas nacionales, FMI, elaboración propia.

(a) Media del período.

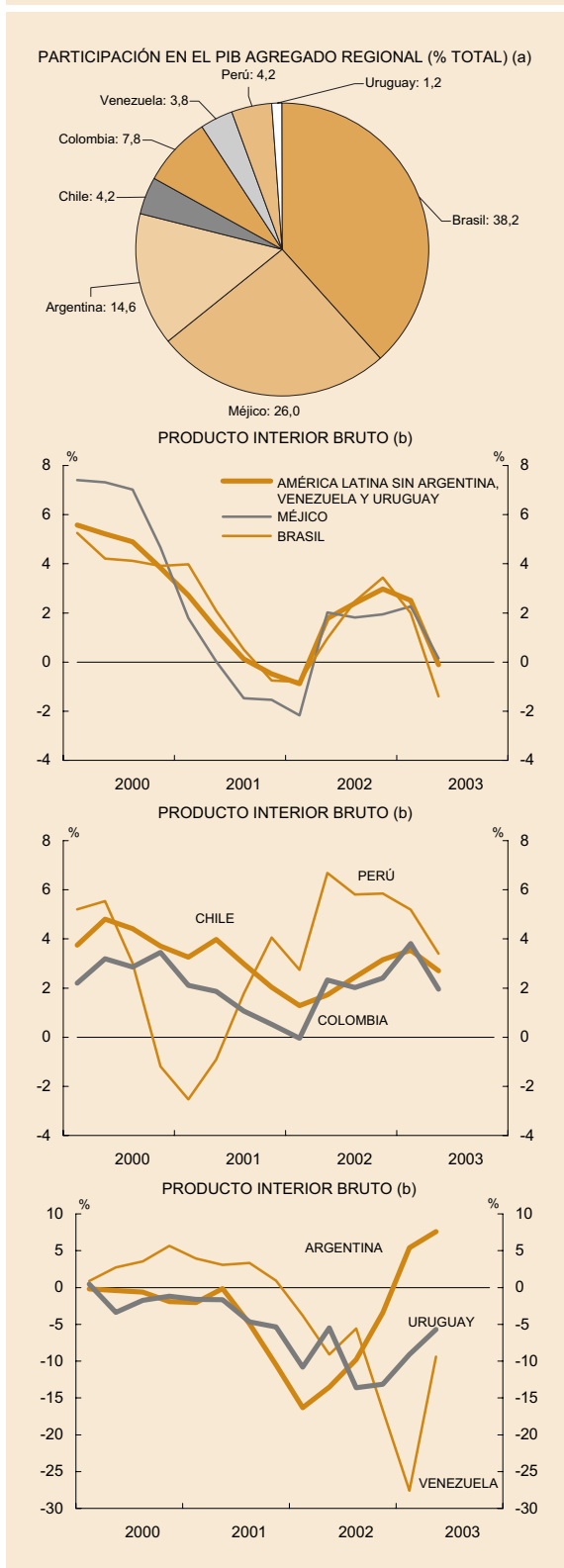
(b) Datos trimestrales: acumulados de cuatro trimestres.

(c) Se considera en cada caso la agrupación institucional más amplia posible.

(d) Fin de período.

GRÁFICO 2

PIB latinoamericano



Fuente: estadísticas nacionales.
 (a) El agregado corresponde a las 8 principales economías. PIB medido en paridad del poder de compra.
 (b) Tasas de variación interanual.

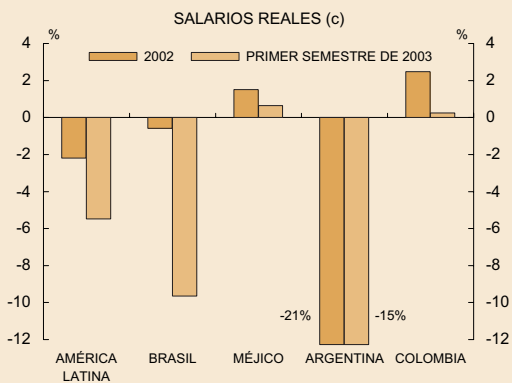
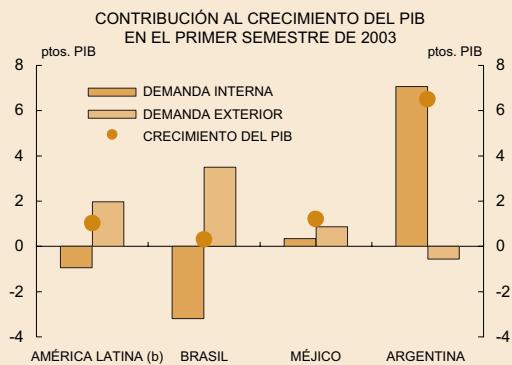
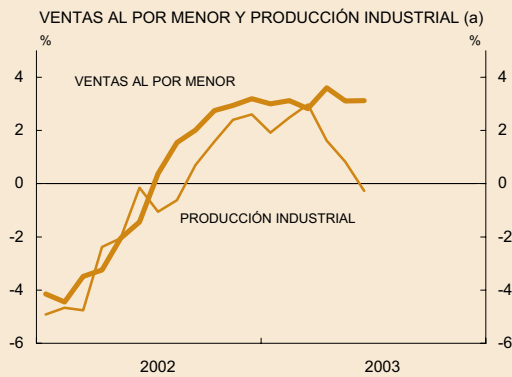
una fuerte contracción posterior, hasta situarse en una tasa ligeramente negativa. Méjico y, especialmente, Brasil explican básicamente esta evolución. Además, Chile y Colombia, que venían mostrando un mayor dinamismo, experimentaron una desaceleración en el segundo trimestre. La economía peruana, que había sido la más dinámica el año anterior, se desaceleró en ambos trimestres. Esta evolución, tras un año de recesión en la región, subraya las dificultades de América Latina para consolidar una senda de crecimiento robusto y sostenido. Tras un año de políticas de demanda restrictivas, la reciente relajación de las mismas y las mejores perspectivas de la economía internacional permitirían pensar que el proceso de recuperación podría reactivarse en el segundo semestre, aunque los indicadores conocidos para este período no lo muestren aún.

En el conjunto de la zona, se estima que la demanda interna tuvo una contribución negativa al crecimiento del producto en el primer semestre, respecto al primer semestre de 2002 (gráfico 3). La mejoría del entorno financiero no fue suficiente para reactivar la inversión privada, que en algunos países como Brasil incluso sufrió una recaida a lo largo del semestre; el elevado exceso de capacidad, el ajuste ante el deterioro de la posición financiera y la persistencia de un cierto grado de incertidumbre explicarían un comportamiento cauteloso por parte de las empresas. A su vez, el consumo privado mantuvo tasas de crecimiento reducidas —incluso negativas en el caso brasileño—, a pesar del repunte generalizado de la confianza del consumidor. Esta evolución se explica en buena parte por el continuado deterioro del mercado laboral en la mayoría de los países, con reducciones del empleo y de los salarios reales, que registraron caídas superiores al 5% al sufrir la erosión derivada del incremento de la inflación. Otro factor importante a la hora de explicar el poco satisfactorio comportamiento del consumo fue el tono restrictivo de las políticas de demanda, que ha comenzado a corregirse en los últimos meses. No obstante, algunos países no siguieron este patrón agregado de composición de la demanda: en Chile, Colombia y, sobre todo, Argentina, la demanda interna fue la principal responsable del crecimiento en el primer semestre.

Para el conjunto de la región, se estima que la demanda externa contribuyó en casi 2 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en la primera mitad del año, tanto por el aumento de las exportaciones como por la moderación de las importaciones. A lo largo del semestre, las exportaciones consolidaron su dinamismo, impulsadas por la tímida recuperación del comercio mundial y, sobre todo, por las ganancias de competitividad, resultado de la sustancial de-

GRÁFICO 3

Demanda y sus determinantes

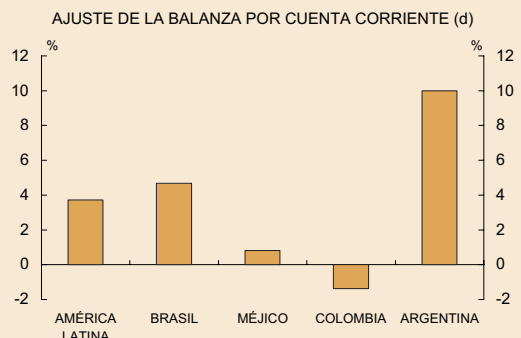
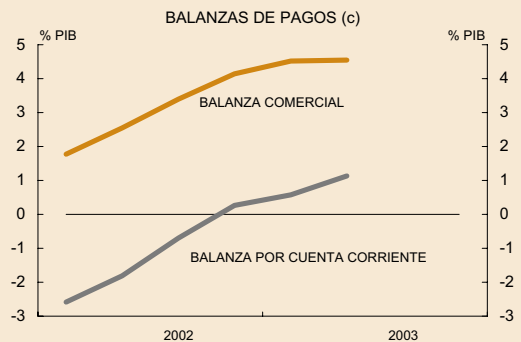
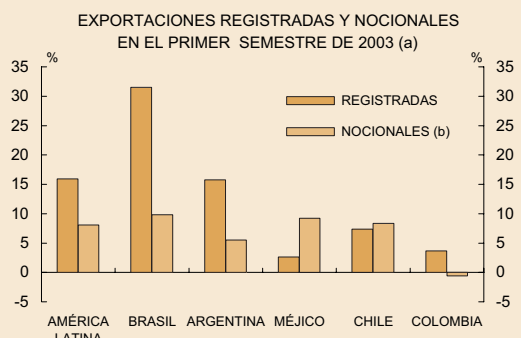
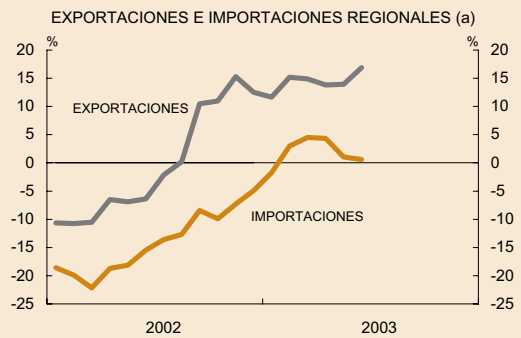


Fuente: estadísticas nacionales.
 (a) Tasa interanual de la media móvil trimestral.
 (b) Estimación para el primer semestre.
 (c) Tasas de variación interanual.

preciación de los tipos de cambio en varios países. Los ingresos por exportaciones también se vieron favorecidos en otros casos por el incremento del precio de las materias primas, especialmente de las industriales, y del petróleo, cuyo precio retornó a niveles elevados tras la breve corrección posterior a la guerra de Irak. El crecimiento regional de las exportaciones, que se mantuvo en tasas cercanas al 15% interanual durante todo el semestre, dobló su crecimiento nocional (gráfico 4) —definido como el

GRÁFICO 4

Cuentas exteriores



Fuente: estadísticas nacionales.
 (a) Tasa de variación interanual.
 (b) Tasa de variación interanual ponderada de las importaciones de socios comerciales. La ponderación se deriva de la estructura geográfica de las exportaciones de cada país.
 (c) Porcentaje del PIB.
 (d) Variación del saldo corriente entre el segundo trimestre de 2003 y el primero de 2002, en porcentaje del PIB.

incremento de la demanda de importaciones de los principales socios comerciales—, lo que implica una considerable ganancia de cuota de mercado exterior. El comportamiento de Brasil, donde el crecimiento efectivo triplicó el nocional, fue particularmente notable, así como el de Argentina, aunque en este caso el impulso exportador fue menos acusado de lo que sería esperable tras las fuertes ganancias de competitividad acumuladas. Por el contrario, en Méjico el crecimiento relativo de las exportaciones fue reducido. En cuanto a las importaciones, tras iniciar el año en tasas interanuales positivas, durante el segundo trimestre su impulso tendió a moderarse. Esta moderación afectó, con diferente intensidad, a la mayoría de los países de la región, con la excepción de Argentina, donde las importaciones mantuvieron tasas de crecimiento muy elevadas a lo largo de todo el semestre. Por el contrario, aquellos países que experimentaron una mayor desaceleración del crecimiento en el segundo trimestre —Brasil y Méjico— registraron descensos interanuales de las importaciones en la segunda mitad del semestre.

Este comportamiento del sector exterior catalizó desde mediados de 2001 el proceso de ajuste externo. Los amplios superávits comerciales en la mayoría de los países latinoamericanos, así como la consolidación del aumento en las remesas de emigrantes, cada vez más importantes en algunos países para reducir las necesidades de financiación, se trasladaron a la balanza por cuenta corriente (recuadro 1). Así, desde el inicio del año se registró un saldo de la balanza por cuenta corriente positivo, que probablemente superó el 1% del PIB en el segundo trimestre, frente a un déficit superior al 2% a inicios de 2002. Fue destacable la contribución de Brasil, donde el semestre concluyó con un superávit, situación atípica en este país. Argentina y Venezuela registraron superávits muy elevados, cercanos al 9% del PIB, como consecuencia de la crisis económica, aunque en Argentina se ha ido reduciendo sustancialmente a lo largo del semestre. En Colombia, por el contrario, el déficit por cuenta corriente consolidó su tendencia creciente de los últimos años.

2.2. Financiación exterior

La evolución más reciente del comercio exterior apuntaría a una estabilización del superávit comercial y a que el proceso de ajuste externo podría estar agotándose. Aun así, la reducción de pagos financieros facilitada por los menores costes de financiación y una política de endeudamiento más prudente y más orientada al segmento local aún podrían prolongar en el tiempo

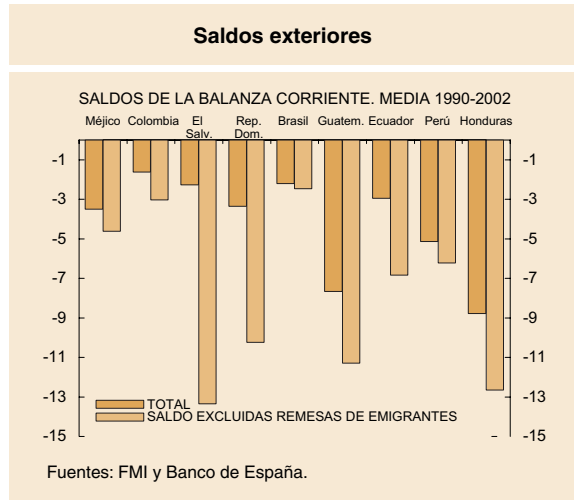
la mejoría del saldo de la balanza por cuenta corriente. Conviene recordar en este sentido que el ajuste externo estuvo inducido inicialmente por dificultades financieras en la región, que interrumpieron el acceso a la financiación externa de buen número de países durante la mayor parte del año pasado. Por ello, además de la mejoría de los saldos de las balanzas por cuenta corriente, el hecho más relevante del último período ha sido la reactivación de las entradas de capital a la región, que se consolidó durante el primer semestre de 2003.

Uno de los destinos preferentes de estos flujos fueron las emisiones de bonos internacionales. Durante el primer semestre de este año se superaron los 14.000 millones de dólares en emisiones soberanas (gráfico 5), lo que supone un incremento superior al 40% respecto al primer semestre de 2002. No obstante, estos niveles permanecen alejados de los de finales de los años noventa, entre otros motivos por la ausencia de Argentina, que fue durante esa década el principal emisor entre los mercados emergentes. El mayor protagonismo en el mercado primario lo tuvo Méjico, no solo por el monto de emisiones (6.300 millones de dólares) sino por su significación, ya que los bonos mejicanos comenzaron a incluir desde febrero cláusulas de acción colectiva (CAC), que tienen como objetivo facilitar al deudor la eventual reestructuración de la deuda, al no requerirse la unanimidad de los acreedores. Posteriormente, las emisiones de Brasil y Uruguay (con ocasión de su canje de deuda) también incluyeron CAC. En ninguno de estos casos se observó la existencia de una prima de riesgo adicional significativa por la inclusión de estas cláusulas. La emisión de bonos corporativos durante el primer semestre superó la del conjunto del año anterior, aunque también se mantuvo en niveles reducidos respecto a la media de la década de los noventa. Otros flujos, como los de cartera, experimentaron asimismo un incremento notable. Sin embargo, los préstamos bancarios y sindicados continuaron su repliegue.

Un aspecto especialmente destacable en la evolución de los flujos de capitales a Latinoamérica en los últimos tiempos es la trayectoria descendente de los flujos de inversión directa del exterior, que pasaron de más de 70.000 millones de dólares anuales, en términos brutos, al principio de los noventa a apenas 32.000 millones acumulados en los doce últimos meses hasta marzo de 2003 (gráfico 5). A lo largo del semestre, la reactivación de los in-flujos financieros no tuvo su paralelo en una recuperación de la inversión directa, que experimentó una nueva contracción. Esta fue resultado, principalmente, de la caída de los flujos hacia Brasil, que se redujeron de un promedio superior a los 20.000 millo-

Remesas de emigrantes y balanza de pagos en América Latina

Los flujos migratorios, además de importantes implicaciones sociales y económicas, tienen un papel fundamental en la reducción de las necesidades de financiación exterior de los países latinoamericanos, superior incluso a la de algunos flujos de capitales a los que se suele prestar mayor atención. El fuerte incremento de los flujos migratorios a nivel mundial a partir de 1990 no hace sino reforzar su relevancia. El porcentaje de no nacionales en la población de los países desarrollados se ha incrementado notablemente, incluso en aquellos países con escasa tradición inmigratoria, como España (del 0,7% al 2,2% entre 1990 y 2001), y las cifras de emigración corroboran el dinamismo de este fenómeno en América Latina: la República Dominicana tiene más de un cuarto de su población trabajando en el extranjero; 8 millones de mejicanos trabajan en Estados Unidos, y en Ecuador medio millón de personas, casi un 5% de la población, ha abandonado el país en los tres últimos años. Los principales factores de empuje de la emigración son los relacionados con aspectos económicos. Así, evidencia empírica reciente (1) revela una correlación negativa entre los flujos migratorios y el PIB *per capita*; la correlación con el nivel de pobreza, en contra de lo que se podría esperar, también resulta ser significativamente negativa, debido a los costes de traslado, que disuaden la migración cuando la pobreza es extrema.



El incremento de los movimientos migratorios ha llevado aparejado un ascenso paralelo de las remesas, es decir, el envío de parte de los ingresos obtenidos por el emigrante a su país de origen. Las remesas superaron los 92 mm de dólares en todo el mundo en 2001. América Latina fue el área que atrajo la mayor cantidad de flujos, un 23% del total, y la que registró el mayor crecimiento en las últimas décadas. El cuadro 1 contiene el desglose de las remesas recibidas por los países latinoamericanos más significativos. Méjico es el país que más transferencias recibió de la zona, con cerca de 10.000 millones de dólares, seguido por Colombia, con 2.400 millones. En relación con el tamaño económico del país, destacan algunos países centroamericanos de entre los más pobres de la región: en Nicaragua, El Salvador y Honduras, la cuantía de las remesas supone más del 10% del PIB.

Debido a la dependencia de América Latina de los recursos externos y a la vulnerabilidad financiera que ha mostrado recurrentemente, las remesas constituyen un esencial elemento estabilizador de la balanza de pagos. Las remesas se registran en la contabilidad nacional como transferencias corrientes y, por lo tanto, entran con signo positivo en la balanza por cuenta corriente. El gráfico adjunto ilustra la relevancia que tienen las remesas para mitigar los desequilibrios por cuenta corriente en algunas economías del área, sobre todo en los pequeños países centroamericanos, pero también en otros más grandes como Méjico o Colombia. Puesto que el déficit por cuenta corriente recoge el exceso de inversión sobre ahorro en una economía, las transferencias procedentes de la emigración contribuyen a cerrar de modo significativo la brecha de financiación exterior. Otros indicadores recogidos en el cuadro 1 subrayan la trascendencia de las remesas para reforzar la posición externa de la economía. En los países más pequeños y menos desarrollados, pero también en otros, como Colombia, que tradicionalmente ha atraído flujos importantes de capital, las remesas superaron las entradas de inversión directa en las últimas décadas; los datos en cuanto a las exportaciones revelan que las remesas constituyen fuentes de ingresos equiparables al comercio exterior. Por último, es conveniente señalar que estas transferencias corrientes se caracterizan por su estabilidad relativa frente a otros flujos de capitales: el coeficiente de variación de las remesas en los países en desarrollo se situó en 0,31 en los años noventa, frente al 0,52 de los flujos privados de capital y el 0,47 de los flujos de inversión directa. Este análisis confirma la importancia de las remesas de emigrantes como fuente de captación de recursos exteriores y, también, como elemento que reduce la vulnerabilidad financiera de la región, no solo debido a su magnitud, sino a su estabilidad y previsible continuidad.

(1) Véase, para el perfil del inmigrante en España, M. Casado, L. Molina y J. Oyarzun, «El análisis económico de los movimientos migratorios internacionales: determinantes empíricos y nuevas propuestas de regulación», DT 0307, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Complutense de Madrid.

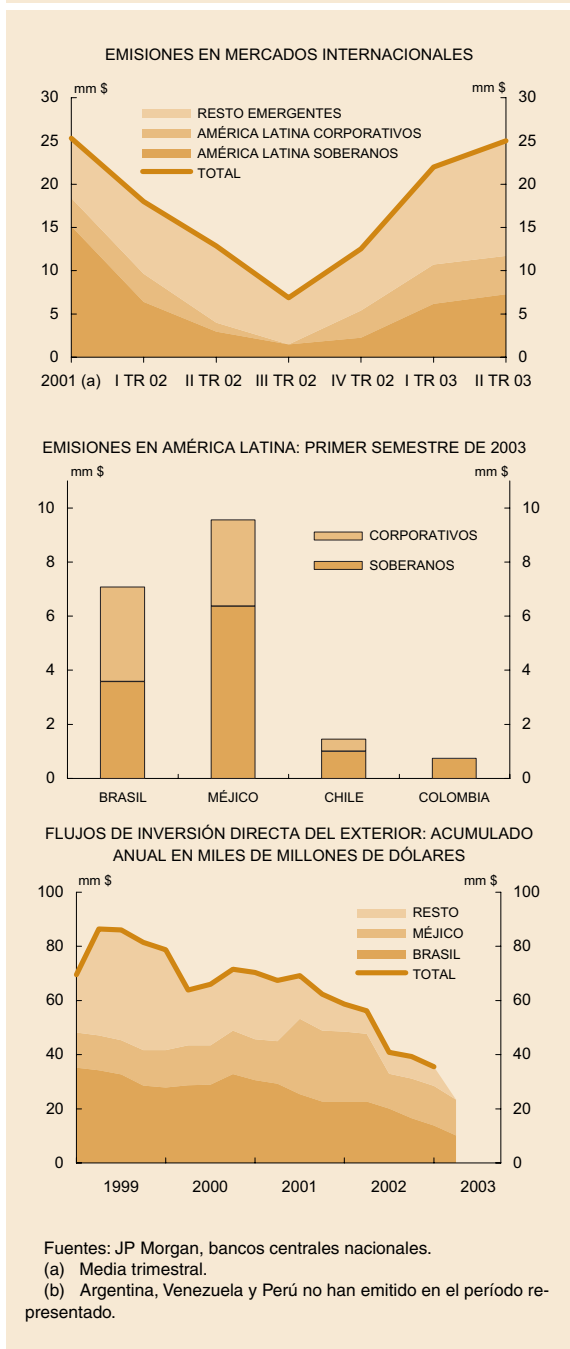
Remesas de emigrantes en América Latina

	Remesas mm \$ 2002	Variación (%)		Per capita (\$) 2002	Ratios: remesas respecto a (1980/2002)					
		90-99	00-02		% PIB		% IED		% export.	
					80-01	2002	80-01	2002	80-01	2002
Méjico	9,8	10,6	19,0	95	0,9	1,5	52	72	5	6
Colombia	2,4	18,7	22,3	55	1,0	2,7	73	117	8	19
El Salvador	2,2	20,9	17,3	338	7,4	13,9	612	713	45	66
Rep. Dominicana	2,1	20,3	11,7	244	5,3	8,5	311	151	30	34
Brasil	1,7	68,0	14,9	10	0,1	0,4	23	10	2	3
Guatemala	1,7	22,2	69,7	141	3,4	4,3	244	132	14	21
Ecuador	1,6	46,9	13,4	120	3,5	8,4	85	124	12	30
Perú	1,3	28,3	27,7	47	1,0	2,2	58	53	9	16
Honduras	0,8	26,0	34,2	114	3,2	12,1	153	274	10	28
Nicaragua	0,4	66,8	11,9	78	8,3	17,0	112	254	28	56
Argentina	0,2	-4,6	530,1	5	0,0	0,2	1	24	0	1
Venezuela	0,2	---	40,1	9	---	0,2	---	17	---	1

Fuentes: Banco Mundial, FMI y Banco de España.

GRÁFICO 5

Flujos de capitales exteriores



nes de dólares en el año 2002 a apenas 10.000 millones en el segundo trimestre de 2003. La inversión directa está considerada como una fuente de financiación externa particularmente atractiva, al ser más estable y contribuir a incrementar la productividad en los países receptores. Por estos motivos, de consolidarse su reducción, podría tener importantes consecuencias negativas para la región. Detrás de esta evolución pueden distinguirse factores externos —como el retraimiento de la inversión exterior global, debi-

do a la incertidumbre económica y a la mayor cautela de las empresas—, y factores internos, entre los que cabe destacar una cierta inquietud por el respeto a los derechos de propiedad dentro de un marco institucional estable, sobre todo en lo que atañe a las inversiones extranjeras, que ha sido puesto en entredicho por la resolución de algunas crisis recientes.

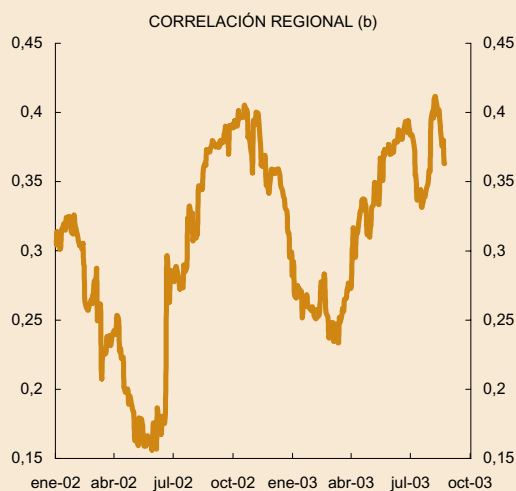
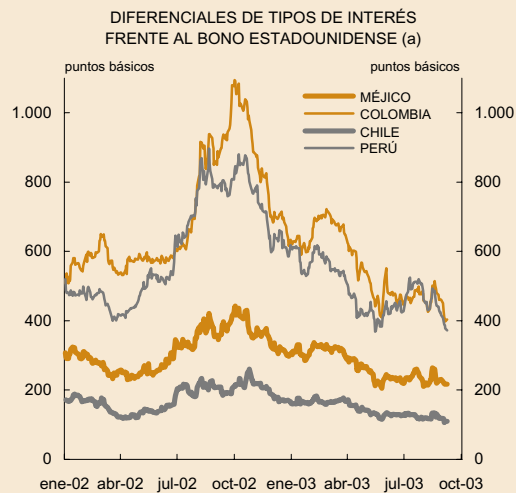
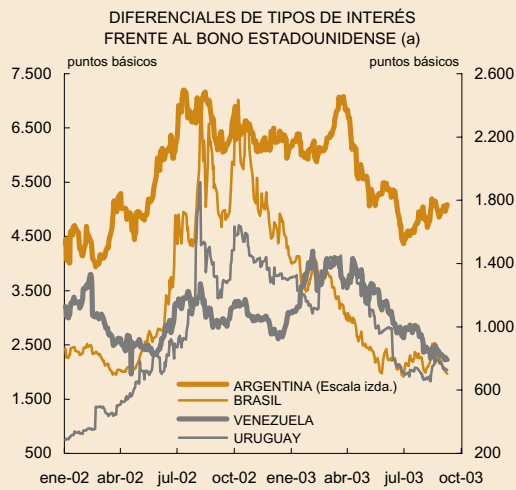
En este contexto de reactivación parcial de los flujos de capital, los indicadores financieros ilustran una notable mejoría del sentimiento de los inversores internacionales hacia América Latina, que se ha reflejado sobre todo en los diferenciales de rentabilidad de los bonos soberanos (gráfico 6). El diferencial del área se redujo a la mitad, desde su máximo en octubre de 2002, hasta el entorno de los 650 puntos básicos (gráfico 1). Esta mejoría afectó de modo relativamente homogéneo a la mayoría de los países, cuyos diferenciales experimentaron caídas superiores al 50% respecto a los niveles de finales de 2002 e inicios de 2003. El país más beneficiado fue Brasil, que experimentó una reducción de su diferencial superior al 70%, desde niveles que llegaron a superar los 2.400 puntos básicos en septiembre del pasado año, hasta otros por debajo de los 700 puntos. Los diferenciales de Chile y Méjico —cuyos niveles eran ya muy reducidos— alcanzaron mínimos históricos. Durante el segundo trimestre, sin embargo, la tendencia decreciente de los diferenciales se estabilizó, consolidando las ganancias logradas en el inicio de 2003.

Las bolsas latinoamericanas también experimentaron alzas notables en sus cotizaciones (superiores al 30% de promedio en el semestre), mayores que las de los mercados desarrollados. Los avances más destacados se produjeron en Venezuela (72%), aunque debe señalarse que la subida fue debida, en parte, a que la imposición de controles cambiarios y de capitales incentivó la operativa bursátil con las empresas venezolanas que cotizan en la bolsa estadounidense, como forma de eludir estas restricciones. Aunque los mercados de divisas experimentaron una elevada volatilidad, en el conjunto del semestre la trayectoria de la mayoría de las monedas fue estable. No obstante, las divisas brasileña y argentina se apreciaron notablemente, tras las fuertes depreciaciones de los dos años anteriores (gráfico 7).

Un análisis de los factores explicativos de la mejoría de la actitud de los inversores internacionales hacia la región revela que, si bien los condicionantes financieros en los mercados de los países desarrollados que se apuntaron en la introducción —condiciones más holgadas de liquidez, rentabilidad reducida en los principales mercados de bonos, mayor apetito por el riesgo—

GRÁFICO 6

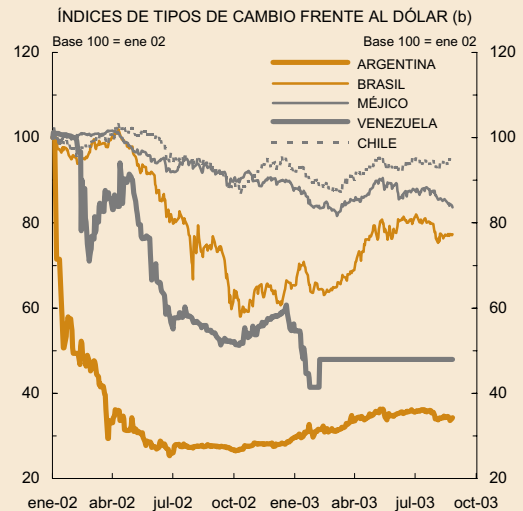
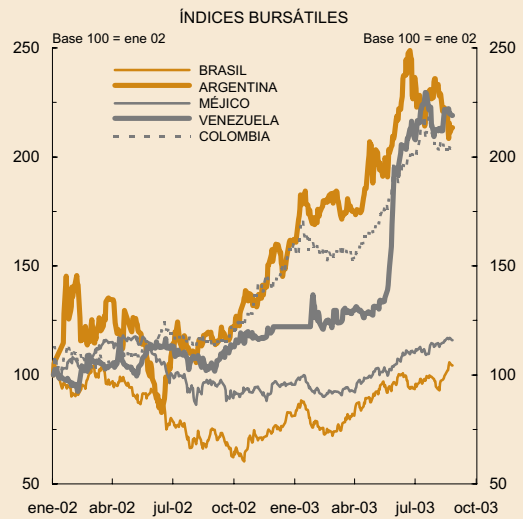
Diferenciales soberanos



Fuentes: Datastream, JP Morgan.
 (a) Índices EMBI de JP Morgan.
 (b) Promedio de las correlaciones trimestrales cruzadas de variaciones de los diferenciales soberanos.

GRÁFICO 7

Bolsas y tipos de cambio (a)

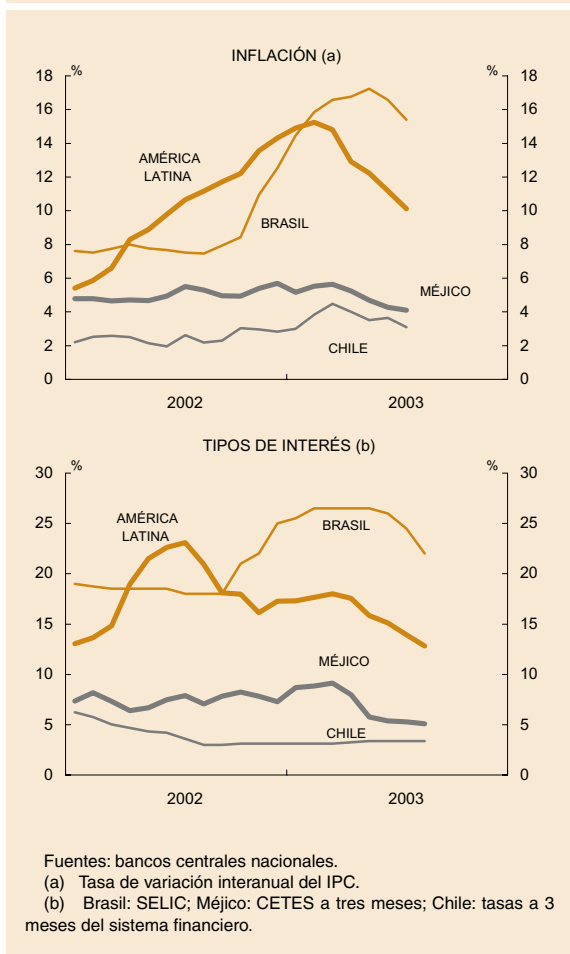


Fuente: Datastream.
 (a) Base 100 en enero de 2002.
 (b) Un aumento significa una apreciación frente al dólar.

explican una parte de esta tendencia, el principal factor desencadenante del cambio de percepción de los mercados fue la reducción de la elevada incertidumbre y de la percepción de riesgo dentro del área a partir del mes de octubre de 2002, tras el desenlace de las elecciones en Brasil. Este clima más estable se consolidó a lo largo del primer semestre, gracias al énfasis en la disciplina económica mostrado por las nuevas administraciones en Brasil y Colombia, y al apoyo del FMI a diversos países en dificultades, como Ecuador, Colombia, la República Dominicana, Uruguay y Argentina. Desde esta perspectiva, el estrechamiento de los diferenciales y su vuelta a los niveles anteriores al año 2001 podría interpretarse como el retorno

GRÁFICO 8

Inflación y tipos de interés



a una situación de normalidad, tras las turbulencias que dominaron la región en los últimos años.

No obstante, la posición financiera subyacente de algunos países, aunque aliviada por la caída de los costes financieros y la apreciación del tipo de cambio, sigue siendo frágil. Se requerirá un período prolongado de costes financieros reducidos y de políticas prudentes para consolidar los progresos en la reducción de la vulnerabilidad fiscal y financiera. En este contexto, la estabilización durante el segundo trimestre de los diferenciales soberanos en la región parecería reflejar un cierto agotamiento de su recorrido a la baja, al menos a los fuertes ritmos experimentados en el primer trimestre.

2.3. Políticas económicas

A pesar de la mejoría de las condiciones financieras externas y de la debilidad del crecimiento de algunos países durante el segundo

trimestre del año, las políticas de demanda mantuvieron un tono restrictivo tanto en el ámbito monetario (donde la depreciación de los tipos de cambio había inducido aumentos significativos de las tasas de inflación) como fiscal (en el que el coste del servicio de la deuda obligó a intensificar el ajuste de ingresos y gastos). No obstante, hacia el final del segundo trimestre estas políticas comenzaron a adoptar un tono más relajado.

En el gráfico 8 puede observarse cómo el rebrote de la inflación, iniciado a finales de 2002, continuó durante el primer trimestre de 2003. Este aumento fue inducido fundamentalmente por las depreciaciones cambiarias acumuladas en algunos países de la región. Aunque la traslación de las variaciones cambiarias a precios fue limitada, al final del primer trimestre la tasa de inflación alcanzó el 15% en el conjunto del área, tres veces su nivel en el año previo. La aceleración de la inflación afectó prácticamente a todos los países, aunque fue más acusada en Venezuela y, de modo particularmente intenso, en Brasil. En Argentina, sin embargo, continuó la reducción de las presiones inflacionistas. A partir del segundo trimestre de 2003, los precios retomaron una senda de mayor moderación en la mayoría de los países, que situó la tasa interanual de inflación en el entorno del 10% para el conjunto del área.

La reducción de la inflación, tras meses de aumento, ha permitido iniciar un proceso de relajación de las políticas monetarias de la zona. Así, mientras que en el primer trimestre, con la excepción de Chile, continuaron las subidas de tipos de interés iniciadas a mediados de 2002, a lo largo del segundo trimestre las autoridades monetarias iniciaron un movimiento bajista de tipos, primero en Méjico y, hacia el final del trimestre y de un modo gradual, en Brasil. Sin embargo, los países donde la demanda interna mostraba mayor dinamismo (Chile y Colombia) mantuvieron el tono de la política monetaria. En el agregado regional (gráfico 8), el perfil oscilante de los tipos de interés descrito quedó difuminado por la evolución de la política monetaria en Argentina, donde el precio del dinero inició un acusado descenso a mediados de 2002, de forma paralela a la desaceleración de la inflación.

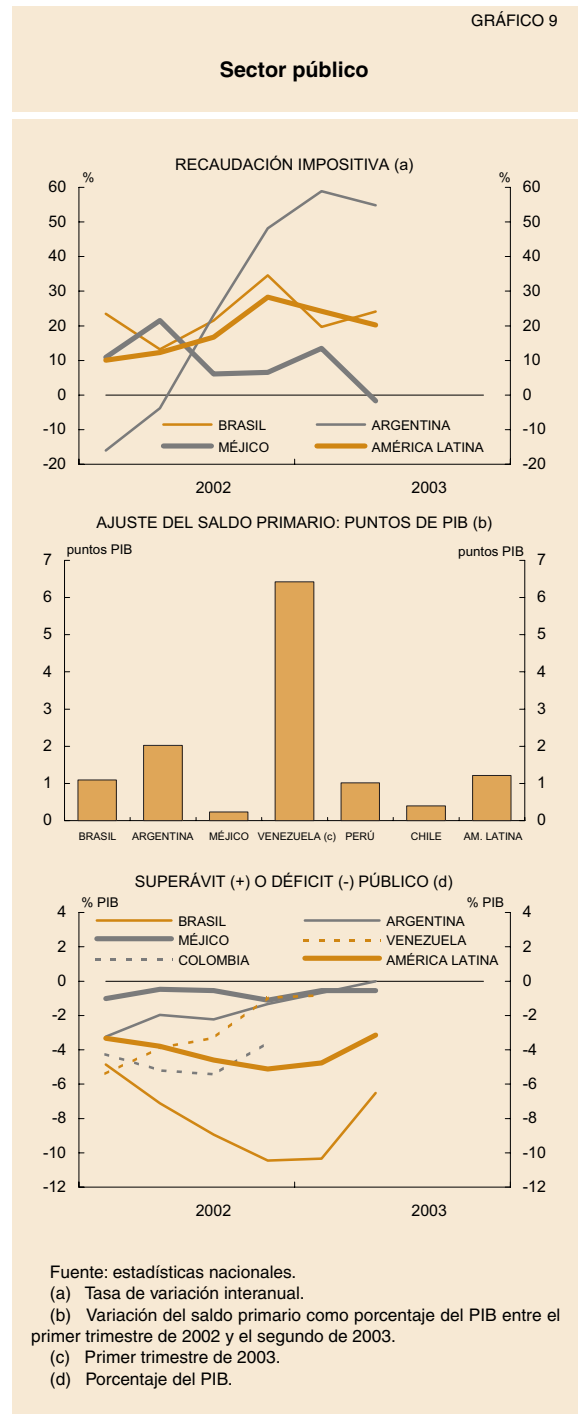
El tono restrictivo de la política fiscal en el área fue consecuencia, en buena medida, de la necesidad de responder al deterioro de la posición financiera del sector público durante los últimos años. A reforzar este tono restrictivo también contribuyó el deseo de los gobiernos, sobre todo en las nuevas administraciones, de mejorar sus credenciales de disciplina y recuperar la confianza externa. En este sentido, du-

rante el semestre se lograron, particularmente en Brasil y Colombia, importantes avances en la aprobación de reformas fiscales de amplio calado, destinadas a fortalecer la sostenibilidad de las finanzas públicas. La disciplina fiscal en el conjunto del área se mantuvo mediante la contención del gasto y la evolución favorable de la recaudación (gráfico 9), que siguió registrando incrementos notables —aunque estos tendieron a moderarse en el segundo trimestre—. Como consecuencia de ello, todos los países analizados registraron superávits primarios, en algunos casos muy amplios. El promedio regional podría haber superado el 2% del PIB en el segundo trimestre de 2003, lo que significa un ajuste de más de un punto del PIB desde el inicio del año pasado. El impacto de este ajuste sobre el saldo público total se reforzó con la mejoría de los indicadores financieros, que contribuyó a reducir los pagos por intereses. La conjunción de estos efectos fue particularmente notable en Brasil, donde el déficit público mejoró en 4 puntos del PIB a lo largo del semestre, respecto al nivel vigente a finales de 2002, aunque el país aún mantiene una posición fiscal fuertemente deficitaria.

3. EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES PAÍSES

En *Argentina*, los indicios que a finales del año pasado apuntaban a una reactivación de la economía se vieron plenamente confirmados por los indicadores del primer semestre de 2003. El PIB creció, en el primer trimestre, a una tasa del 5,4% interanual, que se aceleró hasta un 7,6% en el segundo trimestre, apoyado en la demanda interna (gráfico 3). La inversión comenzó a registrar un fuerte crecimiento y el consumo un repunte moderado, apoyado por la fuerte creación de empleo, si bien esta procedió en su mayor parte de los planes de apoyo público, que explicarían casi dos tercios de la caída del desempleo —del 21,5% al 15,6%— registrada en el último año. En cualquier caso, esta positiva evolución de las tasas interanuales se debió, en buena medida, a la deprimida base de comparación, por lo que debe ser interpretada con cautela (gráfico 10). Las caídas de la producción industrial a final del semestre, pese a su posterior recuperación en julio, y la moderación del crecimiento mensual del indicador de actividad reflejarían que la recuperación económica no está todavía plenamente consolidada.

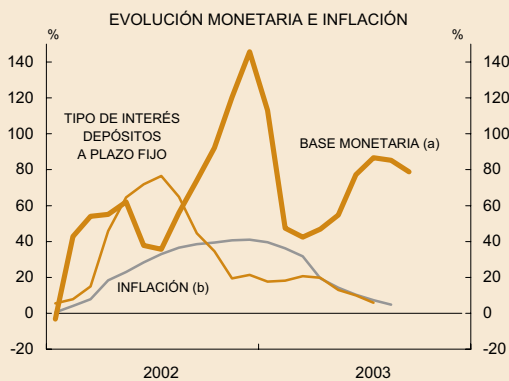
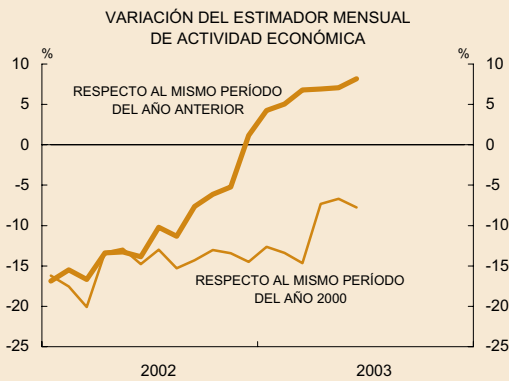
Los objetivos de superávit primario pactados con el FMI en el acuerdo transitorio de enero se cumplieron con cierta holgura. El ajuste de las cuentas públicas fue posible gracias al notable crecimiento de los ingresos fiscales, en respues-



ta a la aceleración de la actividad, pese a la moderación de la inflación (la variación acumulada de los precios al consumo durante el primer semestre del año fue de tan solo el 2,1%). La evolución favorable de la demanda de pesos por parte del público permitió un sustancial crecimiento de la oferta monetaria, que el Banco Central canalizó al fortalecimiento de las reservas, conteniendo la tendencia a la apreciación del peso, sin que la mayor liquidez se trasladara a la inflación (gráfico 10). El cambio de Administración tras las elecciones presidenciales de mayo no supuso modificaciones relevantes en la

GRÁFICO 10

Argentina

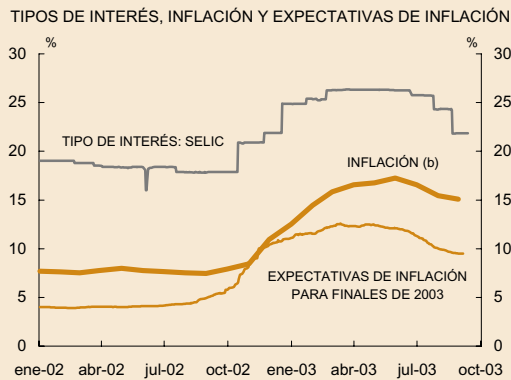
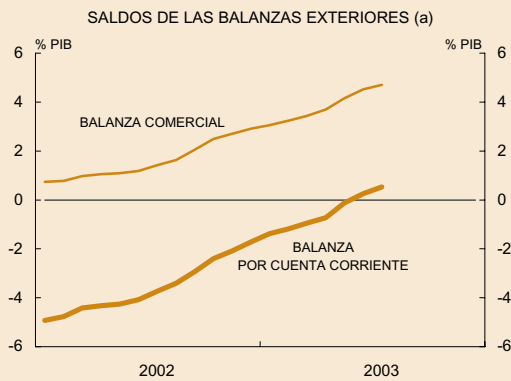


Fuentes: Ministerio de Economía (MECON) y Banco Central de la República Argentina.

- (a) Tasa de variación interanual.
- (b) Tasa de variación interanual del IPC.

GRÁFICO 11

Brasil



Fuentes: Banco Central de Brasil.

- (a) Porcentaje del PIB.
- (b) Tasa de variación interanual del IPCA.

política económica. Por lo tanto, tras alcanzar recientemente un nuevo acuerdo para un programa de tres años con el FMI, sigue resultando necesario dar pasos decisivos en las tareas fundamentales para recomponer las bases productivas y financieras de la economía argentina.

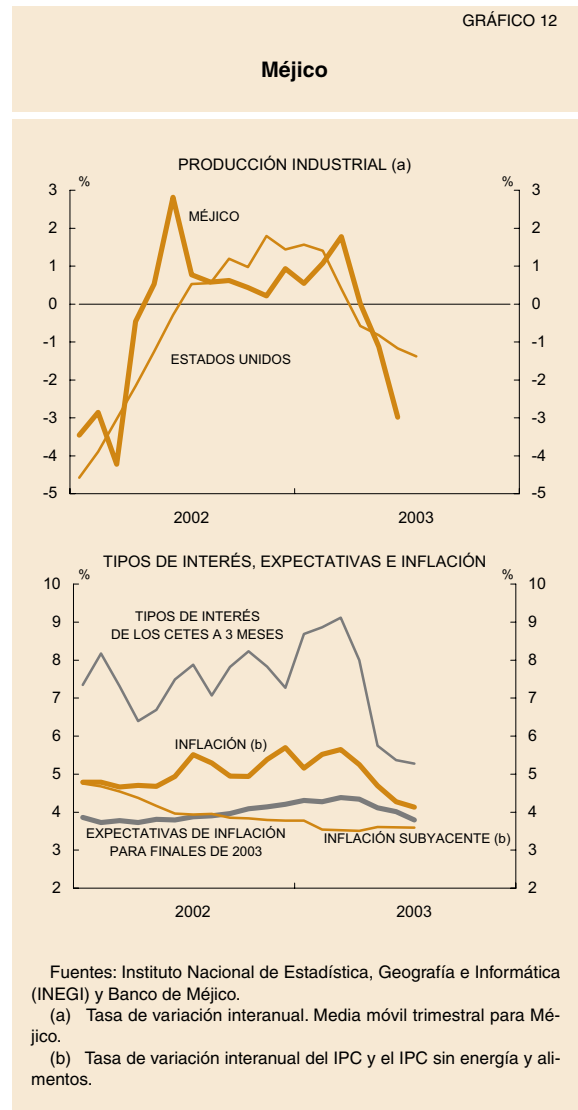
A pesar de la acusada mejoría de la actitud de los mercados hacia *Brasil*, la economía sufrió a lo largo del primer semestre una brusca desaceleración, que quebró la senda de recuperación previa y llevó a un crecimiento interanual negativo del 1,4% en el segundo trimestre. No obstante, el sector exterior consolidó su fortaleza (gráfico 11): las exportaciones mantuvieron tasas de crecimiento interanual superiores al 25% durante todo el semestre, mientras que las importaciones cayeron durante el segundo trimestre. Como resultado, el superávit comercial superó el 4% del PIB, pero, a diferencia de lo ocurrido en 2002, el impulso externo no fue suficiente para compensar la debilidad de la demanda interna, lastrada por la fuerte caída de la renta real y el elevado desempleo.

Las políticas de demanda tampoco contribuyeron a dinamizar la economía. El fuerte repunte de la inflación, que se situó por encima del 17% interanual al final del primer trimestre (gráfico 11), indujo un incremento progresivo del tipo de interés oficial desde octubre de 2002 y una revisión al alza del objetivo de inflación, hasta el 8,5%, para finales de 2003. La apreciación del tipo de cambio durante el semestre y la debilidad de la demanda moderaron las presiones inflacionistas, y las expectativas de inflación comenzaron a converger rápidamente hacia el nuevo objetivo a partir de abril, lo que permitió, al final del segundo trimestre, iniciar un nuevo ciclo de recortes en los tipos de interés, que se ha intensificado en el tercer trimestre. La reducción en agosto del coeficiente de reservas sobre depósitos también contribuyó a una mayor holgura monetaria. En el terreno fiscal las autoridades revisaron al alza la meta de superávit primario, hasta el 4,25% del PIB, con el fin de reforzar las credenciales de disciplina de la nueva Administración y reconducir los desequilibrios fiscales. A pesar de la atonía económica,

el nuevo objetivo se ha ido cumpliendo de manera holgada, hasta superar el 5% del PIB en julio, debido a recortes de gasto y a la buena evolución de los ingresos públicos, favorecidos por el repunte de los precios. La holgura en el cumplimiento de los objetivos fiscales permitió moderar algunos de los recortes de gastos conforme avanzaba el semestre. La disciplina fiscal, junto con la apreciación del real y la reducción de los tipos de interés, contribuyó a la flexión a la baja de la *ratio* de deuda, que se mantuvo en torno al 55% del PIB, por debajo de los preocupantes niveles alcanzados el año pasado, por encima del 60%. Esta coyuntura favorable permitió, tras más de un año sin acceso a los mercados internacionales de capitales, reanudar las emisiones tanto soberanas como del sector privado, así como llevar a cabo una recomposición parcial de la estructura de la deuda a favor de pasivos no indiciados a la evolución del dólar. Se lograron también progresos en el ámbito de las reformas estructurales, entre los que destacaron los avances en la reforma de la Seguridad Social —cuyo objetivo es invertir la tendencia creciente de los déficit del sistema de previsión— y de la ley de quiebras, que tiene por objetivo mejorar la protección de los acreedores y fomentar el crédito, actualmente escaso y excesivamente oneroso. También se inició el trámite parlamentario de la reforma tributaria, destinada a reducir las distorsiones originadas por el actual sistema fiscal federal.

En *Méjico*, la actividad económica mantuvo un tono de debilidad durante el semestre. Si bien factores estacionales llevaron el crecimiento en tasas interanuales a apenas el 0,2% en el segundo trimestre, el perfil mostrado fue de ligera aceleración, puesto que en el segundo trimestre se registró una tasa intertrimestral positiva, frente al descenso del PIB en el primer trimestre. La actividad tuvo una distribución muy desigual entre sectores, con una ralentización significativa de la construcción y una caída interanual del 3% en la industria. Este último sector, particularmente las maquiladoras, se comportó peor de lo que hubiera sido previsible, incluso a la vista de la debilidad de la producción industrial en EEUU (gráfico 12). El bajo ritmo de actividad en los últimos trimestres se tradujo en una contracción del empleo formal, sobre todo en el sector industrial, y un aumento de la tasa de paro por encima del 3%, nivel desconocido desde inicios de 1999. Sin embargo, la favorable evolución del crédito bancario (recuadro 2) contribuyó a sostener el consumo.

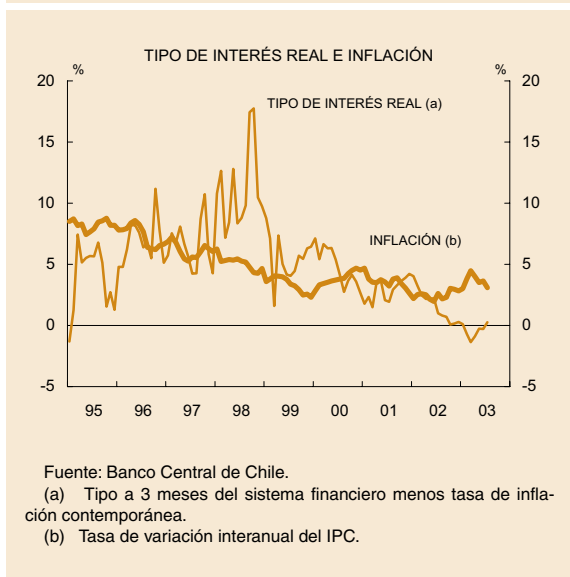
La inflación acumulada durante el primer semestre (1,25%) fue la más baja en los últimos 36 años, lo que provocó un cambio de tendencia en las expectativas de inflación y una



convergencia de la tasa de variación de los precios (4,3% interanual al final del semestre) hacia el rango objetivo del Banco Central para fin de año (3±1%). El buen comportamiento de algunos precios eléctricos y agropecuarios contribuyó especialmente al acercamiento de la inflación registrada a la tasa subyacente. Además, la reducción de la inflación vino inducida por la debilidad de la demanda interna, así como por el tono restrictivo de la política monetaria durante el primer trimestre, que se revirtió en el segundo, hasta el punto de que los tipos de interés alcanzaron mínimos históricos. La volatilidad del peso frente al dólar fue notable, aunque al final del semestre el nivel de cotización apenas sufrió variaciones respecto al principio del año. La evolución de las cuentas públicas fue positiva, favorecida por el mantenimiento de los altos precios del petróleo, por lo que el objetivo de política fiscal para el conjunto del año (déficit del 0,5% del PIB) parece alcanzable. Las bajas tasas de interés facilitaron la gestión de la deuda y un notable aumento de las emisiones

GRÁFICO 13

Chile



internacionales, que ascendieron a 6.300 millones de dólares, los cuales fueron destinados, en parte, a cancelar los bonos Brady aún en circulación, más onerosos y de compleja gestión.

En *Chile*, la recuperación de la economía, que se inició en el cuarto trimestre de 2002, supuso un crecimiento del 3,5% interanual en el primer trimestre de 2003, pero perdió dinamismo en el segundo trimestre, al registrarse un crecimiento interanual del 2,7%. El recorte del gasto público con la finalidad de cumplir la meta fiscal en 2003 restó cierto estímulo a la economía. Simultáneamente, se deterioró la confianza de los agentes y se debilitaron el consumo y la inversión. A este debilitamiento pudo contribuir en alguna medida la incertidumbre sobre las medidas tributarias, que finalmente se concretaron en un aumento transitorio del IVA, del 18% al 19%, empleado en contrarrestar los menores ingresos por aranceles tras la firma de los tratados comerciales con la UE y EEUU, así como financiar ciertos gastos sociales. No obstante, otros elementos, como la notable creación de empleo y los tipos de interés reales negativos, sostuvieron la demanda interna. A pesar de que durante el primer semestre la inflación se mantuvo por encima del objetivo del 3%, la política monetaria mantuvo un tono relativamente acomodaticio, con tipos de interés nominales en mínimos históricos y tipos reales negativos (gráfico 13). En cualquier caso, la tasa de inflación interanual se redujo en julio, hasta situarse en el 3,1% interanual, y las expectativas de inflación se han mantenido en torno al nivel fijado como objetivo por el Banco Central.

Los indicadores de actividad en *Colombia* fueron, en general, positivos a lo largo del semestre. Así, se asistió a un fuerte repunte del PIB, que creció un 3,8% interanual en el primer trimestre, pese a la posterior desaceleración en el segundo, hasta el 2%. La mejoría se apoyó en la demanda interna y se concentró en sectores creadores de empleo, como la construcción, lo que permitió aliviar la situación del mercado laboral. La demanda exterior, sin embargo, contribuyó negativamente al crecimiento, registrándose en el primer trimestre de 2003 un nuevo deterioro de la balanza por cuenta corriente. La inflación, tras llegar al 8% en abril, rompió su senda ascendente en el segundo trimestre de 2003, permitiendo al Banco Central mantener los tipos de interés estables durante este período, tras los incrementos decididos a principios de año. Las finanzas públicas registraron una sustancial mejoría desde finales del año pasado. Los ingresos de la Administración central experimentaron un incremento del 21%, y los gastos primarios se redujeron en un 5% en el primer semestre, respecto al mismo período del año anterior. En el ámbito de las reformas estructurales, fue aprobada la convocatoria para octubre de un ambicioso referéndum sobre consolidación fiscal y reforma política, que, de aprobarse, recortaría notablemente el desequilibrio presupuestario en los próximos años.

En *Venezuela*, las consecuencias del conflicto político y social se reflejaron en una contracción muy intensa del producto en el primer trimestre, del 29% en tasa interanual, que se ha moderado en el segundo trimestre, hasta el -9,4%. El comportamiento del sector petrolero fue fundamental para explicar estas oscilaciones: tras una caída interanual del 47% en el primer trimestre, se produjo una notable recuperación en el segundo. La actividad podría haber tocado fondo en el segundo trimestre, en un contexto de recuperación de la actividad petrolera y mayor impulso de la política monetaria. La acusada depreciación de la moneda y la fuerte caída de las reservas llevaron a las autoridades a instaurar un estricto control de cambios en febrero, que contribuyó al desplome del consumo interno y de las importaciones. El deterioro de la actividad afectó, igualmente, al mercado laboral, y la tasa de paro marcó en febrero un máximo histórico del 20,3%. Con todo ello, se estima que, desde el inicio de la crisis, los niveles de renta *per capita* han retrocedido a cifras similares a las existentes a inicios de la década de los noventa. Los problemas de servicio de la deuda derivados de la crisis económica fueron mitigados con diversos canjes de deuda interna a corto plazo, y con un canje de bonos Brady que ahorró cerca de 1.400 millones de dólares en el servicio de la deuda exterior. Este canje y la mejoría de la actividad pe-

El crédito bancario en Méjico

El crédito bancario al sector privado es uno de los elementos básicos de financiación en las economías desarrolladas, pues permite canalizar el ahorro de la economía a decisiones de consumo e inversión. Sin embargo, la *ratio* de crédito bancario sobre PIB en Méjico se sitúa en la cola de la OCDE (apenas el 10% del PIB, frente a *ratios* cercanas o superiores al 50% en la mayoría de los países desarrollados). Incluso teniendo en cuenta el menor nivel de renta, esta relación es muy baja, lo que revela un importante elemento de debilidad estructural de la economía mejicana. En este recuadro se analizan los factores que explican esta situación y las perspectivas de que el crecimiento del crédito recientemente observado se mantenga.

A partir de 1989, con la liberalización financiera y la aprobación de un paquete de estabilización macroeconómica, se observó un crecimiento acelerado del crédito bancario, que situó la *ratio* por encima del 30% (gráfico 1). A posteriori, esta expansión se reveló demasiado rápida, pues supuso una excesiva exposición de la banca al riesgo de crédito. La devaluación del peso en 1994 desencadenó una grave crisis bancaria, inducida no solo por el exceso de riesgo de crédito acumulado, sino por la distinta proporción de instrumentos en moneda nacional y extranjera en el activo y el pasivo (descalce) y por la incapacidad de pago de los deudores, en un contexto de recesión económica y altos tipos de interés. Como resultado de todo ello, el crédito mantuvo una senda descendente durante siete años, hasta retornar a las cifras previas a la liberalización. El proceso de saneamiento financiero de las entidades mejicanas fue muy oneroso, en torno al 20% del PIB, según algunos análisis. La paulatina venta de las entidades viables permitió mitigar el coste, pero solo marginalmente. La reestructuración bancaria se basó en la disminución de los préstamos morosos en los balances bancarios y su transferencia a una agencia gubernamental (FOBAPROA, en la actualidad el IPAB), la recapitalización de las entidades por parte del Gobierno y la modificación de algunas de las condiciones contractuales (indiciación a la inflación, por ejemplo) para mantener la capacidad de pago de los deudores. La estructura del balance de los bancos experimentó un notable cambio tras la crisis. Las entidades bancarias aumentaron sus posiciones de liquidez y el peso de los activos con menor riesgo. Así, los préstamos al sector público han pasado de situarse por debajo del 10% en 1996, al 22% del total de créditos al final del segundo trimestre de 2003. El coste financiero de la crisis y sus propios mecanismos de resolución también han sesgado la estructura del activo bancario y han limitado el margen de actuación en el mercado de crédito privado: los créditos al IPAB supusieron un 22% de la cartera de créditos en el segundo trimestre de 2003. Como resultado de todo ello, la proporción de crédito al sector privado sobre el total se ha reducido al 51%, desde el 88% que representaba antes de la crisis. Otro factor que se ha apuntado como limitador de la expansión del crédito al sector privado es la mayor presencia de la banca extranjera, tras las privatizaciones que siguieron a la crisis de mediados de los noventa. Se ha argumentado que la gestión más mercantil y prudente de los riesgos por parte de los bancos extranjeros ha podido traer consigo una ralentización del crédito. Sin embargo, la evidencia empírica no refleja una diferencia significativa entre el montante de crédito prestado por la banca extranjera y el de la nacional (1). Por último, es importante subrayar que la contracción del crédito bancario apenas fue compensada por el aumento de fuentes alternativas de financiación, como el crédito comercial. Desde el inicio de la crisis, la financiación no bancaria ha pasado del 17% al 19% del PIB; no obstante, este reducido crecimiento ha permitido aumentar su contribución del 30% al 60% de la financiación total.

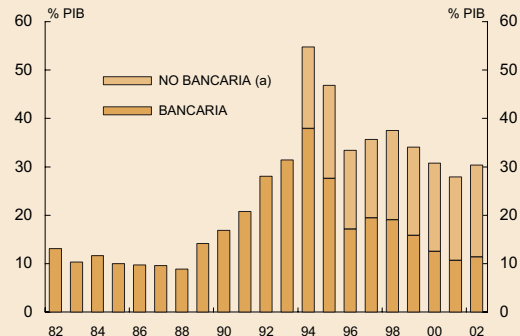
Tras el proceso de saneamiento bancario y la reducción de la tasa de morosidad —del 11,3% a finales de 1997 al 4,2% en junio de este año—, el crédito al sector privado ha comenzado a crecer en términos reales de manera casi ininterrumpida desde inicios de 2002, a pesar de la debilidad de la actividad económica (gráfico 2). Factores sustentadores de esta positiva evolución, además del propio proceso de fortalecimiento de los balances de las entidades, han sido la disminución de la inflación, que ha facilitado la reducción de los tipos de interés reales, y las reformas aprobadas en el marco regulatorio para la recuperación de créditos vencidos. No obstante, la evolución reciente de las distintas partidas de crédito al sector privado ha sido desigual. El elemento más dinámico ha sido el crédito al consumo, con crecimientos interanuales superiores al 30%, si bien esta partida apenas supone el 11% del total. La más intensa mejora en la tasa de morosidad de estos créditos (del 28,8% a final de 1997 al 5,8% en marzo de 2003) podría explicar en buena medida este mejor comportamiento relativo. El crédito hipotecario, que supone alrededor del 20% del total, fue la partida que más sufrió tras la crisis bancaria, y no ha experimentado incrementos positivos en términos reales desde entonces. Las reformas recientemente aprobadas para proceder a la recuperación de garantías de crédito, nuevos productos hipotecarios y la introducción de deducciones a los contribuyentes por el tipo de interés abonado por los préstamos podrían favorecer una reactivación de esta partida. El crédito a empresas absorbe la mayor proporción de los recursos que la banca comercial presta al sector privado (69%, según los últimos datos), pero el peso de la financiación bancaria en este segmento de clientes ha venido disminuyendo en los últimos tiempos, por la creciente importancia de proveedores y del papel comercial. Sin embargo, esta tendencia negativa podría interrumpirse, dado que, desde finales de 2002, este crédito también está registrando tasas de crecimiento reales positivas.

Las perspectivas del crédito bancario al sector privado en Méjico parecen prometedoras, pues las últimas medidas adoptadas, la mayor disciplina fiscal y el progreso en el proceso de saneamiento del sistema financiero suponen que se pueda reducir el peso relativo del sector público y del IPAB en el balance de los bancos, en beneficio del sector privado.

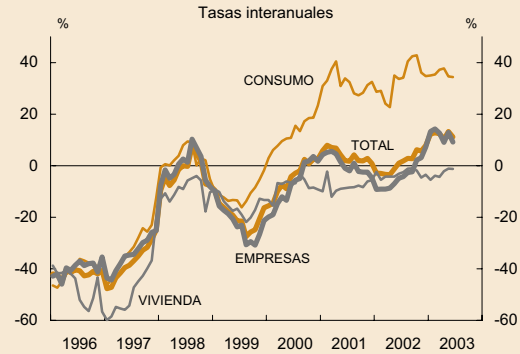
(1) J. Cristal, G. Dages y L. Goldberg (2001), «Does Foreign Ownership Contribute to Sounder Banks in Emerging Markets? The Latin American Experience», mimeo.

Méjico: crédito interno

FINANCIACIÓN AL SECTOR PRIVADO: PORCENTAJE DEL PIB



EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO EN TÉRMINOS REALES



Fuentes: BANXICO, FMI, INEGI.
(a) El Banco de Méjico no proporciona series de financiación no bancaria anteriores a 1994.

trolera permitieron una elevación de la calificación crediticia soberana (si bien desde niveles inferiores a la media histórica del país), pero los problemas de fondo persisten y no se ha avanzado en el levantamiento de las restricciones existentes.

Perú registró el mayor crecimiento del área en 2002, pero la actividad fue perdiendo impulso a lo largo del segundo trimestre de 2003. El crecimiento del PIB alcanzó el 5,2% en tasa interanual durante el primer trimestre de este año, pero posteriormente se desaceleró hasta el 2,2%, lastrado tanto por la debilidad de la demanda exterior como por el menor dinamismo de la demanda interna. La notable consolidación fiscal alcanzada en el primer trimestre de 2003 atravesó dificultades en el transcurso del segundo, cuando se elevó el gasto público como respuesta a varias huelgas de funciona-

rios. Posteriormente, esta elevación fue compensada con un incremento paralelo de los impuestos.

Otros países atravesaron dificultades durante el semestre. En Uruguay, tras una caída del producto del 9,1% interanual en el primer trimestre del año, la situación mejoró con el exitoso canje de deuda de mayo, que ha permitido aliviar parcialmente sus problemas financieros y fiscales. De hecho, la caída del producto durante el segundo trimestre se ha reducido al 5,7%. Finalmente, en Ecuador, el Gobierno no logró sacar adelante varias de las reformas estructurales acordadas con el FMI el pasado mes de marzo, lo que retrasó temporalmente el desembolso de las cantidades acordadas con el organismo multilateral.

22.9.2003.

Encuesta sobre préstamos bancarios en España: segundo trimestre de 2003

En este artículo se presentan los resultados de la tercera *Encuesta sobre préstamos bancarios* (EPB) correspondientes a las diez entidades españolas que participan en la misma y se comparan con los relativos al conjunto del área del euro (1). En la EPB, se pregunta trimestralmente a un grupo representativo de instituciones bancarias de la UEM por la evolución —reciente y esperada— de las condiciones de oferta y de demanda en los principales segmentos del mercado de crédito: préstamos a sociedades no financieras; a hogares, para adquisición de vivienda; y a hogares, para consumo y otras finalidades (2). La encuesta que se comenta aquí se realizó en julio de este año y, por tanto, inquiría sobre la evolución de dichas condiciones de oferta y demanda en el segundo trimestre de 2003 y sobre las perspectivas para las mismas en el tercero.

Comenzando por la evolución de las diferentes variables en el segundo trimestre de 2003, de las respuestas a la EPB se deduce que las condiciones de oferta de crédito a las sociedades no financieras volvieron a endurecerse en España en ese trimestre —lo que se refleja en un valor negativo del correspondiente indicador—, del mismo modo que lo hicieron para el conjunto del área (véase gráfico 1). Sin embargo, la contracción fue menor que la reportada en las dos encuestas anteriores y las previsiones para el tercer trimestre apuntan hacia una continuación de la tendencia a la estabilización en las condiciones de oferta, que resulta coherente con un escenario de menor percepción de riesgos por parte de las entidades. En relación con la oferta de crédito a los hogares para adquisición de vivienda y para consumo y otras finalidades, los resultados del segundo trimestre muestran igualmente un nuevo endurecimiento de las condiciones, similar al del trimestre anterior, pero que contrasta con la mayor estabilidad registrada para la UEM en su conjunto (véase gráfico 2). Es importante subrayar, no obstante, que este mayor endurecimiento relativo tuvo lugar en un contexto caracterizado por tasas de crecimiento del crédito a los hogares mucho más elevadas en España que en el promedio del área del euro.

Por su parte, las condiciones de demanda (gráficos 1 y 2) permanecieron relativamente estables, siempre de acuerdo con la EPB, si

(1) Para un mayor detalle sobre estos, véase Banco Central Europeo (2003), «Resultados de la Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2003», *Boletín Mensual*, agosto, pp. 10-13; y dirección de Internet del BCE (www.ecb.int).

(2) Para un mayor detalle sobre la naturaleza de la EPB, véanse J. Martínez y L. A. Maza (2003), «Resultados de la Encuesta sobre préstamos bancarios en España», Banco de España, *Boletín Económico*, mayo.