

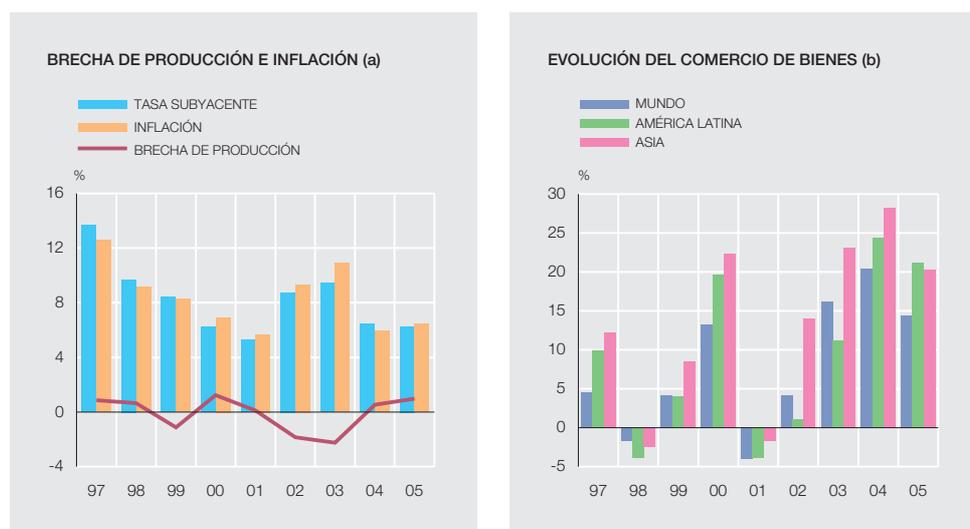
# INFORME SEMESTRAL DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA

### Introducción

La actividad en América Latina mantuvo un tono firme durante la primera parte del ejercicio, como muestra el crecimiento en el segundo trimestre, de un 4,9% respecto al mismo período del año anterior. Esto supone una cierta moderación respecto al fuerte ritmo de expansión alcanzado a finales de 2004, y resulta más acorde con la madurez del ciclo económico en la región y el paulatino cierre de las brechas de producción, cuya estimación para el conjunto del área aparece en el gráfico 1. Las perspectivas económicas siguen presentándose favorables en un entorno exterior benigno, lo que se refleja en unas previsiones de estabilización del ritmo de crecimiento en tasas robustas, algo por encima del 4% para el conjunto del año en el agregado regional. De cumplirse estas previsiones, América Latina habría encadenado dos años de crecimiento apreciable de la renta per cápita, en torno al 3,5% anual, por primera vez en la última década. Si bien hay que tener en cuenta la heterogeneidad en los fundamentos económicos entre los países latinoamericanos, y el hecho de que este dinamismo transcurre en paralelo al reforzamiento generalizado de su posición financiera interna y externa —secularmente frágil— y a una recuperación —aún limitada— de las tasas de inversión, se puede ser cautelosamente optimistas respecto a la sostenibilidad del crecimiento a medio plazo, siempre que el entorno exterior permanezca favorable. La coincidencia de esta fase de reactivación con el inicio de un intenso ciclo electoral en la región, que se analiza en el recuadro 1, es oportuna, pues reduce el riesgo, en la mayoría de los países, de un reforzamiento de las plataformas contrarias a las reformas económicas. No obstante, la mejora de la situación económica no ha evitado la proliferación de episodios de inestabilidad política en el último semestre en varios países de la zona, ni los escasos avances en los procesos de reforma, situación a la que podría haber contribuido una cierta complacencia con la propia situación económica y financiera.

La demanda interna moderó su dinamismo ligeramente, pero continuó el buen comportamiento de la demanda externa, en particular de las exportaciones, lo que es notable en un contexto de apreciaciones cambiarias y de estabilización en el precio de las materias primas. Esta evolución diferencial implicó que la aportación de la demanda interna al crecimiento fuera menor de lo esperado y que la demanda externa restara también menos de lo que cabría prever. La firmeza de las exportaciones latinoamericanas supuso que su crecimiento, en dólares, siguiera superando el del comercio mundial, como se observa en el gráfico 1, y que pudiera llegar a crecer incluso más que las exportaciones asiáticas, tradicionalmente las más dinámicas de entre los países emergentes. También es notable la contención de las presiones inflacionistas en la mayoría de los países, a pesar del continuo incremento del precio de la energía y de que las brechas de producción son ya positivas en muchos países y en el agregado del área. De este modo, para el conjunto de América Latina, las tasas de inflación total y subyacente se mantienen en registros reducidos, sobre todo en relación con la fase actual del ciclo, si bien son algo superiores a las del inicio de la década (véase gráfico 1). Esta moderación en la evolución de los precios permitió interrumpir el ciclo alcista de tipos de interés en los dos principales países de la región, Brasil y México, y desvincularlo de EEUU, que siguió retirando paulatinamente el estímulo monetario.

A pesar de la elevación de los tipos de interés oficiales por parte de la Reserva Federal, la liquidez global se mantuvo alta y la búsqueda de rentabilidad dominó el panorama financiero. Esto redujo la vulnerabilidad financiera, a lo que contribuyó también el atractivo de la deuda emitida en moneda local en un contexto de presiones apreciadoras sobre el tipo de cambio. Así, la continuación del proceso de recomposición de la deuda hacia estructuras menos vulnerables,



FUENTES: FMI, estadísticas nacionales y elaboración propia.

a. 2005: datos de inflación hasta agosto y estimación de la brecha de producción. La brecha de producción se calcula como la diferencia entre el producto observado y el potencial, en puntos porcentuales del PIB potencial. Este se estima a través del filtro Hodrick-Prescott.  
b. Variación de las exportaciones de bienes en dólares corrientes, 2005. Estimación FMI para Asia. Datos hasta mayo para el Mundo y América Latina.

la continuada acumulación de reservas exteriores y la persistencia de un holgado superávit externo en el conjunto de la zona —a pesar de lo avanzado del ciclo— contribuyeron a reforzar los fundamentos de la estabilidad financiera. Solo en este marco favorable pueden explicarse dos hechos llamativos en el último semestre: la muy favorable acogida externa de los bonos argentinos emitidos en la restructuración de deuda, que permitió que los diferenciales de deuda se situaran en niveles similares a los de Brasil; y el limitado impacto que ha tenido sobre los indicadores financieros de este último país su delicada situación política.

En definitiva, la evolución económica y financiera interna y global sugiere que las circunstancias actuales deben seguir aprovechándose para consolidar y profundizar en la reducción de las vulnerabilidades económicas y financieras, a fin de permitir la continuación de la fase expansiva. En el ámbito externo persiste, no obstante, el riesgo de que la consolidación de los precios de la energía en niveles históricamente elevados acabe por debilitar sustancialmente las perspectivas económicas del área. A su vez, en un horizonte de medio plazo resulta preocupante el estancamiento de las reformas que se percibe en los últimos tiempos en la región. Con la capacidad ociosa en niveles reducidos en varios países, el mantenimiento de unas tasas de crecimiento satisfactorias requiere el incremento de la tasa de crecimiento potencial, para lo cual es requisito indispensable perseverar en el proceso de reformas.

### **Evolución económica y financiera del área**

ENTORNO EXTERIOR

Buena parte de las tendencias que configuraron el entorno exterior de las economías latinoamericanas en 2004 se han prolongado a lo largo de 2005.

Por un lado, el crecimiento de la economía mundial mantuvo su tono de firmeza —solo algo más moderado que el año anterior—, sustentado principalmente en el dinamismo de las economías de EEUU y China (véase gráfico 2). La persistente escalada del precio del crudo, que llegó a alcanzar máximos superiores a 70 dólares/barril a finales de agosto, un 70% por enci-

Tal y como queda reflejado en el cuadro adjunto, todos los principales países de América Latina, a excepción de Uruguay, van a celebrar elecciones presidenciales y/o parlamentarias entre el último trimestre de 2005 y finales de 2006. La celebración de elecciones en América Latina ha constituido históricamente un importante factor de incertidumbre para los inversores internacionales. Afortunadamente, de momento este no parece ser el caso ahora, a juzgar por la evolución de los indicadores financieros, que presentan una evolución reciente muy favorable. En este recuadro se analizan las razones de la potencial preocupación que surge en los mercados asociada a la celebración de elecciones y qué factores diferenciales se dan en esta ocasión.

Cabe diferenciar entre dos perspectivas temporales para explicar el impacto del ciclo electoral sobre las expectativas de los agentes. La primera tiene que ver con las políticas que instrumenta el Gobierno en el período previo a las elecciones; y la segunda, con las expectativas de cambio de política tras la celebración de los comicios.

Respecto a las políticas pre-electorales, existe también evidencia, al igual que para los países desarrollados, de que los Gobiernos en los países de América Latina han tendido a adoptar políticas fiscales más expansivas en el período anterior a las elecciones, con el fin de maximizar sus opciones de revalidar el gobierno<sup>1</sup>. Además, las reformas estructurales, sobre todo las más impopulares, no se suelen acometer con elecciones en el horizonte, debido tanto a las dificultades para sumar consensos en tales momentos como al posible coste electoral que pueden conllevar. En la coyuntura actual se observa, en la mayoría de los países, un incremento del gasto público —que asimismo se analiza en la parte correspondiente del texto—, pero que está acompañado de un incremento paralelo de los ingresos. Además, la recuperación del gasto también es consecuencia de la severa contracción que sufrió durante los años anteriores, por lo que

no cabe achacarlo en su totalidad a la celebración de elecciones. En cualquier caso, aun admitiendo que las políticas fiscales puedan estar adquiriendo un carácter algo menos restrictivo este año, los desequilibrios fiscales estructurales no se han resentido sustancialmente (véase también el recuadro 3). La razón es que la necesidad de mantener la disciplina fiscal ha sido asimilada en los últimos años por la mayoría de los países del área, lo que constituye un primer factor diferenciador si se compara con el pasado. También cabe señalar que las diferencias a lo largo del espectro político respecto al compromiso con la ortodoxia fiscal, que fueron marcadas en el pasado, han tendido a difuminarse en tiempos más recientes<sup>2</sup>. Respecto a las reformas, si se ha observado un estancamiento en el último período, que, en parte, puede achacarse a la cercanía de las citas electorales —como en Colombia o México—, pero también puede atribuirse a la mayor reticencia observada en los últimos años —en la mayor parte de los países— a profundizar en los programas de reformas, acerca de cuyos resultados hay un evidente escepticismo entre el electorado. No obstante, si bien es cierto que existen partidos o candidatos que abogan abiertamente por una reversión de las reformas, las perspectivas electorales de estos no son favorables en la mayoría de los países, a lo que también ha contribuido la oportuna reactivación de las economías en los dos últimos años.

Aunque la mayor disciplina fiscal y la convergencia de los principios de estabilidad económica entre los diferentes partidos son factores diferenciales respecto al pasado, lo cierto es que el factor esencial que determina la mayor tranquilidad de los inversores de cara al próximo ciclo electoral es que los distintos indicadores de vulnerabilidad para los países de la región se encuentran en una situación bastante más favorable que en anteriores períodos pre-electorales. Para ilustrar este punto, en el gráfico adjunto se realiza una comparación entre la situación actual de distintos indicadores de vulnerabilidad y la situación que presentaban esos mismos indicadores en una fase

1. Rogoff y Sibert (1988) muestran esta evidencia para los países desarrollados, y Kraemer (1997) y Amorim et al. (2001) lo hacen para los países de América Latina.

2. La evidencia empírica de que los partidos a la izquierda del espectro político han tendido a llevar a cabo políticas más expansivas se encuentra tanto para los países desarrollados [Alesina, Roubini y Cohen (1997)] como para los países de América Latina [Ames (1987) y Borsani (2000)].

## AMÉRICA LATINA: CALENDARIO ELECTORAL

PAÍS	2004	
	Fecha	Tipo de elecciones
Argentina	Octubre de 2005	Parlamentarias
Chile	Diciembre de 2005	Presidenciales y parlamentarias
Venezuela	Diciembre de 2005	Parlamentarias
Bolivia	Diciembre de 2005	Presidenciales
Colombia	Marzo de 2006	Parlamentarias
Perú	Abril de 2006	Presidenciales y parlamentarias
Colombia	Mayo de 2006	Presidenciales
México	Julio de 2006	Presidenciales y parlamentarias
Bolivia	Julio de 2006	Parlamentarias
Brasil	Octubre de 2006	Presidenciales y parlamentarias
Venezuela	Diciembre de 2006	Presidenciales

FUENTE: Banco de España.

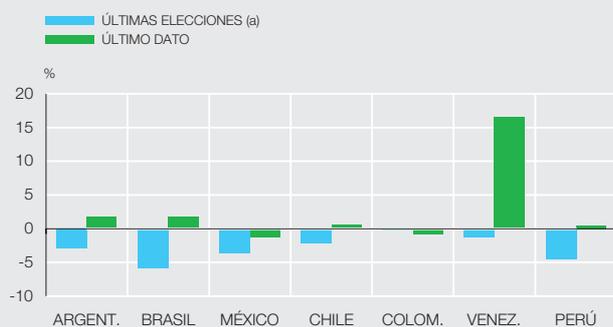
análoga del ciclo electoral anterior. La mejora es particularmente apreciable en la balanza por cuenta corriente, que durante 2005 alcanzará un superávit por tercer año consecutivo, frente a los déficits, en algunos casos muy amplios, que se registraban en vísperas de las anteriores elecciones. Otros indicadores, como el servicio de la deuda sobre exportaciones, la ratio de intereses de deuda pública respecto a los ingresos o el índice de presiones especulativas, que tiene en cuenta la volatilidad de los tipos de cambio, de los tipos de interés y de las reservas, también registran una mejora relativa generalizada, salvo para Argentina en el caso del servicio de la deuda. La prefinanciación alcanzada por numerosos Estados en los mercados financieros internacionales para los próximos meses o la provisión de fondos para una eventual amortización de la deuda que venza antes de las elecciones —como ha hecho México— también contribuyen a reducir los riesgos, como también lo hace la notable acumulación de reservas internacionales. Por último, la reducción observada en el período reciente del contagio de los problemas financieros o de otra

índole en los países de la región también es un factor que atenúa la vulnerabilidad en la coyuntura actual.

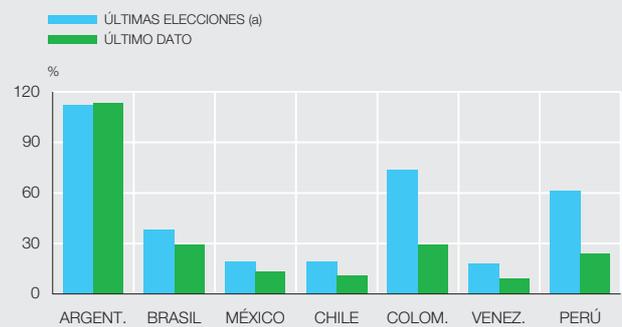
En resumen, a diferencia del pasado, la cercanía de las citas electorales no debería inducir a inquietud sustancial en los mercados financieros, debido al mayor compromiso de la mayoría de los contendientes con la disciplina económica y a la situación de menor vulnerabilidad que presentan las economías en la coyuntura actual. No obstante, en una perspectiva de medio plazo sí que puede resultar preocupante la falta de ímpetu reformista que puedan presentar los Gobiernos entrantes en un contexto de desencanto con los resultados de las reformas pasadas. Por ello, sería deseable que los nuevos Gobiernos y Parlamentos salidos de estos procesos electorales aprovecharan la legitimidad recién adquirida en las urnas para reactivar y redefinir la agenda de reformas, que son esenciales para lograr incrementar el crecimiento potencial de sus economías.

**SITUACIÓN DE VULNERABILIDAD EN PERÍODOS PRE-ELECTORALES**  
**Porcentajes e índices**

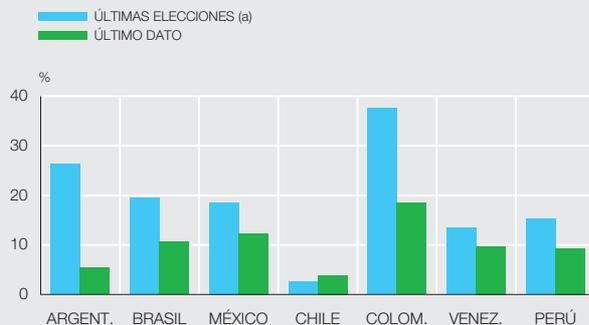
**SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (% PIB)**



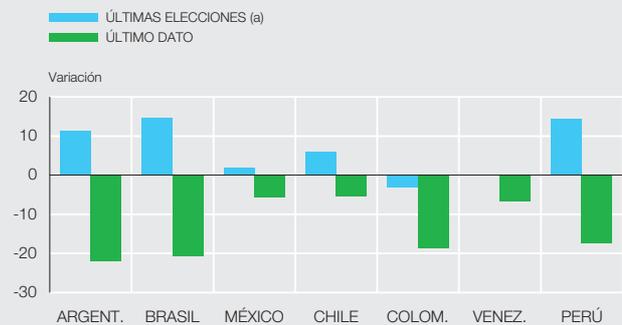
**SERVICIO DE LA DEUDA (% EXPORTACIONES)**



**INTERESES DE LA DEUDA PÚBLICA (% INGRESOS PÚBLICOS)**

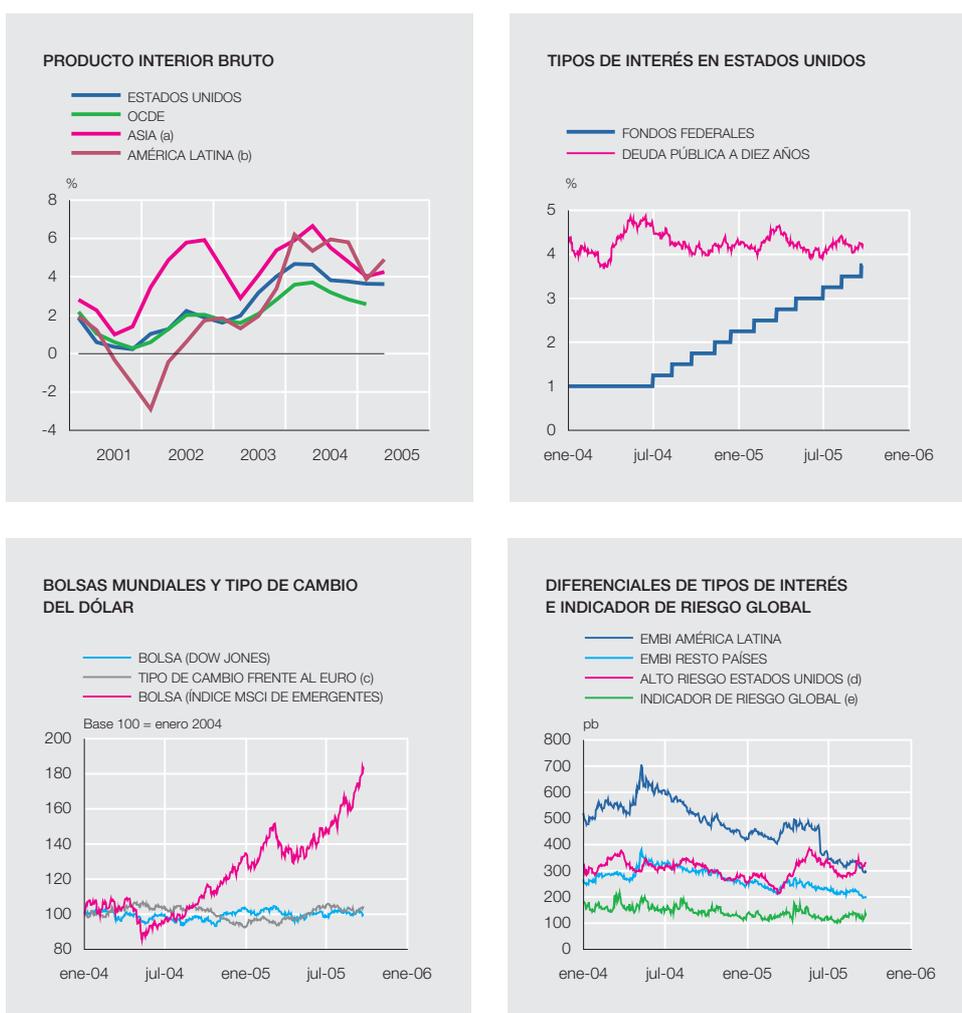


**INDICADOR DE PRESIONES ESPECULATIVAS (b)**



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos correspondientes a «últimas elecciones» se refieren a los valores de las variables cuando quedaba el mismo tiempo para que se celebraran las elecciones pasadas que el que resta desde el segundo semestre de 2005 para las siguientes.  
 b. Variación anual del índice de presiones especulativas, que recoge la variación respecto a una fecha base del tipo de cambio, el tipo de interés y las reservas, ponderadas de manera inversamente proporcional a su varianza. Un aumento indica un incremento de las presiones depreciatorias sobre el tipo de cambio, al alza sobre los tipos de interés, y a la baja sobre las reservas.



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

- a. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán. Último dato, sin Tailandia.
- b. Segundo trimestre 2005: estimación.
- c. Una caída indica una apreciación del dólar.
- d. Bono calificación B1 empresas industriales en Estados Unidos.
- e. Volatilidad implícita de las opciones negociadas en el CBOE, multiplicada por 10.

ma de los niveles de comienzos de año, solo ha afectado hasta ahora de forma reducida a las perspectivas de crecimiento global.

Por otro lado, la Reserva Federal continuó su política de retirada gradual del estímulo monetario, situando los tipos de interés oficiales en el 3,75% en septiembre, lo que supone una subida acumulada de 275 puntos básicos (pb) desde el comienzo del ciclo alcista, en junio de 2004. No obstante, en un entorno de elevada liquidez global, los tipos de interés a largo plazo en EEUU se mantuvieron en niveles muy reducidos, de alrededor del 4,25%, es decir, unos 50 pb por debajo de los niveles existentes en el momento de iniciarse el incremento de tipos oficiales, lo que ha supuesto un notable aplanamiento de la curva de rendimientos, como puede observarse en el gráfico 2. La existencia de un diferencial creciente de tipos de interés a corto plazo entre EEUU y la zona del euro contribuyó, junto con la persistencia de fuertes divergencias en el crecimiento entre ambas áreas, a la apreciación del dólar respecto al euro, que ha revertido parcialmente en los últimos meses. Por su parte, las bolsas de los países

desarrollados evolucionaron de forma algo dispar en el ejercicio. En EEUU los índices apenas acumularon ganancias, debido a la sustancial corrección a la baja en abril, imputable, entre otros factores, a los problemas financieros de algunas empresas automovilísticas; por el contrario, las bolsas europeas registraron un comportamiento bastante más favorable, con subidas acumuladas cercanas al 15%.

Todos estos factores siguieron teniendo un impacto favorable sobre las condiciones financieras en los mercados emergentes, en los que volvieron a alcanzarse mínimos en los diferenciales soberanos a mediados de septiembre —en torno a los 250 pb— y, con algunas excepciones como la de China, máximos en las bolsas. Europa del Este continuó siendo la región en la que las alzas en bolsa fueron más significativas. Además, la evolución del dólar y de los tipos de interés a largo plazo mitigó la preocupación sobre un ajuste repentino de los desequilibrios globales; sin embargo, lo hizo, presumiblemente, solo de modo transitorio, pues aquellos se siguen acumulando y el riesgo de una corrección desordenada permanece latente en un horizonte de medio plazo. A este respecto, cabría preguntarse hasta qué punto el incierto efecto futuro del alza de los precios del crudo puede haber reforzado el aplanamiento de la curva de rentabilidades a largo plazo, y si esta no estaría anticipando, como ha hecho en ocasiones en el pasado, una desaceleración significativa de la actividad en los próximos años. Si un escenario de considerablemente menor crecimiento global se materializase finalmente en los países emergentes, entre ellos los latinoamericanos, no solo reduciría la demanda externa, sino que a la progresiva disminución de la liquidez global se uniría probablemente un descenso del apetito por el riesgo, con consecuencias negativas para los mercados financieros emergentes.

#### ACTIVIDAD ECONÓMICA

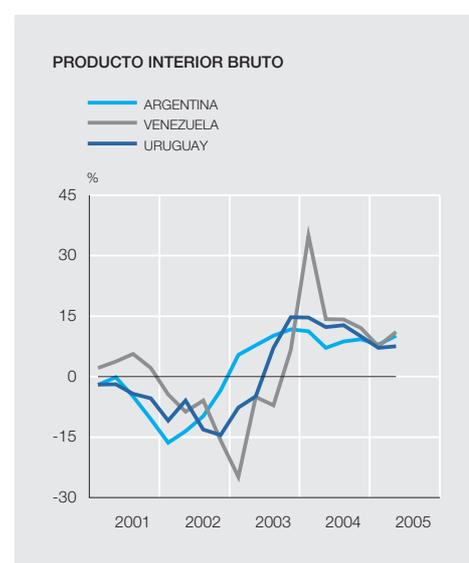
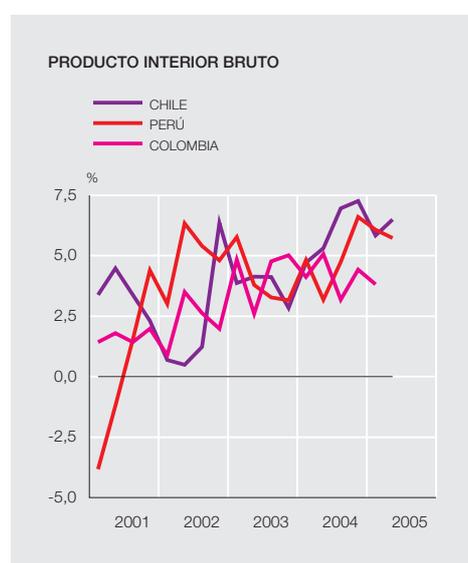
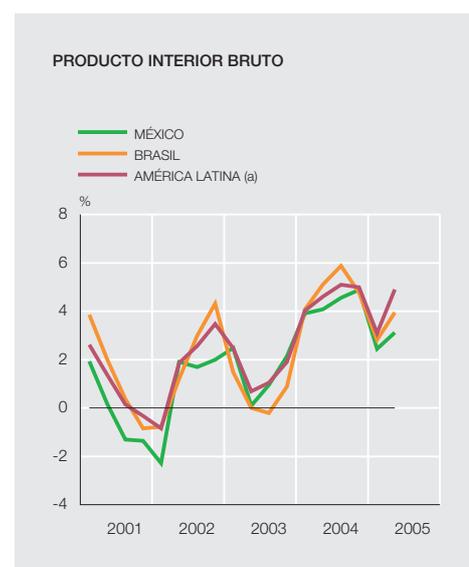
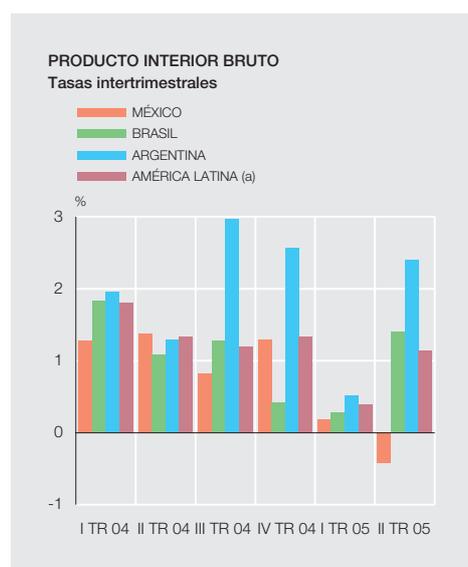
El ritmo de actividad económica en América Latina se desaceleró moderadamente en el primer semestre del año, pasando para el conjunto de las siete principales economías del 5,8% al cierre de 2004 a un 4,9% en el segundo trimestre de 2005 (véanse gráfico 3 y cuadro 1). Aunque la caída de la tasa interanual reflejó, sobre todo en el primer trimestre, el importante efecto base derivado del elevado dinamismo que presentaban las economías latinoamericanas a principios de 2004, las tasas intertrimestrales también registraron un cierto recorte, al pasar de un 1,2% en los dos trimestres finales del año pasado a un promedio del 0,8% en los dos primeros trimestres de 2005 (véase gráfico 3). Los indicadores de mayor frecuencia de oferta y demanda que se recogen en el gráfico 4, y que también pueden servir de indicadores adelantados, han mostrado una moderación en los meses recientes, pero han tendido a sostenerse en tasas elevadas. Estos elementos, junto con la reactivación de la actividad para el conjunto de la región en el segundo trimestre, apuntan a una estabilización del ritmo de crecimiento en tasas robustas —aunque algo más reducidas que las del extraordinario año 2004—, ligeramente por encima del 4% para el conjunto de 2005.

Mientras que en el primer trimestre del ejercicio todas las economías experimentaron una desaceleración del crecimiento —medido en tasa interanual—, la evolución del segundo trimestre ha sido dispar, lo que podría anticipar una divergencia en la evolución cíclica entre países, que ha resultado bastante homogénea en los últimos años. Así, se observa el mantenimiento de un fuerte dinamismo, o incluso reactivación, en los países andinos y en Chile, mientras que los datos del segundo trimestre en México (donde la tasa intertrimestral registrada fue negativa) y la evolución de otros indicadores de mayor frecuencia anticipan un menor ritmo de actividad. Tanto en Argentina como en Brasil la interpretación de la coyuntura es más compleja, con algunos datos que indican un mantenimiento del dinamismo de la actividad, mientras que otros datos, así como consideraciones de otro orden —como el impacto de la crisis política en Brasil sobre la confianza de los agentes—, podrían inducir a una desaceleración en el resto del ejercicio.

	2002	2003	2004	2003		2004				2005	
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
PIB (tasa interanual)											
América Latina (a)	-0,2	2,1	5,9	1,9	3,4	6,0	5,6	6,0	5,9	4,0	4,9 (b)
Argentina	-10,9	8,8	9,0	10,2	11,7	11,3	7,1	8,7	9,3	8,0	10,1
Brasil	1,9	0,5	5,0	-0,2	0,9	4,1	5,6	5,9	4,8	2,7	3,9
México	0,8	1,4	4,4	1,0	2,1	3,9	4,1	4,6	4,9	2,4	3,1
Chile	2,2	3,3	7,0	3,1	3,3	4,6	5,3	7,0	7,3	6,1	6,5
Colombia	2,3	4,0	4,2	4,5	4,8	4,2	4,8	3,2	4,4	3,8	...
Venezuela	-8,2	-7,7	17,9	-7,1	6,6	34,0	14,0	14,2	12,1	7,5	11,1
Perú	4,9	3,8	4,8	3,0	2,9	4,9	3,6	4,7	6,6	6,1	5,7
Uruguay	-11,1	2,5	12,4	7,5	15,8	14,3	12,4	12,7	10,0	7,2	7,6
IPC (tasa interanual)											
América Latina (a)	9,3	10,9	6,0	9,6	7,7	5,6	5,2	6,3	6,5	6,4	6,6
Argentina	25,9	14,9	4,4	5,2	3,7	2,4	4,1	5,4	5,7	8,2	8,8
Brasil	8,4	14,8	6,6	15,2	11,4	6,8	5,5	6,9	7,2	7,4	7,8
México	5,0	4,6	4,7	4,1	4,0	4,3	4,3	4,8	5,3	4,4	4,5
Chile	2,5	2,8	1,1	2,7	1,1	0,0	0,5	1,5	2,3	2,3	2,8
Colombia	6,3	7,1	5,9	7,1	6,4	6,2	5,7	6,0	5,8	5,2	5,0
Venezuela	22,2	31,4	21,7	29,6	26,3	24,0	22,4	21,5	19,5	17,0	16,3
Perú	0,2	2,3	3,7	1,9	1,9	3,0	3,4	4,4	3,8	2,2	1,8
Uruguay	14,0	19,4	9,2	15,0	10,7	9,3	9,2	10,0	8,1	5,6	4,5
SALDO PRESUPUESTARIO (% PIB)											
América Latina (a) (c)	-5,1	-2,0	-0,8	-1,9	-2,0	-1,6	-1,6	-0,8	-0,8	-0,7 (b)	-0,7 (b)
Argentina	-1,3	0,4	2,6	0,5	0,4	1,1	2,0	2,7	2,5	2,6	1,9
Brasil	-10,3	-3,6	-2,5	-3,7	-3,6	-3,3	-4,0	-2,8	-2,5	-2,4	-2,1
México	-1,1	-0,7	-0,3	-0,6	-0,7	-0,4	-0,7	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5
Chile	-0,8	-1,4	2,2	-1,1	-1,4	-1,1	0,3	1,1	2,2	3,1	4,0
Colombia	-3,6	-2,6	-0,6	-2,9	-2,6	-2,4	-0,8	0,3	-0,6	...	...
Venezuela	-1,0	0,2	-2,6	1,8	0,2	...	...	...	...	...	...
Perú	-2,1	-1,8	-1,3	-1,7	-1,8	-1,5	-1,0	-1,1	-1,3	-1,1	-0,5
Uruguay	-4,9	-4,6	-2,5	-5,1	-4,6	-3,9	-2,0	-2,4	-2,5	-2,0	-2,2
DEUDA PÚBLICA (% PIB)											
América Latina (a)	54,4	54,4	50,9	54,7	54,4	53,6	50,1	50,8	50,2	50,5	49,7 (b)
Argentina	140,0	141,0	119,9	131,0	129,9	133,0	111,0	120,7	120,3	122,3	...
Brasil	55,5	57,2	51,7	56,9	57,2	55,6	54,2	52,0	51,7	51,3	51,0
México	24,0	24,7	23,3	24,8	23,5	23,5	23,8	23,2	21,6	22,9	21,9
Chile	15,7	13,3	10,9	15,0	13,5	13,4	12,0	12,0	10,4	10,3	9,0
Colombia	50,1	50,9	47,5	49,8	48,1	48,7	47,5	46,4	43,8	46,9	...
Venezuela	45,1	56,9	53,5	48,5	56,9	43,1	45,1	49,8	53,5	48,2	49,9
Perú	46,9	47,7	45,0	46,9	47,0	45,8	40,2	42,6	42,3	42,1	36,2
Uruguay	92,7	108,3	100,8	108,9	108,3	94,6	96,0	101,5	118,6	99,1	...
BALANZA CUENTA CORRIENTE (% PIB)											
América Latina (a)	-0,2	0,8	1,2	0,8	0,8	1,3	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1 (b)
Argentina	9,7	6,1	2,2	6,6	5,4	4,6	3,1	2,7	2,1	1,8	...
Brasil	-2,0	0,8	1,9	0,7	0,8	1,0	1,5	1,7	2,0	2,2	2,2
México	-2,3	-1,5	-1,1	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9	-0,8	-1,0	-1,2	-1,1
Chile	-0,9	-1,5	1,5	-1,4	-1,5	-0,5	0,9	1,2	1,5	1,2	0,6
Colombia	-2,0	-1,7	-1,0	-1,6	-1,5	1,2	-1,3	-1,2	-1,0	-0,7	...
Venezuela	7,7	13,4	13,7	12,4	13,4	15,9	14,3	13,6	13,7	14,4	16,6
Perú	-2,0	-1,7	0,0	-2,0	-1,8	-1,1	-0,8	-0,2	0,0	0,3	0,5
Uruguay	3,4	0,5	-0,8	0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,6	-0,8	-1,6	...
DEUDA EXTERNA (% PIB)											
América Latina (a)	59,1	46,7	42,7	48,8	46,7	45,3	42,2	43,4	40,6	39,6	38,2 (b)
Argentina	165,6	119,8	112,3	124,1	119,8	121,4	101,4	110,8	107,4	108,4	...
Brasil	57,3	40,1	33,3	42,7	40,1	38,7	37,9	35,3	31,7	29,8	28,2
México	21,3	22,1	20,5	22,8	22,1	21,2	21,5	21,5	19,1	20,0	18,3
Chile	62,0	54,8	46,7	59,6	54,8	47,9	46,1	48,0	43,6	43,1	41,1
Colombia	47,6	44,9	41,3	47,0	44,9	42,6	41,2	38,7	36,3	34,3	...
Venezuela	48,4	48,3	44,1	46,5	48,3	39,5	42,0	41,6	43,4	38,0	40,9
Perú	49,0	48,3	45,3	48,6	48,3	47,2	42,1	43,7	42,5	42,6	36,5
Uruguay	85,9	98,0	87,6	93,7	98,0	84,2	80,9	100,7	103,1	99,4	...

FUENTE: Estadísticas nacionales.

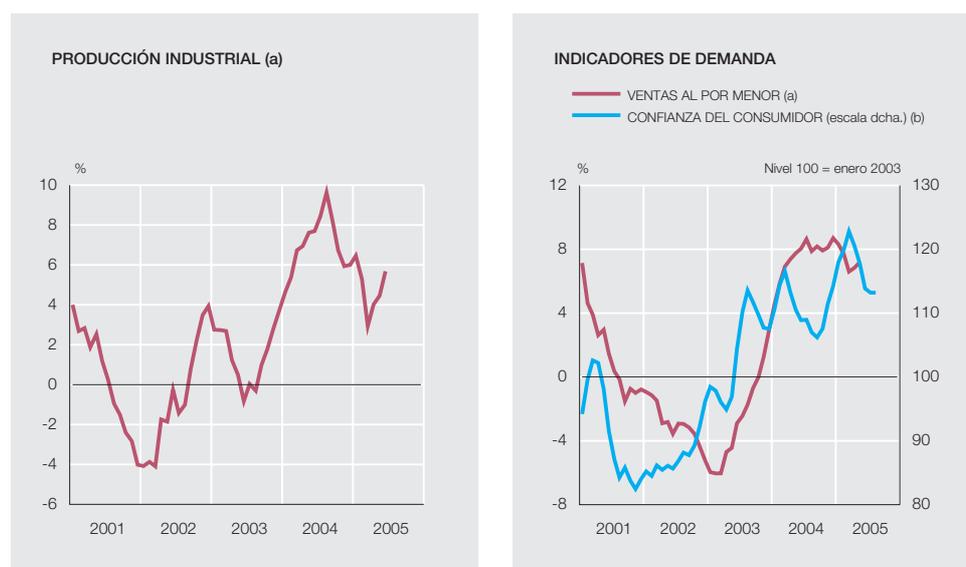
- a. Agregado de los ocho países representados.  
b. Estimación.  
c. Datos a partir de 2004 sin Venezuela.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Estimación.

El tono robusto de la demanda interna, que había protagonizado la aceleración de la actividad en el ejercicio anterior, ha tendido a consolidarse, aunque a niveles algo más reducidos, en el primer semestre de 2005. Así, la demanda interna contribuyó en 4,6 puntos porcentuales (pp) al crecimiento del primer trimestre, y se estima que en 5,7 al del segundo, frente a los casi 7 pp que aportaba a finales de 2004. El consumo privado se mantuvo robusto —aunque dio muestras de debilitamiento en algún país como México—, apoyado por la consolidación de un ritmo elevado de creación de empleo —el 3,8% de crecimiento interanual—. Cabe subrayar la reactivación del mercado de trabajo en algunos países, cuya evolución reciente había sido desfavorable, a pesar de la recuperación cíclica. Destacaron en este sentido Chile, donde el repunte en la creación de empleo permitió reducir finalmente la tasa de paro de modo significativo, y Colombia, donde aparentemente se cerró un prolongado período de destrucción neta de empleo industrial. No obstante, el crecimiento real de las rentas salariales cayó por debajo del 2% para el conjunto del área. El dinamismo del consumo también se sustentó en la reactiva-



FUENTE: Estadísticas nacionales.

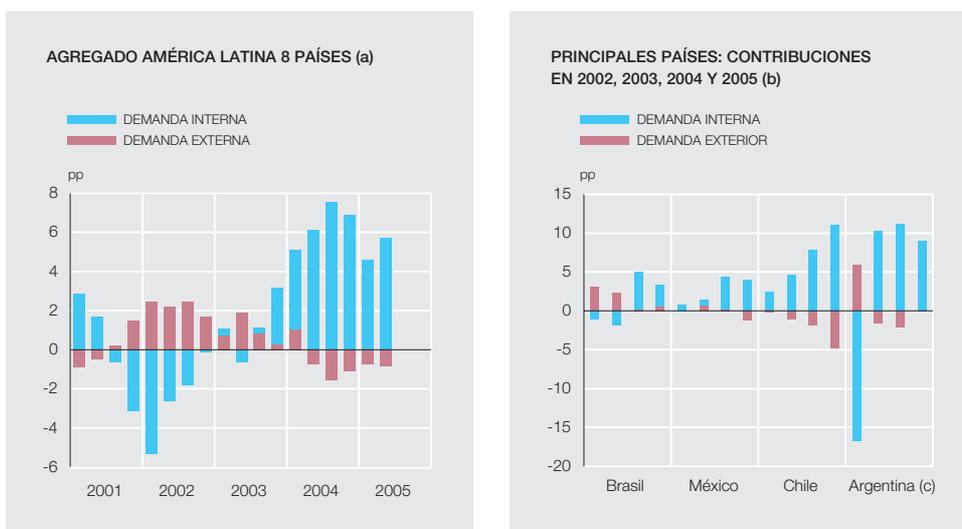
- a. Medias móviles trimestrales.
- b. Índice. Media móvil trimestral.

ción del crédito al sector privado en la mayoría de los países (véase gráfico 6), en particular en Brasil, México —donde se ha acelerado desde tasas ya notables— y Argentina, de manera que la tasa de crecimiento real de dichos créditos se situó en el 14% para el conjunto de la región a final del primer semestre, frente al 1,5% que se registraba hace un año. La disponibilidad de crédito apoyó también la evolución de la inversión privada, favorecida por el mantenimiento de expectativas económicas favorables, por el buen comportamiento exterior y por la elevada utilización de la capacidad instalada. De este modo, la ratio de inversión sobre PIB ha aumentado hasta casi alcanzar el 20% en el conjunto del área (véase gráfico 6), aunque no se ha recuperado la tasa vigente a finales de los noventa y su evolución ha sido dispar por países; en algunos de ellos, como México y Brasil, se vio afectada por la elevación de los tipos de interés en los últimos trimestres.

Aunque la demanda exterior pasó a contribuir negativamente al crecimiento del PIB a partir del segundo trimestre de 2004 (véase gráfico 5) y sustrajo 0,8 pp al crecimiento de la zona en el segundo trimestre de 2005, es destacable el buen comportamiento de las exportaciones, estabilizadas en tasas de crecimiento por encima del 20% —medidas en dólares— en el primer semestre del año, como se observa en el gráfico 7. Esta evolución se produjo a pesar de la ralentización del crecimiento del comercio mundial —como se observa en el gráfico 1—, la estabilización del precio de las materias primas —salvo las energéticas y alguna otra, como el cobre, que siguen registrando máximos— y la apreciación de los tipos de cambio efectivos reales de la mayoría de los países. La comparación entre el crecimiento de las exportaciones registradas y las nocionales —definidas como el incremento ponderado de la demanda de importaciones de los principales socios comerciales— subraya la buena evolución del comercio exterior: aquellas crecieron 5 pp más que estas para el conjunto del área, como se observa en el gráfico 7. La evolución fue particularmente positiva en los países andinos, y solo en México y Argentina crecieron las exportaciones menos que la demanda de importaciones de sus socios comerciales. El crecimiento de las importaciones tendió a estabilizarse o desacelerarse moderadamente, al hilo de la pausa en la demanda interna en el primer trimestre, de

**APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB**  
Puntos porcentuales

GRÁFICO 5

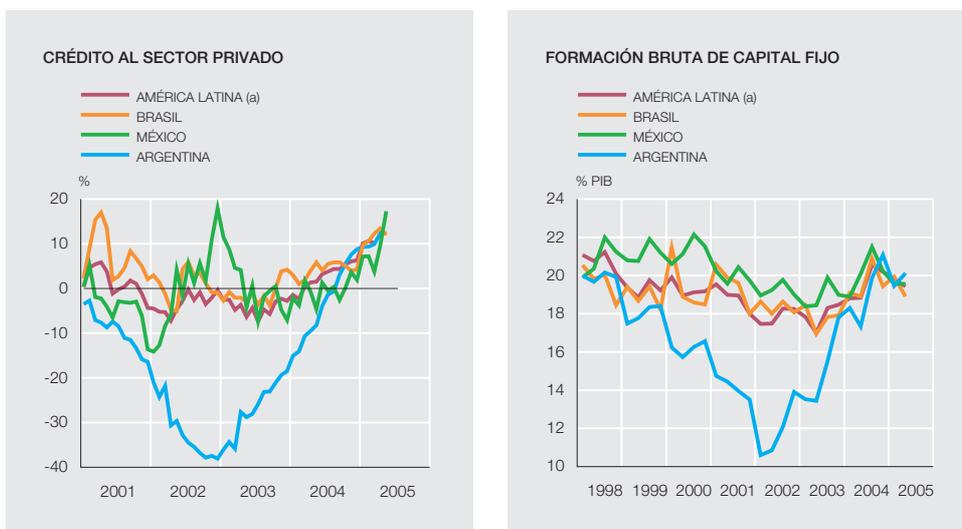


FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Datos del segundo trimestre: Estimación.
- b. Primer semestre de 2005.
- c. Demanda interna en 2002: -16,7.

**CRÉDITO Y FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO**  
 Tasas de variación interanuales y porcentaje del PIB

GRÁFICO 6

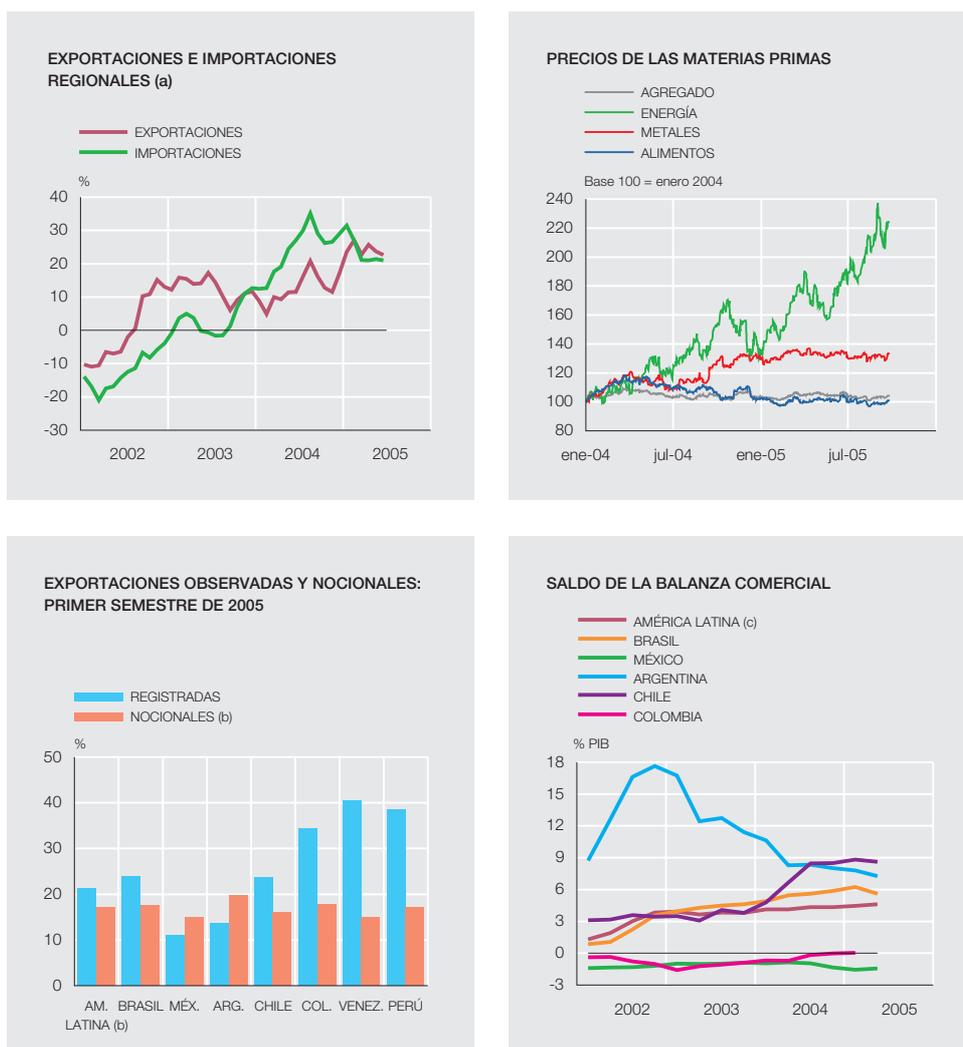


FUENTES: FMI y estadísticas nacionales.

- a. Ponderación de los siete principales países.

tal modo que, en el agregado regional, su tasa de crecimiento volvió a situarse a partir de marzo ligeramente por debajo de la de las exportaciones, aunque ambas por encima del 20%. En los países más dinámicos, como Chile o Venezuela, el perfil de las importaciones siguió siendo ascendente, pero en el resto se estabilizó o flexionó moderadamente a la baja.

La persistencia del dinamismo en el sector exterior se tradujo en el mantenimiento e incluso ampliación del superávit comercial en la región, que superaba el 4% en la primera mitad del ejercicio. Varios países de la región consiguieron seguir mejorando sus saldos comerciales,



FUENTES: Estadísticas nacionales y elaboración propia.

- a. Media móvil trimestral.
- b. Calculadas a partir de la tasa interanual de las importaciones de los principales socios comerciales, ponderada por el peso de cada uno de ellos en las exportaciones de los países representados.
- c. Agregación de 7 países.

algunos de ellos de un modo muy significativo, como Brasil, Venezuela o Perú, y en Colombia se alcanzó recientemente el equilibrio externo, después de cuatro años de déficits (véase gráfico 7). Por el contrario, en Argentina y Uruguay, los superávits comerciales —muy amplio en el primer caso— se redujeron paulatinamente. Por último, en México el déficit se estabilizó en torno al 1% del PIB. Esta evolución favorable en el conjunto del área, junto con el continuado crecimiento de las remesas, ha mantenido el superávit por cuenta corriente por encima del 1% del PIB en el agregado regional, lo que dota a la posición externa de un mayor margen para afrontar la maduración del ciclo económico sin generar sustanciales desequilibrios exteriores.

MERCADOS FINANCIEROS  
Y FINANCIACIÓN EXTERIOR

La evolución de los mercados financieros internacionales hasta septiembre de 2005 continuó siendo netamente favorable para Latinoamérica, sin que la continuada elevación de los tipos de interés oficiales por parte de la Reserva Federal norteamericana tuviera un efecto duradero en la evolución de los diferenciales soberanos. La abundante liquidez global y la búsqueda de

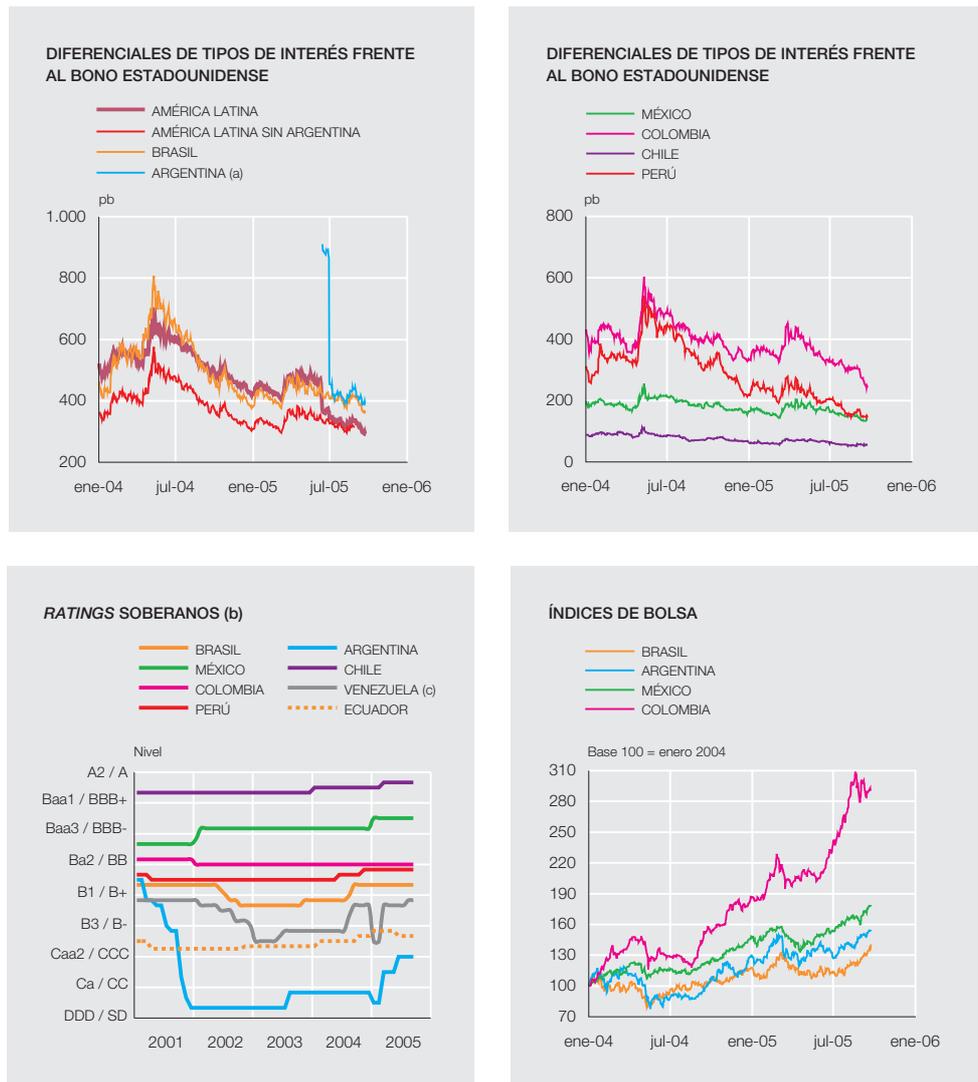
rentabilidad, junto con el mantenimiento del precio de las materias primas en niveles altos y, en general, la consolidación de unos fundamentos económicos y financieros más sólidos, mantuvieron el interés de los inversores internacionales en la región. Así, pese a la incertidumbre política en varios países, la repercusión en los mercados financieros del área fue limitada, y no dio lugar a crisis de confianza ni a ajustes drásticos en los precios de los activos como los que se hubieran producido en otras circunstancias. Incluso en el ámbito local el impacto fue reducido, lo que contrasta con la sensibilidad a las noticias desfavorables que caracterizaban a los mercados de bonos latinoamericanos hace unos años.

Una de las consecuencias de esta buena coyuntura financiera regional fue el creciente desarrollo de los mercados de deuda en moneda local y la participación exterior en ellos, al igual que la generalización en la zona de diversas operaciones de gestión de deuda por parte de los emisores soberanos. Así, cabe destacar la notable reducción de la deuda brasileña en moneda extranjera o indiciada al dólar, que actualmente se sitúa en porcentajes inferiores al 4%, el reembolso de la deuda peruana con el Club de París, que fue financiado en el mercado local, y los canjes de deuda externa colombiana por deuda interna. Todo ello está orientado a reducir la vulnerabilidad de las estructuras de endeudamiento frente al riesgo de mercado y de refinanciación, lo que debe ser valorado positivamente.

Los diferenciales soberanos (véase gráfico 8) mantuvieron una tendencia descendente durante el primer semestre y el comienzo del segundo, lo que llevó al índice EMBI regional a situarse en mínimos históricos, ligeramente por debajo de los 300 pb a mitad de septiembre, frente a los 420 pb con los que inició el año, es decir, una reducción de casi el 30%. De hecho, la única corrección al alza de carácter general se produjo con la subida de en torno a 50 pb en los tipos de interés a largo plazo en EEUU en marzo, que propició una ampliación de los diferenciales de la región en torno a 100 pb, históricamente muy moderada. Aunque favorable, esta buena evolución debe ser matizada por la entrada, en junio, de los nuevos bonos emitidos tras la reestructuración de la deuda argentina en el índice EMBI, lo que supuso no solo una reducción en los diferenciales de los bonos de Argentina sino un incremento del peso de este país. Descontando a Argentina del EMBI de la región, el diferencial regional apenas habría variado entre finales de 2004 y mediados de septiembre, como se observa en el gráfico. En cualquier caso, también es notable la convergencia que se ha producido entre los diferenciales soberanos argentinos y los brasileños, a pesar de la suspensión de pagos que se produjo en el primer país hace menos de cuatro años, lo que parece indicar que la memoria de los inversores es relativamente corta cuando la búsqueda de rentabilidad domina sobre consideraciones de riesgo, como es el caso en la coyuntura actual.

La reducción de diferenciales ha sido particularmente notoria en Perú (donde se redujo hasta un 40%, situándose a mediados de septiembre en el entorno de los 150 pb), Colombia y Uruguay, mientras que en Brasil y Ecuador se produjo una moderada ampliación respecto a principios de año, que muestra el impacto, limitado pero no desdeñable, de los problemas políticos de ambos países sobre sus variables financieras. No obstante, la buena evolución de las últimas semanas permitía a Brasil alcanzar mínimos anuales, y muy cercanos a los históricos, a mediados de septiembre. Las calificaciones soberanas no sufrieron muchas variaciones en el semestre (véase gráfico 8). Ecuador y Venezuela experimentaron revisiones al alza y a la baja, de manera que ambos países volvieron a quedar prácticamente como estaban a finales del año pasado, mientras que para Argentina se confirmó en junio la sustancial subida de su calificación soberana tras la reestructuración de su deuda. En enero, México se había beneficiado de un alza en la calificación por parte de las dos principales agencias, y Chile, en marzo, por parte de la tercera.

Las bolsas mostraron en el período un comportamiento favorable (véase gráfico 8), anotando el índice regional una subida en torno al 30% en dólares —acumulado en el año hasta media-

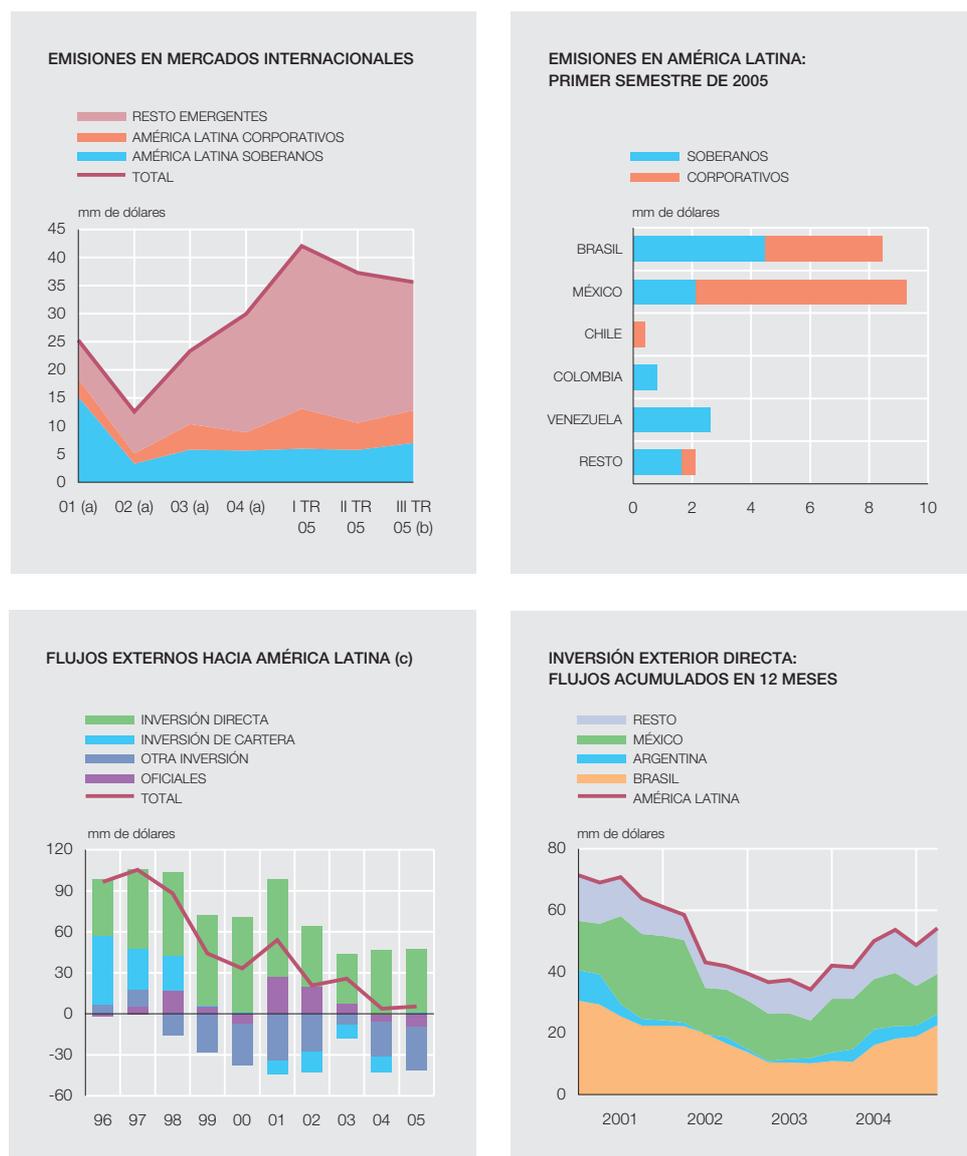


FUENTE: JP Morgan.

- a. El 11 de junio de 2005 los nuevos bonos reestructurados argentinos entran en el EMBI.
- b. Media simple de las calificaciones de Moody's, Standard and Poor's y Fitch IBCA.
- c. En enero de 2005 Standard and Poor's rebajó a impago selectivo (SD) la deuda venezolana por razones técnicas.

dos de septiembre—, muy por encima de la rentabilidad ofrecida por las bolsas en los mercados de los países industriales, y en particular de EEUU. Los avances en moneda local fueron más limitados, debido a las apreciaciones de casi todas las monedas; además, el monto de la subida promedio esconde comportamientos divergentes de las bolsas por países, con subidas muy importantes en Colombia (superior al 50% en moneda local hasta mediados de septiembre), y algo más moderadas en el resto de países, entre la de más del 30% de Perú y la de más del 10% de Chile. Por el contrario, Venezuela, a pesar del fuerte crecimiento económico y de su elevada producción de petróleo, registró una caída de en torno al 30%, debido al escaso atractivo de la bolsa local en un contexto de restricciones financieras.

Las buenas condiciones de financiación favorecieron la colocación de papel público y privado en los mercados de deuda. En el primer semestre del año, América Latina emitió casi 24 mm de dólares en los mercados internacionales, un tercio más que en el mismo período de 2004



FUENTES: JP Morgan, FMI y estadísticas nacionales.

a. Media trimestral.

b. Datos hasta julio y estimación para agosto y septiembre de 2005.

c. 2005: Estimación

(véase gráfico 9). Dado que en el resto de áreas emergentes la reactivación de las emisiones fue más intensa, este incremento no impidió que el peso de las emisiones latinoamericanas respecto al total de los mercados emergentes cayera por debajo del 30%, continuando la tendencia reciente a su reducción. Este hecho vendría determinado principalmente por el relativo estancamiento de las emisiones soberanas internacionales de los países del área, que alcanzaron los 11,6 mm de dólares —un incremento de apenas el 6% en el primer semestre respecto al año anterior—. En esta ocasión, la evolución observada no es producto de dificultades de acceso a los mercados, sino que refleja, como se comentó antes, los esfuerzos recientes de los Gobiernos para reducir la vulnerabilidad de su posición financiera, lo que supone un desplazamiento de la oferta hacia los mercados locales. En paralelo, también se registró un aumento relativo de las emisiones en moneda local, tanto en mercados domésticos como internacionales, aunque en este último caso sí que aparecen en las estadísticas mostradas. En contraste con las emi-

siones soberanas internacionales, las emisiones del sector privado mostraron un fuerte despeque en la primera parte del año (12 mm de dólares) —un incremento del 70% respecto al año anterior—, que les ha llevado a superar a las emisiones soberanas. El principal protagonismo corrió a cargo de México, donde se emitieron más de 7 mm de dólares de bonos corporativos, un 40% más que el año anterior.

Según los datos disponibles, que suelen ser inexactos y vienen sometidos a continuas revisiones, los flujos netos de capital hacia Latinoamérica estarían experimentando una cierta recuperación en 2005, hasta los 5,4 mm de dólares, respecto al nivel muy bajo de 2004 (solo 3,7 mm de dólares) (véase gráfico 9). Se observa una recuperación notable de los flujos privados, que pasarían de 9,5 mm de dólares a 15,2 mm de dólares, de los cuales la mayor parte volvería a ser la inversión extranjera directa, con 46,2 mm de dólares; los flujos de cartera volverían a ser positivos (aunque marginalmente) después de cuatro años de caídas; el resto de flujos privados, entre los que se incluyen los préstamos bancarios, acentuarían su ritmo de salida respecto a 2004 (32 mm de dólares). Por el contrario, los flujos oficiales ampliarían su saldo negativo hasta casi 10 mm de dólares, lo que reflejaría la mejora de la situación financiera y de balanza de pagos de la región. Cabe subrayar, como se analiza con detalle en el recuadro 2, que, aunque el crédito del FMI a los países latinoamericanos se ha reducido notablemente, tras alcanzar un máximo en 2003, su peso en la cartera de préstamos del organismo internacional ha seguido aumentando.

#### PRECIOS Y POLÍTICAS MACROECONÓMICAS

La evolución de los precios en la región fue relativamente favorable en el primer semestre de 2005, como refleja el gráfico 10. La tasa de inflación interanual cedió ligeramente a lo largo del semestre, del 6,5% a finales de 2004 al 5,8% en agosto. La tasa subyacente registró un comportamiento análogo, y marcó el mismo registro en agosto de 2005. La tendencia decreciente de la inflación se rompió en Chile, aunque se partía de tasas muy reducidas. Por el contrario, en Argentina la inflación se ha acelerado desde finales de 2004, y se acerca 10%. Las limitadas presiones inflacionistas, a pesar del dinamismo de la actividad, el incremento de los precios energéticos y, en algunos casos —como Brasil o Argentina—, la reducida capacidad ociosa, se explican por la mejora de la credibilidad antiinflacionista en la mayoría de los países y, de un modo más coyuntural, por la apreciación de las monedas latinoamericanas en términos efectivos.

En efecto, los tipos de cambio mantuvieron en general su tendencia a la apreciación frente al dólar (véase gráfico 10), la cual superó el 7% en el agregado del área hasta mediados de septiembre. La revalorización fue particularmente notable en los casos del real brasileño (más del 10%), el peso colombiano y el peso mexicano. Esta evolución supuso que varias monedas registraran máximos, como el sol peruano, que se situó en los niveles de mayor apreciación de los siete últimos años, y el real brasileño, que alcanzó su máximo valor de los últimos cinco años. El fortalecimiento del dólar en el primer semestre del ejercicio respecto al resto de las principales divisas supuso además que la apreciación efectiva nominal de las monedas latinoamericanas haya sido incluso superior, del 9,6% para el conjunto de la región, acumulando entre enero y septiembre. Como se observa en el gráfico 10, esta apreciación fue compatible con la continuación del proceso de acumulación de reservas, que incluso se ha acelerado para el conjunto del área, siendo del 8% en el semestre. El comportamiento agregado escondió, no obstante, notables divergencias. Así, en Venezuela y Brasil el ritmo de acumulación de reservas se aceleró notablemente, mientras que se frenó en Colombia. Cabe destacar que en Argentina, a pesar de las presiones inflacionistas, las reservas crecieron más del 15% en el primer semestre. Este país complementó las intervenciones con ciertos controles cambiarios destinados a limitar la entrada de capitales, en contraste con la retirada de los controles previos existentes en Colombia y la puesta en marcha medidas liberalizadoras adicionales en Brasil.

La misión prioritaria del Fondo Monetario Internacional de salvaguardar la estabilidad del sistema monetario internacional se ha ido centrando en las últimas décadas en fomentar y recomponer la estabilidad financiera de los países en vías de desarrollo, a través de programas económicos que llevan aparejados importantes recursos financieros. Como se observa en el cuadro adjunto, América Latina ha sido una de las áreas geográficas que ha captado preferentemente el crédito del FMI, con un promedio del 34% de los recursos en la última década. Este recuadro ofrece una descripción de la evolución y composición del crédito durante este período.

El crédito del FMI se realiza principalmente a partir de las aportaciones de los países miembros en forma de cuota, recogidas en la Cuenta de Recursos Generales (GRA, por su acrónimo en inglés). Los recursos se canalizan mayoritariamente a través de tres líneas de crédito: los Acuerdos de Derecho de Giro (Stand-by Arrangements, SBA), el Servicio Ampliado (EEF, que responde a Extended Fund Facility) y el Servicio de Complementación de Reservas (SRF, Supplemental Reserve Facility). Estas tres líneas son los instrumentos habituales de financiación de que dispone el Fondo para prestar su apoyo en problemas de balanza de pagos. La SBA es la línea básica, y tiene una duración de dos a dos años y medio, mientras que la EFF se utiliza para necesidades más prolongadas en el tiempo —aquellas que requieren reformas de carácter más estructural—, y la SRF está diseñada para aquellos casos en los que hay una necesidad de fondos a corto plazo y de gran escala. Además del crédito proveniente de la GRA, el Fondo concede financiación concesional, orientada a países de bajos ingresos. Esta financiación se canaliza a través del Servicio para el Crecimiento y Reducción de la Pobreza (PRGF, Poverty Reduction and Growth Facility). En este caso, los recursos provienen de aportaciones bilaterales de buen número de miembros y del propio FMI, y se mantienen en un fondo fiduciario que administra la institución.

El número de programas financieros concedidos en la región entre 1995 y 2005 ascendió a 57, por un monto total de casi 300 mm de dólares, es decir, en torno al 50% del PIB de América Latina en 2004. De todos estos préstamos, 37 se instrumentaron como SBA, frente a seis EFF, cinco SRF y nueve PRGF. Asimismo, hay que señalar que el 37%

fue concebido inicialmente como acuerdo preventivo —ya fuese con intención de prevenir una crisis o tras un programa convencional, como estrategia de salida del mismo—, lo que implica que, en el momento de solicitarlos, las autoridades manifestaron su intención de no hacer uso, en principio, de los recursos que se les concedían—. El elevado porcentaje de estos programas preventivos sugiere que existe una elevada demanda potencial para programas de carácter asegurador que refuercen la batería de instrumentos del FMI y cuyo establecimiento se está debatiendo en la actualidad en distintos foros internacionales.

El gráfico complementa la información del cuadro y subraya la importancia del crédito del FMI a América Latina y su estrecha relación con la recurrencia de crisis financieras. De hecho, en el último dato disponible (final de junio de 2005) se alcanza un máximo de la exposición del crédito del FMI a América Latina, con más del 45% del total. Esta cifra es muy superior al 14% de 2000, un año de fuerte expansión regional, o al 24% de 1998, año de la crisis rusa y de ajuste a la crisis asiática. No obstante, en términos cuantitativos, el saldo vivo actual del crédito a América Latina (24,5 mm de DEG, unos 36,3 mm de dólares) es bastante inferior al máximo alcanzado en el año 2003 (47,7 mm de dólares), tras la serie de crisis que afectaron a la región entre 2001 y ese año, debido a los desembolsos netos realizados desde entonces.

La mayoría de los países latinoamericanos han tomado recursos del FMI en el período considerado. Entre los principales países, las únicas excepciones fueron Chile y Colombia. Destaca, en el período inicial, el volumen de los créditos concedidos a México a partir de su crisis en 1995, que quedaron saldados en 2000. Con los últimos datos disponibles, de finales del primer semestre de este año, Brasil (20,7 mm de dólares y 26,5% del crédito vivo total del FMI) y Argentina (11,2 mm de dólares y 14,3%) encabezan la lista de principales receptores de crédito del FMI; tan solo Turquía (17,8 mm de dólares y 22,7%) mantiene niveles de deuda equiparables. La alta concentración del crédito (el 75% está repartido en estos tres países más Indonesia) es un rasgo que genera cierta preocupación respecto a la situación financiera del Fondo. La concentración financiera se ve además agravada en este caso por la concentración geográfica, al reunirse en América Latina tres de los

## PESO DE LAS ECONOMÍAS LATINOAMERICANAS EN EL VOLUMEN TOTAL DE CRÉDITO DEL FMI

	Promedio período	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
(% crédito FMI)												
AMÉRICA LATINA	34,46	43,17	39,54	26,15	23,38	25,96	13,76	31,74	39,97	44,68	44,87	45,80
ARGENTINA	11,36	9,91	10,40	8,27	5,79	5,67	7,86	18,56	14,96	14,52	14,60	14,37
BRASIL	11,93	0,23	0,11	0,04	5,13	11,18	2,75	11,07	21,74	26,50	25,93	26,57
MÉXICO	6,81	25,57	21,96	12,80	8,91	5,66	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VENEZUELA	1,10	3,62	3,63	2,28	1,30	0,94	0,32	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
PERÚ	0,76	1,54	1,53	1,42	0,96	0,93	0,87	0,51	0,25	0,13	0,11	0,10
URUGUAY	0,99	0,03	0,01	0,00	0,17	0,20	0,23	0,19	1,87	2,26	2,78	3,11
RESTO A. LATINA Y CARIBE	1,51	2,26	1,89	1,33	1,12	1,38	1,73	1,40	1,15	1,27	1,45	1,64
PRO MEMORIA: CRÉDITO FMI (mm de dólares)												
TOTAL MUNDIAL	83,15	60,65	61,26	76,64	97,27	83,80	71,88	87,28	102,66	104,76	90,52	77,93
AMÉRICA LATINA	28,79	26,18	24,22	20,04	22,75	21,75	9,89	27,70	41,03	46,81	40,62	35,69

cinco países más endeudados con el FMI (Uruguay ocupa el quinto puesto, con un 3,1%).

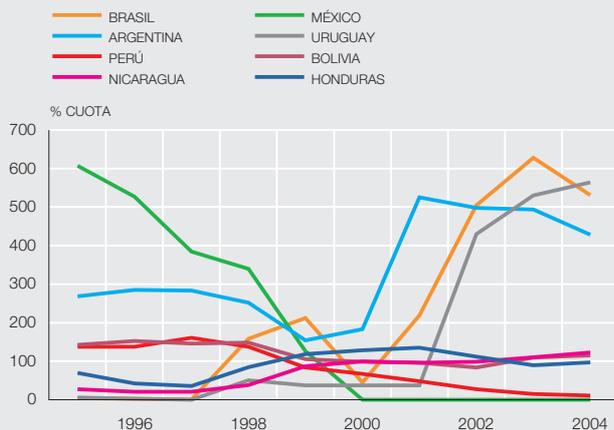
En el gráfico adjunto puede seguirse la evolución del endeudamiento de cada país como porcentaje de su aportación financiera al FMI (o cuota), para aquellos países que han superado en algún momento el 100% de la misma. También bajo este criterio, Brasil y Argentina se sitúan en los primeros puestos entre los países latinoamericanos más endeudados, con un 530% y un 430% de su cuota, respectivamente, aunque es Uruguay el que ocupa el primer lugar en esta lista, con casi un 565%. Históricamente, fue Brasil el que alcanzó un endeudamiento mayor en términos de cuota (628% en 2003), seguido de México (607% en 1995). Desde ese año, tan solo los cuatro países mencionados en este párrafo han superado el 300% de su cuota —cifra que constituye el límite normal de financiación acumulativo fijado por el FMI—. En cuanto a la persistencia del endeudamiento, Argentina destaca, con una media del 337% de su cuota a lo largo de la última década.

Créditos de estas magnitudes suponen un monto importante de las obligaciones financieras para los países endeudados con el Fondo. Así, solo hasta finales de 2005, Uruguay deberá abonar un punto y medio de su PIB al FMI en concepto de pago de principal e intereses, mientras que Argentina abonará un 1,1% y Brasil un 0,74%.

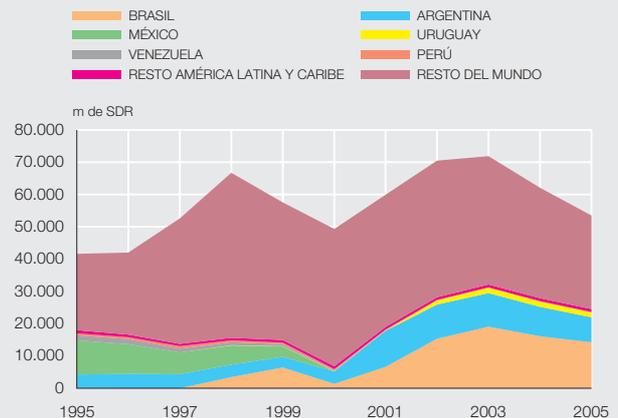
En conclusión, se observa que la región de América Latina ha sido durante la última década —y sigue siendo— el punto principal de destino de los fondos del FMI, acumulando niveles superiores al 40%. La gran mayoría del crédito concedido a estas economías ha estado orientado a paliar las necesidades de balanza de pagos, generadas por la dependencia de estos países de los flujos financieros externos y por la volatilidad de estos. No obstante, la mejora de los fundamentos económicos y financieros en los últimos años está permitiendo la reducción, acelerada en algunos países, del crédito a América Latina. En algunos casos, como Brasil, esta aceleración constituye un modo de reafirmar su compromiso autónomo con la disciplina económica.

**POSICIÓN FRENTE AL FMI**  
Porcentaje y niveles

ENDEUDAMIENTO EN PORCENTAJE DE CUOTA (a)



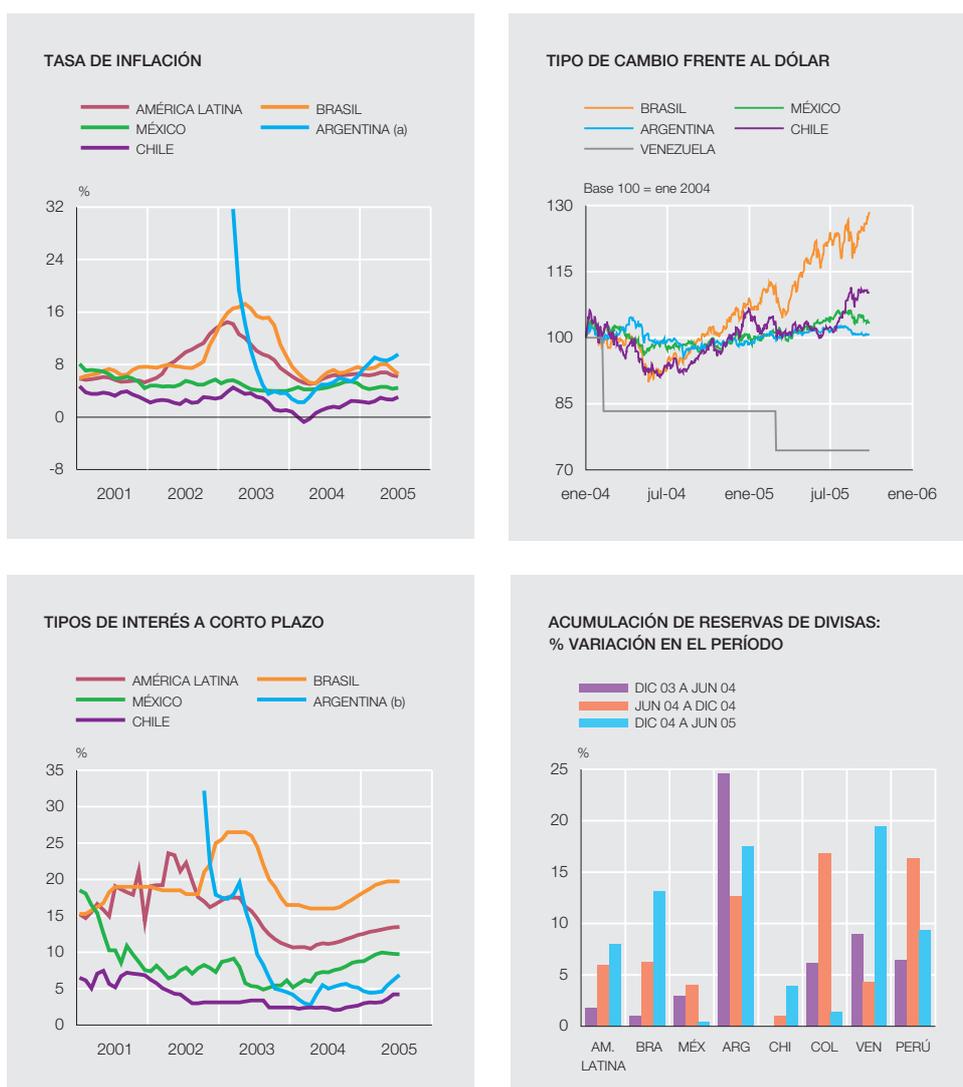
USO TOTAL DEL CRÉDITO (b)



FUENTE: FMI.

- a. Se incluyen los países de América Central y del Sur que en alguna ocasión han sobrepasado el 100% de su cuota, exceptuando Guyana.
- b. El dato de 2005 corresponde al mes de junio.

La contención de las presiones inflacionistas en la mayoría de los países y el efecto moderador de las apreciaciones cambiarias sobre los precios supusieron que a lo largo del semestre se interrumpiera en México y Brasil el ciclo alcista de tipos de interés que se había iniciado a lo largo de 2004. Ya avanzado el tercer trimestre, ambos países han comenzado a reducir los tipos de interés —en agosto y septiembre, respectivamente—. Cabe destacar que en México, por primera vez en mucho tiempo, la evolución monetaria se ha desligado de la estadounidense de un modo explícito y, además, se están utilizando instrumentos alternativos al tradicional «corto» para lograr los cambios en los tipos de interés. En contraste con esta situación, en Chile se



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Por encima del 18% desde mayo de 2002 hasta mayo de 2003.

intensificó el ritmo de subidas de tipos —que aún se mantienen en niveles reducidos—, mientras que en Argentina las tasas interbancarias repuntaron notablemente en los últimos meses.

El déficit público se siguió reduciendo, hasta situarse en torno al 0,7% del PIB hacia mitad del año (véase gráfico 11), mientras que el saldo primario se estabilizó, al compensar la reducción en Argentina (donde aún se sitúa por encima del 3% del PIB) el incremento registrado en Brasil, donde se superó el 5% en el ecuador del ejercicio. Detrás de esta evolución se observa, asimismo, una cierta moderación de los ingresos, en términos reales, bastante acusada en Argentina, y una estabilización del gasto real en torno al 10%. Todos estos datos indican una consolidación del principio de disciplina fiscal. En los últimos años, tal como se analiza en el recuadro 3, la política fiscal ha dejado de jugar el papel procíclico —y, por lo tanto, amplificador de las fluctuaciones económicas— que la caracterizaba tradicionalmente, para adoptar un tono neutral o ligeramente contracíclico. No obstante, para que este incipiente comportamiento estabilizador pueda mantenerse en la fase expansiva actual, las autoridades fiscales tendrán que resistir la tentación de incrementar el gasto en vísperas del ciclo electoral que ahora comienza.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Deflactado por el IPC.

REFORMAS ESTRUCTURALES  
E INTEGRACIÓN COMERCIAL

La consolidación de la disciplina en las políticas macroeconómicas contrasta con el parón en los procesos de reforma estructural que se percibe en la región y que se puede achacar a varios factores. El primero, reiterado en informes anteriores, el desencanto con las reformas pasadas, que la reactivación del crecimiento en el período más reciente no ha eliminado; el segundo, el ya mencionado comienzo del ciclo electoral, que supone que los asuntos económicos de mayor calado y dificultad se pospongan en las agendas políticas; el tercer factor es la inestabilidad política, en parte relacionada con los dos factores anteriores, que afectó con mayor o menor intensidad a un buen número de países, como Ecuador, Perú, Bolivia, más recientemente Brasil, e, incluso, México. Por último, como hipótesis puede apuntarse que la mejoría de la situación económica y las excelentes condiciones de financiación pueden tender a generar una cierta complacencia con la gestión de la política económica y debilitar el impulso reformista, ya que las reformas tienden a ser en algunos casos impopulares, dado que sus efectos favorables no se perciben plenamente sino a medio y largo plazo.

En el ámbito de la integración comercial, solo se registraron avances puntuales, pero sin progresar en los procesos de mayor entidad. Cabe destacar la aprobación del Tratado de Libre

Tradicionalmente, las políticas macroeconómicas en América Latina no han podido jugar el papel estabilizador del ciclo que se esperaba de ellas, por diferentes motivos. Por un lado, la política monetaria se centró en la década de los noventa en la lucha contra el legado de alta inflación, incluso hiperinflación, procedente de los ochenta. Pero además, a partir de la segunda mitad de los años noventa, la actuación de las autoridades económicas estuvo subordinada a mitigar el impacto de las diversas crisis financieras que afectaron a la región. La existencia de regímenes cambiarios fijos, si bien facilitó la transición a un régimen de menor inflación, contribuyó a limitar adicionalmente el margen de actuación de las políticas monetarias. Las políticas fiscales también tuvieron dificultades para estabilizar el ciclo, debido, principalmente, a la fragilidad de las finanzas públicas, en conjunción con su dependencia de la financiación externa<sup>1</sup>.

Sin embargo, el reciente ajuste económico provocado por las sucesivas crisis financieras que atravesó la región en el período 2002-2003 desembocó en una fase de crecimiento en la que se dan una serie de circunstancias propicias para que las políticas macroeconómicas puedan, en principio, adoptar un mayor papel estabilizador. Este período se caracteriza por la conjunción de un elevado crecimiento económico con una fase de estabilidad financiera y unos costes financieros decrecientes. Además, las autoridades fiscales de la región han mostrado una mayor conciencia de la importancia de la disciplina fiscal para apuntalar procesos de crecimiento sostenido, mientras que la paulatina adopción de regímenes monetarios basados en objetivos directos de inflación en un contexto de tipos de cambio flexibles, al menos de iure, otorga, en principio, un mayor margen de actuación estabilizadora a la política monetaria.

Este recuadro se centra en el papel estabilizador jugado por la política fiscal. En el gráfico adjunto se recogen las estimaciones de los cambios

en el superávit primario estructural y de la brecha de producción para los siete principales países de la región en el período 1990-2005. Esta última variable aproxima la posición cíclica de la economía, mientras que el cambio en el saldo primario estructural —que excluye los pagos por intereses y el impacto del ciclo sobre los rubros de ingresos que se consideran afectados por aquel— constituye uno de los indicadores más comunes del tono de la política fiscal. Un incremento del saldo primario estructural indica que la política fiscal adopta un carácter contractivo, y viceversa. Una correlación positiva entre ambas variables, supone que las políticas fiscales contractivas (expansivas) coinciden con la fase alcista (bajista) del ciclo y, por tanto, contribuyen a estabilizar la actividad, al comportarse de modo contracíclico (procíclico). Como se puede apreciar en el gráfico y, más claramente, en la línea de regresión de color rojo, existe una relación negativa entre ambas variables para el conjunto del período considerado, que resulta ser estadísticamente muy significativa. Este resultado confirmaría la hipótesis de que la política fiscal de la región ha tendido a ser procíclica; es decir, en vez de contribuir a estabilizar las fluctuaciones económicas, ha tendido a profundizarlas.

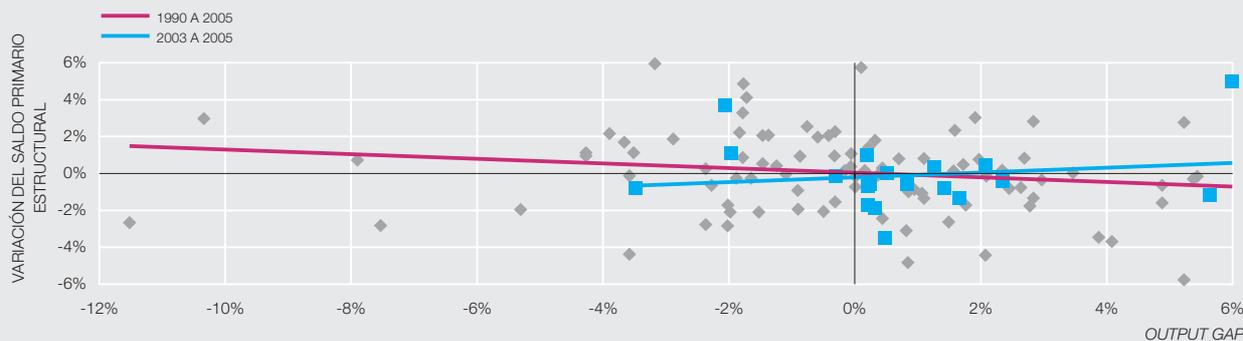
La razón que subyace a este comportamiento se fundamenta en la fragilidad estructural de las finanzas públicas, que aflora en los episodios de inestabilidad financiera. Tales episodios tienen un impacto directo e inmediato sobre la actividad económica, pues obligan a un ajuste de cuenta corriente que se suele generar a través de un frenazo en la demanda interna; al mismo tiempo, en los mercados se generan dudas acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas, ya de por sí vulnerables, lo que se traduce en mayores costes de financiación y, eventualmente, en el cierre del acceso a la financiación externa. Bajo estas circunstancias, las autoridades fiscales se ven obligadas a contraer el gasto y reducir la necesidad de financiación, restricciones que discurren en paralelo y tienden a agravar el ajuste de la actividad. De ahí, el sesgo procíclico en la política fiscal en América Latina que recoge el gráfico y que ha sido respaldado por evidencia empírica más rigurosa.

No obstante, si se atiende al período de recuperación económica reciente (2003-2005), se observa que la política fiscal pasa a ser

1. M. Gavin y R. Perotti (1997), «Fiscal policy in Latin América», *NBER Macroeconomics Annual 1997*. Ver también E. Alberola y J. M. Montero (2005), *Debt sustainability and procyclical fiscal policies in Latin America*, mimeo, Banco de España, de donde también proceden los resultados utilizados en el recuadro.

**IMPULSO FISCAL Y BRECHA DE PRODUCCIÓN EN AMÉRICA LATINA**  
Porcentajes

IMPULSO FISCAL Y BRECHA DE PRODUCCIÓN



FUENTE: Banco de España.

neutral —o ligeramente contracíclica—, tal como se infiere de la línea de regresión en color azul. Si se hubiera mantenido el comportamiento anterior, se habría percibido un deterioro de la situación fiscal, pero, a diferencia de episodios anteriores, parece haberse mantenido un tono de cierta cautela, que quizás quepa achacar principalmente al mayor compromiso con la disciplina fiscal en los últimos años. En cualquier caso, esta mayor disciplina ha sido compatible con un notable crecimiento del gasto primario del sector público (7,5% real en el período 2003-2004, 10,8% en el primer trimestre de 2005 para el conjunto de la región, excluyendo Venezuela), favorecido por la mayor disponibilidad de ingresos, y como consecuencia de la recuperación de los niveles de gasto, que se habían restringido fuertemente en el período de ajuste previo (años 2001 y 2002).

Sería deseable que la cautela en la gestión del presupuesto se mantuviera ante las próximas citas electorales que van a tener lugar en la mayoría de los principales países de la región. De hecho, en algunos de estos países ya se observan presiones al alza sobre el gasto público, por lo que el futuro próximo supondrá una buena piedra de toque para comprobar la existencia de una mayor disciplina fiscal. En

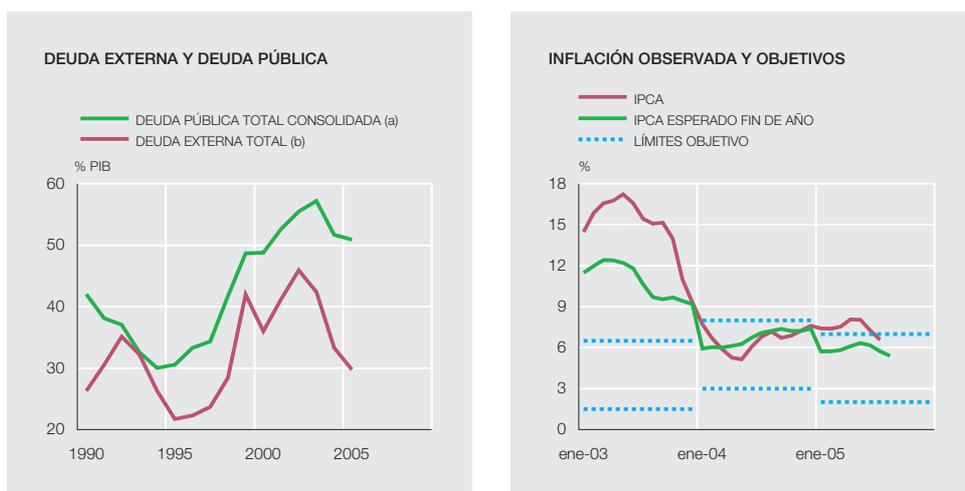
el contexto que estamos analizando, y siempre que la actividad siga creciendo a un ritmo firme, esta mayor disciplina deberá traducirse en una mejoría de los saldos estructurales primarios. Más allá de este horizonte electoral de corto plazo, la prueba capital de la mayor capacidad de las políticas fiscales para ejercer un papel estabilizador llegará en la eventualidad de que las condiciones financieras se deterioren —por razones internas o externas—. En este sentido, debe subrayarse que los *stocks* de deuda pública aún son elevados y presentan una composición inadecuada que los hace vulnerables ante un empeoramiento del clima en los mercados financieros. Esto significa que ajustes simultáneos del gasto y de la actividad son previsibles en ese caso.

Precisamente para evitar dichos ajustes, a través de un reforzamiento de la situación estructural de las cuentas públicas, resulta indispensable que en la favorable coyuntura actual se haga un esfuerzo profundo y sostenido para robustecer las finanzas públicas. Nótese que esto implica, entre otras cosas, incrementar el saldo primario estructural en la fase alcista actual del ciclo, lo que supone cumplir, de hecho, con el papel estabilizador que tiene asignada la política fiscal.

Comercio de América Central (CAFTA, por sus siglas en inglés) por parte del Congreso estadounidense, los acuerdos en materia de integración energética en el cono sur, y la firma de un tratado de libre comercio entre Chile y tres países de ASEAN. Sin embargo, las negociaciones relativas al Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA) están paralizadas, y tampoco se alcanzaron más acuerdos bilaterales entre los futuros integrantes del ALCA —Comunidad Andina con EEUU, por ejemplo—, ni fue posible cerrar el acuerdo entre MERCOSUR y la UE.

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

En *Brasil*, el ritmo de expansión de la actividad económica se situó en el 3,9% interanual en el segundo trimestre, bastante por encima que el del primero (2,8%). Esta evolución, en conjunto, supuso una desaceleración del PIB durante el primer semestre de 2005 de casi dos puntos porcentuales respecto a la segunda mitad de 2004 (del 5,3% al 3,4%, en tasa interanual). De nuevo, la demanda interna aportó el grueso del crecimiento (3,3 pp a la tasa interanual en el segundo trimestre), si bien la demanda externa volvió a contribuir positivamente (0,6 pp). Las exportaciones mantuvieron su fortaleza a pesar del efecto base acumulado y de la apreciación del real respecto a sus principales socios comerciales (18% en el primer semestre del año). El consumo privado se siguió sustentando en crecimientos del empleo por encima del 3% y en la expansión de nuevas modalidades de crédito, que situaron su crecimiento real por encima del 12% en julio. Sin embargo, debido al repunte de la inflación, los salarios reales prácticamente se estancaron en el primer semestre, en contraste con la mejora de su poder adquisitivo durante todo el año pasado. Las cuentas externas mantuvieron su excepcional comportamiento, con un superávit comercial por encima del 6% del PIB y un superávit en la balanza por cuenta corriente cercano al 2%. Esta holgura externa facilitó una significativa reducción de la ratio de deuda externa (véase gráfico 12), que rompió el suelo del 30% del PIB por primera vez desde 1998. En lo relativo a las cuentas públicas, se mantiene la disciplina fiscal, como atestigua el superávit primario, que cerró el semestre en el 5,1% del PIB, por encima del objetivo para final de año (4,25%). El elevado superávit primario, la favorable evolución de las



FUENTE: Banco Central de Brasil.

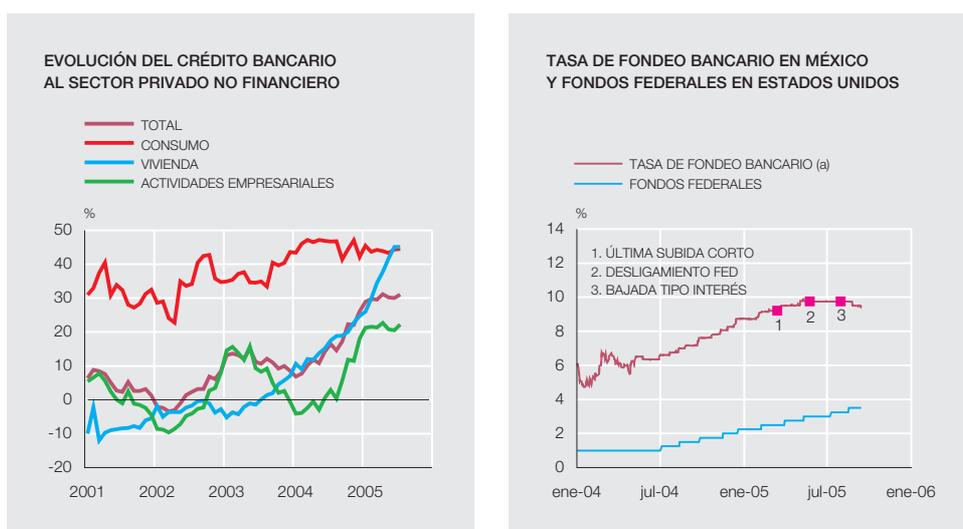
a. Último dato: 30 de junio de 2005.

b. Último dato: 31 de marzo de 2005.

variables financieras en un contexto de elevado crecimiento y la mejor gestión de la deuda pública permitieron reducir la ratio de deuda pública sobre PIB en el semestre —aunque apenas medio punto—, desde el 51,7% a finales de 2004 hasta el 51,2% en julio, lo que es indicativo de las resistencias que empieza a encontrar este descenso, tras los importantes progresos de los años anteriores.

La tasa interanual de inflación se situó por encima del 8% en abril y mayo (véase gráfico 12), pero flexionó a la baja desde entonces (6% en agosto), hasta converger en niveles compatibles con la meta fijada para 2005 ( $4,5\% \pm 2,5\%$ ). Además, la evolución de la inflación subyacente y la apreciación del real auguran una tasa descendente en los próximos meses. Aunque el aumento de los precios estuvo influido por factores estacionales y reajustes en los precios administrados, la resistencia a la baja que mostraban las expectativas de inflación propició que el Banco Central prosiguiera con el proceso de mayor restricción monetaria iniciado en septiembre de 2004, lo que se tradujo en una elevación de 200 pb adicionales en los tipos oficiales entre enero y mayo de 2005, período en que se situaron en el 19,75%. Tras permanecer unos meses inalterados, en la última reunión de política monetaria del Banco Central, a mediados de septiembre, a la vista de la favorable evolución posterior de la inflación y de sus expectativas, los tipos de interés oficiales se redujeron en un cuarto de punto.

La positiva evolución de la economía llevó al Gobierno a cancelar por anticipado parte de la deuda con el FMI, tras renunciar a la renovación del programa financiero que concluía en marzo de 2005. Ambas decisiones cabe interpretarlas como un deseo de reforzar el compromiso autónomo del Gobierno con la disciplina macroeconómica. Tal compromiso es especialmente importante en un contexto de turbulencia política como el que vive el país, y que podría persistir en el año que falta hasta las próximas elecciones presidenciales. De todos modos, estas dificultades políticas se tradujeron en la paralización de algunas reformas, como la impositiva y la de la autonomía del Banco Central. Sin embargo, y en buena medida gracias a la percepción de que la disciplina macroeconómica está asegurada, las variables financieras apenas se resintieron de los problemas políticos que afectan al Gobierno, puesto que las primas de riesgo permanecieron en niveles muy reducidos (en torno a los 400 pb), el real se

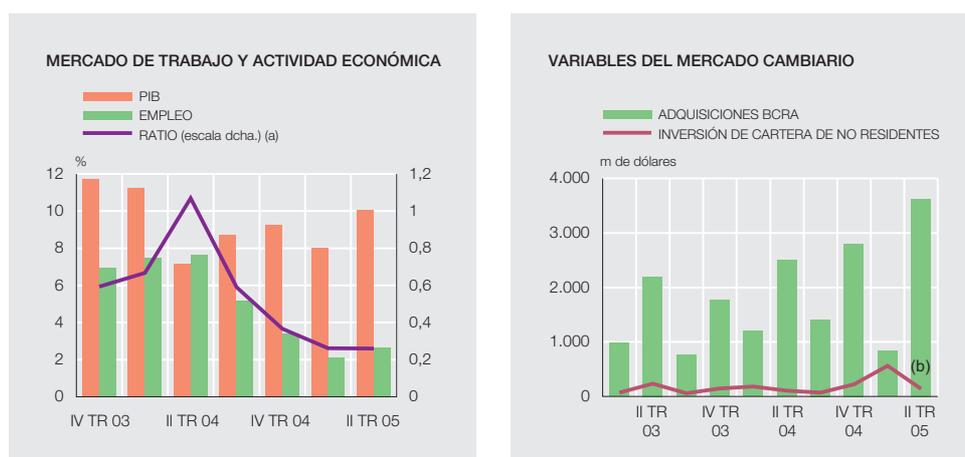


FUENTE: Banco de México.

a. Tasa representativa de las operaciones mayoristas de la banca y casas de bolsa, directas o de reporte a un día con certificados de depósito, pagarés bancarios y aceptaciones bancarias.

apreció frente al dólar y la bolsa registró ganancias cercanas al 20% desde principios de año.

En México, la actividad económica sufrió una notable desaceleración en el primer semestre del año, al crecer un 2,8% en el primer semestre, frente al 4,7% de crecimiento en el semestre precedente. A pesar de que el crecimiento interanual fue superior en el segundo trimestre de 2005 (3,1%, frente a 2,4%), esta evolución enmascara que, a diferencia de Brasil, no se produjo una reactivación en el segundo trimestre, pues la tasa de crecimiento intertrimestral fue negativa en este período. En los dos primeros trimestres de 2005, la aportación del sector exterior fue negativa en más de 1 pp, manteniendo la tendencia iniciada en el último trimestre de 2004. Dentro de la demanda interna destacó el comportamiento contrapuesto de sus dos principales componentes durante los dos primeros trimestres del año. Mientras que el consumo privado se desaceleró, hasta alcanzar una tasa de crecimiento intertrimestral negativa en el segundo trimestre, la inversión registró una fuerte aceleración en ese período. La pérdida de dinamismo económico apenas se reflejó en el ritmo de creación de empleo, que aún se situó en tasas interanuales cercanas al 3%. Por el contrario, el crédito al sector privado se aceleró, pues pasó de crecer a una tasa interanual del 25% a finales de 2004 a hacerlo a una tasa del 31% en julio de 2005, principalmente por la expansión del crédito a la vivienda (véase gráfico 13). El comportamiento de la balanza por cuenta corriente fue muy diferente en los dos primeros trimestres del año. Mientras que los datos del primer trimestre registraron un déficit por cuenta corriente elevado, en el segundo trimestre se alcanzó prácticamente el equilibrio, algo que no sucedía desde el mismo período de 1996. En conjunto, el monto del déficit por cuenta corriente del primer semestre fue equivalente al 0,7% del PIB, mientras que en el período comparable de 2004 había sido del 0,5%. Este ligero aumento del déficit vino explicado por la balanza comercial, dado que la mejora en la balanza de rentas (las remesas aumentaron un 18% respecto al primer semestre de 2004) solo compensó el mayor déficit registrado en la balanza de servicios, debido al pago de intereses y beneficios al exterior. Los datos de las finanzas públicas para el primer semestre del año permiten aventurar que el Gobierno cumplirá el objetivo de déficit público —del 0,2% del PIB— para 2005, ayudado, en parte, por la buena marcha de los ingresos petroleros.

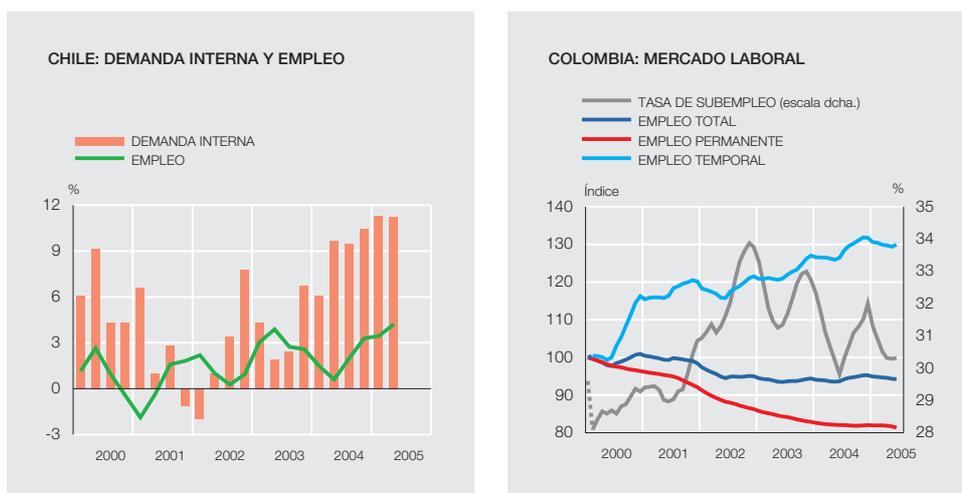


FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

- a. Variación anual del empleo dividida por variación anual del PIB.  
b. Refuerzo de los controles de capital.

En los últimos meses, la inflación se redujo, hasta situarse en agosto —con el 3,9%— justo por debajo del límite superior del intervalo objetivo del banco central ( $3\% \pm 1\%$ ), lo que constituye un mínimo histórico. Especialmente positiva fue la reducción en la inflación subyacente, que se acerca al 3%, aunque no parece haber tenido un reflejo paralelo en la reducción de las expectativas. Este comportamiento más favorable de la inflación, así como la desaceleración económica, explica por qué el Banco de México abandonó el proceso de endurecimiento de la política monetaria que había iniciado a principios de 2004 y que se prolongó hasta junio (véase el gráfico 13). Este proceso se canalizó prioritariamente a través de aumentos del corto —el principal instrumento de política monetaria— y, posteriormente, a través de aumentos en los tipos de interés a corto plazo en paralelo con la Reserva Federal de EEUU, pero sin variaciones en el corto. Por último, a finales de agosto los tipos de interés comenzaron a bajar, tras anunciar el banco central la tasa deseada del fondeo bancario; de nuevo, ocurrió sin modificar el corto. La paulatina diferenciación entre los movimientos del corto y los de los tipos de interés se enmarcaría en el proceso de redefinición del esquema de política monetaria que el Banco de México ha anunciado estar considerando. Por último, los mercados financieros se comportaron favorablemente durante 2005, como atestiguan la apreciación del peso frente al dólar, la reducción del diferencial soberano y el aumento de casi un 10% en la bolsa.

En *Argentina*, se produjo una ralentización notable del crecimiento en el primer trimestre del año —cuando la tasa intertrimestral se redujo a apenas el 0,8%—, pero volvió a reactivarse en el segundo. Así, en este período, la tasa interanual se volvió a situar por encima del 10% (10,1%, concretamente) y también la tasa intertrimestral rebasó el 2%, cifra similar al promedio del año 2004. La inversión —y especialmente la adquisición de bienes de equipo— recuperó el tono positivo que había momentáneamente perdido al inicio del año, y las exportaciones repuntaron, aunque la fortaleza de las importaciones supuso que la contribución neta del sector exterior fuera prácticamente nula en el segundo trimestre. En todo caso, la economía argentina dio muestras de haber iniciado una nueva fase de su ciclo, caracterizada por la progresiva normalización de variables clave como el empleo y por la aparición de renovadas presiones inflacionistas. Así, aunque la evolución del mercado laboral no dejó de ser positiva, la creación de puestos de trabajo se está ralentizando, tanto en términos de crecimiento como en relación con los incrementos en la actividad, tal como se observa en el gráfico 14; de hecho,



FUENTE: Estadísticas nacionales.

la reducción de la tasa de desempleo es achacable, en parte, a la moderación de la tasa de actividad que se ha venido observando recientemente.

Pese al buen comportamiento de las exportaciones, especialmente en términos de cantidades —pues los precios de exportación declinaron desde los máximos alcanzados el año pasado—, continuó el estrechamiento del superávit comercial, aunque aún se situó en torno al 7% del PIB a finales del primer semestre. Este holgado superávit permitió mantener el signo positivo en el saldo de la balanza por cuenta corriente, que alcanzó el 2,8% del PIB. Las cuentas públicas continuaron en terreno positivo, si bien acusaron en los últimos meses la cercanía de las elecciones parlamentarias, que se tradujo en sucesivos incrementos del gasto, tales como el aumento de los salarios en el sector público y de las pensiones mínimas. La inflación creció de manera significativa en 2005, a lo que el Banco Central reaccionó con un aumento moderado del tipo de interés de intervención —si bien menor que el registrado en las expectativas de inflación— y con la interrupción de las intervenciones de compra de divisas en el mercado cambiario. No obstante, la preocupación por la tendencia a la apreciación del peso dio lugar a que dichas intervenciones se reanudaran hacia el final del semestre, al mismo tiempo que se reforzaron los controles de capitales, con el fin de moderar las entradas de no residentes que se observaron a principios de año (véase gráfico 14). Tras concluir el canje de la deuda en suspensión de pagos en febrero, Argentina volvió a emitir en los mercados de capital, si bien por cantidades modestas (unos 1.500 millones de dólares en total) y con énfasis en el mercado doméstico y en las emisiones en pesos. Estos títulos, junto con los nuevos bonos entregados en el canje, cotizaban con diferenciales muy reducidos, si se tiene en cuenta la cercanía de la suspensión de pagos y que la situación financiera a medio plazo dista de ser holgada.

La actividad en *Chile* se moderó ligeramente en el primer semestre de 2005, pero todavía mantuvo una tasa de crecimiento interanual del 6,1% en el primer trimestre, y algo superior, del 6,5%, en el segundo. La demanda interna siguió acelerándose, hasta crecer al 11,2% en los dos primeros trimestres del año (véase gráfico 15), fundamentalmente por la fortaleza de la inversión, y, en concreto, del componente de bienes de equipo. El mercado laboral también contribuyó a sostener la demanda interna, al consolidarse el crecimiento del empleo por encima del 4% en el segundo trimestre del año; esta aceleración de la tasa de creación de empleo permitió finalmente que disminuyera significativamente la tasa de paro e indujo a un repunte de

los salarios reales, dejando atrás el estancamiento reciente. La consolidación de la demanda interna y el aumento de los ingresos procedentes del cobre (63,8% interanual en el primer semestre de 2005) resultaron en un superávit fiscal del 2,9% del PIB en el primer semestre de 2005. Durante este mismo semestre la balanza de pagos cerró con un superávit del 1,4% del PIB, algo menor que el del mismo período de 2004, debido fundamentalmente a un mayor déficit en la balanza de rentas, ya que la balanza comercial sigue presentando un superávit superior al 8% del PIB (véase gráfico 7). La inflación se aceleró notablemente en lo que llevamos de ejercicio, consecuencia de un crecimiento del producto por encima del potencial y de los mayores precios del petróleo, y se situó en el centro del intervalo objetivo del Banco Central, dejando atrás varios trimestres de tasas muy bajas. Los tipos de interés oficiales siguieron ajustándose al alza (7 subidas de 25 pb durante 2005, hasta 4%), y se espera que lo sigan haciendo durante los próximos meses.

En *Colombia*, la economía se desaceleró medio punto porcentual en el primer trimestre de 2005, hasta el 3,8%. La moderación de la actividad fue de menor cuantía que la del resto de la región, probablemente por la posición menos avanzada de su ciclo. El sector externo mostró indicios de reactivación tras una cierta atonía previa, que contrastaba con el resto de América Latina. Parte de la debilidad del sector vendría explicada por la fortaleza de la moneda colombiana, que se apreció un 5% frente al dólar. Hay que destacar especialmente la mejoría del mercado laboral, puesto que el empleo aumentó, en términos interanuales, hacia final del primer semestre por primera vez desde octubre de 1993, aunque esta mejoría estuvo asociada a una mayor creación de empleo temporal (véase gráfico 15). El déficit público se mantuvo alrededor del 0,7% del PIB a finales de 2004, nivel históricamente bajo. Sin embargo, el Gobierno pareció haber relajado en los últimos meses su compromiso fiscal, pues el aumento del gasto primario se situó por encima del de los ingresos en un año preelectoral, las reformas estructurales en el terreno fiscal se retrasaron de nuevo, y el presupuesto para 2006 recoge un fuerte aumento de los gastos, sin especificar las nuevas fuentes de ingresos. La fortaleza del peso permitió reducir la inflación por debajo del 5%, situándola en tasas desconocidas en cuarenta años. En este contexto, los tipos de interés se mantuvieron inalterados durante lo que llevamos de año, al mismo tiempo que las reservas internacionales seguían marcando registros máximos históricos.

En *Perú* es notable la persistencia del fuerte crecimiento de la economía, pese a que en los dos primeros trimestres la actividad creció a un ritmo algo menor (6,1% y 5,7%, respectivamente, en tasa interanual) que en el cuarto trimestre de 2004. El sector externo mantuvo una aportación positiva al crecimiento, apoyado en un comportamiento muy favorable de las exportaciones. Este desempeño llevó a la balanza comercial a posiciones superavitarias (5,6% del PIB) que no se alcanzaban desde el año 1989 y a mantener saldos positivos en la balanza por cuenta corriente. A pesar de que el elevado crecimiento económico propició aumentos del empleo a tasas interanuales superiores al 5% durante el segundo semestre de 2004 y el primero de 2005, la tasa de paro pareció haber encontrado un suelo en el 9%. El comportamiento fiscal también fue favorable y la inflación, tras retornar al intervalo objetivo en el primer trimestre del año, continuó su descenso, hasta situarse en el 1,2% en agosto, tres décimas por debajo del objetivo mínimo para el año del Banco Central. Este mantuvo los tipos de interés oficiales en el 3,75%. Los mercados financieros valoraron muy positivamente la evolución del país, lo que se ha reflejado en reducciones significativas en el diferencial soberano, hasta situarlo en niveles similares a los de un país como México, que tiene *grado de inversión*, y en subidas en el mercado bursátil superiores al promedio regional.

En *Venezuela*, la actividad siguió creciendo fuertemente, si bien a tasas inferiores a las del pasado año (7,5% y 11,1%, respectivamente, en los primeros semestres de 2005 y 2004, en

tasa interanual). La demanda interna mantuvo su fortaleza, destacando especialmente la inversión. La fuerte aportación negativa del sector exterior vino explicada por el aumento de las importaciones en cerca de un 50% en tasa interanual. No obstante, se mantuvo una gran holgura exterior, con un superávit por cuenta corriente del 16,6% del PIB, gracias a los elevados precios del petróleo, producto que supuso más del 85% de las ventas al exterior. En el terreno fiscal, se produjo un aumento sustancial del gasto, sostenido en el incremento de los ingresos. Al reforzamiento de los recursos fiscales contribuyó el incremento de las transferencias derivadas de la acumulación de reservas por parte del Banco Central, tras la modificación de la ley que rige el funcionamiento de la institución y que supuso un recorte de su independencia. Ello permitió un aumento sustancial del gasto. El tipo de cambio siguió sometido a controles de capitales, y no se registraron modificaciones de la paridad tras la devaluación del 10,7% en febrero. Los precios, también muy controlados, registraron una tasa de inflación anual en el entorno del 16% durante el primer semestre de 2005, y por debajo del 15% en agosto. Los elevados precios del petróleo y la percepción de su carácter duradero contribuyeron a que, además de la mejoría de la deuda pública venezolana en un grado de la calificación crediticia, los diferenciales soberanos se situaran de nuevo en los niveles más reducidos desde principios de 1998. Por el contrario, la bolsa acumuló un descenso superior al 30% en lo que va de año, explicado parcialmente por la pérdida de atractivo de las compras de acciones de empresas que cotizan también en bolsas extranjeras.

En *Uruguay*, la actividad moderó su ritmo de expansión desde el 11,4% de la segunda mitad de 2004 hasta el 6,9% del primer semestre de este año. La inflación mantuvo su senda descendente, y se situó en el 3,4% en el mes de agosto, por debajo del rango objetivo (5%-7%). En *Ecuador*, las tensiones políticas desembocaron en la destitución del presidente. El nuevo gabinete, encabezado por el anterior vicepresidente, cambió el rumbo de la política económica, con medidas como la eliminación de un fondo nutrido con los ingresos del petróleo destinado al reintegro de la deuda externa o la suspensión de los préstamos de las multilaterales y del previsto canje de los pasivos exteriores complementado con nuevas emisiones. Por último, en *Bolivia* la crisis social y política se volvió a recrudecer antes del verano, aunque la convocatoria anticipada de elecciones ha apaciguado, de momento, la situación.

20.9.2005.