

# INFORME SEMESTRAL DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA

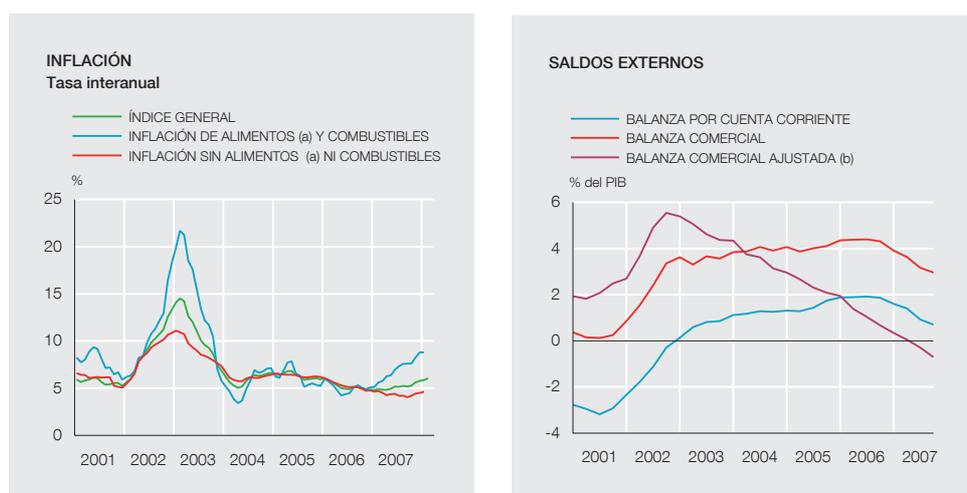
### Introducción

El año 2007 fue para América Latina el quinto año consecutivo de expansión económica. La actividad creció un 5,8% en el conjunto de las siete principales economías de la región, una tasa superior a las registradas en 2006 y 2005, y tan solo un punto inferior al máximo alcanzado en el presente ciclo, a comienzos de 2004. Resulta especialmente destacable que no se apreciaran indicios de moderación en el ritmo de crecimiento de las economías en el segundo semestre, a pesar del deterioro ocurrido en el panorama económico y financiero internacional. De esta forma, apoyadas en la importante reducción de las vulnerabilidades financieras conseguida en los últimos años y favorecidas por el mantenimiento del precio de las materias primas en niveles muy elevados, las economías latinoamericanas han podido sortear un período de profunda inestabilidad en los mercados financieros internacionales, con un impacto muy limitado sobre las condiciones internas de financiación y sobre la economía real, especialmente si se compara con episodios pasados (véase recuadro 1). La desaceleración de la economía estadounidense no ha tenido consecuencias notables a través del canal comercial; ni siquiera en aquellas economías con mayor nivel de integración con Estados Unidos, como México o Centroamérica. Por países, las tasas de crecimiento en 2007 fueron particularmente robustas en Perú (9%), Argentina (8,7%), Venezuela (8,4%) y Colombia (7,5%). Brasil creció a la tasa más alta de los últimos tres años (5,4%), mientras que Chile crecía un 5,1% y México un 3,3%. Todos los países, salvo México y Venezuela, crecieron más que en 2006, y la mayoría de ellos, más de lo esperado al comienzo del año.

Dentro de este contexto netamente favorable, cabría destacar dos rasgos diferenciales en la evolución económica de la región en los últimos seis meses. Por un lado, el repunte generalizado de la inflación —rasgo compartido por la mayor parte de las economías, emergentes y desarrolladas—, debido principal aunque no únicamente a la elevación de los precios de los alimentos, y que ha puesto fin al prolongado período de baja inflación de los últimos cuatro años. El aumento de la inflación, desde mínimos históricos hasta tasas del 6,4% interanual para el promedio de las siete principales economías de la región, ha complicado la gestión de la política monetaria en algunos países, en un contexto en el que la apertura de los diferenciales de tipos de interés frente al dólar ha ejercido una presión adicional sobre los tipos de cambio, cuando estos se encontraban ya relativamente apreciados. Con todo, la inflación, excluyendo los alimentos (elaborados y no elaborados) y la energía, se mantuvo estable (véase gráfico 1), y las expectativas de inflación, aunque han repuntado en los últimos meses, permanecen relativamente ancladas, lo que constituye un factor positivo en la actual fase de madurez del ciclo.

El segundo rasgo diferencial ha sido la reducción del superávit comercial y corriente de la región, por vez primera en los últimos cinco años, como consecuencia del robusto crecimiento de las importaciones, que superó con creces al de las exportaciones, a pesar de que el precio de las materias primas siguió en máximos. Aunque con notables diferencias por países, el resultado ha sido una rápida flexión de las balanzas exteriores en la segunda mitad del año, que ha recortado en dos puntos porcentuales el superávit comercial para el agregado de los siete principales países (del 4,2% del PIB en 2006, al 2,3% en 2007) y ha situado por debajo del 1% del PIB el superávit corriente (véase gráfico 1).

Las perspectivas para 2008 están determinadas, en gran medida, por el contexto internacional. Los últimos meses han sido buena prueba de que América Latina ha sabido capi-



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Alimentos elaborados y no elaborados.
- b. Estimación de la balanza comercial fijando los precios de importación y exportación como media desde el año 1990 hasta el último disponible.

talizar la mejora de sus fundamentos macroeconómicos y la reducción de sus vulnerabilidades pasadas, mostrando una notable resistencia ante el deterioro del entorno exterior. Sin embargo, dado el grado de integración comercial y financiera, es improbable que la región pueda mantenerse al margen de una desaceleración significativa de la economía mundial. Una de las claves posiblemente la tiene China, que, por su contribución a la demanda de exportaciones global, se perfila como un pilar fundamental no solo para América Latina, sino también para otras economías emergentes, y que, además, puede mantener una cierta inmunidad ante el contagio financiero. Pero, al margen de este factor atenuante, los vínculos comerciales que América Latina mantiene con Estados Unidos, y el riesgo de extensión de la desaceleración hacia otros países industrializados, hacen esperar que, contrariamente a lo sucedido en 2007, la actividad tienda a desacelerarse moderadamente en 2008. La intensidad dependerá principalmente de la profundidad de la desaceleración en Estados Unidos, de la evolución de los precios de las materias primas y del comportamiento del canal financiero. De las tres vertientes se desprenden riesgos a la baja en los próximos trimestres.

### **Evolución económica y financiera**

#### ENTORNO EXTERIOR

Entre septiembre de 2007 y marzo de 2008, el entorno económico exterior vino marcado por las tensiones en los mercados financieros, que se fueron extendiendo progresivamente desde el mercado hipotecario de alto riesgo en Estados Unidos a otros segmentos y agentes. A comienzos de 2008, las tensiones sobre las bolsas, los mercados de renta fija privada y también —aunque en menor medida— sobre los mercados financieros emergentes se hicieron más significativas. Ante el avance de las tensiones financieras y el rápido deterioro macroeconómico, la Reserva Federal reaccionó imprimiendo un fuerte descenso a sus tipos de interés oficiales, mientras que el Banco Central Europeo y el Banco de Japón mantuvieron sus tipos. Los tipos de interés a diez años de los bonos del Tesoro americanos se redujeron hasta niveles en torno al 3,50%, reflejando un proceso de «huida hacia la calidad», que también ha contribuido a contener el ascenso del coste de la financiación en América Latina.

Los síntomas de debilitamiento de la actividad en la economía mundial comenzaron a hacerse patentes ya en el cuarto trimestre de 2007. En particular, en Estados Unidos el crecien-

La evolución de las principales variables financieras en América Latina durante el actual episodio de inestabilidad global ilustra que el impacto de la turbulencia ha sido, hasta el momento, mucho más limitado que en episodios anteriores. En este recuadro se compara la evolución de dichas variables en los últimos meses frente a dos episodios previos de inestabilidad financiera global: la crisis rusa — iniciada en agosto de 1998 — y el fin de la burbuja tecnológica, a partir de abril de 2000. Ambos episodios fueron clave en la propagación de las graves crisis financieras que afectaron a América Latina durante los últimos años de la década de los noventa y el comienzo de la actual década.

Una de las diferencias principales en la evolución de los mercados financieros latinoamericanos desde el verano de 2007 es que en esta ocasión no se ha desencadenado una intensa retirada de capitales por efectos de «contagio» y de reevaluación drástica del riesgo, en contraste con lo sucedido durante los dos episodios anteriores. Así, como se observa en el gráfico 1, frente al aumento de unos 100 pb registrado por el diferencial soberano en América Latina desde el pasado verano, la crisis rusa originó un aumento de más de 900 pb y el final de la burbuja tecnológica unos 750 pb. De hecho, la ampliación de los diferenciales soberanos durante la crisis rusa fue en torno

a 15 veces superior a la actual en México y Brasil, y, tras el estallido de la burbuja tecnológica, la ampliación del diferencial soberano de Brasil fue más de 20 veces superior a la actual.

Por su parte, los tipos de cambio de la mayoría de los países de la región han tendido a apreciarse notablemente frente al dólar desde el inicio de las actuales turbulencias, o se han mantenido estables, en un contexto de fuerte acumulación de reservas. Esta evolución contrasta con la fuerte tendencia a la depreciación que tuvo lugar en los dos episodios previos, como se observa en el gráfico 2, y es clave para explicar que las políticas monetarias hayan podido centrarse en sus objetivos internos durante los últimos meses. Finalmente, las bolsas han registrado caídas claramente inferiores a las sucedidas durante la crisis rusa, aunque similares, en la mayor parte de los casos, a las registradas en los primeros compases del estallido de la burbuja tecnológica.

En conjunto, la evolución reciente de los mercados financieros avala una percepción de mejora en los fundamentos económicos de América Latina, extremo que también confirman los indicadores de vulnerabilidad más habituales. Así, resulta destacable que América Latina mantenga en la actualidad un nivel de vulnerabilidad mucho más re-

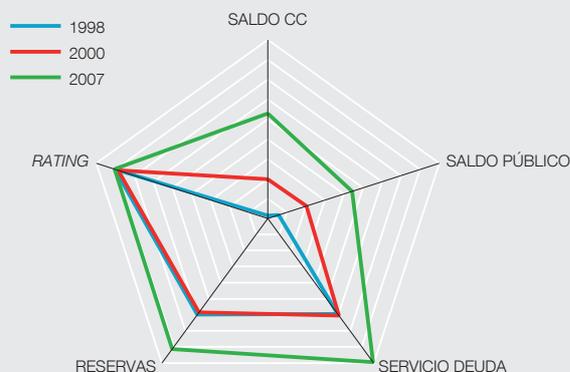
1 DIFERENCIAL DE TIPO DE INTERÉS



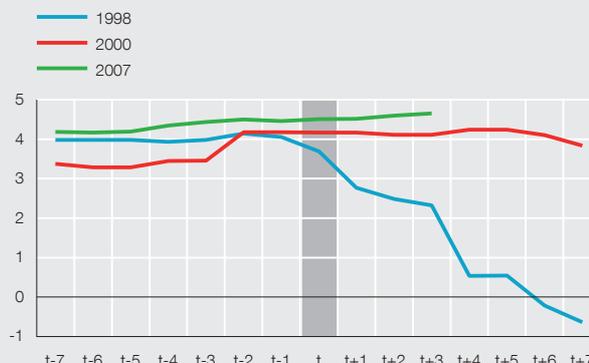
2 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



3 INDICADORES DE VULNERABILIDAD PARA LA REGIÓN (a)



4 PREVISIÓN DE CRECIMIENTO PARA EL AÑO SIGUIENTE (b)



FUENTES: Estadísticas nacionales, Consensus Forecasts, Economist Intelligence Unit y Banco de España.

- a. Las variables están reescaladas para mostrar una mejoría de la situación, como un alejamiento de la figura respecto al origen
- b. Evolución de cada variable los trimestres o meses anteriores y posteriores al estallido de la turbulencia.

ducido que en el pasado, como se observa en el gráfico 3. Dicha menor vulnerabilidad se refleja en una mejor posición exterior —de hecho, un superávit, frente al déficit por cuenta corriente en los episodios pasados— niveles menores de déficit público y de servicio de la deuda que en el pasado, y un volumen de reservas de divisas mucho más importante. Los *ratings* soberanos no son superiores, en media, a los asignados en los dos anteriores episodios de turbulencia, aunque ello se debe, en gran medida, al sesgo a la baja que introduce el *rating* de Argentina después del impago de su deuda, situándose la mayoría de los otros países en niveles de *rating* más elevados.

En este sentido, uno de los elementos diferenciales más relevantes es, precisamente, el superávit por cuenta corriente. Tanto en 1998 como en 2000-2001, la situación de las balanzas corrientes era fuertemente deficitaria en América Latina, lo que ponía de manifiesto una importante dependencia del crecimiento económico respecto a la financiación exterior. En 1998 el ajuste tuvo lugar a través de una fuerte depreciación de las divisas, que en última instancia mejoró el saldo externo. En cambio, en 2000-2001 la contracción de la actividad en Estados Unidos generó una menor demanda de productos latinoamericanos y una caída de las exportaciones, que retrasó la corrección de la posición exterior, hasta que la recuperación global y

el fuerte crecimiento de las materias primas cambiaron el signo de las balanzas, dando lugar al superávit por cuenta corriente que aún se mantiene (véase gráfico 3). Otra diferencia significativa del actual episodio de inestabilidad es que los flujos de capital hacia la región han mostrado un dinamismo mayor y un ajuste, de momento, mucho más limitado que en los episodios anteriores. Esta evolución contribuye a que persista la disponibilidad de crédito, que también se sustenta, como se señala en el texto, en una amplia disponibilidad de ahorro interno.

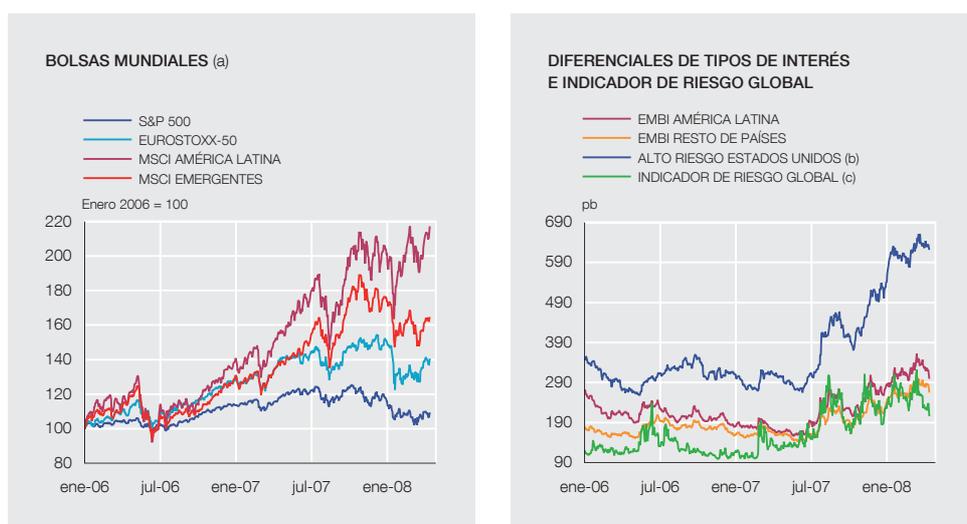
Todos estos factores pueden haber contribuido a que las previsiones de crecimiento para el conjunto de la región apenas se hayan visto alteradas en el actual episodio de inestabilidad global. Esta evolución contrasta con la del período posterior a la crisis rusa, en la que la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento resultó prácticamente inmediata y muy significativa (más de cuatro puntos porcentuales después de seis meses), como se observa en el gráfico 4. Tras el fin de la burbuja tecnológica, inicialmente apenas se revisaron las previsiones de crecimiento, sin que esto evitara que en el año 2002 América Latina registrara un crecimiento prácticamente nulo. Este último dato debería servir para evitar ser excesivamente complacientes respecto al impacto final de este episodio de turbulencia sobre América Latina.

to se moderó significativamente como consecuencia de la profundización del ajuste inmobiliario y de una incipiente ralentización del consumo. No obstante, en China y en otras economías emergentes el crecimiento mantuvo su dinamismo. En paralelo, las presiones inflacionistas aumentaron a nivel mundial, coincidiendo con el repunte del precio de las materias primas —en particular, del petróleo y de los alimentos—, aunque la inflación subyacente se mantuvo contenida.

La debilidad de la economía estadounidense y la ampliación de los diferenciales de tipos de interés con Estados Unidos propiciaron una continuada y generalizada tendencia a la depreciación del dólar —otro aspecto destacado de la evolución financiera internacional en los últimos seis meses—, tanto frente al euro como frente al yen y, en mayor o menor medida, frente a casi todas las divisas de las economías emergentes. Esta debilidad del dólar ha tenido implicaciones importantes sobre los tipos de cambio en América Latina, acentuándose el fortalecimiento de algunas divisas que, en muchos casos, se encontraban ya relativamente apreciadas.

Los mercados financieros emergentes —y, en particular, los mercados bursátiles— mostraron una notable resistencia en la última parte de 2007, pero en enero se produjo una corrección significativa, en paralelo con el descenso de las bolsas en los países industrializados, aunque de menor magnitud. Además, los recortes en Asia y en algunos países de Europa del Este fueron más acusados que en América Latina (véase gráfico 2). Por el contrario, la ampliación de los diferenciales soberanos fue relativamente homogénea entre las distintas regiones emergentes: en los últimos seis meses los diferenciales aumentaron en torno a 90 pb en Asia y en la Europa emergente, solo algo inferior al aumento sucedido en América Latina. Por otra parte, la ampliación de los diferenciales de bonos corporativos de los países industrializados con similar calificación a la de los mercados emergentes ha sido comparativamente mayor, indicando

## Puntos básicos e índices



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

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

una valoración mucho más desfavorable del riesgo de crédito desde el comienzo de las turbulencias (véase gráfico 2).

## ACTIVIDAD Y DEMANDA

El crecimiento del PIB latinoamericano se incrementó en el segundo semestre de 2007, hasta tasas interanuales del 5,8% y del 6,2% en el tercer y cuarto trimestres, respectivamente, tras alcanzar un crecimiento algo inferior al 5,5% en la primera mitad del año. Las tasas intertrimestrales son coherentes con ese fortalecimiento, al situarse en media por encima del 1,6% en los dos últimos trimestres, frente al 1% del primer trimestre y al 1,7% del segundo (véanse cuadro 1 y gráfico 3). La expansión económica siguió basándose en el dinamismo de la demanda interna, que alcanzó las mayores tasas de crecimiento de la actual fase expansiva y aportó 8,8 puntos porcentuales al crecimiento en el cuarto trimestre, por encima de su aportación en 2004, el pico del presente ciclo (véase gráfico 3). Por tanto, el patrón de crecimiento seguido desde 2005, consistente en una demanda interna cada vez más robusta y un drenaje cada vez mayor de la demanda externa al crecimiento, pero de magnitud relativamente reducida, se acentuó. El dinamismo de la demanda interna fue debido tanto al comportamiento de la inversión como, sobre todo, a la fortaleza del consumo privado. Por el contrario, la contribución de la demanda externa se deterioró adicionalmente, restando 2,5 pp al crecimiento a final de año, en un contexto de cierta desaceleración de las exportaciones, pero, sobre todo, de fuerte impulso de las importaciones. Las aportaciones de los distintos países al crecimiento de la región experimentaron un cierto cambio respecto a 2006, con una mayor contribución de las grandes economías de América del Sur (Brasil y Argentina, que entre ambas explican 3,3 pp del crecimiento regional) en detrimento de México, que redujo considerablemente su aportación al crecimiento, hasta 0,9 pp.

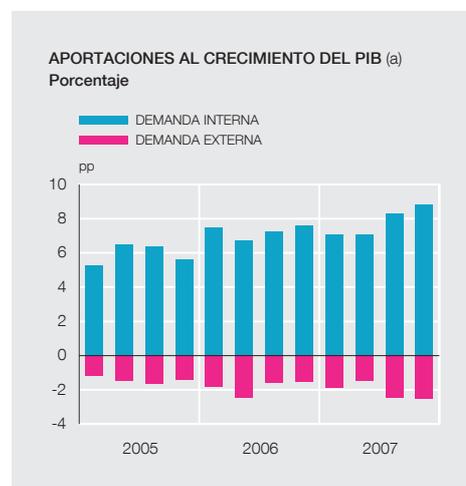
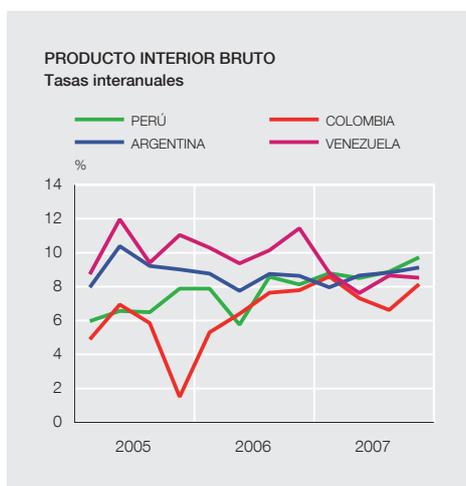
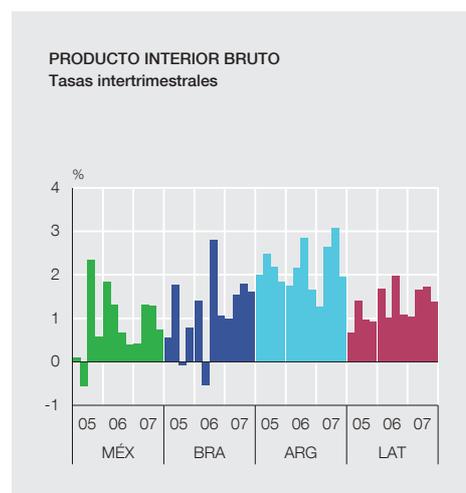
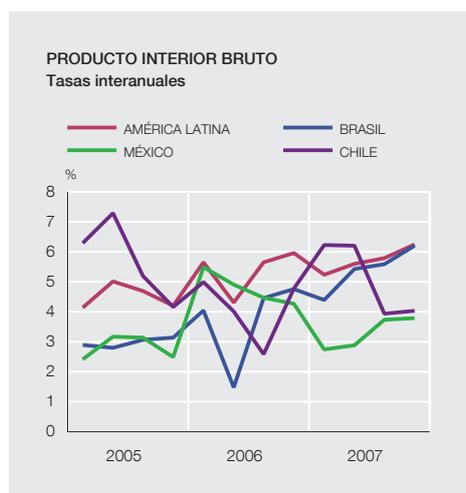
Los indicadores de mayor frecuencia correspondientes a los primeros meses de 2008 presentan algunas disparidades. Por un lado, algunos indicadores de consumo (confianza, ventas al por menor) de México acusan el debilitamiento de la economía estadouni-

	2004	2005	2006	2007	2006				2007			
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
<b>PIB (tasa interanual)</b>												
América Latina (a)	6,2	4,5	5,4	5,8	5,6	4,3	5,6	5,9	5,2	5,6	5,8	6,3
Argentina	9,1	9,2	8,5	8,7	8,8	7,7	8,7	8,6	8,0	8,6	8,8	9,1
Brasil	5,7	3,2	3,7	5,4	4,0	1,5	4,5	5,1	4,4	5,4	5,6	6,2
México	4,2	2,8	4,8	3,3	5,5	4,9	4,5	4,3	2,7	2,9	3,7	3,8
Chile	6,0	5,7	4,0	5,1	5,0	4,0	2,6	4,3	6,2	6,2	3,9	4,0
Colombia	4,9	4,7	6,8	7,5	5,4	6,4	7,6	7,8	8,6	7,3	6,6	8,1
Venezuela	19,4	10,3	10,3	8,4	9,8	9,4	10,1	11,4	8,8	7,6	8,6	8,5
Perú	5,2	6,7	7,6	9,0	8,0	6,5	9,2	8,1	8,8	8,5	8,9	9,7
Uruguay	12,0	6,6	7,0	7,4	7,1	7,9	7,2	6,1	6,6	3,9	9,6	9,3
<b>IPC (tasa interanual)</b>												
América Latina (a)	6,0	6,3	5,2	5,2	5,8	5,1	5,0	4,8	4,9	5,0	5,2	5,5
Argentina	4,4	9,6	10,9	8,8	11,6	11,4	10,6	10,1	9,5	8,8	8,6	8,5
Brasil	6,6	6,9	4,2	3,6	5,5	4,3	3,8	3,1	3,0	3,3	4,0	4,3
México	4,7	4,0	3,6	4,0	3,7	3,1	3,5	4,1	4,1	4,0	4,0	3,8
Chile	1,1	3,1	3,4	4,4	4,1	3,8	3,5	2,2	2,7	2,9	4,8	7,2
Colombia	5,9	5,0	4,3	5,5	4,3	4,0	4,6	4,3	5,2	6,2	5,3	5,4
Venezuela	21,7	16,0	13,6	18,8	12,6	11,2	14,6	16,2	19,0	19,5	16,2	20,0
Perú	3,7	1,6	2,0	1,8	2,4	2,3	1,8	1,5	0,4	0,8	2,4	3,5
Uruguay	9,2	4,7	6,4	8,1	6,4	6,4	6,6	6,2	7,0	8,1	8,7	8,6
<b>SALDO PRESUPUESTARIO (% del PIB)</b>												
América Latina (a)	-1,0	-1,0	-0,7	-0,5	-0,7	-0,6	-0,4	-0,7	-0,5	-0,2	-0,3	-0,5
Argentina	2,6	1,8	1,8	1,1	1,4	1,5	1,8	1,8	1,5	1,6	1,7	1,1
Brasil	-2,3	-2,8	-2,9	-2,2	-3,2	-3,0	-3,1	-2,9	-2,6	-2,1	-2,2	-2,2
México	-0,3	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,4	0,4	0,1	0,7	0,4	0,1	0,0
Chile	2,4	4,7	8,0	8,7	6,1	6,6	7,9	8,0	7,9	8,6	8,7	8,9
Colombia	-4,5	-5,0	-3,7	-3,3	0,2	0,6	1,8	-3,7	-3,2	-2,1	-2,7	-3,4
Venezuela	-2,1	2,0	0,0	—	-1,3	-5,5	-3,7	-1,5	-1,3	1,2	1,0	—
Perú	-1,3	-0,7	1,4	1,1	-0,1	0,7	1,0	1,4	1,5	1,2	1,7	1,8
Uruguay	-2,0	-0,8	-0,6	-0,3	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,8	0,3	0,7	-0,3
<b>DEUDA PÚBLICA (% del PIB)</b>												
América Latina (a)	48,0	41,0	39,1	36,0	40,4	38,6	39,0	38,7	38,1	37,4	36,7	36,0
Argentina	120,3	70,7	64,2	55,5	69,0	59,1	59,9	59,8	61,5	59,1	55,8	55,5
Brasil	47,0	46,5	44,7	42,8	46,6	45,5	45,0	44,7	44,7	43,9	43,2	42,8
México	21,3	22,4	23,2	24,1	21,7	21,3	23,9	23,2	23,3	23,9	24,3	24,1
Chile	10,0	6,8	5,3	5,5	6,2	5,5	5,4	5,3	5,2	5,1	4,4	5,5
Colombia	47,0	46,6	44,8	—	46,9	47,7	45,6	44,8	42,7	42,2	41,7	—
Venezuela	53,3	48,2	41,9	30,1	36,1	38,2	40,0	41,9	31,7	29,9	28,2	30,1
Perú	44,3	37,8	32,7	29,3	36,1	35,0	33,1	32,7	30,8	29,6	30,8	29,3
Uruguay	100,7	83,8	70,9	—	73,1	74,9	75,5	70,9	66,4	71,6	72,9	—
<b>BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (% del PIB)</b>												
América Latina (a)	1,3	1,7	1,8	0,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,6	1,4	0,9	0,7
Argentina	2,1	3,1	3,6	2,8	3,6	3,3	3,2	3,5	3,4	3,3	2,7	2,8
Brasil	1,8	1,6	1,3	0,3	1,5	1,3	1,4	1,3	1,2	1,3	0,7	0,3
México	-1,0	-0,7	-0,3	-0,8	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,8	-0,9	-0,8
Chile	2,2	1,2	4,7	4,4	1,7	2,8	3,9	3,6	5,9	5,7	5,0	4,4
Colombia	-0,9	-1,5	-2,3	-3,4	-1,7	-2,0	-1,9	-2,3	-2,9	-3,2	-3,5	-3,6
Venezuela	15,3	22,2	19,5	11,7	23,6	24,2	22,5	19,5	15,9	13,3	11,7	11,7
Perú	0,0	1,4	3,0	1,4	1,0	1,3	2,2	2,8	2,9	2,9	2,1	1,5
Uruguay	-0,8	0,2	-2,2	-0,8	0,2	-0,3	-1,0	-2,2	-1,3	-0,7	-1,1	-0,8
<b>DEUDA EXTERNA (% del PIB)</b>												
América Latina (a)	38,5	26,5	22,4	21,6	25,4	23,2	23,2	23,1	22,8	22,9	22,4	21,6
Argentina	107,6	59,1	47,5	47,3	56,1	48,1	49,1	47,5	50,6	50,8	48,9	47,3
Brasil	28,9	19,2	16,1	14,7	17,6	15,8	15,4	16,2	16,4	16,4	15,9	14,7
México	18,9	15,4	13,4	12,6	15,2	15,4	15,3	13,4	13,8	13,3	13,2	12,6
Chile	41,7	33,5	32,0	34,0	32,8	31,5	33,1	32,0	32,3	33,0	33,9	34,0
Colombia	40,2	31,3	29,5	26,0	30,0	28,9	28,2	26,5	24,9	25,5	25,6	26,0
Venezuela	42,5	39,1	30,2	32,4	31,3	28,9	29,2	29,6	30,9	31,9	32,0	32,4
Perú	42,0	35,3	28,2	28,7	34,3	28,8	29,3	28,2	28,9	29,5	29,3	28,7
Uruguay	87,6	68,6	54,6	—	58,6	59,3	59,0	54,6	50,3	54,7	55,2	—

FUENTE: Estadísticas nacionales.

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

Tasas de variación intertrimestrales, interanuales y puntos porcentuales



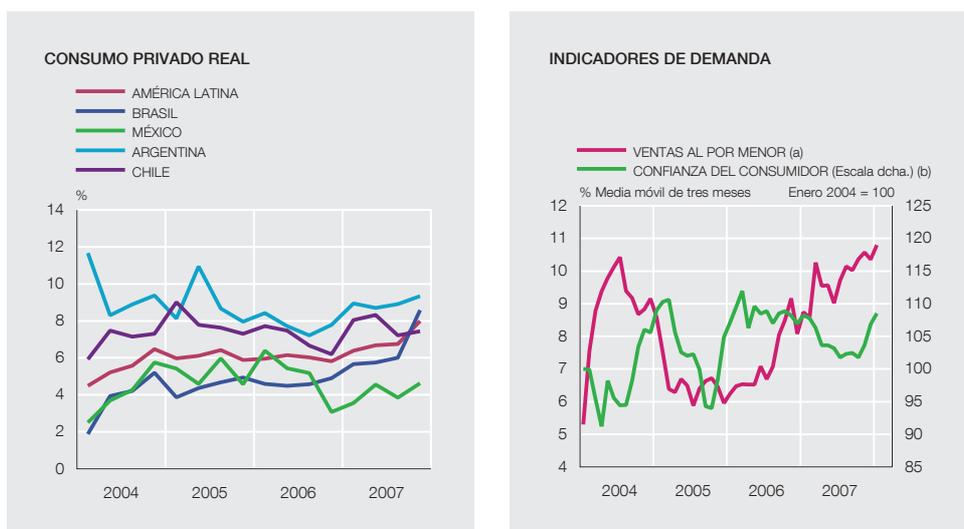
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de las siete principales economías.

dense, si bien la producción industrial y el comercio exterior no confirman con claridad esta tendencia. Algo similar sucede en Chile, aunque por motivos distintos (el repunte de los precios, el endurecimiento de la política monetaria sucedido a lo largo de 2007 y el aumento del coste de generación eléctrica). Sin embargo, en varios países (Argentina, Brasil y Perú) los indicadores de demanda han seguido ofreciendo señales claras de robustez a comienzos de año, impresión que confirman los indicadores de consumo y confianza agregados para los siete principales países de la región (véase gráfico 4) y la producción industrial.

En los últimos dos trimestres, el consumo privado se aceleró de forma relativamente generalizada, con la excepción de Chile, hasta alcanzar una tasa de crecimiento interanual del 8% en el cuarto trimestre, dos puntos superior a la media de 2006 (véase gráfico 4). Detrás de esta evolución se encuentra el buen comportamiento del mercado de trabajo en los cuatro últimos años, que ha permitido una reducción de la tasa de desempleo hasta niveles que no se observaban desde comienzos de los noventa (6,9% de la población activa), la moderada elevación de los salarios reales y un aumento significativo de la disponibilidad del crédito al consu-

Tasas interanuales, media móvil de tres meses de la tasa interanual e índices



FUENTE: Estadísticas nacionales.

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

b. Argentina, Brasil, México, Chile y Perú.

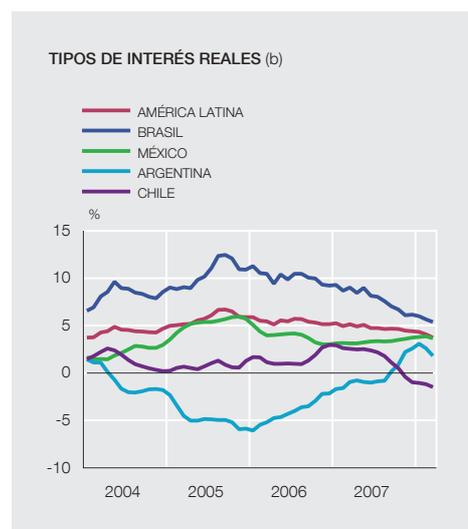
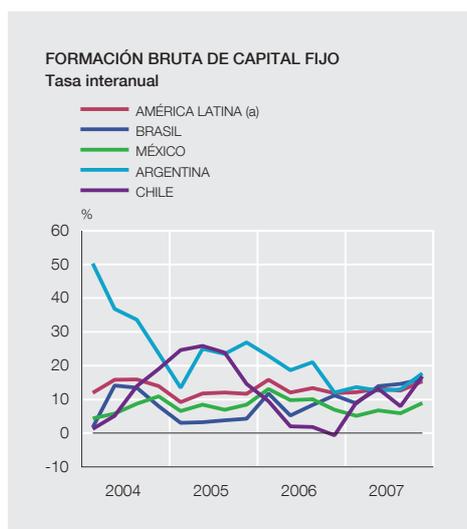
mo. Resulta particularmente notoria la evolución del consumo privado en Brasil, que se ha visto apoyada, además, por la fuerte reducción de los tipos de interés ocurrida en los últimos años.

Por su parte, la inversión se mantuvo un semestre más como el componente más dinámico de la demanda interna, anotando un crecimiento superior al 15% interanual en el cuarto trimestre, de forma que la región acumula ya cuatro años consecutivos en los que la inversión ha crecido por encima del 10% (véase gráfico 5). En la mayoría de los países este dinamismo se concentra en el componente de bienes de equipo, si bien la construcción ha seguido teniendo un papel muy importante en Chile o Colombia. El proceso inversor ha continuado estando financiado por ahorro interno —como lo demuestra el mantenimiento de un superávit corriente (aunque decreciente)—, lo que ha podido contribuir a que no se observara un deterioro general en la evolución económica en el segundo semestre, pese al empeoramiento del entorno global. A ello se añade el hecho de que el crédito concedido por el sistema bancario ha seguido estando financiado, fundamentalmente, a partir de la base de depósitos, lo que proporcionaría un margen en situaciones de menor acceso a la financiación exterior (véase gráfico 6). En este sentido, aunque el crédito al sector privado ha ofrecido señales de moderación en numerosos países desde finales de 2007, las tasas de crecimiento se mantienen muy elevadas en términos reales, en torno al 25% interanual en el promedio de los siete principales países de la región (véase recuadro 2). A medio plazo, sin embargo, el aumento de la incertidumbre exterior y, en la vertiente interna, la consolidación de un ciclo alcista en los tipos de interés podrían ralentizar algo las tasas de crecimiento de la inversión, que han sido excepcionalmente altas en los últimos años para los estándares de la región.

Respecto a la demanda externa, cabe destacar la fuerte aceleración de las importaciones en volumen, hasta tasas interanuales cercanas al 20% a finales de año (dos puntos superiores a las de 2006), en un contexto de acentuación del dinamismo de la demanda interna y de fortaleza de las monedas. Por su parte, el volumen exportado se mantenía en tasas de crecimiento similares a las de 2006, en el entorno del 6% (con la excepción importante de Venezuela, donde las

**FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO Y TIPO DE INTERÉS REAL**  
Tasa interanual y tanto por ciento

GRÁFICO 5

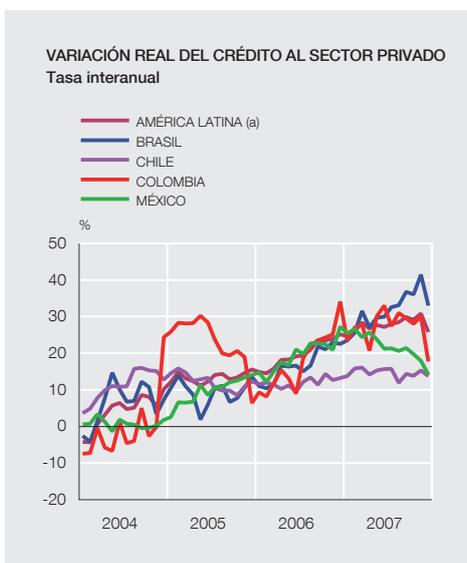


FUENTES: Estadísticas nacionales.

- a. Siete mayores economías.
- b. Tipo de interés a corto plazo menos tasa de inflación.

**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**  
Tasa interanual e índice real

GRÁFICO 6



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Siete principales economías.
- b. Argentina, Brasil, México y Chile.

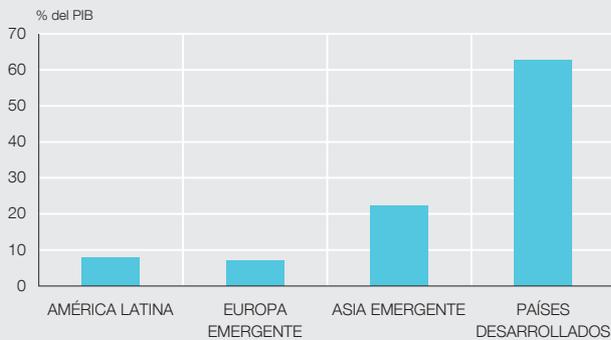
Para que la financiación de la vivienda sea viable y sostenible, debe ofrecer rentabilidad a los acreedores que participan en el mercado y debe ser adecuada a la capacidad de pago de los potenciales deudores a lo largo de la vida de la hipoteca. Ambos objetivos no parecían compatibles en América Latina antes de la década de los noventa, de forma que el sistema de financiación de vivienda en la región consistía fundamentalmente en bancos hipotecarios estatales financiados con fondos de ahorro obligatorios, constituidos a partir de impuestos sobre nóminas, contribuciones impuestas al resto del sistema financiero, transferencias desde otros entes públicos y asignaciones obligatorias de crédito bancario a la financiación de la vivienda. Además, muchos gobiernos en la región utilizaron subsidios para hacer el crédito hipotecario más accesible a los prestatarios de menores recursos. En muchos casos estos programas se administraron de forma ineficiente y regresiva.

Existe otra serie de razones por las cuales la financiación de la vivienda en América Latina no se desarrolló adecuadamente en las últimas décadas. En primer lugar, la inestabilidad macroeconómica y financiera impidió un desarrollo suficiente de los mercados financieros de largo plazo. Además, al estar los tipos de interés hipotecarios determinados oficialmente (a un nivel fijo y relativamente reducido), los bancos públicos vieron disminuir su capacidad de generar de forma

autónoma suficientes recursos, sin que en ocasiones pudieran ser recapitalizados, dadas las restricciones fiscales a las que se enfrentaban los gobiernos. En segundo lugar, la regulación inadecuada de los derechos de propiedad y de los derechos de los acreedores (protección legal sesgada a favor del deudor), así como la interpretación de los mismos por parte de los tribunales, elevó el coste de recuperación del colateral y dificultó la ejecución de las garantías del préstamo. Por último, la desigual distribución de la renta y la elevada informalidad laboral llevaron a que potenciales compradores de viviendas no tuvieran o no pudieran demostrar ingresos suficientes para la concesión de un crédito.

El resultado de todo lo anterior es que el volumen de créditos hipotecarios en los países de la región es muy inferior a lo que le correspondería dada su renta per cápita o si se compara con otras regiones (véase gráfico 1). Además, tal y como se aprecia en el gráfico 2, el crédito hipotecario no supera el 15% del total de crédito en la mayoría de los países. Otros indicadores subrayan el escaso desarrollo del crédito hipotecario; así, solo uno de cada cuatro hogares en la región utiliza financiación formal para adquirir una vivienda y la mayor parte de las familias construye sus casas de manera informal y gradualmente durante un período de 5 a 20 años, financiando su construcción a través de fuentes muy diferentes.

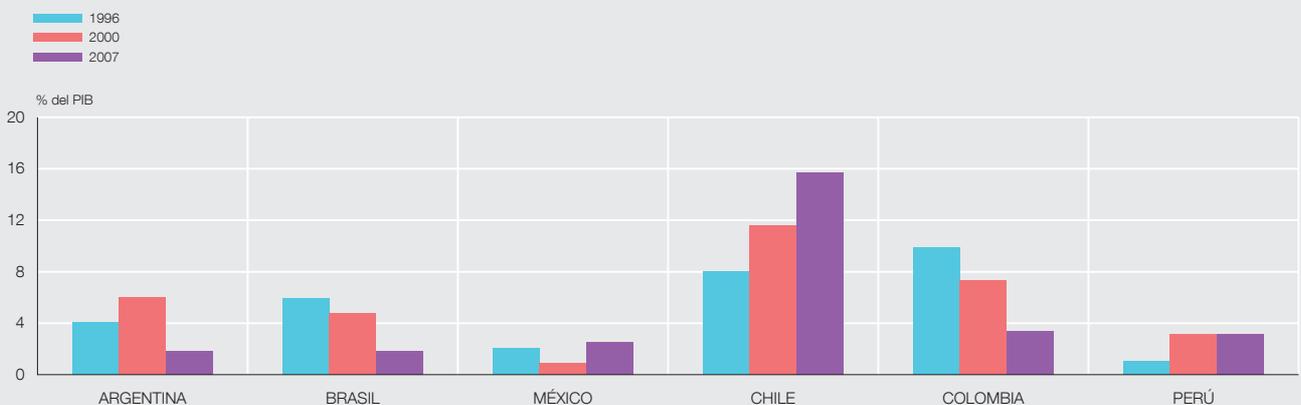
1 CRÉDITO HIPOTECARIO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL



2 CRÉDITO HIPOTECARIO



3 CRÉDITO HIPOTECARIO



FUENTES: Bancos centrales y superintendencia bancaria.

Sin embargo, una vez superadas las crisis económicas y financieras por las que atravesaron casi todos los países de la región en la segunda mitad de los noventa y primeros años de esta década, se ha producido un importante despegue del crédito en general, y también del hipotecario. Como factores claves de dicho despegue cabe citar la estabilidad macroeconómica, el desarrollo de los mercados de capitales y el papel de los fondos de pensiones como proveedores de ahorro. Pero, además de estos factores, han contribuido otros más estructurales y de tipo microeconómico, como la liberalización y privatización de los sistemas financieros, el saneamiento de las entidades financieras y la mejora en la gestión de riesgos, que en parte son consecuencia de la apertura al exterior de los sistemas bancarios. Por otro lado, un fenómeno que también ha ayudado al desarrollo ha sido la toma de conciencia de que los programas de subsidios deben ser transparentes, progresivos y condicionales al ahorro previo de las familias beneficiarias. Como consecuencia de todo ello, se ha producido una importante reducción de los tipos de interés hipotecarios, un aumento del plazo de los créditos (hasta superar los 25 años en algunos países) y un aumento de su disponibilidad en moneda local, si bien, dado el pasado de la región, todavía es muy destacable el peso de los esquemas de amortización indexada a la inflación (Chile).

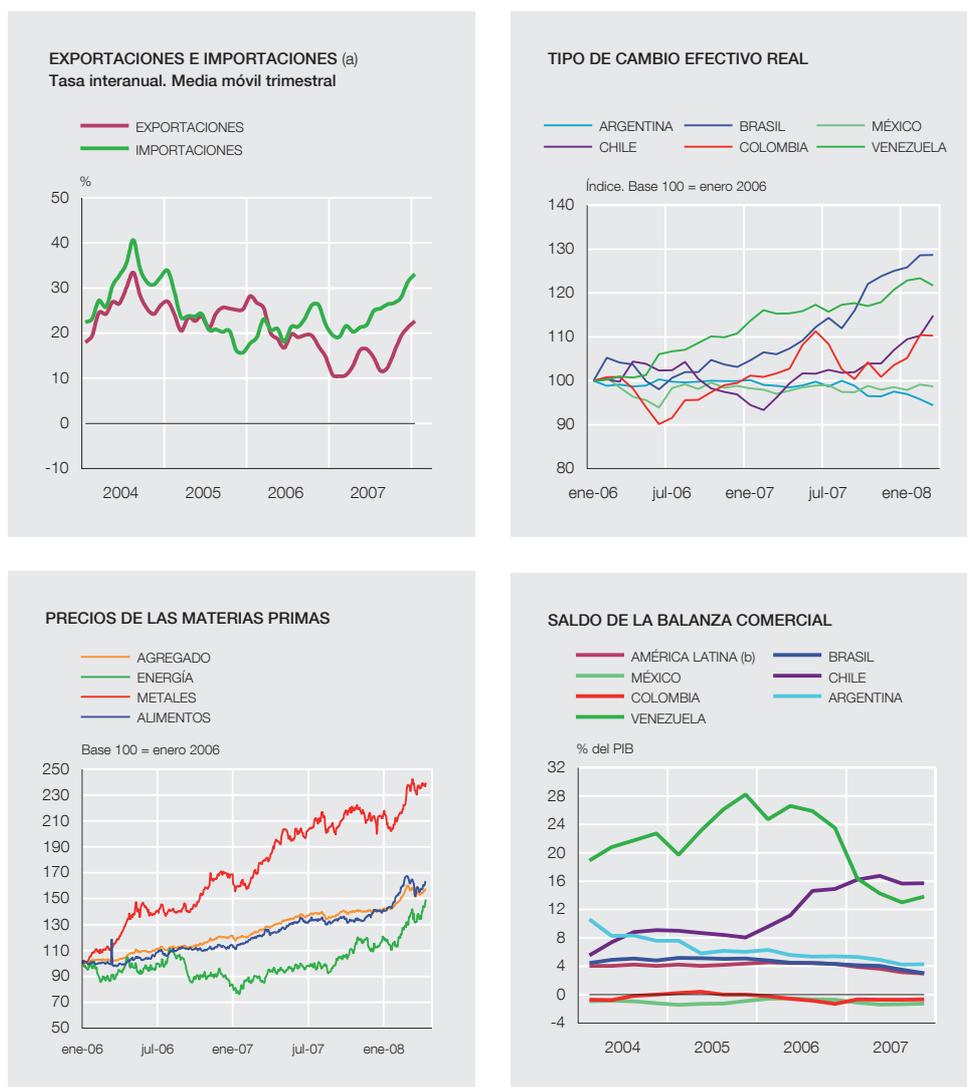
Con todo, se mantienen importantes diferencias en el grado de desarrollo de los mercados de crédito hipotecario en la región. Países con un período sostenido de estabilidad económica, como Chile, presentan un desarrollo continuo y unas ratios de crédito hipotecario sobre PIB más elevadas que los que han sufrido más recientemente crisis financieras (Colombia, Perú, Argentina), tal y como se aprecia en el gráfico 3. Pero también estos países presentan grandes posibilidades de desarrollo futuro. Para ello, es muy importante el alargamiento

de la curva de rendimientos de la deuda pública que se ha observado en algunos países en los últimos años, pues esta se utiliza como referencia para los tipos de interés de los préstamos hipotecarios y, como factor negativo, la persistencia de impuestos distorsionantes como los de transacciones financieras, que constituye un obstáculo al crecimiento del crédito.

Finalmente, han aparecido también en los últimos años nuevos tipos de préstamos hipotecarios en la región, como, por ejemplo, aquellos que tienen como colateral las remesas recibidas (México y Perú) o los microcréditos (orientados a las capas menos favorecidas, que tienen grandes limitaciones de acceso al crédito), y se ha producido un incipiente despegue de la titulización hipotecaria en algunos países de la región, especialmente en México y en Colombia<sup>1</sup>. No obstante, este mercado se encuentra todavía poco desarrollado, si se compara con otras regiones emergentes, como Asia. Entre los factores explicativos de este menor desarrollo de la titulización en la región se encuentran la poca profundidad de los mercados de capitales, los problemas del sistema legal y el limitado desarrollo de la base de inversores<sup>2</sup>.

1. Gran parte del desarrollo de la titulización de préstamos hipotecarios en México desde el año 2003 obedece al esfuerzo político que implicó la creación de una institución pública (Sociedad Hipotecaria Federal, SHF), que actúa como garante parcial de los pagos de los préstamos, mientras que en Colombia el desarrollo vino liderado por la Titulizadora Colombiana, entidad privada constituida en 2001 por el sector hipotecario colombiano y la Corporación Financiera Internacional del Banco Mundial. 2. C. Tovar y M. Scatigna, «Securitization in Latin America», *BIS Quarterly Review*, septiembre 2007, y J. Gyntelberg, E. Remolona y C. Tovar (2007), «Securitization in Asia and Latin America Compared», en L. Rob de Vries y P. Ali (eds.), *Innovations in Securitization, Yearbook 2007*, Kluwer Law internacional.

exportaciones han caído por segundo año consecutivo). Estos desarrollos contribuyen a explicar que el saldo de la balanza comercial se situara en el 2,3% del PIB en el cuarto trimestre, dos puntos menos que en 2006, a pesar del mantenimiento de los precios de las principales materias primas de exportación en niveles récord (véase gráfico 8). El superávit corriente registró una reducción paralela, y se situó en el 0,7% del PIB al final del año, que fue generalizada en la mayor parte de los países (excepto Chile). México y Colombia registraron déficit por cuenta corriente en el entorno del 1% y del 3,5% del PIB, respectivamente. En el caso de México, la reducción en las remesas recibidas en la última parte del año fue un factor importante tras el deterioro del saldo exterior. Tanto el dinamismo de la demanda interna como la apreciación de los tipos de cambio en términos efectivos, particularmente notoria en los casos de Brasil, Chile, Venezuela y Colombia (véase gráfico 7), explican el avance de las importaciones en los últimos meses, cuya tendencia reciente abre la posibilidad de que la balanza invierta su signo en 2008 en un buen número de países. La afluencia de flujos de capital se ha mantenido muy robusta en el segundo semestre de 2007, pero la aparición de déficit por cuenta corriente implicaría que, para mantener el mismo ritmo de crecimiento, sería necesaria una mayor financiación exterior; en un entorno exterior menos favorable, esta necesidad podría establecer un límite al crecimiento y suponer, incluso, una mayor vulnerabilidad en algunas economías.

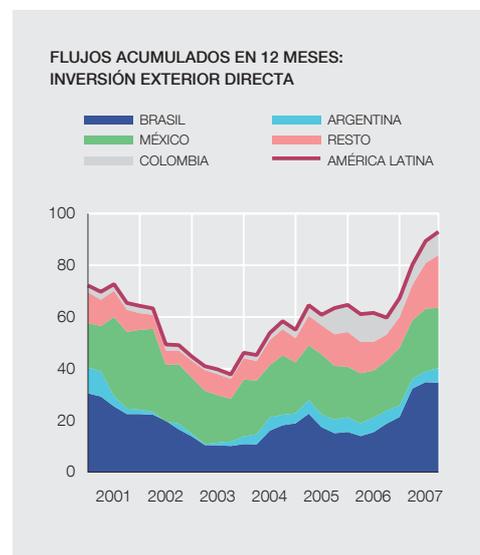
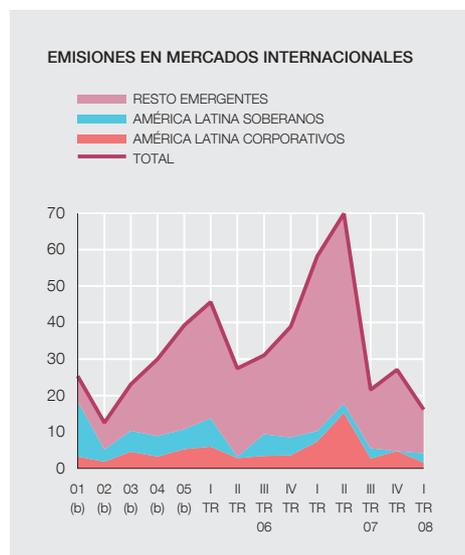
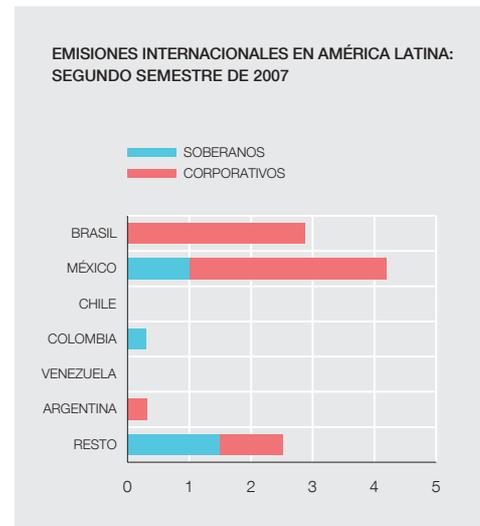
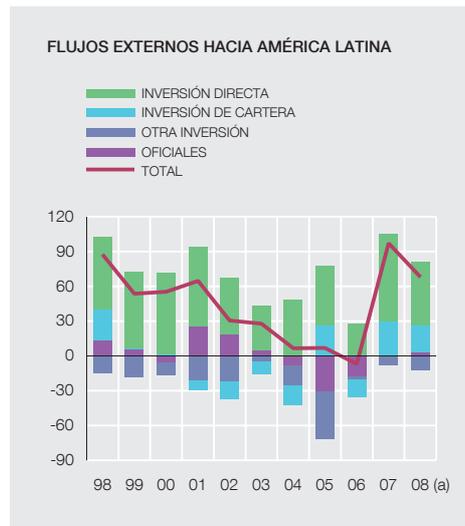


FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

- a. Datos de aduanas en dólares.
- b. Agregación de las siete mayores economías.

MERCADOS FINANCIEROS  
 Y FINANCIACIÓN EXTERIOR

La evolución de los mercados financieros de la región durante los seis últimos meses se ha caracterizado por una notable resistencia ante las turbulencias en los mercados internacionales, sobre todo en comparación con crisis pasadas. Reflejo de dicha resistencia fue la mejora de las calificaciones crediticias de México, Chile y Perú, el mantenimiento del acceso a los mercados internacionales por parte de los emisores soberanos y corporativos de mejor calificación crediticia, y el favorable comportamiento, en términos relativos de las bolsas, los tipos de cambio y los diferenciales soberanos. No obstante, como se observa en el gráfico 8, en el último semestre se ha producido un importante descenso en el volumen de emisiones desde los niveles extraordinariamente elevados del comienzo de 2007. Dicho descenso se interpretó inicialmente como una retracción temporal de la oferta, dado el deterioro de las condiciones en los mercados financieros. Sin embargo, la magnitud y la duración de la retracción obligan a considerar la posibilidad de que la demanda haya tendido a reducirse en los últimos meses, sobre todo para aquellos emisores con peores calificaciones crediticias, y que pudiera estar aumentando, en cambio, el acceso a fuentes de financiación alternati-

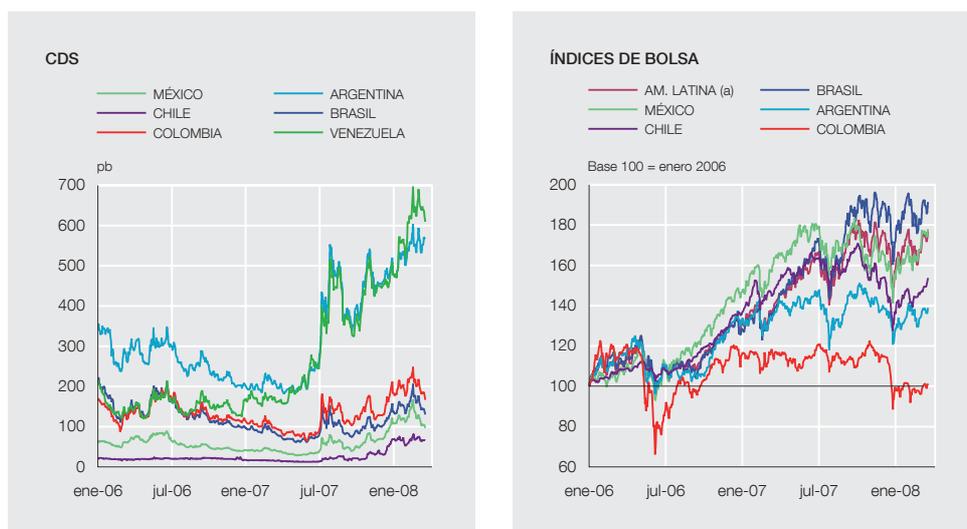


FUENTES: JP Morgan, Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

a. 2008: Estimación.  
b. Media trimestral

vas, como el crédito bancario. Con todo, la entrada de flujos de capital privados alcanzó un máximo histórico, en el conjunto del año, de 100 mm de dólares netos, y los flujos de inversión extranjera directa, que suelen ser menos procíclicos, se situaron también en máximos, o cerca de ellos, en países como Brasil, Colombia y Chile (véase gráfico 8). Este comportamiento favorable pone de manifiesto la reducción de vulnerabilidades ocurrida en los últimos años (véase recuadro 1). Pero probablemente también la inexistencia de una exposición relevante de los sistemas financieros latinoamericanos al mercado hipotecario de alto riesgo en Estados Unidos, de forma directa o a través de productos estructurados, en un contexto de desarrollo muy incipiente de los mercados locales de titulización hipotecaria (véase recuadro 2).

Los diferenciales soberanos mostraron una moderada tendencia a la ampliación desde el mes de noviembre. Así, el índice EMBI de América Latina se situó a mediados de abril



FUENTE: Datastream.

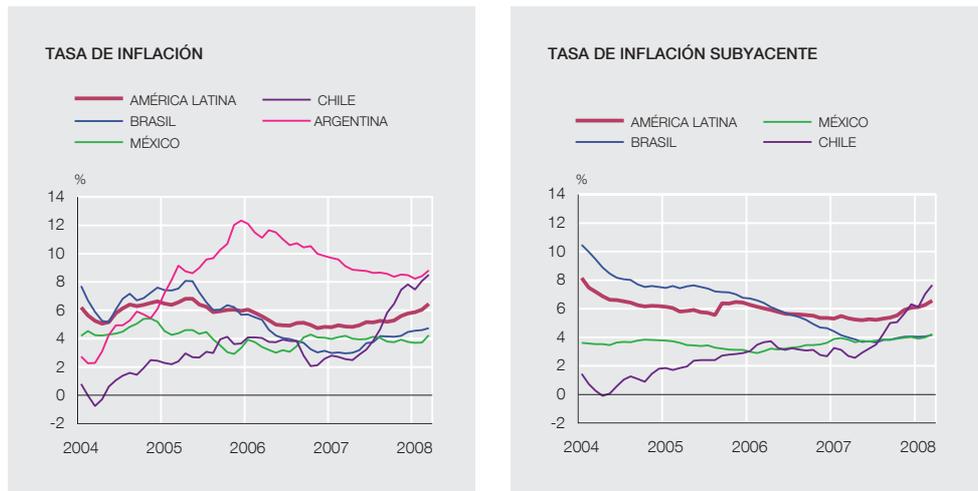
a. Índice MSCI América Latina en moneda local.

en niveles de 310 pb, unos 100 puntos por encima del registrado a finales de septiembre y máximo desde octubre de 2005. Los diferenciales sobre los *credit default swaps*<sup>1</sup> (primas demandadas por asegurar la protección frente al riesgo de crédito de una emisión) de Argentina y Venezuela registraron la mayor ampliación (hasta 600 y 700 pb, respectivamente), lo que pone de manifiesto una notable discriminación de riesgos frente a países como Chile o México, en los que los diferenciales se ampliaron mucho menos, como se observa en el gráfico 9. En cuanto a la evolución de las bolsas, cabría destacar el comportamiento relativamente favorable que estas mostraron durante el segundo semestre, sustentado en la percepción de una cierta capacidad de desvinculación, en un contexto de turbulencias globales, y en la fortaleza mostrada por los precios de las materias primas. Sin embargo, desde enero se ha producido un punto de inflexión, que hace que sea la bolsa brasileña la que anote el resultado más positivo en el conjunto del semestre, seguida por la bolsa venezolana, que mostró una fuerte recuperación en abril. Por el contrario, algunas bolsas observaron recortes de cierta entidad (5% en Chile y 15% en el caso de Perú), mientras que las bolsas de Argentina y México saldaron el período sin pérdidas ni ganancias significativas. América Latina ha sido, en cualquier caso, la única región en la que las bolsas han apuntado avances desde el inicio de las turbulencias.

PRECIOS Y POLÍTICAS  
MACROECONÓMICAS

La inflación de la región se incrementó desde el 5,3% de agosto de 2007 hasta el 6,4% de marzo de 2008, intensificando la tendencia al alza que se inició en el primer semestre del año pasado. El principal factor impulsor fue el comportamiento del precio de los alimentos. De hecho, aunque en varios países se constataron también presiones de demanda que impulsa-

1. Algunos desarrollos en el transcurso de los últimos años han tendido a restar relevancia a la referencia habitual de riesgo soberano, el índice EMBI: en particular, el descenso del saldo vivo de la deuda externa, el creciente recurso a la financiación en moneda local —que, por definición, no forma parte del EMBI— y la propia composición del índice EMBI, que en algunos países, como Chile, ha quedado sesgada hacia las emisiones cuasisoberanas, cuyo diferencial puede moverse por consideraciones distintas a las estrictamente de riesgo soberano. Por ejemplo, en Chile los bonos de la empresa estatal del cobre (CODELCO) representan el 45% de su EMBI. Por esa razón, incluimos en el gráfico la referencia de los *credit default swaps*, que no se ven afectados por este tipo de consideraciones.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

ron al alza la inflación subyacente<sup>2</sup> (hasta el 6,5%), cabe destacar que una parte del repunte en la inflación subyacente fue debida al incremento en los precios de los alimentos no elaborados. En todos los países, la inflación, excluyendo todo tipo de alimentos (elaborados y no elaborados) y energía, registró un incremento mucho menor, y se mantuvo en tasas relativamente bajas y estables, en el entorno del 4,5%. Con todo, resulta interesante resaltar que para un buen número de países en América Latina la elevación de los precios de los alimentos constituye no solo un *shock* negativo de oferta que encarece los precios de los bienes intermedios, sino también un *shock* positivo de demanda, por el incremento de los términos de intercambio que implica. En ambas vertientes el aumento de precios de los alimentos implica presiones inflacionistas.

Por países, las tasas de inflación más elevadas se han registrado, como en períodos anteriores, en Argentina y Venezuela, pero también se registró una tendencia al alza particularmente acusada en Chile, Perú y Colombia, mientras que en el extremo opuesto se situaron Brasil y México, que, al ser los países con más peso económico, sesgan a la baja el promedio regional ponderado.

La evolución adversa de la inflación está dificultando la tarea de los bancos centrales. De hecho, la inflación se situó a finales de 2007 fuera de los respectivos objetivos de los bancos centrales —salvo en Brasil y México—, y el comportamiento reciente podría comprometer nuevamente los objetivos de inflación del presente año. En términos generales, puede afirmarse que esta evolución ha incidido de manera relativamente moderada en las expectativas de inflación, lo que se puede valorar positivamente como signo de credibilidad de los bancos centrales (véase recuadro 3). No obstante, en los últimos meses se está constatando un incremento en las expectativas, que constituye un elemento de preocupación.

Los bancos centrales de Chile, Colombia, México y Perú elevaron moderadamente los tipos de interés oficiales, mientras que en Brasil el banco central mantuvo sus tipos de interés estables desde octubre, pero elevó en abril su tipo de referencia en 50 pb. Estas decisiones de

2. Las medidas oficiales de inflación subyacente presentan una cierta heterogeneidad por países, por lo que no resultan en ocasiones directamente comparables.

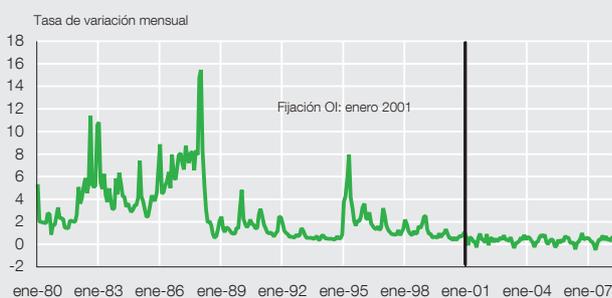
La estabilidad de precios es un objetivo fundamental de política económica, que se ha consolidado como prioritario en América Latina durante los últimos años. Las estrategias de política monetaria basadas en objetivos de inflación explícitos (OI) están cada vez más extendidas, tanto en la región como a escala global: en 2005, 21 países habían adoptado objetivos de inflación, de los cuales 13 son emergentes y 5 están en América Latina [véase FMI (2005)], pero el número sigue aumentando paulatinamente. América Latina se incorporó temprano a este tipo de mecanismos de política monetaria. Chile fue el segundo país del mundo —después de Nueva Zelanda— en adoptar OI en septiembre de 1990, aunque no fue hasta 1999 cuando se estableció un OI explícito. Tras esta experiencia pionera, Colombia y Brasil pasaron a adoptar OI explícitos en 1999. En el caso de México, superada la crisis financiera de 1995, en 1999 Banco de México empezó a publicar sus OI, aunque no fue hasta 2001 cuando el banco central anunció la adopción formal de este mecanismo de política monetaria. Perú —la única economía altamente dolarizada de las cinco— pasó a adoptar OI explícitos en 2002 y otros países de la región han adoptado OI explícitos muy recientemente (Guatemala y Costa Rica) o se encuentran en el proceso de incorporación de estos mecanismos (Paraguay).

Los regímenes de OI suelen asociarse a una mayor credibilidad de las políticas monetarias, lo que favorece un mejor anclaje de sus expectativas y, en última instancia, una reducción del nivel y de la volatilidad de la inflación. No obstante, la evidencia empírica —tanto para países desarrollados como para emergentes— no es del todo concluyente, pese a que la literatura acerca de OI es muy extensa. Por un lado, algunos autores se apoyan en metodologías diversas para confirmar la utilidad de los OI para disminuir tanto el nivel como la volatilidad de la inflación; entre otros, FMI (2005) o Vega y Winkelried (2005). Por otro lado, autores como Ball y Sheridan (2003) concluyen que el efecto de la introducción de un OI no es significativo, ya que la reducción de la inflación y de su volatilidad es un fenómeno generalizado a escala global.

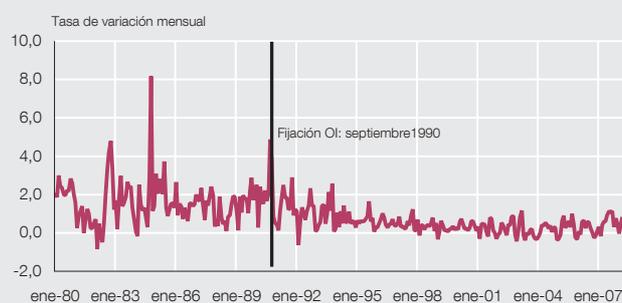
En el caso de América Latina, el análisis de la inflación y de las políticas para su reducción es particularmente relevante. Por un lado, esta región experimentó durante gran parte del siglo pasado períodos de inflación elevada y volátil —por encima de los dos dígitos en algunos casos—, junto con períodos de crisis económica y financiera. Por otro lado, en el último lustro se ha avanzado sustancialmente en la reducción de la inflación en un entorno de adopción de estrategias de OI por numerosos países, y bajo circunstancias difíciles (inestabilidad financiera, fuertes ajustes a la baja del tipo de cambio y el abandono de regímenes cambiarios rígidos), que han servido en las últimas décadas como anclas nominales a muchos de los países latinoamericanos.

1. Basado en C. Broto (2008), *Inflation targets in Latin America: Empirical analysis using GARCH models*, de próxima aparición como Documento de Trabajo del Banco de España.

1 MÉXICO



2 CHILE



		Países con OI (a)					Países sin OI		
		Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Argentina	Ecuador	Uruguay
Desde 1990	Media (b)	6,46	0,58	1,11	0,98	2,96	1,70	4,30	1,89
	DT (c)	12,10	0,69	0,91	0,99	12,98	6,20	33,69	2,05
Desde 2000	Media	0,56	0,28	0,52	0,40	0,19	0,74	1,15	0,71
	DT	0,47	0,39	0,47	0,32	0,33	1,28	2,21	0,87
Período anterior OI	Fecha adopción OI (d)	06/1999	09/1990	09/1999	01/2001	02/1994			
	Media	11,98	1,68	1,63	1,39	11,96			
	DT	14,87	0,69	0,89	1,06	24,22			
Período posterior OI	Media	0,57	0,54	0,52	0,35	0,40			
	DT	0,47	0,66	0,47	0,31	0,48			

FUENTES: Fondo Monetario Internacional (WEO 2005) y Vega y Winkelried (2005).

a. OI = objetivo de inflación.

b. Tasas de inflación mensuales, no ajustadas estacionalmente.

c. DT = desviación típica.

d. Por coherencia con la literatura, en Chile y Perú se toma la fecha de adopción del OI y no la fecha de adopción del OI explícito.

No obstante, esta reducción se puede generalizar a la mayoría de países latinoamericanos, independientemente de la adopción de OI. Así, el cuadro adjunto ilustra el descenso de las medias y desviaciones típicas de las tasas mensuales de inflación en los últimos años en todos los países seleccionados. A modo de ejemplo, los gráficos 1 y 2 muestran la evolución de la tasa de inflación mensual durante los últimos años para dos de los países que han adoptado OI (Chile y México).

Para evaluar la efectividad de la implementación de OI en América Latina, se ha realizado un análisis de regresión, utilizando una generalización del modelo propuesto por Broto y Ruiz (2006). Este modelo, de tipo GARCH, toma en consideración la variación de la volatilidad a lo largo del tiempo y permite incorporar posibles cambios estructurales, tanto en el nivel como en la volatilidad de las series, de forma que se pueda cuantificar el efecto de la adopción de OI en estos países. Esta especificación cuenta con una serie de ventajas para el análisis de la inflación: (i) captura la dinámica de corto y largo plazo en la tasa de inflación; (ii) identifica la dinámica de su volatilidad, lo que permite evaluar rigurosamente si la adopción de OI ha dado lugar a cambios en la volatilidad de la inflación y en su persistencia, y (iii) permite analizar la relación entre la volatilidad de la tasa de inflación y su nivel, y, en particular, si la volatilidad responde de forma asimétrica ante perturbaciones de distinto signo.

El modelo propuesto se ajusta a las series de inflación de los cinco países de América Latina que ya han adoptado OI, así como a Argentina, Ecuador y Uruguay. El modelo se estima para la serie completa de inflación<sup>2</sup> y —en el caso de los cinco países con OI— se

2. El procedimiento de estimación es Pseudomáxima verosimilitud. Los estimadores se obtienen tras maximizar la verosimilitud obtenida a través del filtro de Kalman correspondiente.

estima también para el período anterior a la adopción de OI, el posterior y, finalmente, para cuantificar el cambio a un esquema de OI, se incorpora una variable *dummy* tanto en la estimación de la inflación como de su volatilidad.

Las conclusiones del trabajo empírico respecto al impacto de la adopción de los OI son las siguientes: (i) la disminución del nivel de la inflación se identifica claramente en Chile, Colombia y México, mientras que en Brasil y en Perú el resultado no es estadísticamente significativo —en el primer caso, por el efecto de la crisis de 2002—; (ii) se observa una reducción significativa de la persistencia de la volatilidad en todos los países menos en Colombia —donde la evidencia estadística no es concluyente—. En los tres países que no han adoptado OI la persistencia de la volatilidad es mayor, pese al descenso del nivel de la inflación en los últimos años, y (iii) la disminución de la inflación parece haber contribuido a la consolidación de la baja volatilidad en la mayoría de estos países. En resumen, los resultados obtenidos apoyarían la utilidad de la adopción de OI para el anclaje, no solo de los niveles de inflación, sino también de una volatilidad más reducida.

#### BIBLIOGRAFÍA

BALL, L., y N. SHERIDAN (2003). *Does inflation targeting matter?*, NBER working paper n.º 9577.

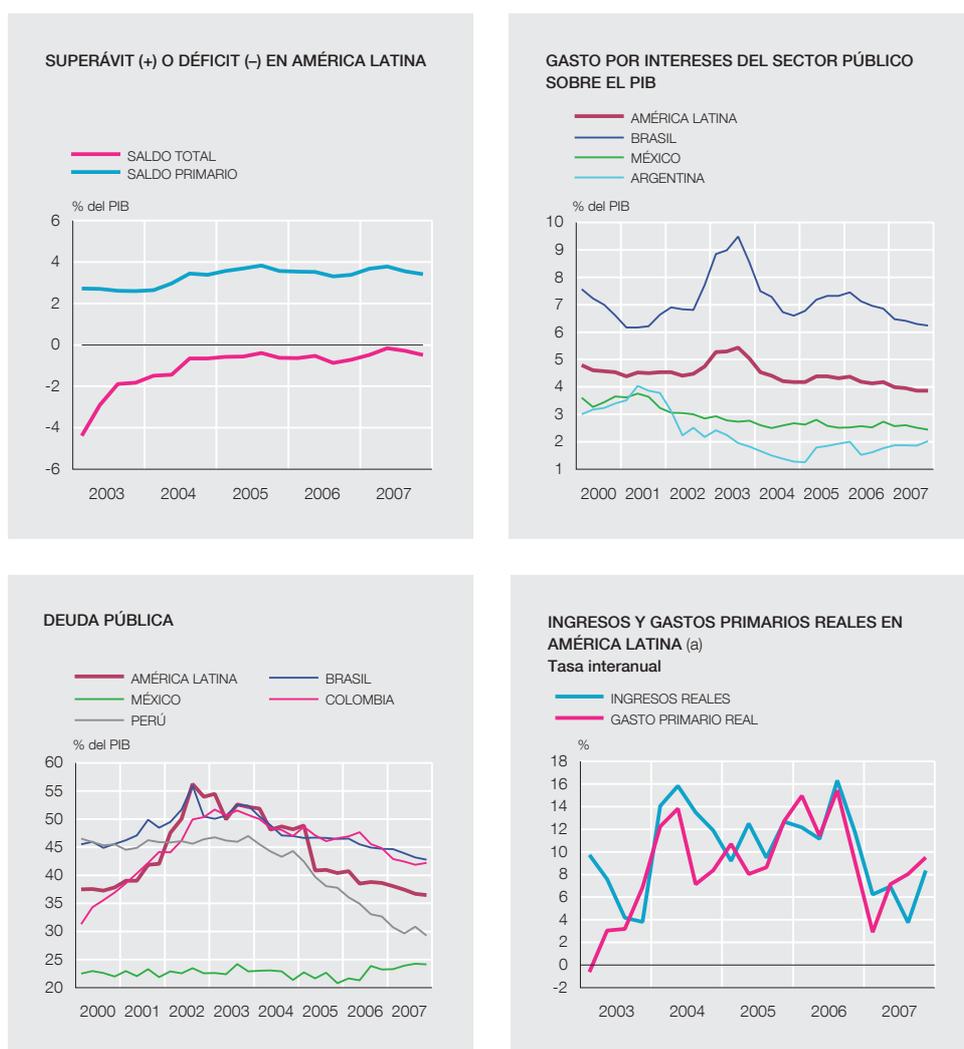
BROTO, C., y E. RUIZ (2006). «Unobserved component models with asymmetric conditional variances», *Computational Statistics and Data Analysis*, 50, pp. 2146-2166.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2005). «Does inflation targeting work in emerging markets?», *World Economic Outlook*, septiembre, capítulo IV.

VEGA, M., y D. WINKELRIED (2005). «Inflation targeting and inflation behavior: A successful story?», *International Journal of Central Banking*, vol. 1, 3, pp. 153-175.

política monetaria se producen en un contexto de crecientes riesgos a la baja sobre el escenario económico internacional, lo cual resulta notable, especialmente, en comparación con episodios anteriores de inestabilidad financiera, en los que los movimientos de tipos de interés oficiales quedaban subordinados por la necesidad de evitar las salidas de flujos financieros y de estabilizar el tipo de cambio.

En este episodio, la conducción de la política monetaria también ha estado condicionada por el entorno exterior, aunque de un modo diferente. En efecto, durante este período, y en particular en el primer trimestre de 2008, se ha producido una notable ampliación del diferencial de tipos de interés frente al dólar, principalmente como consecuencia de la reducción de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, que ha contribuido a la apreciación de los tipos de cambio en países como Brasil, Colombia, Perú y Chile. La magnitud de la apreciación ha sido insuficiente para contener el repunte de la inflación, y ello ha generado un dilema para las autoridades monetarias, entre la necesidad de introducir subidas más agresivas de tipos de interés y las posibles presiones a la apreciación que se producirían en ese caso, en un contexto de preocupación por el riesgo de pérdida de competitividad exterior.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Deflactado por el IPC.

La respuesta a este dilema ha diferido entre países. En ocasiones, se han ensayado medidas de contracción monetaria complementarias a las subidas de tipos de interés, como el incremento en los requerimientos de reservas (Perú y, en menor medida, Brasil). En otras ocasiones, se ha tratado de controlar la inflación a través de medidas que trascienden el ámbito monetario, como el establecimiento de controles de precios relativamente generalizados (Argentina y Venezuela) o limitados a algunos productos (México), o medidas menos heterodoxas, como la reducción de aranceles a la importación en Perú, o las subvenciones implícitas al precio de la energía en Chile. De igual manera, se han instrumentado medidas para evitar la apreciación, entre las que destaca la reactivación de las compras de reservas internacionales por parte de diversos bancos centrales (incluido Chile). En otros casos, las autoridades han adoptado medidas orientadas a reducir la demanda de moneda local, favoreciendo las exportaciones y eliminando exenciones sobre determinados activos financieros (Brasil), o el cambio legislativo sobre los administradores de fondos de pensiones en Perú y en Chile. Finalmente, en este país se ha diseñado un plan para tratar de compensar a los damnificados por la apreciación del tipo de cambio dentro del sector exportador.

En el ámbito fiscal, el superávit primario siguió siendo muy elevado, el 3,4% del PIB, un nivel similar al de 2006, mientras que el saldo presupuestario total mantuvo un moderado déficit, en el entorno del 0,5% del PIB. En cualquier caso, una de las principales características del semestre fue el comportamiento positivo de los ingresos, en el conjunto de la región, favorecido por el crecimiento cíclico y la contribución positiva de los precios de las materias primas. Sin embargo, en buena parte de los países los balances fiscales se deterioraron ligeramente respecto a 2006 (veáanse gráfico 11), dado que se produjo un aumento del gasto superior al de los ingresos. Dicha evolución, de mantenerse, podría resultar preocupante (con excepciones como Chile) en un escenario de mayor desaceleración económica. En Argentina se produjo un cierto deterioro de las cuentas públicas por el ciclo electoral, a pesar del aumento de los ingresos a que dio lugar el incremento en la imposición de ciertos bienes exportables. Chile mantuvo un superávit del gobierno central equivalente al 8,7% del PIB, si bien en el segundo semestre del año el superávit se moderó por la caída de los ingresos, en parte por la menor producción de cobre, que redujo las exportaciones y los ingresos derivados.

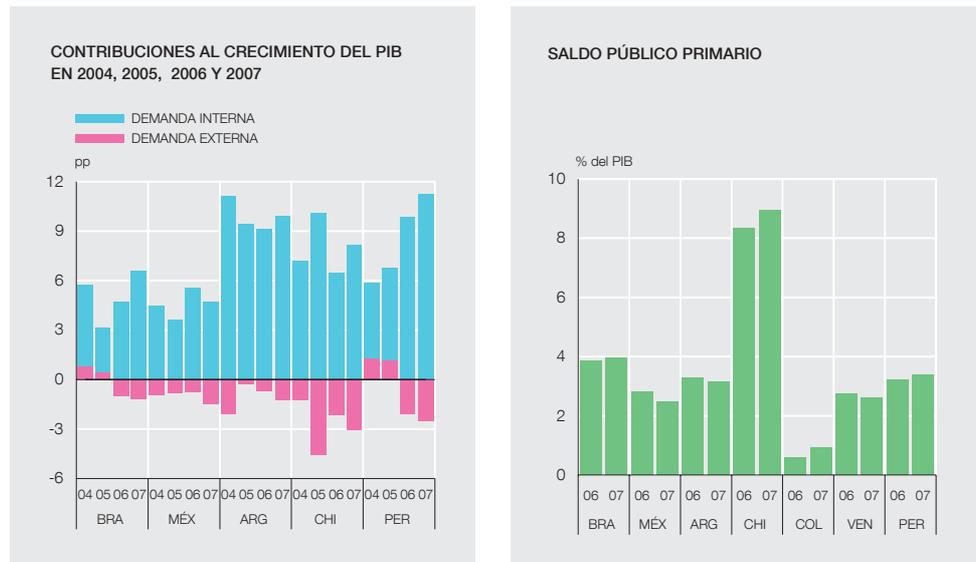
#### INTEGRACIÓN COMERCIAL Y POLÍTICAS ESTRUCTURALES

En el segundo semestre de 2007 y los primeros meses de 2008 no se produjeron grandes cambios en las tendencias recientes en materia de integración comercial respecto a lo observado en los últimos años. Los bloques comerciales de América del Sur constituidos en la década de los noventa permanecen en una situación de estancamiento, mientras que los acuerdos comerciales bilaterales siguen prosperando y proliferando. En este sentido, en MERCOSUR, la consideración por parte de la Unión Europea de Brasil como «socio estratégico», al nivel de Estados Unidos, Japón o India, podría socavar en cierto modo la continuidad de la unión aduanera en su forma actual. Por su parte, Chile se reintegró en la Comunidad Andina, y Brasil y Argentina entraron a formar parte del capital del brazo financiero del acuerdo, la Corporación Andina de Fomento (CAF). Además, se aprobaron los Tratados de Libre Comercio de Perú y Panamá con Estados Unidos. En sentido opuesto, el Congreso estadounidense suspendió la votación sobre el Tratado de Libre Comercio firmado entre Estados Unidos y Colombia, lo que en la práctica puede aplazar sin fecha determinada su aprobación. Sin embargo, Estados Unidos prorrogó hasta finales de 2008 las preferencias aduaneras para Colombia, Ecuador y Bolivia, países estos dos últimos que no tienen intención de negociar acuerdos comerciales. Por último, el 1 de enero se liberalizaron por completo las importaciones agrarias en el marco del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), cuyas consecuencias para el sector agrícola en México aún están por determinar.

Por su parte, tampoco se han producido en estos últimos seis meses grandes avances en los procesos de reformas estructurales. Tres iniciativas destacarían por encima del resto, la reforma del sistema de pensiones en Chile, la presentación en Brasil de una propuesta de reforma fiscal y la propuesta de reforma del sector de la energía en México. La primera iniciativa supuso el cambio más importante del sistema de pensiones de capitalización desde que se creó en 1980, ya que asegura una pensión mínima no contributiva e incentiva una mayor competencia en el mercado. En sentido contrario, Venezuela avanzó en los procesos de nacionalización del sector petrolero, si bien se enfrentó a problemas judiciales derivados de la demanda de una compañía estadounidense, que todavía no están resueltos. Por otro lado, la propuesta de reforma de la Constitución, que aumentaba el intervencionismo del Estado en la economía, fue rechazada en referéndum a principios de diciembre.

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

En *Brasil*, el PIB se aceleró significativamente en el transcurso del año, registrando tasas de crecimiento interanual del 5,6% y del 6,2% en el tercer y cuarto trimestres, frente al 3,7% de 2006. Esta aceleración vino explicada por el mayor dinamismo de la demanda interna, impulsada por el consumo privado (con una notable expansión del 8,6% en el cuarto trimestre) y por la inversión, mientras que el consumo público se desaceleró. La aportación de la deman-



FUENTE: Estadísticas nacionales.

da externa se hizo más negativa en el segundo semestre del año, restando 1,1 pp al crecimiento en 2007 (véase gráfico 12). En el ámbito del sector exterior, durante el segundo semestre se produjo una rápida reducción del superávit comercial y por cuenta corriente, que situó el saldo acumulado en los últimos doce meses en posición deficitaria a principios de 2008. Factores subyacentes a este deterioro han sido el fuerte aumento de las importaciones, impulsadas por la fortaleza de la demanda interna y por el tipo de cambio (que ha continuado apreciándose). Por su parte, los flujos financieros y las compras de reservas se mantuvieron en el segundo semestre de 2007 y los dos primeros meses de 2008, si bien en niveles más moderados. La tasa de inflación se incrementó desde el 4,2% en agosto hasta el 4,5% en diciembre, impulsada principalmente por los precios de los alimentos, pero también por presiones de demanda. Posteriormente, la inflación permaneció constante en torno al 4,5%, en un contexto en el que el banco central mantuvo los tipos de interés en el 11,25% desde octubre, aunque mostró un sesgo cada vez más restrictivo en sus informes de inflación y en las actas publicadas de los comités de política monetaria, que culminó en una subida de tipos en abril. En el ámbito de la política fiscal, se cumplieron los objetivos fiscales en el conjunto de 2007 (un superávit primario del 4% del PIB, véase gráfico 12) y se produjo una serie de cambios en el sistema impositivo, como la subida del impuesto sobre el crédito (IOF), como medida para compensar parcialmente la no aprobación del impuesto sobre transacciones financieras (CPMF), lo que generó un aumento del coste del crédito. La iniciativa más notable fue la presentación, a finales de febrero, de una ambiciosa propuesta de reforma fiscal, orientada a reducir la complejidad del sistema, mejorar la equidad y acabar con la competencia fiscal entre Estados. Las principales medidas son la simplificación del sistema de imposición indirecta federal, el rediseño del ICMS, el impuesto de mayor envergadura estatal, que grava fundamentalmente las transacciones comerciales, y la reducción de la presión impositiva, particularmente sobre las rentas del trabajo. Se trata de una propuesta ambiciosa, que merece una valoración positiva, aunque existen dudas acerca de su viabilidad.

En *México* el PIB se aceleró también en el segundo semestre de 2007, al crecer un 3,7% y un 3,8% interanual en el tercer y cuarto trimestres, respectivamente, frente al 2,9% del segundo trimestre. La aceleración se produjo a pesar del deterioro de la coyuntura económica en Es-

tados Unidos, su principal socio comercial y destino de la emigración, poniendo de manifiesto diferencias importantes en relación con otros ciclos del pasado. En primer lugar, ha aumentado el peso de la demanda interna afianzada en la estabilidad macroeconómica, la mayor oferta de crédito, la dinámica de los sectores de servicios y la edificación de vivienda. En segundo lugar, parte de las exportaciones mexicanas a Estados Unidos son bienes intermedios utilizados a su vez en la producción de exportaciones de ese país al resto del mundo y la debilidad del dólar ha impulsado las ventas estadounidenses al exterior, lo que puede explicar la mayor fortaleza del comercio exterior mexicano en el segundo semestre del año. Además, el ciclo de producción industrial en Estados Unidos, con el que México guarda una mayor correlación, no se ha desacelerado igual que el resto de la economía. En tercer lugar, existe espacio para aplicar medidas contracíclicas, tanto en el lado monetario (aunque en este frente no ha desaparecido la preocupación por la evolución de la inflación) como, sobre todo, en el fiscal (los excedentes petroleros permiten mantener el impulso de la inversión pública y el superávit primario se mantiene en el 2,4% del PIB, véase gráfico 12). En este sentido, el gobierno ha presentado a comienzos de 2008 una serie de medidas para afrontar la previsible desaceleración de la actividad: recorte de ciertos impuestos, eliminación de restricciones a la importación, aumento del gasto de PEMEX, de la financiación a pequeñas empresas a través de instituciones oficiales, y reducción de las tarifas eléctricas a empresas. Otro factor diferencial, este de carácter negativo, respecto a anteriores procesos de desaceleración de la economía estadounidense, es la reducción de las remesas de los inmigrantes mexicanos en Estados Unidos, especialmente de aquellos anteriormente empleados en el sector de la construcción, cuyo efecto sobre el consumo podría no ser desdeñable. Por su parte, la dinámica en la evolución de la inflación fue algo más benigna que en otros países de la región, pues se moderó hasta el 3,7% en febrero de 2008, tras la aplicación de algunas medidas de apertura de cuotas de importación y controles de precios sobre determinados productos; sin embargo, en marzo volvió a repuntar por encima del 4%, límite superior del intervalo objetivo. El banco central subió los tipos de interés en 25 pb, en un movimiento considerado como preventivo, orientado a aumentar la credibilidad antiinflacionaria del banco central y a evitar el contagio a las expectativas de inflación.

En *Argentina* la tasa de crecimiento en 2007 (8,7%) se situó por encima del 8,5% por quinto año consecutivo. Además, la actividad se fue acelerando durante el año, alcanzando un crecimiento del 9,1% en el cuarto trimestre. Este dinamismo viene explicado por el avance de la demanda interna, fundamentalmente por la mayor fortaleza del consumo privado. Por el contrario, la inversión atenuó su dinamismo respecto a 2006 (aumentó el 14,4% en 2007, frente al 18,2% en 2006), aunque en el conjunto del año la ratio inversión sobre PIB se situó en el 22,7%, recuperando así los registros más elevados desde la convertibilidad, y con un cambio positivo hacia un mayor peso de la inversión en bienes de equipo. La aportación del sector externo se fue deteriorando progresivamente, restando 1,2 pp al crecimiento del PIB (véase gráfico 12), como consecuencia principalmente del fuerte crecimiento de las importaciones. Desde el punto de vista de la oferta, en 2007 se produjo un importante cambio de tendencia, puesto que los sectores productores de servicios crecieron por encima de los sectores productores de bienes por primera vez desde 2002. Los indicadores de mayor frecuencia disponibles actualmente señalan que la fortaleza de la actividad se ha mantenido en el inicio de 2008. Parte del elevado crecimiento de la economía se explica, un año más, por la mejora de los términos de intercambio, que, además de contribuir a sostener la fuerte expansión de la demanda interna, permitieron una mayor solvencia fiscal. El superávit primario fue del 3,1% en 2007, aunque está sesgado al alza por la contabilización como ingresos corrientes de los traspasos de las administradoras de fondos de pensiones, tras su reforma en mayo de 2007; recientemente se han aumentado las retenciones a la exportación. También es destacable la posición desahogada de la balanza por cuenta corriente. No obstante, la dependencia de los términos de in-

tercambio es una de las principales vulnerabilidades de la economía argentina. Para aumentar el crecimiento potencial de la economía, notablemente inferior al crecimiento registrado en los últimos años, parece clave realizar un esfuerzo en diversificación, superar las restricciones del sector energético (que se hicieron evidentes en algunos momentos de 2007) y elevar la IED, que se situó en 2,4% del PIB en 2007, muy lejos de los niveles alcanzados durante los años de la convertibilidad y de los alcanzados por otros países de la región. La inflación oficial se mantuvo por encima del 8% (8,5% en marzo), si bien este dato probablemente infraestima de modo notable la inflación real. Además, a diferencia de lo sucedido en otros países, el incremento oficial de los precios de los alimentos se ha mantenido relativamente contenido, pero ello es consecuencia también de los múltiples controles de precios, de la aplicación de restricciones a la exportación y de los subsidios cruzados.

En *Chile*, el PIB se desaceleró de manera significativa en el segundo semestre de 2007, situándose en tasas interanuales del 3,9% y del 4% en el tercer y cuarto trimestres, respectivamente, desde el 6,2% del primer semestre de 2007. Este menor crecimiento cabe atribuirlo a la creciente aportación negativa de la demanda externa (-5,1 pp en el cuarto trimestre, véase gráfico 12), pues la demanda interna se aceleró hasta aportar 9,1 pp al crecimiento. Tras el avance de la demanda interna se encuentra el mayor dinamismo de la inversión (que, en términos del PIB, se situó en máximos históricos, tras la fuerte desaceleración de 2006), pues el consumo privado, aunque se mantuvo fuerte, se desaceleró ligeramente. El lastre que supuso la demanda externa se explica tanto por la disminución de las exportaciones (por efecto de la reducción de exportaciones de cobre, debido a problemas energéticos y de deterioro de la calidad de las minas, y a las menores exportaciones de bienes industriales, por problemas energéticos y de apreciación del tipo de cambio) como por el aumento de las importaciones. El elevado precio del cobre ha permitido al gobierno ahorrar más de 15 puntos del PIB en los últimos tres años, mediante el mecanismo de la regla de superávit estructural, que proporciona un amplio margen para acometer políticas anticíclicas, y mantener el superávit comercial cercano al 15% del PIB durante los dos últimos años. Tanto en las cuentas públicas como en la balanza comercial, la situación se está tornando algo menos positiva en los últimos meses. Por el contrario, la ratio de IED sobre PIB se situó en el 8,5% del PIB durante 2007. La inflación pasó del 4,7% en agosto al 8,5% en marzo, acelerando la tendencia iniciada en el primer trimestre de 2007, cuando se situaba en el entorno del 2%. Este fuerte repunte puede tener un importante componente coyuntural, pero es un reto para el banco central, que elevó los tipos de interés en 25 pb en dos ocasiones, situando el tipo oficial en el 6,25%. Para mitigar las presiones a la apreciación asociadas a los elevados niveles de tipos de interés, se han realizado intervenciones en los mercados de cambio.

El ritmo de actividad mantuvo su fortaleza en *Colombia* en el segundo semestre del año, con un crecimiento interanual del 6,8% y del 8,2% en el tercer y cuarto trimestres. Este crecimiento vino impulsado por la demanda interna, y en particular de la inversión, y se pudo constatar una aceleración del consumo público. La inflación evolucionó de forma desfavorable, aumentando paulatinamente desde el 5% en septiembre hasta el 6,3% en febrero, aunque en marzo se moderó (5,8%). En este contexto, el banco central incrementó los tipos de interés en dos ocasiones, en 25 pb en cada ocasión, hasta situarlos en el 9,75%, mientras que el peso colombiano siguió apreciándose notablemente. Por su parte, el déficit de cuenta corriente se redujo en el segundo semestre, pero se amplió en más de un punto porcentual respecto a 2006, situándose en el 3,6% del PIB. El déficit se cubrió ampliamente con las entradas de flujos financieros de largo plazo, si bien se produjeron salidas netas de flujos financieros de corto plazo, en claro contraste con el semestre previo. El superávit primario se mantuvo en torno al 1% (véase gráfico 12).

En *Perú*, la actividad mantuvo un notable dinamismo en el segundo semestre del año, acelerándose incluso en el cuarto trimestre, hasta crecer a una tasa interanual del 9,7%. La demanda interna continuó sorprendiendo al alza (véase gráfico 12), especialmente por el comportamiento tan favorable de la inversión. La inflación, tras haber mostrado una destacable moderación durante todo el primer semestre, registró un incremento significativo, hasta el 5,5% en marzo. Para hacer frente al aumento de la inflación, el gobierno redujo los aranceles de algunos productos importados, y el banco central incrementó el tipo de interés oficial en 50 pb, hasta situarlo en el 5,5%, y elevó el coeficiente de reservas. Asimismo, la intensificación de las presiones apreciatorias sobre el sol peruano en los últimos meses, y sobre todo a partir de comienzos de 2008, llevaron al banco central a intervenir en los mercados. El superávit primario se mantuvo por encima del 3% del PIB.

El crecimiento en *Venezuela* se situó en torno a tasas del 8,5% en el segundo semestre, elevadas, pero claramente inferiores a los crecimientos de 2005 y 2006. Por el lado de la oferta, el sector petrolero, aunque registró tasas negativas a lo largo de todo 2007, se comportó mejor en el segundo semestre, mientras que, dentro de la actividad no petrolera, la construcción se desaceleró y las manufacturas se aceleraron. La contribución de la demanda interna al crecimiento del PIB se situó por debajo de los 25 pp y la aportación negativa de la demanda externa fue de alrededor de 15 pp, por el fuerte crecimiento de las importaciones y la caída interanual de las exportaciones reales. Esta evolución sigue mostrando la extrema dependencia del modelo de crecimiento de la evolución de los precios del petróleo. La inflación se incrementó notablemente, situándose en febrero por encima del 26% interanual. El rasgo más positivo en el período fue, a diferencia de años anteriores, la moderación del gasto público, que cayó en términos reales y que, por tanto, acompañó la debilidad de los ingresos, en los que aumentó de nuevo la dependencia de los ingresos petroleros. El superávit primario se situó en el 2,6% del PIB.

15.4.2008.