

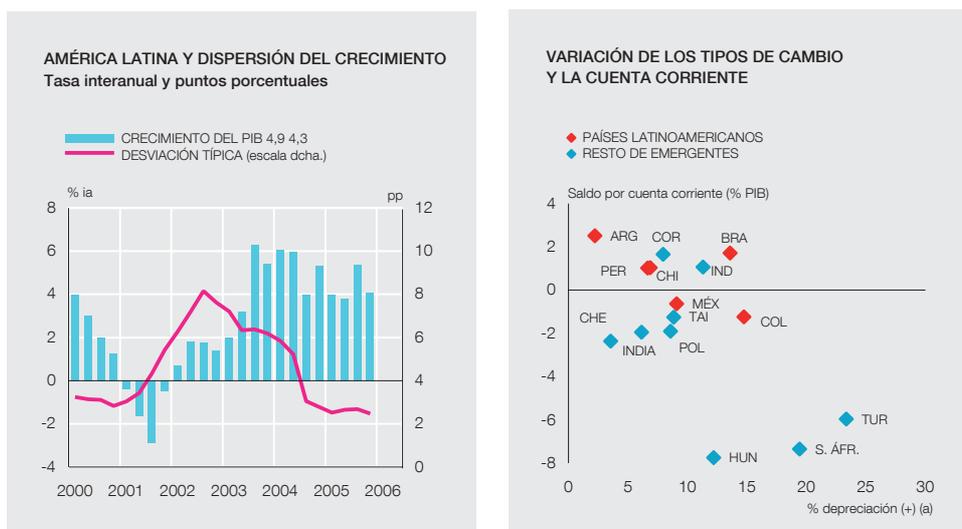
INFORME SEMESTRAL DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA

Introducción

A pesar del episodio de volatilidad financiera en los meses de mayo y junio, la economía latinoamericana experimentó una aceleración durante el primer semestre del año. Aunque la tasa interanual de crecimiento del conjunto de la región fue del 4,1% en el segundo trimestre, notablemente inferior a la del primero (5,4%), las tasas intertrimestrales que se registraron en ambos períodos no se habían alcanzado desde inicios del año 2004, que fue el mejor ejercicio de los últimos veinticinco años para América Latina. La reactivación estuvo sustentada en la recuperación de las dos principales economías, Brasil —a pesar de la interrupción que sufrió en el segundo trimestre— y, sobre todo, México. Esta evolución, junto con la muy gradual moderación de Argentina y Venezuela, ha reducido notablemente la dispersión del crecimiento en la región respecto a los últimos años, como se muestra en el gráfico 1. En él, destaca también el mantenimiento de una velocidad de crucero elevada, que se extiende a la mayoría de los países de la región. No obstante, el rasgo más notable de la evolución reciente en América Latina ha sido la suficiencia con que sus economías han superado la turbulencia financiera de la primavera pasada, que alcanzó una magnitud importante. El episodio afectó de un modo acusado a varios países emergentes, sobre todo a aquellos con amplios desequilibrios exteriores (véase gráfico 1), pero solo se dejó sentir moderadamente en los de América Latina, con la posible excepción de Colombia, en marcado contraste con episodios anteriores. En cualquier caso, de un modo transitorio, los indicadores financieros sufrieron correcciones notables. La conclusión que se puede extraer respecto a este episodio es doblemente positiva, pues muestra la mejora de los fundamentos económicos y financieros en estos países y, al mismo tiempo, alerta sobre la necesidad de perseverar en ella, lo que facilita que las autoridades económicas no cejen en su compromiso con la disciplina económica.

Durante el primer semestre de 2006 la actividad se benefició de una consolidación adicional de la demanda interna, basada en la fortaleza del consumo, pues la inversión tuvo un comportamiento volátil y divergente entre países. La fuerte reactivación del crédito, que está creciendo a ritmos muy elevados y de modo generalizado, está jugando un papel importante en este ciclo expansivo. Aunque la bonanza de las exportaciones persiste, la demanda externa neta volvió a ampliar su contribución negativa y, en algunos países, se adivinan algunos indicios incipientes de fatiga en el sector exterior. La tasa de inflación prosiguió su senda descendente a nivel agregado, aunque solo en Brasil continúa el ciclo bajista de tipos de interés, una excepción significativa en el panorama global. El déficit fiscal agregado prosiguió su convergencia hacia el equilibrio, apoyado en la persistente fortaleza de los ingresos, y sin que el ciclo electoral haya tenido un impacto negativo relevante en los países afectados.

Los mercados financieros registraron un movimiento de ida y vuelta. Tras iniciar el ejercicio en condiciones muy favorables, durante mayo y junio se registraron pérdidas importantes, que, posteriormente, se han recuperado en gran medida. El hecho de que el episodio de turbulencia tuviera un impacto limitado demuestra los progresos alcanzados en el proceso de reducción de la vulnerabilidad —a la que las autoridades han contribuido muy activamente—, pero también que aquella subsiste de modo latente. La inédita posición de prestamista al resto del mundo —reflejada en el superávit por cuenta corriente en muchos países (véase el gráfico 1)— parece haber amortiguado los efectos de la turbulencia y ha permitido la continuación del proceso de acumulación de reservas, cuyos costes internos, sin embargo, se van haciendo cada vez más evidentes en algunos países.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Variación entre el máximo y el mínimo alcanzados en el período de enero a agosto de 2006.

Las perspectivas económicas para los próximos trimestres siguen siendo positivas, y las buenas condiciones financieras, el control de la inflación —que se ha traducido en una caída notable de los tipos de interés reales en los últimos tiempos— y el continuado robustecimiento del mercado laboral dotan a la mayoría de países de una sólida base para un crecimiento sostenido de la demanda interna. El entorno económico exterior también debería apoyar estas perspectivas favorables. No obstante, cabe subrayar que la volatilidad del último semestre ha estado asociada a la consolidación de un entorno financiero global de menor liquidez y ha dejado un poso de mayor cautela en los inversores. Ambos factores hacen más probable que los mercados emergentes puedan verse sometidos a episodios de volatilidad en un futuro próximo.

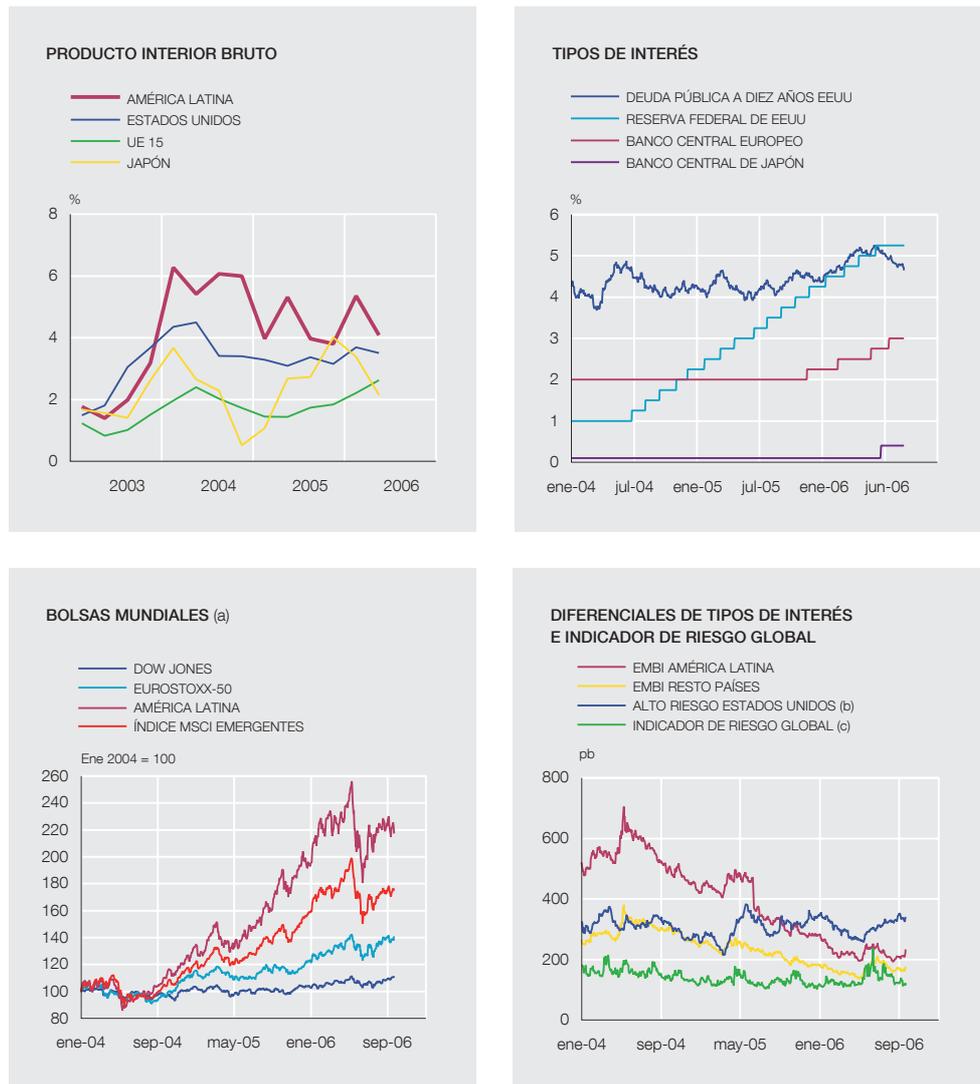
En este contexto, es importante que los países latinoamericanos no solo sigan consolidando sus fundamentos macroeconómicos y financieros, sino que se muestren más decididos a hacer avanzar la agenda de reformas. La dicotomía entre una saludable disciplina en el ámbito macroeconómico y actuaciones orientadas a incrementar el intervencionismo en el mercado y a reducir la seguridad jurídica de los inversores es significativa en varios países de la región. En este sentido, los cambios de composición que se están produciendo en los dos bloques comerciales sudamericanos —fundamentados en distintas concepciones respecto a la integración comercial— corren el riesgo de incrementar las tensiones proteccionistas y contagiar otras políticas económicas internas.

Evolución económica y financiera

ENTORNO EXTERIOR

Durante el último semestre se mantuvo un entorno económico de crecimiento robusto, aunque se produjo un episodio de elevada volatilidad financiera de carácter global, que afectó sobre todo a algunos países emergentes, en un entorno de liquidez global más reducida y de un replanteamiento de las expectativas sobre crecimiento e inflación en los países industrializados.

Las trayectorias de crecimiento entre países fueron divergentes, perfilando un escenario más equilibrado de crecimiento por áreas (véase gráfico 2). Así, se percibieron signos de desaceleración en Estados Unidos durante el segundo trimestre (pasando de un crecimiento del PIB



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

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

de 5,6% a un 2,6%, en tasa trimestral anualizada); China siguió mostrando un fuerte dinamismo, no exento de riesgos de sobrecalentamiento; la economía japonesa confirmó la expansión de su crecimiento en el segundo trimestre, aunque a un ritmo más moderado que en el primero; y, al mismo tiempo, la economía del área del euro consolidó las señales de dinamismo mostradas en meses anteriores. En este contexto, la Reserva Federal de Estados Unidos aumentó en dos ocasiones más (mayo y junio) el tipo de interés oficial, hasta alcanzar el 5,25%, y, desde entonces, ha hecho una pausa, tras más de dos años de subidas ininterrumpidas; Japón, por su parte, dejó atrás la prolongada fase de tipos oficiales de interés nulos, introduciendo en julio la primera subida en seis años; y el BCE aumentó el tipo de interés oficial en dos ocasiones, hasta el 3%.

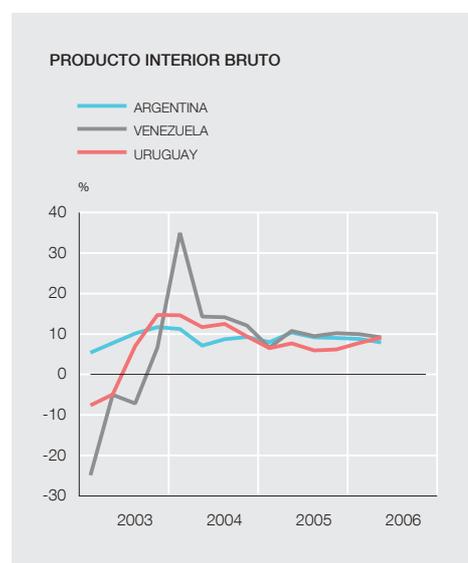
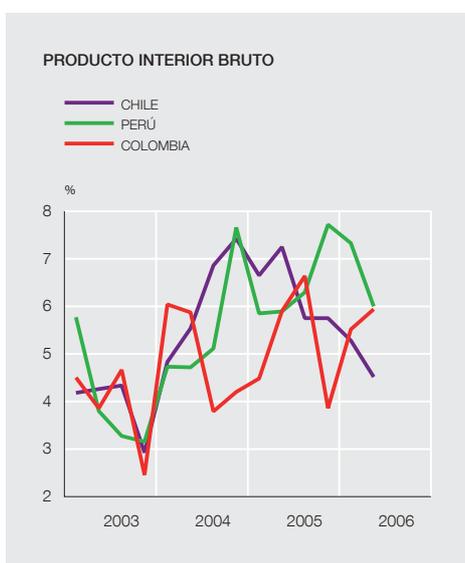
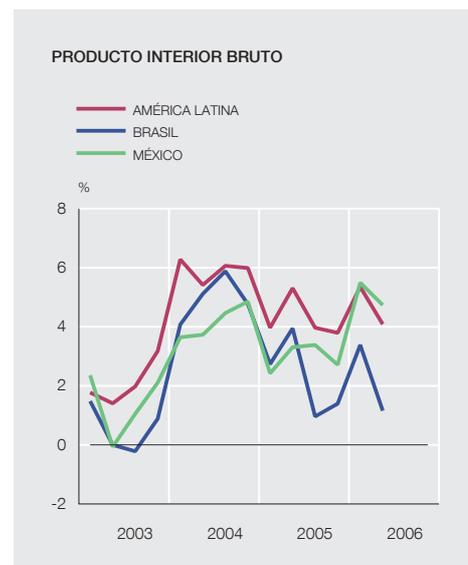
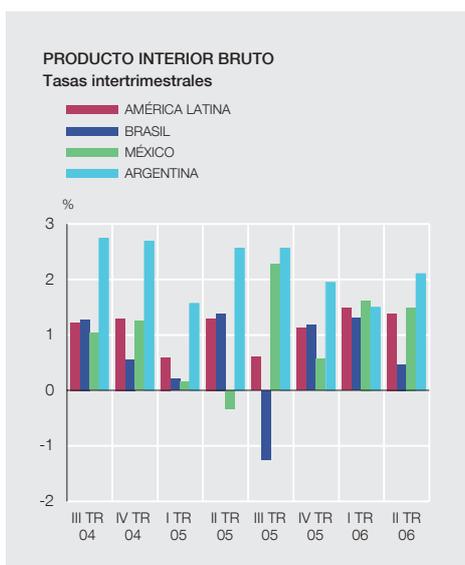
La conjunción de un repunte de la inflación en Estados Unidos con indicios preliminares de una posible reducción de su crecimiento generó un período de incertidumbre sobre la evolución futura de ambas variables, que dio lugar a un episodio de inestabilidad financiera de ca-

rácter global, breve, pero intenso en algunos ámbitos, en el mes de mayo (véase gráfico 2). Tal episodio siguió a otro, más localizado, que tuvo lugar en marzo, propiciado por un endurecimiento de las condiciones monetarias en Japón. Este cambio suponía la entrada en una fase de condiciones de liquidez global más estrictas, pues aquel país había procurado una fuerte provisión de liquidez al sistema global en los últimos años.

De este modo, durante el primer semestre de 2006 los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos mostraron una tendencia creciente solo interrumpida en mayo, coincidiendo con el episodio de volatilidad, con lo que se mitigó, hasta cierto punto, el nivel anormalmente bajo de los mismos desde el inicio del último ciclo alcista. No obstante, desde mediados de junio, cuando se afianzaron las expectativas de que la Reserva Federal haría una pausa en el proceso de subidas, el movimiento al alza de los tipos a largo plazo se corrigió, y actualmente se encuentran por debajo del 5%, en niveles mínimos de los últimos seis meses, lo que determina una curva de tipos de interés con pendiente claramente negativa. Por otro lado, las bolsas en las principales economías desarrolladas se vieron también afectadas por el episodio de volatilidad de mayo, aunque los principales mercados de renta variable invirtieron posteriormente este movimiento decreciente, y las bolsas de Estados Unidos y Europa ya han recuperado los niveles de principios del segundo trimestre. En los últimos seis meses, el tipo de cambio del dólar frente al euro se depreció significativamente, alrededor de un 6%, y se situó en torno a 1,27 en septiembre. Esta evolución del dólar coincidió con la expectativa de reducción en los diferenciales de tipos frente a las otras economías y los indicios de desaceleración de la economía estadounidense, aunque durante el episodio de inestabilidad financiera el dólar se apreció moderadamente, apoyado en el efecto refugio de la divisa. Por otro lado, el petróleo y el resto de materias primas registraron un repunte adicional. En el caso del petróleo, el precio del barril de Brent volvió a marcar máximos históricos, por encima de los 78 \$, en la primera quincena de agosto, aunque a finales de septiembre volvió a situarse cerca de los 60 \$, mientras que los metales alcanzaron niveles máximos de los últimos años. Por ejemplo, el cobre —relevante en economías como la chilena— aumentó su precio un 23% desde el principio del segundo trimestre del año.

La volatilidad financiera fue más acusada en los mercados emergentes, que experimentaron uno de los períodos de turbulencia más importantes de los últimos años en términos de algunas variables. Los mercados bursátiles sufrieron la corrección más severa, con caídas que, en el agregado de los países emergentes (véase gráfico 2), alcanzaron un 25%, y los tipos de cambio de algunos países también sufrieron notables depreciaciones. Es importante subrayar que este episodio se produjo después de una fase favorable, que se había prolongado casi sin interrupción por tres años y medio. Las economías más afectadas fueron precisamente aquellas en las que el período de bonanza bursátil había sido más intenso —por ejemplo, la India o los países del Golfo Pérsico—, así como las que presentaban una posición más vulnerable desde el punto de vista del sector exterior —como Turquía— (véase gráfico 1). Por el contrario, China destacó por la falta de impacto del episodio en sus variables financieras.

En cualquier caso, el episodio fue de corta duración. A partir de junio, se produjo una reacción positiva e intensa en los mercados emergentes, en paralelo a la de los países desarrollados, de modo que los diferenciales soberanos retornaron a niveles previos, de forma prácticamente generalizada, especialmente en Latinoamérica. Los diferenciales soberanos de Asia y Europa emergente aún se situaban, salvo excepciones, por encima de los niveles registrados a inicios del segundo trimestre del año. Por otro lado, las bolsas también se han fortalecido de forma generalizada tras el período de volatilidad, aunque aún están lejos de recuperar los elevados niveles anteriores a la turbulencia.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

ACTIVIDAD Y DEMANDA

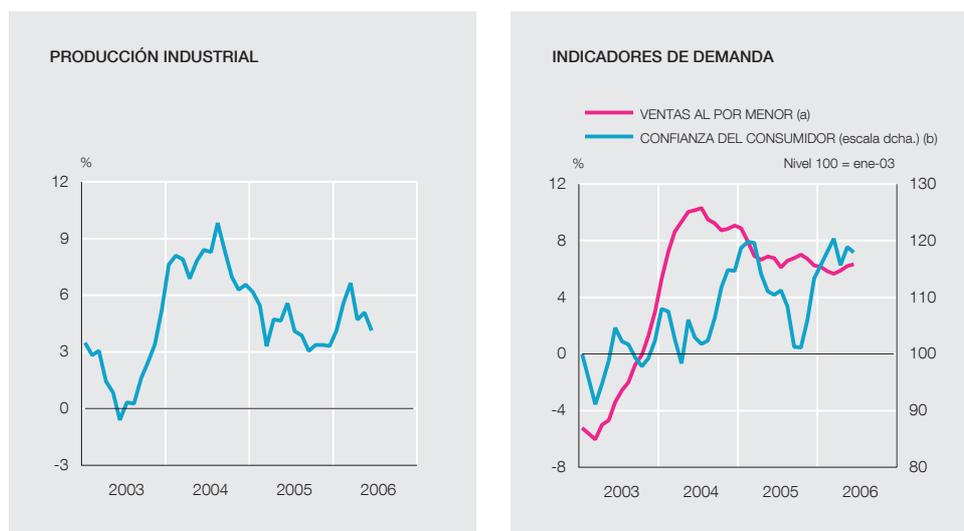
La economía latinoamericana disfrutó de una reactivación en los primeros meses de 2006 (véanse gráfico 3 y cuadro 1), período en el que la tasa interanual de crecimiento se incrementó hasta el 5,2%, aunque en el segundo trimestre se ha moderado, de modo generalizado, hasta el entorno del 4,1% en el conjunto del área. No obstante, las tasas intertrimestrales se situaron holgadamente por encima del 1% en ambos trimestres (1,5% en el primero y 1,4% en el segundo), registros notablemente superiores a los del semestre anterior (véase gráfico 3). La mejora de la actividad en el conjunto del área se explica por la recuperación de México y Brasil, aunque, en este segundo caso, el dato del segundo trimestre fue bastante decepcionante. También destacaron la prolongación de las tasas elevadas de crecimiento en Argentina, Venezuela y Uruguay, confirmada por los buenos datos del segundo trimestre, y la fortaleza del crecimiento en Colombia, Perú y Chile. No obstante, en estos dos últimos países se observó una moderación de la actividad, con indicios de que podría acentuarse en los próximos trimestres, a pesar del excelente comportamiento del precio del cobre.

	2003	2004	2005	2004		2005				2006	
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
PIB (tasa interanual)											
América Latina (a)	2,1	6,0	4,3	6,1	6,0	4,0	5,3	4,0	3,8	5,4	4,1
Argentina	8,8	9,0	9,1	8,7	9,3	8,0	10,4	9,2	9,0	8,8	7,9
Brasil	0,5	5,0	2,3	5,9	4,8	2,7	3,9	1,0	1,4	3,4	1,2
México	1,4	4,2	3,0	4,5	4,8	2,4	3,3	3,4	2,7	5,5	4,7
Chile	3,9	6,2	6,4	6,9	7,4	6,6	7,2	5,8	5,8	5,3	4,5
Colombia	4,0	5,0	5,2	3,8	4,2	4,5	5,9	6,6	3,9	5,5	5,9
Venezuela	-7,7	17,9	9,3	14,2	12,1	6,6	10,7	9,5	10,2	9,9	9,2
Perú	3,8	5,2	6,4	4,8	7,2	5,9	5,9	6,3	7,7	7,3	6,0
Uruguay	2,5	12,0	6,6	12,4	9,5	6,6	7,6	6,0	6,2	7,7	9,1
IPC (tasa interanual)											
América Latina (a)	10,9	6,0	6,3	6,3	6,5	6,5	6,7	6,0	6,0	5,8	5,1
Argentina	14,9	4,4	14,1	5,4	5,7	8,2	8,8	9,8	11,7	11,6	11,4
Brasil	14,8	6,6	6,9	6,9	7,2	7,4	7,8	6,2	6,1	5,5	4,3
México	4,6	4,7	4,0	4,8	5,3	4,4	4,5	4,0	3,1	3,7	3,1
Chile	2,8	1,1	3,1	1,5	2,3	2,3	2,8	3,3	3,8	4,1	3,8
Colombia	7,1	5,9	5,1	6,0	5,8	5,2	5,0	4,9	5,1	4,2	4,0
Venezuela	31,4	21,7	16,0	21,5	19,5	17,0	16,3	15,4	15,2	12,6	11,2
Perú	2,3	3,7	1,6	4,4	3,8	2,2	1,8	1,2	1,3	2,4	2,3
Uruguay	19,4	9,2	4,7	10,0	8,1	5,6	4,5	3,9	4,8	6,4	6,4
SALDO PRESUPUESTARIO (% PIB)											
América Latina (a) (b)	-2,0	-0,8	-0,8	-1,0	-0,8	-0,7	-0,5	-0,5	-0,8	-0,8	-0,6
Argentina	0,4	2,6	1,5	2,7	2,5	2,6	1,5	1,2	1,5	1,7	2,3
Brasil	-3,6	-2,5	-3,1	-2,8	-2,7	-2,6	-2,8	-2,9	-3,3	-3,9	-3,4
México	-0,7	-0,3	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5	0,0	-0,1	0,1	0,4
Chile	-1,4	2,4	4,8	1,9	2,4	3,3	4,1	4,6	4,8	6,5	6,9
Colombia	-2,6	-0,6	-0,5	0,3	-0,6	-0,6	-0,7	-1,7	-0,5
Venezuela	-4,3	-2,7	2,6	-5,8	-2,7	-0,1	3,2	5,3	2,1
Perú	-1,8	-1,3	-0,7	-2,1	-2,0	-2,2	-2,5	-2,6	-2,8	-2,8	-3,0
Uruguay	-4,6	-2,5	-1,6	-2,4	-2,5	-2,1	-2,2	-2,0	-1,6	-0,9	-1,1
DEUDA PÚBLICA (% PIB)											
América Latina (a)	54,4	49,8	42,4	50,6	49,8	50,3	42,4	42,8	42,4	42,0	26,5
Argentina	141,0	125,7	70,7	120,6	120,2	121,6	66,2	66,6	66,8	66,5	...
Brasil	57,2	51,7	51,5	52,0	51,7	51,3	51,4	51,5	51,5	51,6	50,4
México	24,7	23,0	22,3	22,9	21,3	22,7	21,6	22,6	20,8	21,7	21,3
Chile	13,3	10,8	7,5	11,8	10,3	10,0	8,7	7,9	7,1	6,5	5,7
Colombia	50,9	46,7	46,7	46,5	44,4	46,6	44,6	43,3	45,5	44,4	...
Venezuela	56,9	53,5	48,7	49,8	53,5	47,6	49,2	50,6	48,7	37,9	...
Perú	47,7	44,3	37,7	42,2	41,5	42,0	35,0	38,0	36,9	36,4	30,7
Uruguay	108,3	100,7	82,9	101,5	100,7	78,1	80,3	81,6	82,9	75,6	...
BALANZA CUENTA CORRIENTE (% PIB)											
América Latina (a) (c)	0,8	1,3	1,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,5	1,7	1,9	1,9
Argentina	6,1	2,3	3,1	2,8	2,2	1,9	1,6	2,4	3,0	3,6	3,4
Brasil	0,8	1,9	1,8	1,7	1,8	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,3
México	-1,5	-1,0	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1	-1,0	-0,9	-0,6	-0,1	-0,1
Chile	-1,5	1,7	0,6	1,4	1,7	1,4	1,0	0,6	0,6	1,0	1,6
Colombia	-1,7	-1,0	-1,6	-1,2	-1,0	-0,8	-0,7	-1,5	-1,7	-1,6	...
Venezuela	13,4	13,7	22,4	13,6	13,7	14,4	16,9	20,4	22,4	23,6	24,2
Perú	-1,7	0,0	1,4	-0,2	0,0	0,3	0,7	0,9	1,4	1,1	1,6
Uruguay	0,5	0,3	0,0	0,2	0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,2	...
DEUDA EXTERNA (% PIB)											
América Latina (a)	46,7	40,2	27,2	42,9	40,2	39,4	30,6	29,2	27,2	26,8	...
Argentina	119,8	112,4	62,4	110,8	107,6	107,5	61,8	61,2	59,0	60,6	...
Brasil	40,1	33,3	21,3	35,3	31,7	29,8	25,5	22,6	19,7	18,5	...
México	22,1	20,4	16,8	21,3	18,9	19,9	17,6	17,2	15,4	16,7	...
Chile	54,8	46,3	39,0	47,2	43,0	41,8	39,7	38,4	34,9	34,3	32,7
Colombia	44,9	40,5	31,3	38,7	36,7	34,0	30,8	29,5	30,0	28,5	...
Venezuela	48,3	44,1	41,7	41,1	43,4	36,9	40,1	39,5	41,2	33,8	31,5
Perú	48,3	44,8	36,1	43,2	42,0	42,6	35,4	36,4	35,3	34,5	28,8
Uruguay	98,0	87,6	67,9	85,6	87,6	66,4	66,7	66,6	67,9	60,6	...

FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Agregado de los ocho países representados.
b. Primer semestre de 2006, estimación.
c. Segundo trimestre de 2006, estimación.

Media móvil 3 meses de tasas de variación interanuales y niveles



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Ocho mayores economías, sin Perú ni Uruguay.
- b. Argentina, Brasil, Chile, México y Perú.

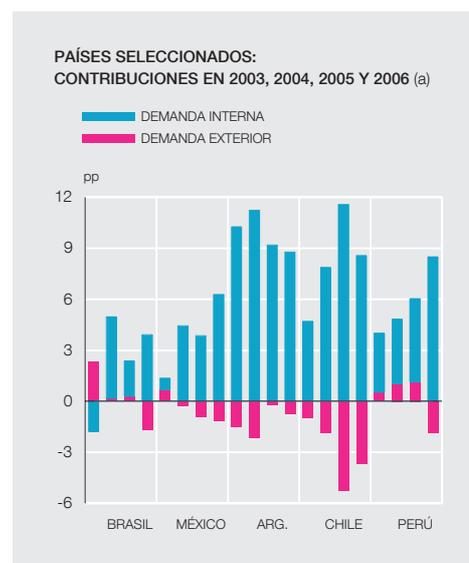
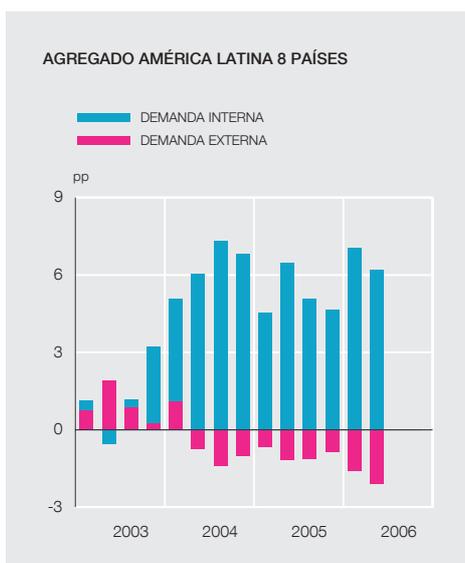
Los indicadores de mayor frecuencia, recogidos en el gráfico 4, corroboran, en cierta medida, las perspectivas favorables para los próximos trimestres. La confianza del consumidor ha tendido a estabilizarse en niveles elevados, mientras que las ventas al por menor evolucionan en una senda ligeramente descendente. Además, aunque la producción industrial ha moderado los altos ritmos de crecimiento alcanzados en el primer trimestre, en países como México y Colombia incluso se ha acelerado en los últimos meses.

La fortaleza del crecimiento ha sido resultado, principalmente, de la consolidación de la demanda interna. Su aportación promedio al crecimiento interanual en el semestre se sitúa en los 6,5 puntos porcentuales (pp), recuperando el dinamismo del ejercicio de 2004, aunque se observó una cierta flexión a la baja en el último trimestre (véase gráfico 5). En el gráfico 6 se observa que el consumo privado se mantuvo robusto e, incluso, prosiguió su tendencia al alza en algunos países, como Brasil y México. En este último, un factor fundamental en los últimos meses ha sido el buen comportamiento del mercado de trabajo. Por el contrario, Brasil experimentó una ralentización del empleo, aunque las remuneraciones han seguido creciendo a buen ritmo en términos reales. Los salarios reales tendieron a acelerarse, hasta alcanzar tasas en torno al 5% en el conjunto del área, impulsados por el incremento —superior al 10%— en Argentina y Venezuela, y el empleo estabilizó su crecimiento en el 4%. No obstante, la tasa de desempleo se mantuvo estable en los últimos trimestres, debido al aumento que se está produciendo en la tasa de actividad. La formación bruta de capital fijo, que había experimentado un repunte notable en el primer trimestre, hasta crecer un 16% en el agregado regional, se frenó de modo generalizado en el segundo —tasa interanual del 9,7%—; el desplome reciente de la inversión en Chile ha sido particularmente intenso. Más allá de este caso, la caída de la inversión, que ha demostrado tradicionalmente una elevada sensibilidad a las condiciones financieras, podría atribuirse, en algunos países, al episodio de volatilidad, lo que permitiría pensar que se trata de un fenómeno transitorio.

Además de a la consolidación de unas buenas perspectivas económicas y de la evolución favorable del mercado laboral, tanto el consumo como la inversión están siendo sostenidos por la tendencia a la baja de los tipos de interés reales en la mayoría de los países en los últimos

APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB
Puntos porcentuales

GRÁFICO 5

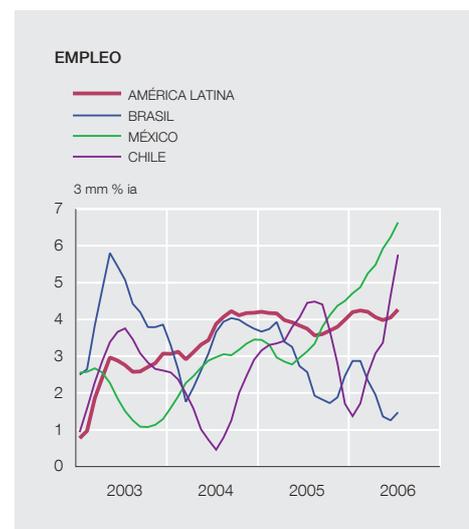
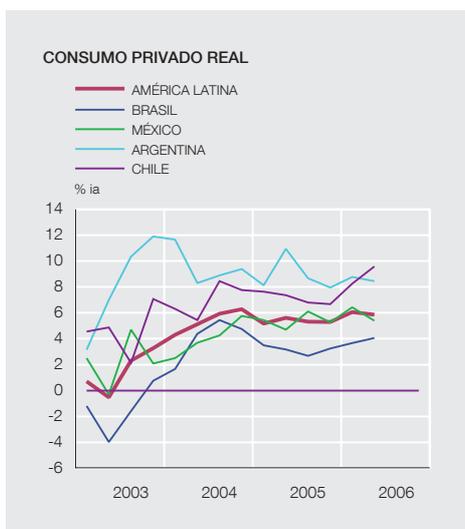


FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Información disponible hasta la fecha.

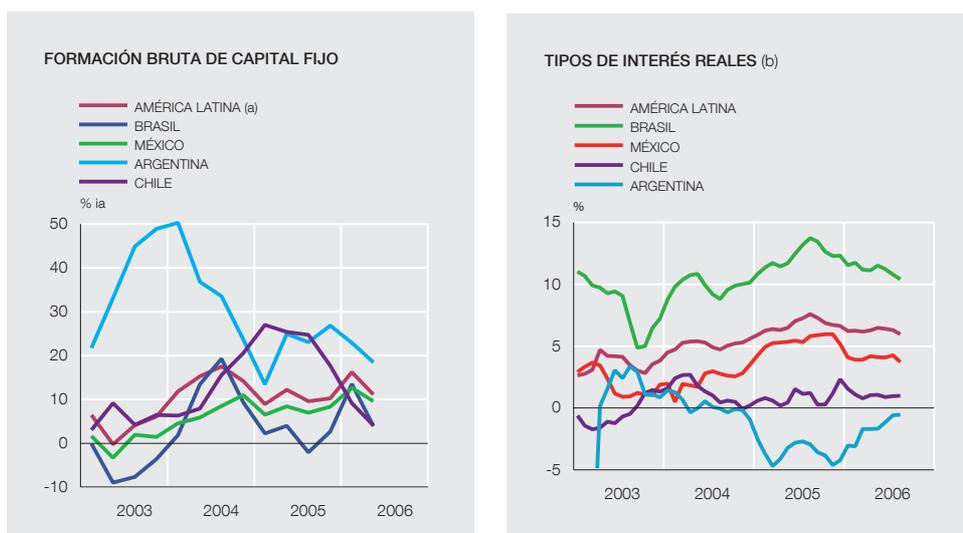
CONSUMO PRIVADO Y MERCADO LABORAL
Tasas interanuales y su media móvil de 3 meses

GRÁFICO 6



FUENTE: Estadísticas nacionales.

años (véase gráfico 7). Esta evolución está contribuyendo, junto con otros factores, a una mayor disponibilidad de financiación a familias y empresas, que se está traduciendo en una notable reactivación del crédito en la región, cuya evolución y determinantes recientes se analizan en el recuadro 1. En el primer semestre del año, el crédito bancario al sector privado mantuvo un dinamismo fuerte y generalizado, con crecimientos del 20% interanual, en términos reales, para el conjunto regional (véase gráfico 1 del recuadro). En los principales países, el incremento se mantuvo por encima del 10%, destacando la nueva aceleración observada en Argentina y Colombia, y el sostenimiento de tasas de crecimiento cercanas al 50% en Venezuela. Por partidas, cabe subrayar los primeros indicios de recuperación del crédito hipotecario en Argentina, así como el excelente comportamiento de esta partida de crédito en México.



FUENTES: FMI y estadísticas nacionales.

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

La demanda externa siguió ampliando su contribución negativa al crecimiento, alcanzando los -2 pp en el segundo trimestre (véase gráfico 5). Destacaron las trayectorias de Brasil y Perú, donde la contribución de la demanda externa ha pasado a ser negativa. Tras un prolongado período de extraordinaria expansión (desde 2002), las exportaciones comenzaron a presentar algún indicio de moderación (véase gráfico 8). Según los datos de Contabilidad Nacional, en términos de volumen apenas crecieron un 3% en el conjunto del área, destacando la fortaleza de México, y la caída del volumen exportado en Brasil, después de un largo período de dinamismo. Sin embargo, la favorable evolución de los precios, que explica la práctica totalidad del incremento de las exportaciones en Chile, Perú y Venezuela, elevó el crecimiento de las exportaciones por encima del 13% en valor. Las importaciones se estabilizaron en tasas de crecimiento ligeramente superiores a las de las exportaciones, apoyadas en la fortaleza de la demanda interna.

A pesar de esta mayor detracción de la demanda externa y debido al comportamiento favorable de los precios relativos, la balanza comercial del agregado del área volvió a ampliarse hasta el 4,5% del PIB, tras más de dos años estabilizada en el 4% de superávit. Por países, destaca la evolución del déficit en México, que en los últimos trimestres se ha reducido a la mitad —hasta el 0,5% del PIB—, y en Chile, donde el saldo comercial se ha doblado hasta superar el 14% del PIB, impulsado por la evolución del precio del cobre. Como consecuencia de ello, la balanza por cuenta corriente siguió ampliando su saldo positivo, hasta acercarse al 2% del PIB en el agregado. Destaca la ampliación del superávit en Argentina y la eliminación del déficit en México, facilitado por el continuado crecimiento de las remesas. En Chile o Perú, la evolución de la balanza comercial apenas ha tenido correlato con el saldo por cuenta corriente, debido a que los mayores ingresos por las exportaciones de materias primas determinan también un fuerte deterioro de la balanza de rentas. En cualquier caso, sigue siendo notable que todos los países mantengan un amplio superávit por cuenta corriente (o un déficit muy reducido), en una fase tan avanzada del ciclo económico. La excepción la constituye Colombia, donde, en los últimos trimestres, se ha producido un cierto deterioro del déficit por cuenta corriente, aunque este no alcanza el 2% del PIB.

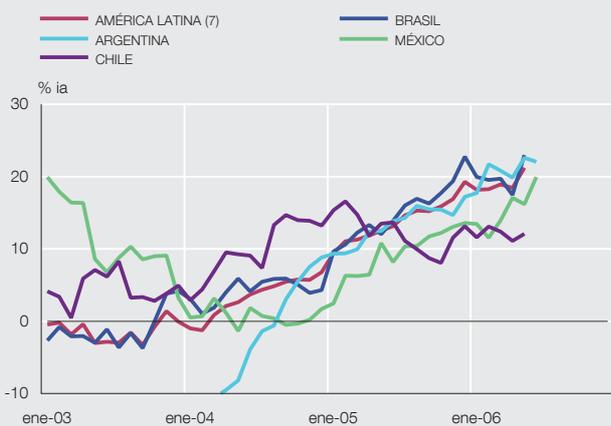
Desde comienzos de 2004 y, después de un largo período de estancamiento, el crédito bancario al sector privado en América Latina está creciendo a tasas elevadas, como se observa en el gráfico 1. Sin embargo, el crédito —que apenas alcanza el 25% en términos de PIB en el conjunto de la región— sigue estando muy poco desarrollado, en general, y apenas ha aumentado su peso en los últimos diez años (véase gráfico 2); se observan incluso notables descensos de la ratio en Argentina, Colombia y México. La escasa intermediación bancaria se aprecia mejor en el gráfico 3, donde se presenta la ratio crédito-PIB en relación con la renta per cápita y se compara con otros países emergentes. Salvo Chile, los países latinoamericanos muestran un desarrollo del crédito muy inferior al resto. Esta escasa profundización financiera resulta más preocupante cuando se constata que los bancos constituyen la fuente más importante de fondos al sector privado en la región tanto a individuos como a empresas, dado el escaso desarrollo de los mercados de capitales.

Entre las posibles explicaciones a este escaso desarrollo del crédito en América Latina destacan las recurrentes crisis financieras que ha sufrido la región. Las crisis no solo retraen el crédito sustancialmente,

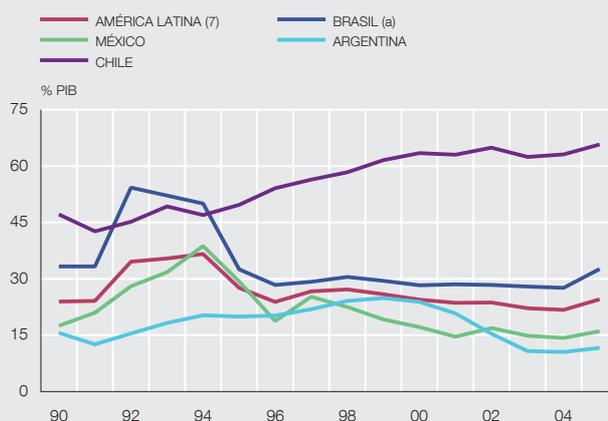
sino que, además, el proceso de recuperación es muy prolongado. En el gráfico 4 se representa la evolución de la ratio de crédito sobre el PIB en cada país, tomando como punto de referencia el año de inicio de la crisis respectiva. Aunque previamente a las crisis suelen darse situaciones de exceso de crédito, es llamativo que en ningún país se hayan recuperado las ratios de crédito previas, aunque haya pasado más de una década desde alguna de ellas. De hecho, parte del reciente proceso de fuerte crecimiento del crédito puede ser atribuido a la recuperación de las crisis financieras anteriores. A esto se añade que el crédito bancario está también correlacionado positivamente con el ciclo económico, aunque la literatura no haya alcanzado un acuerdo sobre la dirección de la causalidad. Los últimos años han sido muy favorables desde el punto de vista del crecimiento económico para la región, por lo que el factor cíclico es otro de los motivos detrás de la recuperación del crédito desde principios de 2004.

Más allá de episodios de crisis y del factor cíclico, la oferta y la demanda del crédito en América Latina han estado limitadas, históricamente, por una serie de factores estructurales, la mayoría de los cuales han evolucionado positivamente. Entre ellos cabe citar:

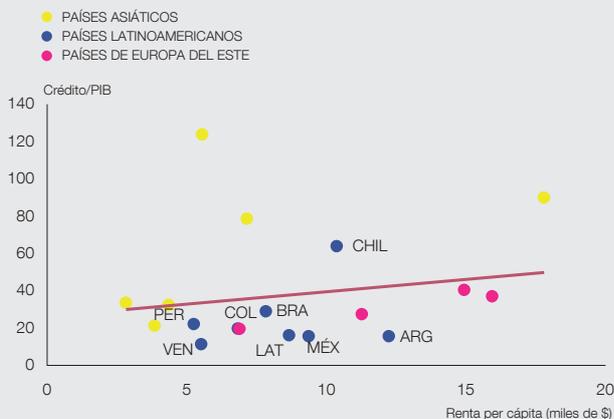
1 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
Tasa interanual



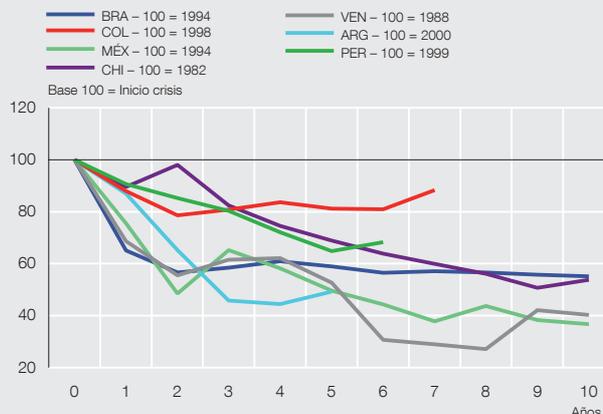
2 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
Porcentaje de PIB



3 CRÉDITO Y RENTA PER CÁPITA



4 CRÉDITO SOBRE PIB
Números índice



FUENTE: IFS.

a. Se omite el valor de 1993, dadas las distorsiones introducidas por el proceso hiperinflacionario.

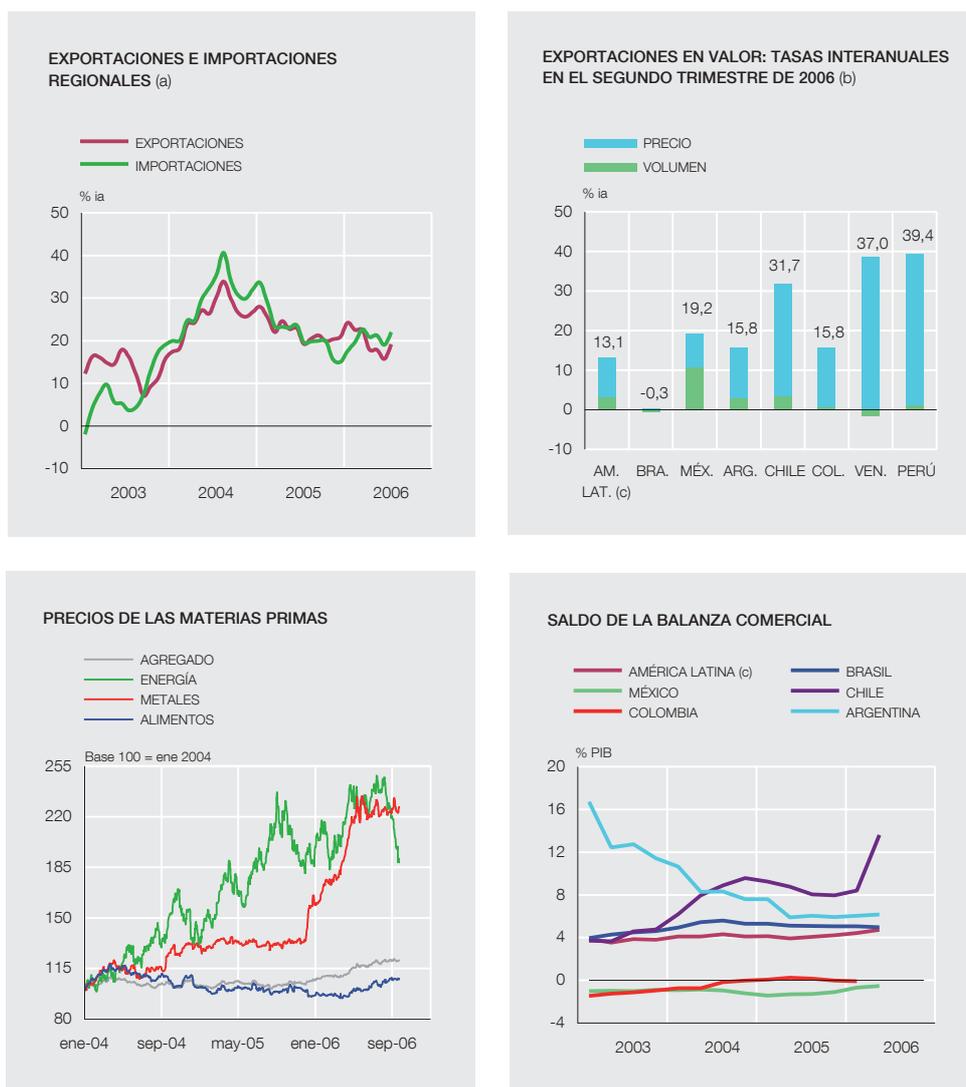
1. El marco macroeconómico, que ha experimentado una mejora sustancial en los últimos años, con tasas de inflación controladas en la mayoría de los países, mejor comportamiento fiscal y superávit en la balanza por cuenta corriente.
2. La volatilidad y vulnerabilidad financiera, que ha sido mitigada por la reducción de la deuda y de los descalces de divisa, asociados a la excesiva dolarización de períodos anteriores (aunque la dolarización aún sigue siendo muy elevada en algunos países como Perú).
3. El desvío de los fondos prestables a la financiación del sector público, menos relevante ahora por el saneamiento de las finanzas públicas, el desarrollo de mercados locales de capitales —fuera del sector bancario— y el mejor acceso a los mercados externos.
4. La cantidad y calidad de la información crediticia de los acreedores y transparencia de la misma, que también han mejorado. En este ámbito cabe destacar la publicación de informes de estabilidad financiera por diversos bancos centrales.
5. Los marcos regulatorios, más estrictos, y las políticas de evaluación de riesgos, más prudentes, que deberían reducir la probabilidad de crisis financieras.
6. La vigencia de los derechos de los acreedores, donde se han producido importantes avances con la aprobación de varias leyes de bancarrota, aunque no se ha avanzado de igual manera en la interpretación por parte del sistema judicial.
7. El acceso al crédito de los sectores excluidos. En este ámbito, los avances están limitados por factores profundamente arraigados en la región, como la alta informalidad del mercado de trabajo y la desigualdad en la distribución de la renta. Aún así, se han instrumentado recientemente políticas específicas destinadas a extender el acceso al crédito, como los «créditos nómina» (pago de crédito vinculado al salario) en Brasil o la extensión de los microcréditos.

La evolución favorable de estos factores podría estar contribuyendo a un mayor crecimiento tendencial del crédito, cuyo impulso se sumaría a la combinación de motivos cíclicos y a la recuperación de crisis. A pesar de estos factores, cabe plantearse si las fuertes tasas de crecimiento del crédito observadas podrían estar alimentando un nuevo episodio de exceso de crédito, como los que suelen preceder a una crisis bancaria. Sin embargo, los excesos crediticios suelen venir acompañados de señales en forma de desequilibrios macroeconómicos (déficit por cuenta corriente, monedas sobreapreciadas, aumentos en el precio relativo de los bienes no comercializables, etc.) y financieros (deuda externa, excesiva dolarización de pasivos), que no se perciben actualmente en la región. Tampoco se perciben claramente desequilibrios financieros importantes y, además, como se ha señalado, la supervisión y la regulación han mejorado. Precisamente, la identificación de vulnerabilidades en las pasadas crisis ha propiciado unos comportamientos más prudentes en las actuales circunstancias, sobre todo en lo referente a la exposición al riesgo cambiario en los balances bancarios.

En definitiva, aunque cabe esperar que el crédito bancario al sector privado registre tasas de crecimiento más moderadas en los próximos años, a medida que el ciclo madure y concluya la recuperación de las crisis financieras anteriores, se dan las condiciones para que el crédito mantenga un crecimiento tendencial elevado que permita una convergencia de la ratio crédito/producto hacia los niveles de países con similar nivel económico. Las mejoras en el ámbito estructural también están permitiendo mejorar los instrumentos e instituciones de mercado, como el alargamiento de los plazos de los préstamos, la aparición de mercados internos de deuda pública en moneda local en algunos países y, sobre todo, la reducción de los costes financieros y de los tipos de interés reales. Para proseguir en esta línea, deben consolidarse las mejoras del entorno macroeconómico y el refuerzo de las condiciones institucionales y de los mecanismos de supervisión y regulación.

MERCADOS FINANCIEROS Y FINANCIACIÓN EXTERIOR

La evolución de los mercados financieros de la región estuvo marcada por el episodio de inestabilidad iniciado en mayo, que supuso un retraimiento de los inversores hacia América Latina y el resto de mercados emergentes, y que afectó de modo simultáneo, aunque con diferente intensidad, a todos los países y a los principales indicadores financieros: bolsa, diferenciales soberanos y tipos de cambio. No obstante, tan relevante como el deterioro de los indicadores en mayo ha sido su rápida y robusta recuperación posterior, que ha permitido a muchos de los países latinoamericanos volver a los niveles observados antes de la turbulencia —y en algún caso mejorarlos—, como se muestra en el gráfico 9. Esta reacción tiene una lectura marcadamente positiva, sobre todo cuando se considera que, salvo alguna excepción, las economías latinoamericanas han protagonizado una recuperación más intensa que la de otras economías emergentes. A ello ha contribuido la reducción de las vulnerabilidades financieras en los últimos años, propiciada, en general, por unas posiciones exteriores más sólidas, una reducción de los costes y de los desequilibrios financie-



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

- a. Media móvil trimestral. Datos de aduanas en dólares.
- b. Datos de Contabilidad Nacional en moneda local.
- c. Agregación de las 7 mayores economías.

ros, y una mayor disciplina macroeconómica, que han fortalecido la resistencia de estas economías.

El gráfico 9 recoge en sus dos primeros paneles la acusada oscilación experimentada por las bolsas y los diferenciales soberanos en los últimos meses. La caída de las bolsas —en términos de moneda local— fue de casi el 30% en el promedio regional, destacando el retroceso de Colombia —cerca del 50%—, siendo este el mercado donde la recuperación también fue más intensa. En agosto, la mayoría de los países habían recuperado ya buena parte de lo perdido, si bien el agregado del área aún mostraba una caída de alrededor del 10%, frente a los máximos previos. Solo Chile, Venezuela y Perú han vuelto a registrar máximos anuales posteriormente. El índice de este último país es el que más se ha revalorizado en el ejercicio —por encima del 110%—, debido, en parte, a la superación de la incertidumbre electoral que había lastrado el comportamiento de los mercados hasta enero.

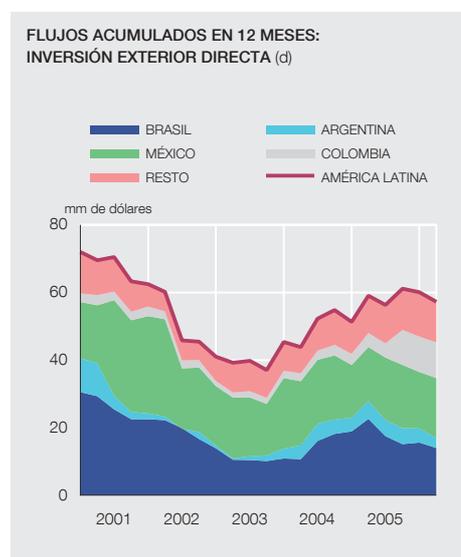
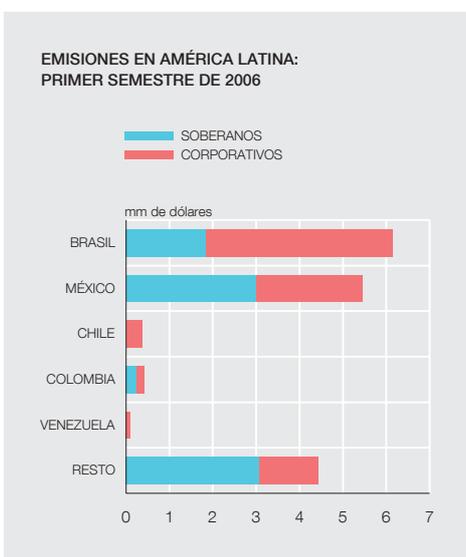


FUENTES: JP Morgan, Bloomberg, Moody's, Standard and Poor's y Fitch.

- a. Empeoramiento: caída entre el máximo anual hasta la turbulencia del segundo trimestre y el mínimo registrado durante la misma. Recuperación: variación entre el mínimo mencionado y el máximo posterior.
- b. Empeoramiento: variación entre el diferencial máximo registrado durante la turbulencia del segundo trimestre y el mínimo anual hasta entonces. Recuperación: variación entre el máximo mencionado y el mínimo posterior.
- c. Media simple de las calificaciones de Moody's, Standard and Poor's y Fitch.

Los diferenciales soberanos mostraron una evolución paralela a la de las bolsas. El diferencial soberano de la región, medido por el índice EMBI regional (véase gráfico 2), que alcanzó un mínimo histórico en torno a los 190 puntos básicos (pb) antes de la turbulencia de mayo, repuntó un 25% (casi 60 pb), por encima de los 250 pb. Los países donde más se amplió el diferencial fueron Argentina y Uruguay, si bien fue Colombia, con un repunte de más de 90 pb, el que registró un incremento proporcionalmente mayor. A partir de junio, los movimientos se invirtieron hasta mejorar los niveles previos en países como Brasil y Argentina, y acercarse a ellos en el resto de países; la excepción fue Chile, donde el diferencial no se recuperó. De hecho, el agregado regional volvió a registrar un mínimo histórico en agosto, aunque posteriormente volvió a repuntar ligeramente.

Los mercados cambiarios también acusaron el impacto de las turbulencias financieras y, aunque también en estos mercados las señales de recuperación fueron claras, pocas divisas



FUENTES: JP Morgan, FMI y estadísticas nacionales.

- a. Media trimestral.
- b. Datos hasta agosto y estimación para septiembre de 2006.
- c. 2006: Estimación.
- d. II TR 2006: Estimación para Colombia.

—entre ellas el peso mexicano— han recuperado los niveles previos. En el conjunto del período abril-septiembre destaca la fortaleza del peso peruano, que se situaba en niveles máximos del año (3% de apreciación en los últimos dos trimestres). Por el contrario, el peso colombiano y el peso chileno experimentaron las depreciaciones más fuertes durante este período, en torno al 5% y al 2,5%, respectivamente. Esta interrupción del proceso apreciator fue, en algunos casos, bienvenida por las autoridades, pues los temores a un exceso de apreciación cambiaria se habían ido haciendo cada vez más evidentes en ciertos ámbitos.

Es interesante observar que los países más afectados por el período de turbulencia fueron aquellos donde la entrada de capitales al mercado bursátil había sido más intensa en los últimos años, por lo que resulta razonable que la reversión cobrara mayor fuerza en ellos. Este es

particularmente el caso de Colombia, cuya bolsa aumentó un 900% de enero de 2002 a mayo de 2006, con mucho la mayor revalorización de la región. No obstante, también es este el único país que registra una posición deficitaria de la balanza por cuenta corriente y una ratio de deuda pública cercana al 50%, y muy rígida a la baja (a diferencia de otros países, como se refleja en el gráfico 13 más adelante), lo que le confiere un paralelismo con otros países emergentes severamente afectados en este episodio (véase gráfico 1) e impone una nota de cautela, válida para toda el área, a pesar de la vigorosa recuperación.

En cualquier caso, pese a la volatilidad del período, se produjo una mejoría en las calificaciones crediticias de varios países de la región (Brasil en junio y septiembre, Perú en agosto y Chile en julio, como se observa en el gráfico 9).

Según las previsiones del FMI, los flujos netos de capital hacia la región serán nulos en el conjunto de este año, a diferencia de lo ocurrido en los últimos dos años, en los que el saldo fue negativo (véase gráfico 10). Siendo los flujos privados netos previstos muy similares a los del año pasado (algo más de 12 mm de dólares), el equilibrio se alcanza por el menor saldo negativo de los flujos oficiales. Esta reducción se produce a pesar de que en esta cifra se incluye la cancelación de préstamos al FMI por parte de Argentina —realizada el año pasado, pero computada en enero—, la cancelación parcial de Uruguay, y otras con otros organismos por parte de diversos países, como la de México con el BID y el Banco Mundial, y la de Brasil con el Club de París. En el recuadro 2 se analiza la importancia que los programas del FMI han tenido en la recuperación de los flujos privados hacia América Latina y el resto de economías emergentes.

La descomposición de los flujos privados por categorías permite llegar a conclusiones llamativas. En primer lugar, los flujos netos de préstamos y créditos externos (que aparecen dentro de Otra inversión en el gráfico 10) conservan el signo negativo de los últimos años, aunque la magnitud de la caída (38 mm\$) es bastante menor que la del año anterior. En segundo lugar, se prevé un fuerte retroceso de los flujos de cartera, que pasan de los 25,4 mm de dólares en 2005 a una cifra ligeramente por encima de los 4 mm. Este descenso es, sobre todo, el reflejo de un fuerte saldo negativo de los instrumentos de renta fija, y no tanto de una reducción de los flujos de renta variable, a pesar de que la reciente volatilidad ha provocado la retirada de algunos fondos extranjeros. Los países latinoamericanos también están reduciendo su exposición a la deuda privada externa, a través de amortizaciones —como la protagonizada por Brasil con el remanente de bonos Brady, en abril— y no tanto por un ritmo menor de emisiones soberanas. Tras un primer trimestre muy activo, estas se interrumpieron prácticamente en el segundo, debido a la turbulencia financiera, y volvieron a reactivarse notablemente en el tercero (véase gráfico 10), de tal modo que en promedio (5 mm\$ al trimestre) fueron solo ligeramente inferiores a las del año pasado. Las emisiones corporativas han mostrado un dinamismo similar —4,3 mm de promedio trimestral (algo menos que el año anterior—, aunque se vieron menos afectadas en el segundo trimestre. En países como Chile o Venezuela, son las únicas que han tenido lugar, y en Brasil han superado, con 4 mm en el primer semestre, a las emisiones soberanas.

En este contexto de flujos de entrada netos nulos o negativos, cabe destacar la continua fortaleza de los flujos de inversión extranjera directa (IED), que, según las previsiones, se situarían en 46 mm\$ en 2006, cifra marginalmente inferior a la del año pasado, si bien, con datos hasta el segundo trimestre, la inversión acumulada en América Latina apunta a una cifra más cercana a los 58 mm\$ (véase gráfico 10). Por países, se observa un notable descenso de la inversión extranjera directa en Brasil, que fue propiciada por un notable aumento de los flujos de salida de IED (4,5 mm\$, un incremento del 250% respecto al período anterior), mientras

Entre otros objetivos, los programas financieros del Fondo Monetario Internacional (FMI) persiguen la recuperación de los flujos de capitales privados a los países beneficiarios. Se pueden citar tres canales fundamentales a través de los cuales el FMI reforzaría la confianza de los inversores externos y, por tanto, actuaría como catalizador de los flujos privados: liquidez, condicionalidad y señalización. La liquidez procurada por el FMI eleva la capacidad de pago del receptor y reduce, de este modo, la probabilidad de que este declare una suspensión de pagos. La condicionalidad asociada a los programas del FMI y su cumplimiento aumentan la confianza de los inversores en las políticas económicas de los países emergentes. Finalmente, la firma y renovación de los programas otorgan un sello de aprobación del FMI a sus políticas macroeconómicas, lo que induce un efecto señalización positivo sobre los inversores extranjeros.

Sin embargo, el efecto catalizador sobre los flujos privados de los programas del FMI es difícil de discernir empíricamente, e incluso algunos estudios concluyen que la firma de un acuerdo con el FMI va asociada a una retirada de capitales privados del país. El efecto catalizador aparece solo en casos muy concretos, como los países que acuden al organismo multilateral partiendo de buenas condiciones iniciales, o que tienen acceso a los mercados internacionales de crédito.

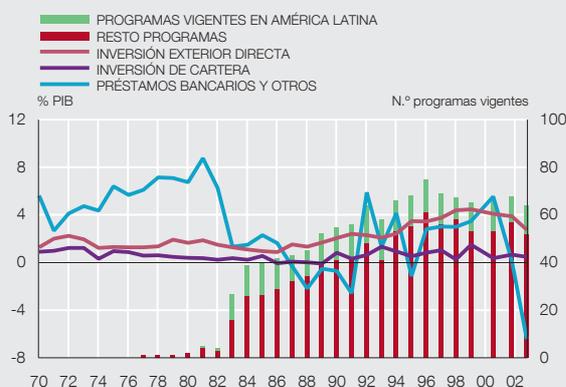
Estos resultados se han justificado cuestionando los tres canales antes descritos. Así, si la mayor liquidez proporcionada por el FMI no restaura de inmediato la confianza de los inversores extranjeros en el país receptor, esta solo serviría para alimentar una salida adicional de capitales. Respecto a la condicionalidad, en la mayoría de los casos los programas del FMI tienen un efecto contractivo sobre la actividad, al menos a corto plazo, lo que reduciría la capacidad de pago del país. Finalmente, la firma de un acuerdo con el FMI puede alertar a los inversores extranjeros sobre los problemas de un país, en la medida en que estos sospechen que el Gobierno

y el FMI tienen más información que ellos acerca de la magnitud de los problemas.

En un estudio publicado recientemente¹ se lleva a cabo un análisis pormenorizado de la cuestión, distinguiendo entre tipos de flujos privados y entre tipos de programas firmados con el FMI. En el gráfico 1 se presenta una somera descripción de la muestra utilizada en dicho trabajo. Los programas vigentes aumentaron sustancialmente a partir de la crisis de la deuda de 1982, y alcanzaron un máximo de 75 en 1996 (sobre 156 países, es decir, cerca de la mitad de las naciones tenían ese año firmado un acuerdo con el FMI). Los programas más utilizados son los *Stand-by Arrangements* (SBA), y los de reducción de pobreza, PRGF (*Poverty Reduction and Growth Facility*), programas de largo plazo, cuasi concesionales, con un mayor componente estructural en la condicionalidad que otro tipo de acuerdos. Los otros programas considerados tienen una menor recurrencia: los de tipo EFF (*Extended Fund Facility*, orientados a la resolución de crisis pero con un plazo de vigencia mayor que los SBA) y los preventivos, similares a estos dos últimos —y por tanto, con condicionalidad—, pero en los que el país firmante se compromete a no efectuar retirada de fondos alguna salvo que se desencadene una crisis financiera. Respecto a los distintos tipos de flujos, la inversión exterior directa recibida como porcentaje del PIB tiene una tendencia creciente con poca volatilidad, los flujos de cartera son muy reducidos (no superan el 1,5% del PIB ningún año), mientras que los préstamos bancarios muestran una elevada volatilidad, predominando especialmente al inicio de la muestra y desplomándose al final. Con estos datos, considerando otros factores que determinan la entrada de capitales privados en las economías emergentes, y corrigiendo de posible endogeneidad y sesgo de selección en las estimaciones, los resultados —recogidos en el cuadro adjunto—

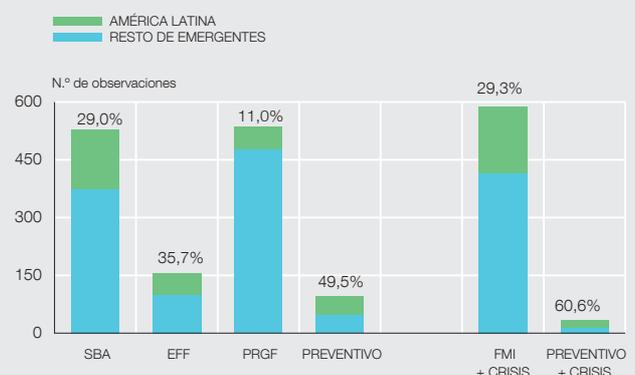
1. Véase el Documento de Trabajo del Banco de España n.º 0617, de Javier Díaz-Cassou, Alicia García-Herrero y Luis Molina, *What kind of capital flows does the IMF catalyze and when?*

1 FLUJOS NETOS DE CAPITAL Y PROGRAMAS CON EL FMI



FUENTE: Banco de España.

2 PROGRAMAS Y REPARTO GEOGRÁFICO (a)



a. El porcentaje se refiere a la cuota de los países latinoamericanos en cada uno de los tipos de programas o situaciones.

son algo más favorables que los obtenidos hasta el momento por otros estudios.

En efecto, la firma de un programa con el FMI supondría la entrada de inversión directa de una cuantía equivalente a 0,4 puntos de PIB, y este efecto sería significativo para los programas PRGF y EFF. Respecto a los flujos de cartera, a nivel agregado el efecto no es significativo, pero sí lo es en el caso de los EFF. Finalmente, los préstamos bancarios se ven desincentivados tanto por la firma de un EFF como de un SBA, de modo que, en conjunto, firmar un acuerdo con el FMI supondría una salida de este tipo de capitales equivalente al 1,2% del PIB.

Los resultados más positivos se obtienen para los programas preventivos. Los resultados empíricos (véase cuadro adjunto) apuntan a que los acuerdos preventivos tienen un impacto positivo mayor que el resto: elevarían la inversión directa recibida en una proporción 4,5 veces superior a la del conjunto de acuerdos, y, si bien no llegan a tener efectos significativos sobre los préstamos bancarios, al menos el coeficiente pasa a ser positivo. Los diferentes efectos, derivados de las características específicas de estos acuerdos, sobre los tres canales señalados anteriormente podrían explicar estos mejores resultados. El efecto liquidez quedaría mitigado, pero podrían amplificarse los otros dos y, sobre todo, el efecto señalización.

Es interesante, por último, examinar si los flujos externos dirigidos hacia los países de América Latina han respondido de un modo diferente a la firma de programas financieros con el FMI. La recurrencia de los países latinoamericanos a los programas del FMI es proporcional a su representatividad, ya que siendo 35 países sobre 156, esto es, el 22,4% del total, generan el 22,5% de las observaciones con un acuerdo con la multilateral vigente. Por tipo de programas, han sido especialmente activos en la firma de EFF, y en especial, de acuerdos preventivos (véase gráfico 2).

Si se repite el ejercicio previo en la submuestra de países de la región se obtienen los coeficientes que se presentan en la parte derecha del cuadro adjunto. Así, el efecto de los programas sobre

la inversión directa es significativamente mayor que para el resto de economías emergentes, algo que se deriva de un fortísimo efecto de los programas tipo PRGF (5,5 puntos del PIB, frente a tan solo 0,6). Los programas tipo EFF, que son los que ha firmado la región con mayor profusión, generan un aumento de la inversión en cartera superior al del conjunto de las economías emergentes (0,9 puntos, frente a 0,4). En sentido negativo, el efecto sobre los préstamos bancarios de los SBA es mayor que en el conjunto de la muestra. Finalmente, en el caso de los programas preventivos los resultados son bastante más desfavorables que para el conjunto de los emergentes.

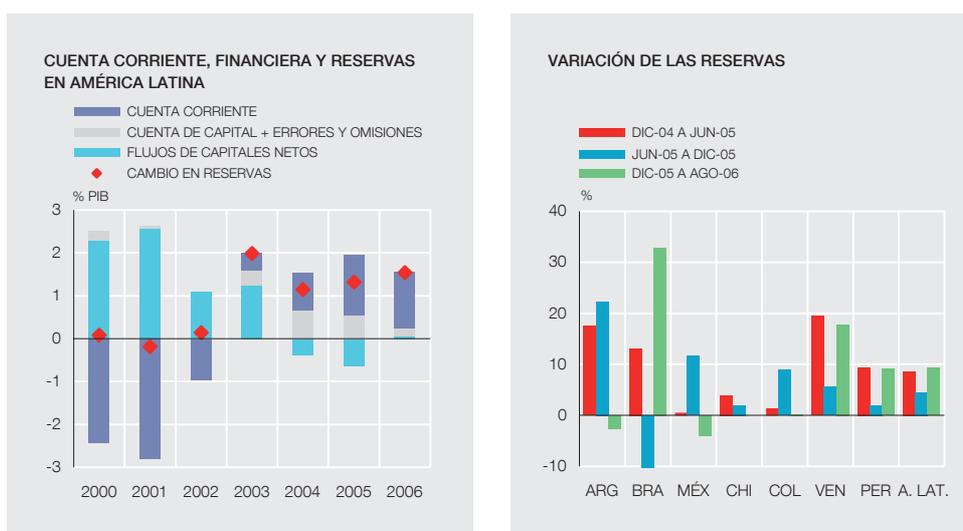
Este último resultado puede deberse a la mayor recurrencia de crisis en América Latina. Los programas preventivos estarían, en principio, diseñados para momentos de calma en los receptores, esto es, en ausencia de crisis. Cuando estalla una crisis, la presencia de un programa preventivo puede agravar la salida de capitales, en la medida en que el sometimiento a la condicionalidad previo no ha servido para soslayar los problemas. En este sentido, de las 33 observaciones que en la muestra registran una coincidencia de una crisis con la vigencia de un acuerdo preventivo, 20 pertenecen a la región. Por ello, en la última línea del cuadro adjunto se presentan los resultados para los programas preventivos en una submuestra de observaciones sin crisis y se comparan con la misma submuestra en América Latina. Los resultados mejoran para América Latina, pero también para el conjunto de la muestra, de lo que se infiere que esta es solo una explicación parcial a los resultados.

En conclusión, el efecto catalizador de los acuerdos con el FMI depende del tipo de flujo y del programa al que se haga referencia. Los acuerdos a medio y largo plazo, con una condicionalidad más estructural (PRGF y EFF) tienden a elevar la inversión directa, y en el caso de los EFF, también la inversión en cartera. Si, además, el acuerdo es preventivo, se encuentra una multiplicación de los efectos catalizadores, en especial sobre la inversión directa. En este contexto, América Latina muestra un comportamiento más favorable en el caso de la inversión directa y de cartera, salvo en el caso de los acuerdos preventivos, que parecen ejercer un efecto catalizador menor.

	Muestra completa			América Latina		
	IED	Inversión en cartera	Préstamos bancarios	IED	Inversión en cartera	Préstamos bancarios
Programa FMI	0,40 **	0,17	-1,20 ***	0,67 **	0,12	-1,69
<i>De los cuales:</i>						
— SBA/SRF	0,17	0,09	-1,24 ***	0,12	-0,25	-1,85
— EFF	0,66 *	0,45 **	-1,66 ***	0,41	0,91 ***	-2,19
— PRGF	0,61 **	-0,11	-0,19	5,50 ***	-1,22	0,30
— Preventivos: total muestra	1,79 ***	0,12	0,96	-0,12	-1,01 ***	0,60
— Ausencia de crisis	3,24 ***	0,56 *	0,74	0,40	-0,40	0,75

FUENTE: Banco de España.

a. Estimación con efectos fijos. *, ** y *** denotan que el coeficiente de la *dummy* para el programa del FMI es significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

que Colombia presentó el aumento más notable de la región, consolidando la mejora de su atractivo inversor en los últimos tiempos.

El saldo neto de los flujos de capitales en la región en los últimos años resulta algo engañoso, puesto que en ese período han existido unas condiciones muy favorables de financiación exterior por parte de estos países. Estas condiciones, en vez de ser utilizadas para incrementar el endeudamiento externo, han sido aprovechadas para reducir la exposición exterior bajo condiciones favorables, con el fin de mitigar la vulnerabilidad financiera. Este es uno de los rasgos más característicos, y esperanzadores a la vez, de este período de bonanza financiera.

Por otro lado, como se ha comentado, la posición exterior sigue siendo ampliamente superavitaria en la mayoría de los países, implicando que el área, en su conjunto, es exportadora neta de capitales desde una perspectiva de balanza de pagos. Desde esta perspectiva, la conjunción de un amplio superávit exterior y de unos flujos financieros netos equilibrados supone —como se observa en el gráfico 11— la continuación del proceso de acumulación de reservas a un ritmo elevado (un incremento del 10% en el conjunto del área en el semestre). En este sentido, la acumulación de reservas no solo permite una línea de defensa ante futuras turbulencias financieras, sino que va aparejada a la existencia de una posición exterior holgada, la cual, como se ha visto, ha sido importante para mitigar el impacto de la última. No obstante, la acumulación de reservas puede acabar teniendo costes importantes y crecientes, sobre todo en el ámbito del control monetario en algunos países, como se analiza en el recuadro 3.

PRECIOS Y POLÍTICAS
MACROECONÓMICAS

La evolución de la inflación continuó siendo muy positiva en el agregado del área, con una reducción adicional de casi un punto porcentual desde el inicio de año, hasta situarse en el 5,1% en agosto (véase gráfico 12). Esta evolución es particularmente notable, en un contexto de precio del crudo al alza y fuerte tirón de la demanda interna, aunque los precios administrados se han moderado en muchos países. De un modo menos marcado, la inflación subyacente también siguió reduciéndose, hasta alcanzar el 4,7% en julio. La reducción de la inflación estuvo liderada por Brasil, donde fue superior al punto porcentual en los últimos seis

Uno de los rasgos más notables de la economía internacional durante los últimos años ha sido el importante incremento de reservas internacionales a nivel mundial, impulsado fundamentalmente —con la excepción de Japón— por las economías emergentes, principalmente en Asia, y más recientemente los países exportadores de petróleo. Así, las reservas internacionales del conjunto de Asia a finales de 2005 suponen, tras registrar un crecimiento del 28% anual durante el período 2002-2005, el 60% del total de las reservas mundiales. Las reservas de los países exportadores de petróleo (OPEP y Rusia), aun suponiendo una fracción mucho menor del total de las reservas mundiales —un 9% a finales de 2005—, tuvieron un crecimiento anual del 34% durante el mismo período. Pese a haber recibido una menor atención, un gran número de países de América Latina ha estado, de igual manera, acumulando sus reservas internacionales de manera significativa (véase gráfico 1), al haber crecido un 20% anual en el período 2003-2005; aun así, las reservas del área en su conjunto equivalían a finales de 2005 a solo un 5% de las reservas mundiales. Destacan las tenencias de México (66 mm\$) y Brasil (71 mm\$).

La persistencia de las buenas condiciones financieras y la existencia de holgados superávits exteriores han generado fuertes presiones hacia la apreciación de las monedas locales. Aunque en parte tales apreciaciones corrigen un drástico movimiento contrario previo, la mayoría de los bancos centrales de la región han tratado de mitigarlas, en mayor o menor medida, llevando a cabo importantes operaciones de compra de activos en dólares. En algunos países, más que un deseo expreso de controlar el tipo de cambio, han sido otras las razones de la acumulación. Así, en México, el fuerte incremento de reservas ha venido propiciado por la venta de dólares por parte de la empresa petrolera estatal al banco central, mecanismo por el que se trata de evitar que los ingresos del petróleo se negocien en los mercados cambiarios, ante la volatilidad que operaciones de esta magnitud e irregularidad podrían generar.

Por otra parte, el aumento de las reservas ha permitido reducir la vulnerabilidad financiera. Tras las crisis de finales de los noventa y principios de la presente década, en una fecha tan cercana como el año 2002 algunos países poseían reservas internacionales muy reducidas en relación con los estándares históricos y las necesidades de cobertura ante vulnerabilidades. El aumento de las reservas también ha permitido la recomposición de la deuda soberana a través de dos vías. La primera es directa, al utilizarse las reservas, en determinados casos (Brasil, Argentina y, más recientemente, Uruguay y México), para recomprar deuda en los mercados y para devolver anticipadamente los préstamos de las instituciones financieras internacionales; la segunda es indirecta, pues, al contrarrestarse las presiones apreciatorias, persiste la expectativa de apreciación de la moneda, con lo que la deuda en moneda local incrementa su atractivo relativo. Ambos factores han permitido reducir la deuda externa y en moneda extranjera, y, por lo tanto, la vulnerabilidad. Esta mejora queda puesta de manifiesto por los indicadores al uso, como la ratio de reservas sobre deuda exterior a corto plazo, que tal y como puede verse en el gráfico 2 ha aumentado en muchos casos por encima de la unidad (lo adecuado de acuerdo con la regla de Guidotti-Greenspan). Estudios más elaborados¹, en los que se contrasta la adecuación del nivel de reservas a una reversión súbita de los flujos de capitales, también respaldan la mejora de la capacidad de resistencia de estas economías en los últimos años, sin que la acumulación llegue a ser, por el momento, excesiva.

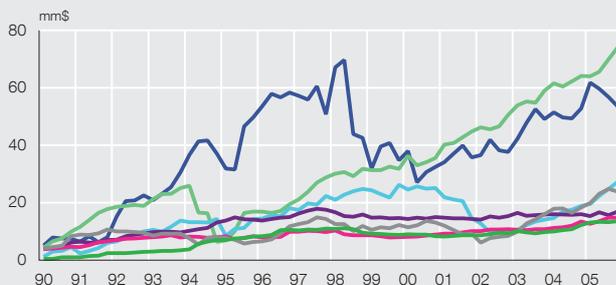
Sin embargo, junto con estos aspectos positivos, la acumulación de reservas genera costes y problemas que también están afectando paulatinamente a los países de la región. En primer lugar, los incrementos de reservas van acompañados por expansiones de liquidez que, en caso de no ser esterilizadas, generan presiones inflacionis-

1. O. Jeanne y R. Ranciere, *The Optimal Level of International Reserves for Emerging Economies: Formulas and Applications*, IMF Research Department, próxima publicación.

1 RESERVAS INTERNACIONALES (a)

Miles de millones de dólares

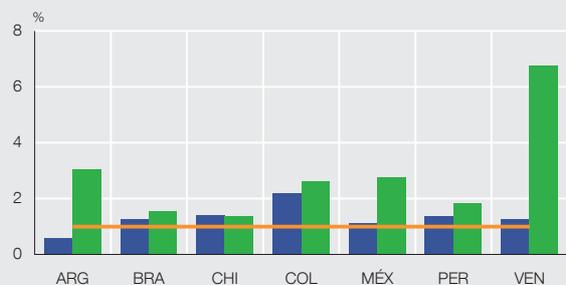
— BRA — MÉX
— ARG — CHI
— COL — VEN
— PER



2 RESERVAS SOBRE DEUDA EXTERNA A CORTO PLAZO

Porcentaje de la deuda externa a corto plazo

■ 2002 ■ 2005
— UMBRAL DE SEGURIDAD (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (IFS) y Base de Datos de Deuda Externa BIS-FMI-OCDE-BM.

a. Reservas internacionales, excluido oro.
b. Según la Regla Guidotti-Greenspan.

Y CONSECUENCIAS INTERNAS (cont.)

tas. El caso de Argentina es quizás el más relevante. Pese al notable esfuerzo por esterilizar los incrementos de reservas (véase gráfico 17), se está produciendo una expansión notable de la liquidez. Esta circunstancia complica sobremanera la gestión de la política monetaria y el control de la inflación, que, pese a los controles de precios, está situada en torno al 10% interanual. Un problema semejante se da en Venezuela, donde la inflación se encuentra en torno al 15%, empujada por los incrementos de base monetaria derivados de la esterilización incompleta. La esterilización, incluso siendo exitosa, no está exenta de problemas, como los llamados costes fiscales. Estos costes, definidos como el diferencial entre el retorno de los activos de reserva (en muchos casos, bonos estadounidenses), y de los bonos emitidos para esterilizar los incrementos de base monetaria, están siendo de cierta magnitud en Brasil y México, como consecuencia de los mayores tipos de interés en ambos países. Otro problema son las distorsiones que sobre el sistema financiero pueden generar las ventas de bonos por parte del banco central, como es el caso de Colombia, donde los bonos están siendo absorbidos en gran medida por los bancos comerciales. Esta situación sesga en exceso sus carteras hacia el sector público, pudiendo incluso generar un dilema en el banco central al desalinearse los objetivos de política monetaria con la estabilidad financiera, en tanto que un aumen-

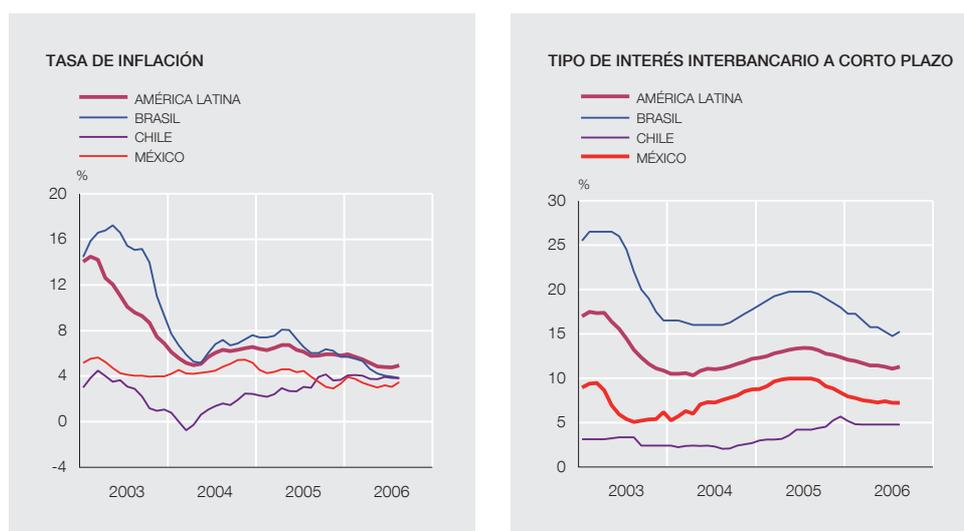
to significativo de los tipos de interés (tal vez requerido para contener la inflación en caso de una eventual depreciación de la moneda) generaría un considerable deterioro de los activos de la banca comercial, con los consiguientes problemas sobre la estabilidad financiera.

En suma, en los últimos años, en un contexto de importantes superávits comerciales, entradas de capitales y elevados precios del petróleo, se ha producido un importante incremento de reservas en un gran número de países de América Latina, fenómeno que, junto con los conocidos efectos positivos en términos de reducción de la volatilidad cambiaria y la vulnerabilidad financiera, está generando problemas de diversa naturaleza. Pese a que no es posible hacer una predicción acerca de la continuidad del proceso en el conjunto del área, por haber heterogeneidad en los factores determinantes y las consecuencias internas, puede concluirse que, en aquellos países donde la acumulación de reservas sea fundamentalmente consecuencia de intervenciones cambiarias y donde el proceso de acumulación prosiga a un ritmo elevado, los problemas asociados a ella se incrementarán, pudiendo tener consecuencias negativas sobre la estabilidad monetaria y financiera y dando lugar, en última instancia, a una interrupción del proceso.

meses, mientras que en Argentina la tendencia a la aceleración de los precios se rompió y la inflación, aun siendo elevada, entró en una fase de estabilidad a partir de junio. En México, la tasa de inflación se ha situado en los últimos meses por encima del objetivo de inflación (del 3%), mientras que en Chile se rompió la senda ascendente de los últimos dos años.

A pesar de esta evolución de los precios, las políticas monetarias tendieron a endurecerse, con la destacada excepción de Brasil, que es uno de los pocos bancos centrales que, a escala global, sigue reduciendo los tipos de interés. En cualquier caso, como se veía en el gráfico 7, sus tipos de interés reales también siguen siendo los más elevados de la región (y, prácticamente, del mundo). En México, el ciclo de bajadas de tipos de interés se interrumpió en abril, mientras que en Colombia se inició en mayo un nuevo ciclo alcista. En Perú, Chile —a ritmos más moderados que en trimestres anteriores— y Argentina prosiguieron los incrementos de tipos de interés. En este país continuaron siendo alzas muy tímidas en relación con la magnitud del problema de inflación que afronta, si bien sus tipos de interés reales podrían dejar de ser negativos en los próximos trimestres (véase de nuevo el gráfico 7). Son las políticas alternativas de controles de precios las que han adquirido protagonismo, y, en los últimos meses, parecieron lograr el efecto deseado, también a través de su impacto disuasorio sobre otros sectores no directamente afectados.

En el conjunto del área, el déficit público se ha estabilizado en torno al medio punto porcentual en los últimos dos años, si bien el superávit primario sigue mostrando una ligera tendencia al alza, rozando el 4% del PIB (véase gráfico 13). En los últimos trimestres destaca la tendencia al alza del superávit primario en México y Perú, lo que les ha permitido consolidar una situación de superávit en el saldo fiscal, así como la drástica ampliación del superávit chileno.



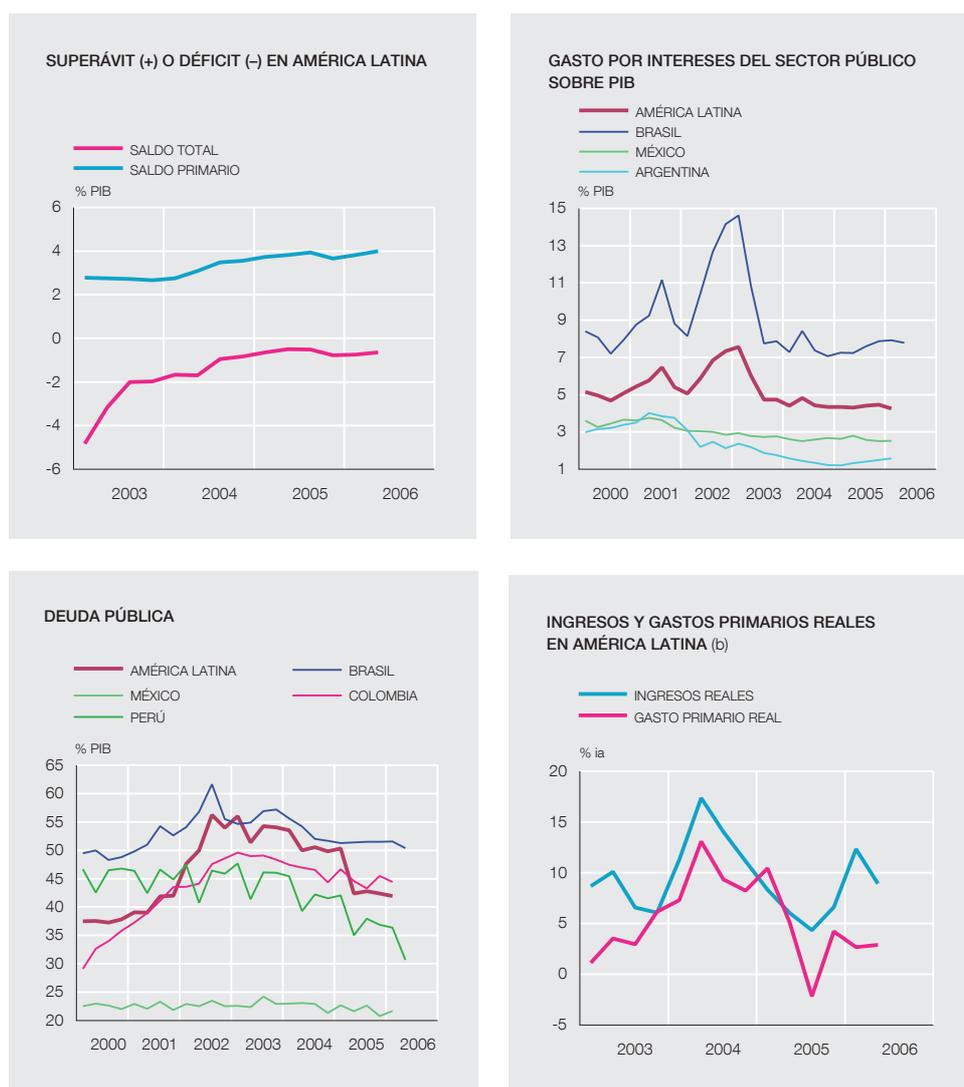
FUENTE: Estadísticas nacionales.

La estabilización de la brecha entre saldo fiscal primario y total se explica por el escaso margen de reducción adicional de los pagos por intereses, ligado al final del ciclo bajista de tipos de interés y a la creciente resistencia a la baja de la deuda pública. De hecho, los pagos por intereses se redujeron más de 3 pp del PIB en los últimos años (véase gráfico 13), pero permanecen estancados ligeramente por encima del 4% del PIB desde hace casi dos años, y en países como Brasil (8% del PIB) o Argentina (2% solo, después de la restructuración de la deuda) han repuntado recientemente. Mientras tanto, la deuda pública también se ha estabilizado por encima del 40% en el agregado del área, y solo en Perú y Chile se mantiene una tendencia decreciente.

En cualquier caso, los resultados fiscales siguen siendo positivos, sobre todo en un contexto de elecciones, que tienden a generar presiones sobre los gastos. El gasto primario en términos reales han mostrado una flexión notable en el último año, pasando de crecer por encima del 10% a hacerlo en torno al 4%, en tasa interanual. Solo en Argentina se observa una tendencia importante al alza en el gasto, que también se extiende a sus provincias. Por el contrario, los ingresos públicos en la región siguen registrando tasas de crecimiento elevadas, en el entorno del 10%. La bonanza es generalizada, aunque más acusada en aquellos sistemas fiscales que dependen más de los ingresos por materias primas, como México, Venezuela y Chile. No obstante, los compromisos o incertidumbres sobre un mayor gasto futuro en algunos países como Brasil o Argentina podrían comprometer las buenas perspectivas fiscales.

INTEGRACIÓN COMERCIAL
Y REFORMAS ESTRUCTURALES

En el ámbito comercial, se han producido movimientos trascendentales de cara a la reconfiguración de los bloques regionales latinoamericanos. Por un lado, se formalizó la adhesión de Venezuela a MERCOSUR como miembro de pleno derecho, tras abandonar la Comunidad Andina (CAN). Este abandono fue justificado por la firma de los Tratados de Libre Comercio de otros dos miembros, Perú y Colombia, con Estados Unidos. Dichos tratados están pendientes de discusión y aprobación en la Cámara estadounidense, en el primer caso, y en los respectivos Parlamentos, en el segundo. En ambos casos el cronograma es relevante, puesto que los beneficios arancelarios con Estados Unidos expiran a finales de 2006. Por el contrario, las negociaciones en curso de Ecuador con Estados Unidos quedaron bloqueadas tras un conflicto con una petrolera estadounidense. Tras la marcha de Venezuela se produjo el acercamiento de Chile a la CAN —donde se ha incorporado como Estado asociado en septiem-



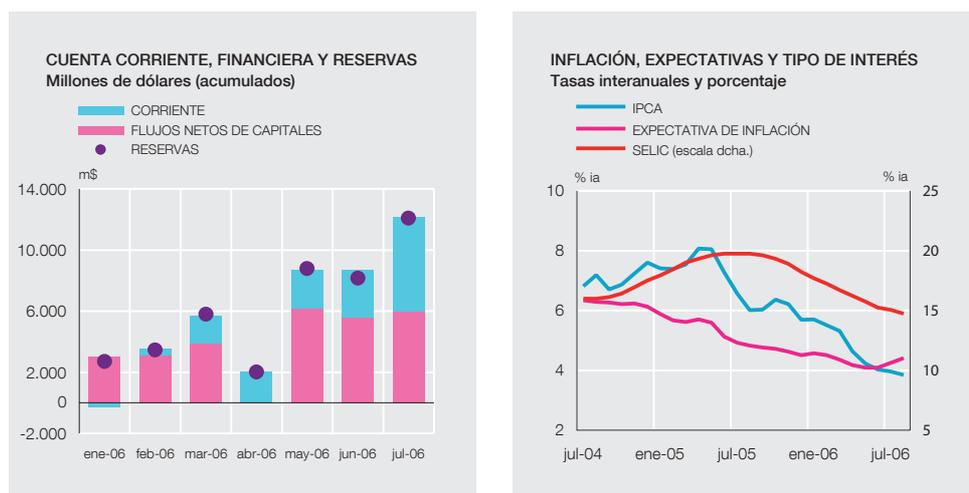
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. II TR 2005 estimado sin Argentina.

b. Deflactado por el IPC.

bre—, al tiempo que profundizaba su estrategia de acuerdos bilaterales (ratificación del acuerdo con China y negociaciones con Japón, entre otros).

La nueva configuración que se perfila de los bloques regionales reflejaría los dos posicionamientos en la región en relación con la integración comercial. Por un lado, el bloque del Pacífico, más abierto y cercano a Estados Unidos y, por lo tanto, al proyecto de Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA). Este bloque incluiría México y, también, los países centroamericanos, cuyo acuerdo de libre comercio con Estados Unidos (CAFTA) aún no ha entrado en vigor en su totalidad. Por otro lado, el bloque atlántico, con menor sintonía respecto a las posiciones estadounidenses, representado por MERCOSUR, que, tras la entrada de Venezuela y la evolución de los últimos años, parece estar adoptando un carácter cada vez más intervencionista. De hecho, los países más pequeños de MERCOSUR, Paraguay y Uruguay, solicitaron firmar acuerdos de libre comercio con otros bloques o naciones al margen del resto del bloque, al discrepar del rumbo tomado.

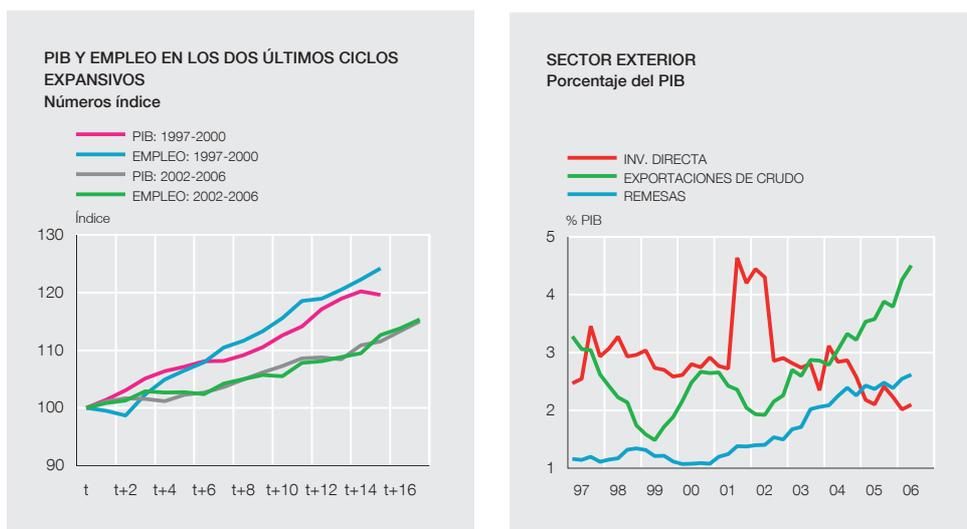


FUENTE: Banco Central de Brasil.

Evolución de los principales países

En *Brasil*, la tasa de crecimiento interanual del producto retrocedió hasta el 1,2% en el segundo trimestre del año (la misma tasa que en la segunda mitad de 2005). El repunte experimentado en el primer trimestre de 2006 (3,3%) se reveló efímero, como consecuencia de que la inversión, tras una notable recuperación en ese trimestre, volvió en el segundo a una tasa de crecimiento interanual de apenas un 2,9%, y de que las exportaciones, que llevaban creciendo a tasas cercanas al 10% en el último año, pasaron a registrar una tasa negativa de variación, en términos de Contabilidad Nacional. Mientras tanto, se mantuvo la notable fortaleza del consumo privado, que, incluso, se aceleró, apoyado en el fuerte crecimiento de las rentas salariales y la relajación monetaria, que están impulsando el crédito. El crecimiento de las importaciones, por encima del 10%, llevó a que en el segundo trimestre la aportación negativa del sector exterior se ampliara hasta 2,2 pp. En dólares, sin embargo, las exportaciones siguieron creciendo, con lo que los superávits comercial y por cuenta corriente se estabilizaron en valores cercanos al 6% y 2% del PIB, respectivamente. El superávit por cuenta corriente y el flujo neto de entrada de capitales se tradujeron en un incremento de las reservas superior a los 12 mm\$ en lo que va de año (véase gráfico 14), con lo que se compensó buena parte de la caída de reservas asociada a la devolución del préstamo del FMI el año pasado. Con respecto a los resultados fiscales, pese a estar inmersos en un año electoral y al relevo en el Ministerio de Hacienda, el superávit primario se mantuvo por encima del 4,25% del PIB fijado como objetivo. Sin embargo, se ha producido un notable incremento del gasto público comprometido —incrementos salariales a funcionarios y de pensiones—, que ha reducido el margen de maniobra del Gobierno y puede afectar a la estabilidad fiscal en el futuro. Aunque los elevados pagos de intereses no han permitido más que una ligera reducción de la deuda, medida en términos de PIB, la gestión de la misma continuó la tendencia hacia la mejora de su composición; en concreto, se redujo la deuda indiciada a la tasa de interés SELIC y la deuda externa.

El aspecto más positivo de la economía brasileña fue la evolución de la inflación y de sus expectativas (véase gráfico 14). La tasa de inflación se ha reducido desde el 5,7% registrado a finales de 2005, hasta el 3,8% en agosto, y la tasa subyacente en una magnitud similar. Entre los factores que explican este proceso cabe destacar la apreciación del real y los efectos de las subidas de tipos de interés oficiales llevadas a cabo por el banco central hasta septiembre del año. Este favorable comportamiento de los precios permitió al banco central continuar con el proceso de relajación de la política monetaria, reduciendo en 375 pb el tipo de interés oficial



FUENTES: INEGI y Banco de México.

durante 2006, que se deben añadir a los 175 puntos de reducción en los últimos meses de 2005. De este modo, la tasa SELIC (14,25%) se situó en su menor nivel desde 1997, y la curva de rendimientos sigue registrando una pendiente negativa. Por su parte, el tipo de cambio registró una notable apreciación hasta mediados de mayo. Esta tendencia apreciativa, que preocupa a las autoridades, fue aprovechada para reformar la legislación cambiaria de Brasil en agosto y reducir, de esta manera, la presión al alza del real. El episodio de turbulencias financieras alivió transitoriamente la presión sobre el tipo de cambio —se depreció cerca de un 15% en un mes, pero después ha mantenido la senda apreciativa—. Tanto el diferencial soberano, que se redujo casi 100 pb entre enero y mayo, hasta mínimos históricos, como las bolsas, registraron un comportamiento análogo: corrección y recuperación posterior. En este último caso, la recuperación no permitió retornar a los niveles alcanzados en mayo. A pesar de las fuertes entradas de capital extranjero en los mercados de deuda y bursátiles del período precedente y de que la mayor liquidez del mercado brasileño tiende a favorecer una mayor volatilidad, la magnitud de la corrección se correspondió aproximadamente con el promedio de la región (véase gráfico 9). En el ámbito de las reformas estructurales no se han producido avances significativos en los últimos trimestres a la espera de los comicios presidenciales de octubre.

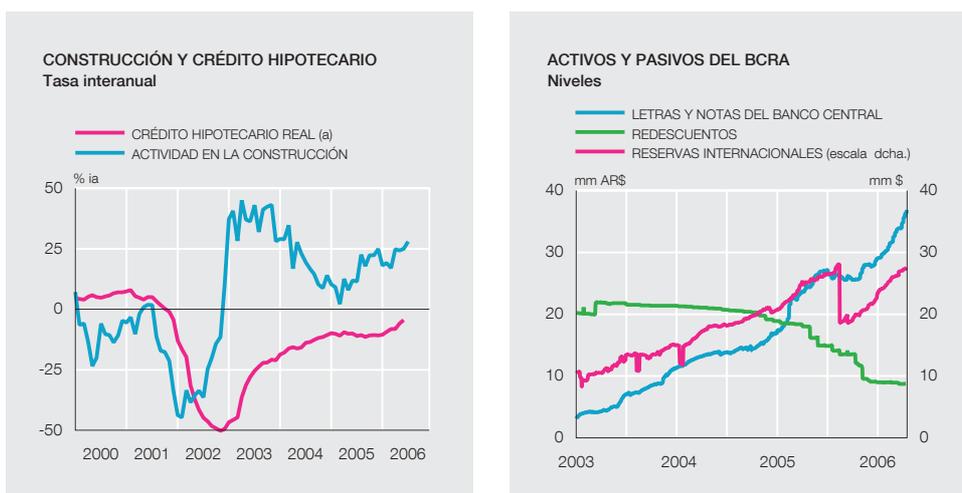
En México, la actividad económica se aceleró notablemente en el primer semestre del año, al alcanzar una tasa de crecimiento anual de 5,1%, 5,5% en el primer trimestre y 4,7% en el segundo —frente a un crecimiento del 3% en la segunda mitad de 2005—. Se trata de la mayor tasa de crecimiento desde la segunda mitad del año 2000. El mayor crecimiento vino impulsado por la demanda interna, que pasó a crecer un 6% en el segundo trimestre del año. Dentro de esta, se observó una aceleración especialmente notable en el consumo público (relacionado con las elecciones de julio) y la inversión, mientras que el consumo privado siguió creciendo a tasas superiores al 6%. La evolución del consumo estuvo sostenida por la aceleración en la creación de empleo, con tasas de crecimiento superiores al 6%, aunque muchos de los empleos generados son temporales y su ritmo de avance sigue siendo menos intenso que en ciclos anteriores (véase gráfico 15). La aportación del sector exterior (−1,2 pp en ambos trimestres) fue ligeramente más negativa que en períodos anteriores. A pesar de ello y como consecuencia, principalmente, de la mejora en la relación real de intercambio asociada al precio del petróleo, la balanza comercial registró un superávit en el primer trimestre de 2006 —por primera vez en los últimos nueve años— y presentó un déficit reducido en el segundo

trimestre. La balanza por cuenta corriente se situó muy cerca del equilibrio en el primer semestre, tras cinco años de paulatina corrección. A este comportamiento ha contribuido la creciente entrada de remesas, que se han convertido en uno de los componentes más dinámicos de las cuentas exteriores (tras las exportaciones de crudo), superando incluso a la inversión extranjera directa en el país (véase gráfico 15). En el ámbito fiscal, en el primer semestre de 2006 se pasó a una situación de superávit (0,6% del PIB), debido a que el crecimiento de los ingresos públicos —tanto por los recursos de la actividad petrolera como por la recaudación tributaria— compensó sobradamente el repunte del gasto público, asociado, en parte, a las elecciones presidenciales y legislativas celebradas en julio.

La inflación repuntó en los dos primeros meses del año debido a factores estacionales, para descender gradualmente y situarse desde entonces por encima del 3% —centro del intervalo objetivo del Banco Central—, mientras que la inflación subyacente se ha venido incrementado de forma muy lenta (2 décimas en su tasa interanual durante 2006, hasta 3,3% en agosto). En este contexto, el Banco Central interrumpió en abril el proceso de relajación monetaria iniciado en agosto de 2005 y que supuso un descenso de 275 pb de la tasa de fondeo bancario, hasta situarse en el 7%, y, desde la última bajada de tipos, la curva de rendimientos se ha mantenido con una pendiente ligeramente positiva. El tipo de cambio del peso frente al dólar inició un proceso de depreciación en febrero, que se agudizó con las turbulencias financieras, pero a partir de junio comenzó a apreciarse moderadamente, sin alcanzar los niveles de inicio de año. Como se comenta en el recuadro 3, los elevados ingresos petrolíferos siguieron impulsando a las reservas internacionales, hasta alcanzar niveles nunca antes registrados, lo que ha llevado a incrementar las intervenciones diarias de ventas de dólares en el mercado de divisas de acuerdo con un mecanismo reglado. Los índices bursátiles alcanzaron un máximo histórico a principios de mayo, momento en el que se inició un descenso de un 25%, hasta finales de junio. Las subidas observadas durante julio y agosto permitieron recuperar niveles cercanos al máximo anual. Las elecciones presidenciales se saldaron con un resultado extremadamente ajustado para el candidato continuista, cuyo partido también alcanzó la mayoría relativa en el Parlamento. El candidato opositor no aceptó el resultado electoral, generando una complicada situación institucional que, no obstante, apenas se ha reflejado, hasta ahora, en los indicadores financieros.

En *Argentina*, la actividad económica se desaceleró ligeramente en el primer semestre, hasta situarse en un crecimiento interanual del 7,9% en el segundo trimestre. Esta desaceleración del producto se explica por el menor crecimiento de la demanda interna, especialmente de la inversión en equipo. Por el contrario, la inversión en construcción continuó con tasas de crecimiento interanuales superiores al 22%, y, además, los créditos hipotecarios han dado las primeras señales de recuperación (véase gráfico 16). El consumo privado mantuvo tasas de crecimiento similares a las del producto en ambos trimestres, impulsado por incrementos del empleo por encima del 5%, en tasa interanual. En el primer semestre del año, la balanza comercial mantuvo su excelente comportamiento y el saldo por cuenta corriente amplió su saldo positivo por la mejora en la balanza de rentas, asociado al menor pago de intereses. El superávit fiscal primario acumulado por el Gobierno central se situó por encima del objetivo marcado en el Presupuesto para 2006, pero por debajo del registrado en 2005. Sin embargo, los datos publicados sobre la situación fiscal de las provincias, los fallos judiciales que obligan al Gobierno a aumentar cierto tipo de pensiones y la modificación de la Ley de Administración Financiera —que otorga mayores poderes al Gobierno en el ámbito presupuestario— plantean algunas incertidumbres sobre la evolución futura de las finanzas públicas.

La tendencia al alza de la inflación que se había registrado en la segunda mitad de 2005 se quebró, ayudada por los acuerdos de precios en algunos productos y la regulación de ciertas

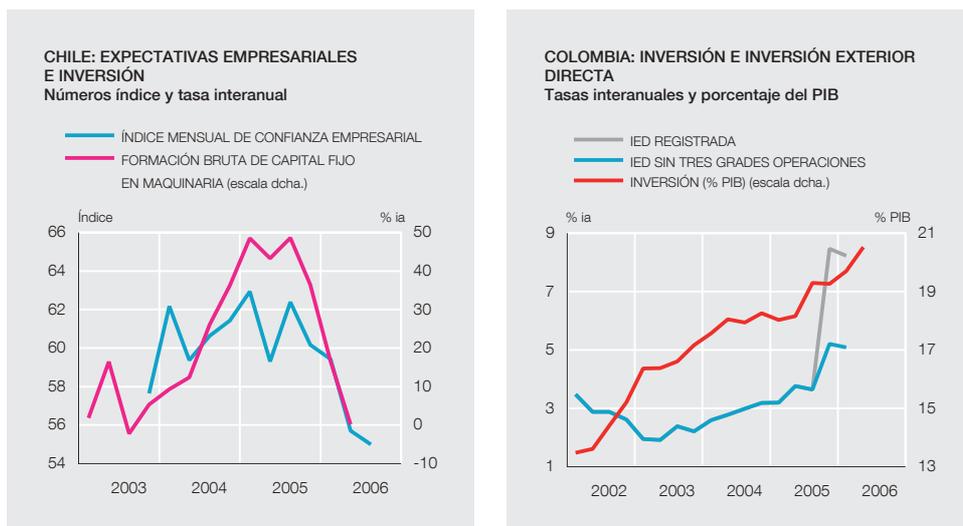


FUENTES: BCRA e INDEC.

a. Crédito hipotecario real total en moneda nacional y extranjera.

tarifas. La tasa interanual pasó del 12,3% en diciembre al 10,7% en agosto, y, además, se redujeron las expectativas de inflación. Sin embargo, la evolución de los precios continúa siendo el principal factor de preocupación, pues las presiones inflacionistas podrían reavivarse tras la aprobación de los aumentos en las tarifas del gas y la electricidad (que aún no se han llevado a la práctica). El banco central continuó el proceso de endurecimiento muy gradual de la política monetaria, pero las condiciones monetarias siguen siendo laxas, como atestiguan los tipos de interés reales todavía negativos. Se mantuvo el ritmo de emisión monetaria ligada a las elevadas intervenciones en el mercado cambiario —que permitieron restaurar las reservas cedidas en la operación de prepago al FMI a principios de año en su casi totalidad y mantener estable el tipo de cambio del peso frente al dólar—, a pesar de los esfuerzos de esterilización mediante la colocación neta de letras y la cancelación de los redescuentos concedidos durante la crisis (véase gráfico 16). Las turbulencias financieras también se dejaron sentir en los mercados argentinos con correcciones en los índices bursátiles y ampliación de los diferenciales soberanos, junto con la interrupción de compras de dólares por parte del banco central. Posteriormente se revirtieron estos movimientos, en su totalidad para el diferencial soberano y solo parcialmente para los índices bursátiles.

La actividad en *Chile* continuó desacelerándose en el primer semestre de 2005. De un crecimiento del 5,8% en los dos últimos trimestres de 2005 se pasó a un crecimiento del 5,3% y 4,5%, respectivamente, en los dos primeros trimestres de 2006. El principal factor explicativo de esta evolución ha sido el desplome de la inversión, especialmente en maquinaria y equipo, que pasó de tasas de crecimiento interanuales superiores al 40%, en el segundo semestre de 2005, a una tasa del 0,2% en el segundo trimestre de este año (véase gráfico 17, donde, además, se puede ver la disminución del índice de confianza empresarial). El consumo siguió creciendo a un ritmo elevado, dada la fuerte creación de empleo y el dinamismo del crédito bancario. La aportación negativa del sector exterior (-3,5 pp) se redujo respecto a trimestres anteriores, por la desaceleración de las importaciones. La mejora de los términos de intercambio, como consecuencia, principalmente, del elevado precio del cobre, produjo una intensa mejora del superávit de la balanza comercial, que en el acumulado del primer semestre del año superó el alcanzado durante todo 2005, y que, a su vez, había supuesto un máximo histórico. Sin embargo, como ha venido ocurriendo en los últimos tiempos, este extraordinario superávit comercial se vio compensado, en gran parte, por el aumento del déficit de la balanza



FUENTES: Banco Central de Chile, ICARE, Banco de la República y Departamento Nacional de Estadísticas de Colombia.

de rentas, debido a la mayor repatriación de beneficios generados por la inversión directa extranjera. También el elevado precio del cobre, junto con el dinamismo de la demanda interna y la limitación del gasto auspiciada por la regla de superávit estructural, permitieron que el superávit público alcanzara máximos históricos en los dos primeros trimestres del año. Dada esta extraordinaria situación de bonanza en las cuentas públicas, se produjeron movilizaciones en diversos sectores para demandar, entre otras cosas, aumentos del gasto público. La inflación se mantuvo cercana al 4% (límite superior del intervalo objetivo del banco central), debido al precio de los combustibles, dado que la inflación subyacente se redujo hasta situarse en el 3% (centro del intervalo objetivo). En este contexto, el banco central continuó con el proceso de subidas de tipos de interés, pero a un ritmo menor que en 2005, puesto que realizó una única subida de 25 pb por trimestre, hasta situar el tipo de interés oficial en el 5,25%. Es notable que, a diferencia de los otros países de la región, el diferencial soberano se mantuviera estable tras la elevación sufrida durante las turbulencias financieras. Esto fue debido, sobre todo, a la evolución negativa del diferencial de la deuda de las empresas públicas, que también se incluyen en el cálculo del EMBI. En el campo de las reformas destaca la presentación por parte del Gobierno de un plan de actuaciones estructurales destinado a impulsar el crecimiento y la competitividad de la economía.

El crecimiento de *Colombia* registró una notable aceleración respecto al último trimestre de 2005, situándose la tasa de crecimiento interanual en 5,9% en el segundo trimestre, volviendo de esa manera a una tasa de crecimiento similar a las registradas en trimestres anteriores de 2005. La aportación de la demanda interna al crecimiento se situó en 9,5 pp en el semestre, destacando especialmente la creciente contribución de la inversión, ayudada a su vez por el drástico incremento de la inversión extranjera directa, que es notable incluso cuando se restan algunas operaciones extraordinarias recientes (véase gráfico 17). El sector externo mantuvo una fuerte aportación negativa (4 pp), dada la intensa desaceleración de las exportaciones, lo que se tradujo en el aumento del déficit comercial. El deterioro de la balanza comercial, junto con el mayor pago de intereses y una disminución de las entradas por remesas, provocó un aumento del déficit por cuenta corriente. Desde el punto de vista fiscal, los datos del primer semestre del año permiten consolidar los progresos en las cuentas públicas. La inflación se mantuvo en tasas por debajo del 4% en el primer semestre del año, pero en los últimos meses repuntó, acercándose al límite superior del intervalo objetivo del banco central (4%-5%).

En este contexto, se produjeron tres subidas consecutivas de tipos de interés (de 25 pb cada una) entre mayo y agosto, hasta situarlos en el 6,75%. Los indicadores financieros fueron los más afectados de la región en el período de turbulencia de mayo, debido a la reducida liquidez del mercado y a la mejora más acusada en los trimestres previos, aunque la recuperación también ha sido notoria en los últimos meses. El Gobierno logró la mayoría absoluta en las elecciones presidenciales y legislativas, lo que le dota de un amplio margen de actuación para volver a abordar las reformas pendientes, fiscales y de otros ámbitos.

En *Perú*, la economía mantuvo un elevado, aunque decreciente, dinamismo (crecimiento interanual del 6% en el segundo trimestre). La demanda interna estuvo sustentada principalmente por la inversión, que se aceleró notablemente. La aportación negativa del sector exterior (de casi 2 pp en el promedio del semestre) es la principal novedad en el patrón de crecimiento. Este cambio viene explicado por la fuerte desaceleración de las exportaciones, puesto que, tras registrar crecimientos de dos dígitos en trimestres anteriores, se pasó a un crecimiento apenas superior al 1% en el primer semestre del año. A pesar de ello, en el segundo trimestre el saldo comercial amplió su superávit hasta el 9%, y la balanza por cuenta corriente pasó a mostrar un saldo positivo, dado el elevado precio de las materias primas exportadas, que también explica que las cuentas públicas presentaran los datos más favorables de los últimos años. La inflación, tras un repunte hasta marzo, volvió a reducirse en los últimos meses, por debajo del 2%. A pesar de ello, el banco central elevó seis veces su tasa de interés oficial (25 pb cada mes) desde diciembre de 2005 a mayo de 2006, entre otras cosas para hacer frente a las expectativas de depreciación del tipo de cambio, ligadas a la incertidumbre del resultado de las elecciones presidenciales, en un contexto de alta dolarización financiera. El diferencial soberano y los índices bursátiles no registraron un comportamiento tan negativo en mayo como otros países vecinos, puesto que los temores asociados al resultado electoral, que generaron cierta volatilidad al inicio del año, se disiparon tras conocer los resultados de la primera vuelta.

En *Venezuela*, la actividad mantuvo un fuerte dinamismo en el primer semestre de 2006, con un crecimiento de 9,2% en el segundo trimestre, que provino casi en su totalidad del sector no petrolero. La demanda interna se aceleró, especialmente en el segundo trimestre, cuando alcanzó una tasa interanual de crecimiento del 17,1%, a pesar de la desaceleración del consumo privado. La aportación negativa del sector exterior se fue ampliando durante el semestre, hasta alcanzar casi los 9 pp, dada la caída de las exportaciones y la aceleración de las importaciones. A pesar de ello, la balanza comercial amplió su superávit por el elevado precio del petróleo, lo que condujo a que el superávit por cuenta corriente alcanzase un máximo histórico durante el segundo trimestre del año. Por el contrario, los flujos de inversión directa en el país fueron negativos durante el primer semestre, por la venta de acciones de propiedad extranjera a inversionistas residentes, así como por la cancelación de obligaciones de las empresas petroleras privadas a sus casas matrices. La política fiscal sigue siendo notablemente expansiva. La inflación se desaceleró hasta mayo —sin romper el suelo del 10%—, pero volvió a repuntar hasta casi el 15% en agosto. Estas presiones sobre los precios revelan un exceso de liquidez que entraña riesgos inflacionarios para el futuro. Cabe destacar, por último, la eliminación del impuesto al débito bancario, la creación de un nuevo impuesto sobre exportaciones de hidrocarburos, y diversas operaciones en la gestión de la deuda pública, encaminadas a alargar el vencimiento de la deuda pública y reducir el porcentaje de deuda externa.

En *Uruguay*, el crecimiento durante el segundo trimestre del año repuntó hasta el 9,1% en tasa interanual. Impulsado por el notable ritmo de crecimiento, el déficit de la balanza comercial durante el semestre se acentuó. La inflación interanual —ligeramente inferior al 7%— se fue incrementando desde principios de año. En el ámbito fiscal, el superávit primario fue aumen-

tando, hasta situarse en el 3,6% del PIB en julio, en línea con la previsión del Gobierno para 2006. Cabe destacar también las cancelaciones anticipadas de parte de la deuda con el FMI en marzo y julio de 2006. Esta iniciativa de las instituciones uruguayas se encuadra dentro de un programa de gestión más eficiente de la deuda, aunque la deuda sustituida sigue siendo emitida en dólares, por lo que los potenciales problemas de hoja de balance persisten. En *Ecuador*, el crecimiento se aceleró en el primer trimestre del año (tasa de crecimiento interanual de 5,6%), gracias a que el mayor dinamismo de la demanda interna compensó sobradamente la aportación negativa del sector externo. La inflación, por su parte, tras experimentar aumentos en el primer trimestre del año, convergió hacia una tasa interanual del 3%, dato con el que cerró 2005. En *Bolivia*, el nuevo Gobierno decretó en mayo la nacionalización de los recursos energéticos, se elevaron las regalías del 50% al 82% para algunas explotaciones, se incrementó el precio del gas de exportación a Argentina y se entró en un proceso de renegociación de los contratos con las compañías extranjeras. El impacto de estas medidas, además de dañar gravemente el atractivo inversor del país, ya se está traduciendo en dificultades para la explotación y gestión de los recursos gasísticos.

29.9.2006.