

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

4/2019

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema

INFORME DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA.  
SEGUNDO SEMESTRE DE 2019

## RESUMEN

Este artículo analiza el comportamiento reciente de las principales economías de América Latina (Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile y Perú). El crecimiento de la región se ha caracterizado en los tres primeros trimestres de 2019, una vez más, por unos registros inferiores a lo esperado, y menores que los de otras áreas emergentes de referencia. Este menor crecimiento viene explicado fundamentalmente por factores internos (incertidumbre política y sobre las políticas económicas y problemas estructurales de bajo crecimiento potencial), si bien el entorno exterior tampoco ha sido favorable en términos de evolución de la demanda mundial y de los términos de intercambio. La mayor parte de los bancos centrales de la región han reducido los tipos de interés oficiales ante la ausencia de presiones inflacionistas, la existencia de brechas de producción negativas y el comportamiento relativamente estable de los tipos de cambio. El espacio fiscal es reducido en la mayor parte de las economías y en algunas de ellas persisten ciertos riesgos sobre la sostenibilidad de sus finanzas públicas. Las principales instituciones internacionales y los analistas privados esperan un repunte de la actividad en los próximos trimestres, especialmente de la demanda interna. Este repunte se basaría en la relajación de las condiciones financieras y en la mejora de las condiciones externas (menores tensiones comerciales) e internas (confianza de los agentes). En este contexto, el balance de riesgos está sesgado a la baja, dadas las dudas que persisten tanto sobre la disipación de la incertidumbre política y sobre las políticas económicas en los principales países de la región como sobre la mejora de la situación económica internacional.

Este informe viene acompañado de dos recuadros. En el primero se analizan los canales a través de los cuales las tensiones comerciales globales podrían estar afectando a América Latina. En el segundo se describe la situación económica en Argentina tras el agravamiento de las turbulencias financieras durante el pasado verano.

**Palabras clave:** bajo crecimiento, incertidumbre política y sobre las políticas económicas, tensiones comerciales, política monetaria, espacio fiscal.

**Códigos JEL:** F01, F21, F30, F41.

## Introducción

Las principales economías de América Latina continuaron mostrando durante la primera mitad de 2019 un crecimiento débil, inferior al del resto de las economías emergentes y por debajo del proyectado al comienzo del año. Hay que destacar la situación de la economía argentina, que se siguió contrayendo. El entorno exterior se caracterizó por una desaceleración de la actividad de los principales socios comerciales, por unos precios de las principales materias primas alejados de los máximos alcanzados antes de 2014 y por el mantenimiento de unas condiciones financieras acomodaticias, más allá de algunos episodios puntuales de volatilidad. La demanda interna (especialmente, la inversión) se vio afectada negativamente por la evolución de la incertidumbre sobre las políticas económicas y las tensiones internas que se vienen registrando en varios países de la región. El déficit por cuenta corriente se ha corregido en Argentina y se ha ampliado en otros países.

Con respecto a las políticas económicas de demanda, casi todos los bancos centrales decidieron recortar los tipos de interés oficiales, y se esperan reducciones adicionales, en un contexto de relajación global de la política monetaria. El tono más acomodaticio ha sido posible dado que la inflación se mantiene en línea con sus objetivos, las expectativas de inflación se encuentran, en general, ancladas, los tipos de cambio permanecen relativamente estables y existe capacidad ociosa en las economías. En cuanto a la política fiscal, esta cuenta con un limitado margen de actuación en caso de que se materialicen los riesgos apuntados sobre el crecimiento, y en algunos casos existe preocupación por la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Las proyecciones disponibles de las principales instituciones internacionales y los analistas privados siguen apuntando a una recuperación de la actividad en los próximos trimestres, especialmente de la demanda interna, aunque de una magnitud acotada. Este repunte se basaría en la relajación de las condiciones financieras y en la mejora de las condiciones externas e internas (recuperación de la confianza de los agentes económicos). En este contexto, el balance de riesgos está sesgado a la baja, y provienen tanto del entorno exterior —en la medida en que no se disipen las tensiones comerciales y se produzca una mayor desaceleración de la economía global— como de problemas específicos en algunos países —derivados de la eventual mayor persistencia de la incertidumbre política y sobre las políticas económicas en los principales países de la región—.

La evolución macrofinanciera reciente y las perspectivas de la región se analizan en las secciones siguientes. El Informe viene acompañado por dos recuadros. En el primero se examinan los potenciales efectos de las tensiones comerciales globales sobre América Latina y se subrayan los canales por los que estas operan. En el segundo se analiza la situación en Argentina tras el agravamiento de las turbulencias financieras en agosto.

## El entorno económico y financiero de América Latina

### Debilidad en la actividad global

Desde la publicación del anterior informe semestral sobre la economía latinoamericana, en mayo de 2019, se ha mantenido la debilidad de la economía mundial, lo que ha llevado a la revisión a la baja del crecimiento global esperado para este año (véase gráfico 1.1). Se trata de la tasa de crecimiento más reducida desde la crisis financiera internacional, que refleja la debilidad de los sectores manufactureros, por el lado de la oferta, y de la inversión y el comercio exterior (véase gráfico 1.2), por el lado de la demanda. El aumento de las tensiones geopolíticas y comerciales es uno de los principales factores presentes detrás de esta debilidad: en particular, el aumento de los aranceles bilaterales entre Estados Unidos y China<sup>1</sup>, cuyos efectos sobre las economías de América Latina se analizan en el recuadro 1 de este Informe.

El menor crecimiento global ha llevado a que los precios de las materias primas, principales productos de exportación de las economías latinoamericanas (como muestra el gráfico 1.3), se mantengan muy por debajo de los máximos alcanzados en 2013-2014 (véase gráfico 1.4).

### Ausencia de presiones inflacionistas y políticas monetarias más acomodaticias

Esta desaceleración de la actividad en los últimos trimestres, junto con la evolución de los precios de las materias primas, la contención de los márgenes empresariales y la ausencia de aumentos significativos en los salarios, ha reducido las presiones inflacionistas en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes (véase gráfico 1.5). La evolución de la actividad y de la inflación y los riesgos futuros sobre estas variables han llevado a los bancos centrales de las principales economías avanzadas a adoptar una política monetaria más acomodaticia, lo que ha facilitado la

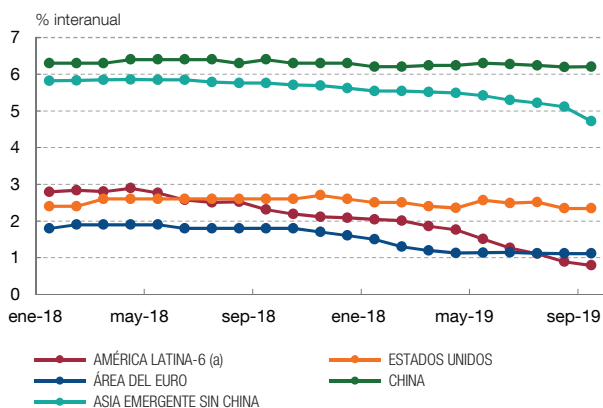
---

1 Banco de España (2019), "El aumento del proteccionismo entre Estados Unidos y China y sus repercusiones sobre la economía mundial", recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2019.

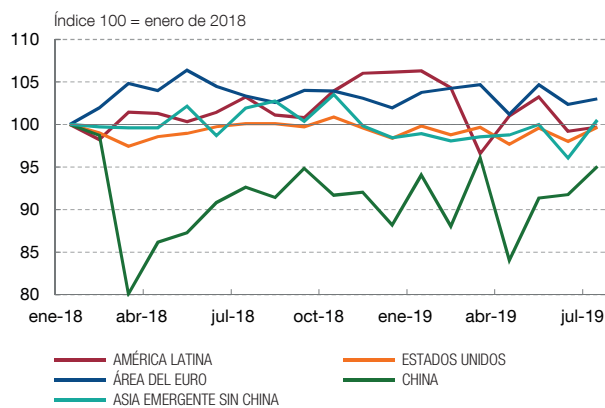
## EL ENTORNO ECONÓMICO GLOBAL

La debilidad de la economía mundial, en parte explicada por el comportamiento negativo del comercio, ha llevado a la revisión a la baja del crecimiento esperado para este año. Los precios de las materias primas (principales productos de exportación de la mayoría de las economías latinoamericanas) se han mantenido, en general, por debajo de los registrados en el período 2005-2017. La ausencia de presiones inflacionistas y la debilidad de la actividad han llevado a los bancos centrales de las economías desarrolladas y emergentes a adoptar una política monetaria más acomodaticia.

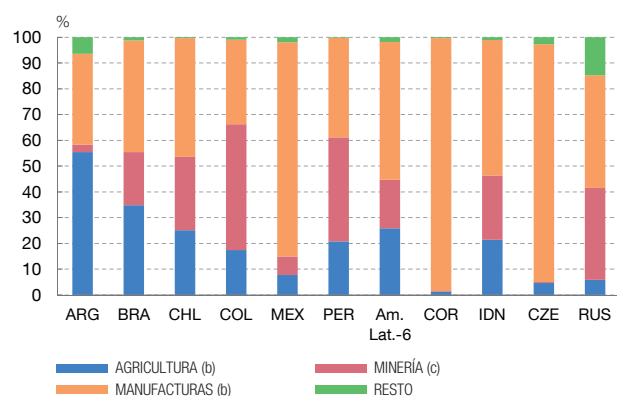
1 PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2019



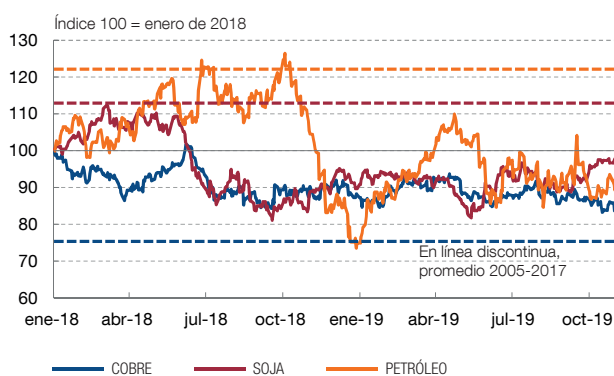
2 EVOLUCIÓN DEL COMERCIO MUNDIAL. EXPORTACIONES



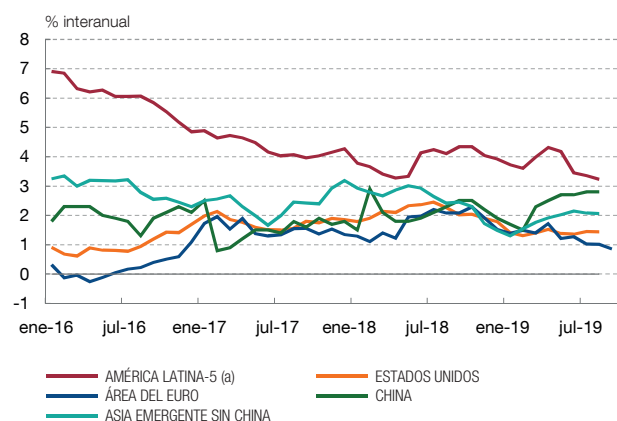
3 COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES, POR TIPO DE PRODUCTO



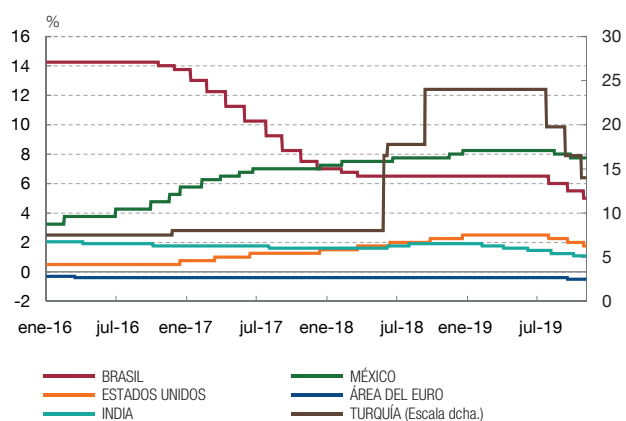
4 PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



5 EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN



6 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Consensus Forecasts, CPB World Trade Monitor, OCDE y Thomson Reuters.

- a América Latina-6: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. América Latina-5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Ponderados por el criterio de paridad del poder de compra.
- b El epígrafe de alimentos, bebidas y tabaco se incluye en el agregado de agricultura y no en manufacturas, a diferencia de la fuente original (OCDE).
- c Minería incluye extracción de petróleo.



reducción de los tipos de interés oficiales por parte de muchas economías emergentes (véase gráfico 1.6), dada también la relativa estabilidad de sus tipos de cambio.

### Condiciones financieras relajadas

Este tono más acomodaticio de la política monetaria ha contribuido a mantener unas condiciones financieras acomodaticias a escala global, en parte apoyado por la reducción de los rendimientos de los activos de renta fija. No obstante, también se observó una notable volatilidad en los principales mercados financieros en los últimos meses, ligada probablemente a los vaivenes de las negociaciones comerciales.

## Evolución macrofinanciera de América Latina

### La evolución de los mercados financieros en América Latina estuvo menos vinculada a los vaivenes de las tensiones comerciales

Aunque compartiendo los rasgos generales de evolución de los mercados financieros de otras economías emergentes, los índices bursátiles en América Latina se vieron menos afectados por factores externos relacionados con los vaivenes de la negociación comercial (véase gráfico 2.1). Esto podría estar relacionado con el menor grado de apertura comercial de la región con respecto a otras zonas emergentes, así como con el mayor peso de las materias primas frente a las manufacturas en el comercio exterior. Del mismo modo, los flujos de capitales de cartera presentaron una evolución más benigna que en otras regiones emergentes (véase gráfico 2.2). Otros aspectos que destacar en la evolución de los mercados financieros latinoamericanos son que no se vieron afectados específicamente por el comportamiento negativo registrado en la economía argentina (véanse gráficos 2.3 y 2.4) y que los tipos de cambio se mantuvieron relativamente estables (véase gráfico 2.5). De hecho, las condiciones financieras<sup>2</sup> se relajaron para casi todos los países de la región en el curso de 2019, como se observó también en las economías desarrolladas (véase gráfico 2.6).

### El ritmo de avance de la actividad sigue decepcionando por el parón de la demanda interna

La actividad en el conjunto de las principales economías latinoamericanas siguió avanzando a ritmos reducidos, en términos generales, en el primer semestre de

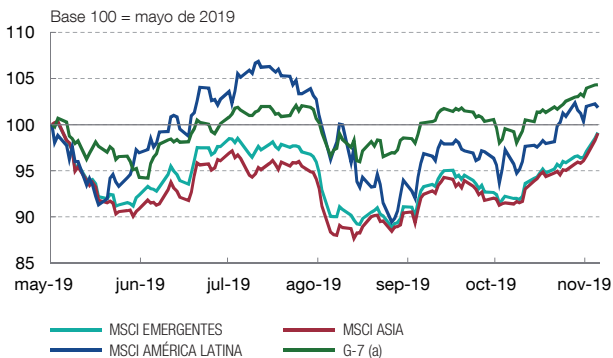
---

<sup>2</sup> Véase Banco de España (2018), «Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2018», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2018, para una descripción del cálculo de estos índices para las economías latinoamericanas.

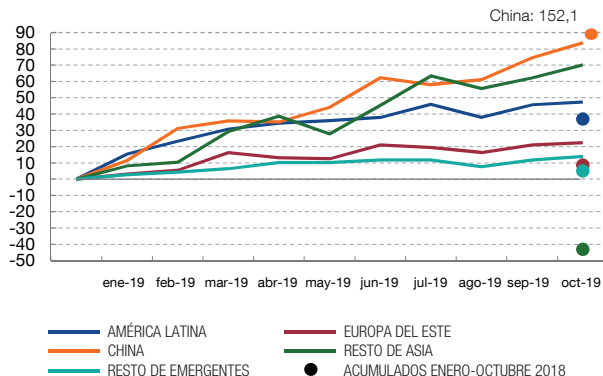
**CONDICIONES FINANCIERAS**

La evolución de los mercados financieros en América Latina estuvo menos vinculada a los vaivenes en la negociación comercial entre Estados Unidos y China que en otras regiones emergentes. Los episodios de volatilidad financiera en Argentina no afectaron al resto de los mercados de la región. Las condiciones financieras se relajaron en todos los países y se mantuvieron laxas en comparación con su pasado, salvo en Argentina.

1 ÍNDICES DE BOLSA



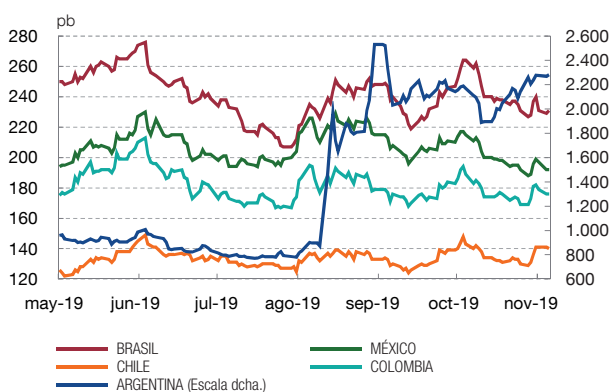
2 MERCADOS EMERGENTES. FLUJOS DE CAPITALES DE CARTERA (ACUMULADOS)



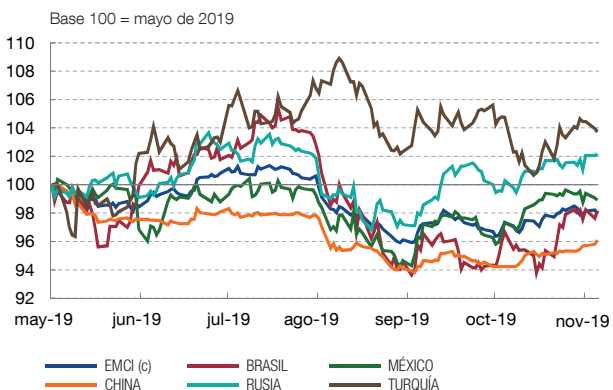
3 DIFERENCIALES



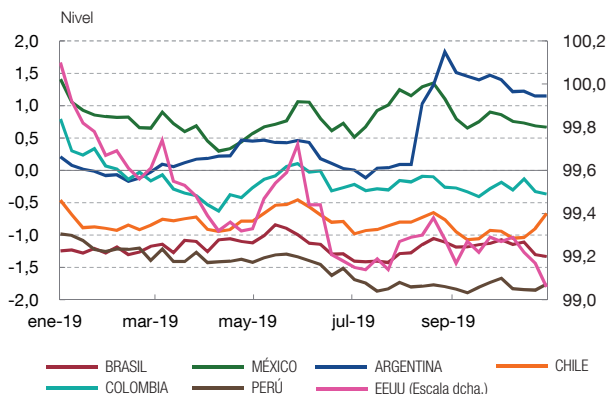
4 DIFERENCIALES SOBERANOS PARA LOS PRINCIPALES PAÍSES DE AMÉRICA LATINA



5 TIPO DE CAMBIO NOMINAL FRENTE AL DÓLAR



6 ÍNDICES DE CONDICIONES FINANCIERAS (d)



FUENTES: Banco de España, Thomson Reuters y JP Morgan.

- a Índice agregado de las siete mayores economías avanzadas del mundo: Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido.
- b Diferencial soberano (EMBI+) en puntos básicos.
- c Índice agregado de tipo de cambio de emergentes frente al dólar. Una caída indica una depreciación.
- d Un aumento indica una contracción de las condiciones financieras. Datos semanales. Para mayor detalle sobre la metodología, véase «Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2018», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2018, Banco de España, sección 2.



2019, con tasas intertrimestrales de crecimiento de la región del  $-0,1\%$  y del  $0,4\%$ , respectivamente, en los dos primeros trimestres del año (véanse cuadro 1 y gráfico 3.1)<sup>3</sup>. De esta manera, el PIB se situó de nuevo por debajo de las previsiones de las distintas instituciones, y fue la región emergente donde más se ha revisado a la baja el crecimiento para 2019 (véase, de nuevo, gráfico 1.1). Al igual que en el último trimestre de 2018, en la primera mitad de 2019 el escaso crecimiento de la región se debió a la contribución positiva de la demanda externa (como se puede apreciar en el gráfico 3.2). Una parte significativa de este comportamiento de la demanda externa viene explicada por la caída de las importaciones, consecuencia principalmente del debilitamiento de todos los componentes de la demanda interna: el consumo privado desde mediados de 2018, el consumo público, que ha pasado a registrar tasas de crecimiento negativas, y la inversión, que se ha desplomado en Argentina, no se recupera en Brasil (tras la caída mayor del 25 % observada en la recesión de 2015 y 2016) y no despega en México.

### **La incertidumbre sobre las políticas económicas tiene un peso relevante en la debilidad de la demanda interna**

Entre los factores internos que han tenido un efecto negativo sobre la actividad, además de algunos factores temporales en algunos países<sup>4</sup>, ha desempeñado un papel relevante el aumento de la incertidumbre sobre las políticas económicas en algunos países y sobre las relaciones comerciales que tienen un carácter global. En el caso de la región, no obstante, el primer elemento (véase gráfico 3.3) parece haber tenido mayor relevancia, en particular en algunos países, dado que los indicadores disponibles sobre la segunda fuente de incertidumbre registraron una dinámica más moderada que en el conjunto de la economía mundial (véase gráfico 3.4). El factor externo diferenciador respecto a otras economías emergentes que puede haber afectado de forma negativa a América Latina es la evolución de los precios de las materias primas, que se mantiene en casi todos los casos por debajo del registrado en los años posteriores a la crisis financiera (véase, de nuevo, gráfico 1.4).

### **El año 2019 será otro ejercicio con crecimiento del PIB inferior a lo esperado**

El crecimiento en 2019 se situará probablemente por debajo del observado en 2018 (1,4 %), en registros inferiores al 1 % (véase el gráfico 3.5, que recoge las previsiones

3 En Venezuela, donde los datos oficiales de actividad llegan hasta el primer trimestre de 2019, los indicadores de mayor frecuencia señalan que la economía continúa sumida en una profunda recesión.

4 Por ejemplo, el desastre de la presa Brumadinho en Brasil en el mes de enero, las huelgas y la escasez de combustible en México, o la climatología adversa que afectó a la producción minera en Chile.



Cuadro 1

## AMÉRICA LATINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

	Promedio 2007-2017	2018	2018				2019		Previsiones FMI (WEO octubre 2019)	
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	2019	2020
PIB (tasa interanual)										
América Latina-6 (a) (b)	2,5	1,4	2,2	1,2	1,4	1,0	0,1	1,0	0,7	1,8
Argentina	2,3	-2,5	4,1	-3,8	-3,7	-6,1	-5,8	0,7	-3,1	-1,3
Brasil	2,0	1,1	1,2	0,9	1,3	1,1	0,5	1,0	0,9	2,0
México (c)	2,1	2,0	2,2	1,6	2,5	1,6	0,1	0,3	0,4	1,3
Chile	3,2	4,0	4,7	5,3	2,6	3,6	1,6	1,9	2,5	3,0
Colombia (c)	3,9	2,6	2,5	2,4	2,6	2,7	2,7	3,4	3,4	3,6
Perú	5,2	4,0	3,2	5,5	2,5	4,7	2,4	1,2	2,6	3,6
IPC (tasa interanual)										
América Latina-5 (d)	4,9	3,8	3,6	3,5	4,2	4,1	3,7	3,9	3,6	3,2
Brasil	5,9	3,7	2,8	3,3	4,4	4,1	4,1	4,3	3,8	3,5
México	4,1	4,9	5,3	4,6	4,9	4,8	4,1	4,2	3,8	3,1
Chile	3,5	2,7	2,5	2,6	3,1	2,9	1,8	2,2	2,2	2,8
Colombia	4,3	3,2	3,4	3,2	3,1	3,3	3,1	3,3	3,6	3,7
Perú	3,2	1,3	0,9	1,0	1,3	2,1	2,1	2,5	2,2	1,9
Saldo presupuestario (% del PIB) (e)										
América Latina-6 (a) (b)	-3,0	-4,5	-4,9	-4,8	-4,7	-4,5	-4,2	-3,9	-4,6	-4,1
Argentina	-1,8	-5,0	-5,7	-5,1	-4,8	-5,0	-4,7	-4,3	-4,0	-2,7
Brasil	-4,6	-7,1	-7,4	-7,3	-7,2	-7,1	-7,0	-6,5	-7,5	-6,9
México	-2,3	-2,1	-2,8	-2,7	-2,5	-2,1	-1,7	-1,6	-2,8	-2,6
Chile	0,0	-1,7	-2,7	-2,6	-2,1	-1,7	-1,8	-1,8	-2,2	-2,1
Colombia	-2,8	-3,1	-2,9	-3,3	-4,1	-3,1	-2,8	-1,9	-1,7	-0,9
Perú	-0,3	-2,0	-3,2	-2,3	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-1,5	-1,4
Deuda pública (% del PIB)										
América Latina-6 (a) (b)	44,9	60,7	56,0	58,5	60,3	59,4	60,5	—	—	—
Argentina	44,5	85,9	54,3	66,3	83,8	73,9	80,3	66,5	93,3	80,8
Brasil	58,7	77,2	75,4	77,4	77,7	77,2	78,8	78,7	91,6	93,9
México	36,9	46,9	46,7	47,4	46,5	46,9	46,5	46,5	53,8	54,6
Chile	12,3	25,6	24,0	24,4	25,0	25,6	26,0	27,8	27,5	29,2
Colombia	36,5	47,1	43,5	45,0	45,9	46,9	47,6	—	51,0	49,0
Perú	23,6	25,7	23,8	23,6	23,9	25,7	25,3	25,8	26,9	27,2
Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (e)										
América Latina-6 (a) (b)	-2,0	-2,2	-1,8	-2,0	-2,2	-2,2	-2,1	-1,9	-1,6	-1,5
Argentina	-0,9	-5,3	-5,2	-5,6	-5,9	-5,1	-4,4	-3,4	-1,2	0,3
Brasil	-2,3	-1,2	-0,9	-1,1	-1,3	-1,2	-1,2	-1,5	-1,2	-1,0
México	-1,6	-1,8	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8	-1,6	-0,9	-1,2	-1,6
Chile	-1,1	-3,1	-1,6	-1,8	-2,2	-3,1	-3,3	-3,6	-3,5	-2,9
Colombia	-3,5	-3,9	-3,0	-3,2	-3,3	-3,9	-4,2	-4,2	-4,2	-4,0
Perú	-2,7	-1,6	-1,3	-1,4	-1,8	-1,6	-1,7	-1,9	-1,9	-2,0
Deuda externa (% del PIB)										
América Latina-6 (a) (b)	26,7	36,8	34,8	34,1	34,7	36,8	38,1	—	—	—
Argentina	34,5	53,4	38,8	41,2	43,2	51,6	55,7	60,8	—	—
Brasil	25,5	35,6	33,3	32,2	33,3	35,5	37,3	38,5	—	—
México	20,1	27,9	28,4	28,1	27,9	27,9	28,0	28,1	—	—
Chile	48,8	61,8	63,3	59,2	60,1	61,8	63,6	—	—	—
Colombia	27,5	39,9	39,9	38,9	38,5	39,9	40,5	41,7	—	—
Perú	32,2	34,5	34,5	33,2	33,3	34,5	35,8	36,5	—	—
PRO MEMORIA: Agregado de América Latina y Caribe (Fondo Monetario Internacional):										
PIB (tasa interanual)	2,4	1,0								
IPC (tasa interanual)	5,1	6,2								
Saldo presupuestario (% del PIB)	-3,6	-4,9								
Deuda pública (% del PIB)	49,9	67,8								
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	-1,8	-1,9								
Deuda externa (% del PIB)	32,8	48,0								
Peso en el PIB mundial, en PPP (%)	8,5	7,5								

FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Thomson Reuters y estadísticas nacionales.

a Las seis economías mostradas representan un 84 % sobre el total de América Latina y Caribe (FMI).

b PIB de América Latina-6 ponderado utilizando el criterio de paridad de poder de compra. Las ponderaciones correspondientes a 2018 son: Brasil, 39,4 %; México, 30,1 %; Argentina, 10,7 %; Colombia, 8,7 %; Chile, 5,6 %, y Perú, 5,4 %.

c Series ajustadas de estacionalidad.

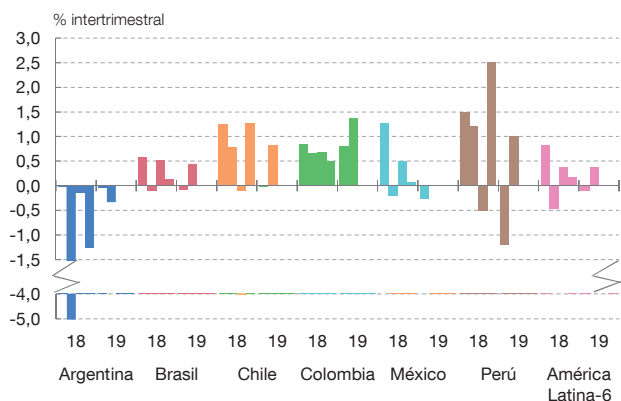
d América Latina-5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. No se incluye Argentina porque su banco central no tiene metas de inflación.

e Media móvil de cuatro trimestres.

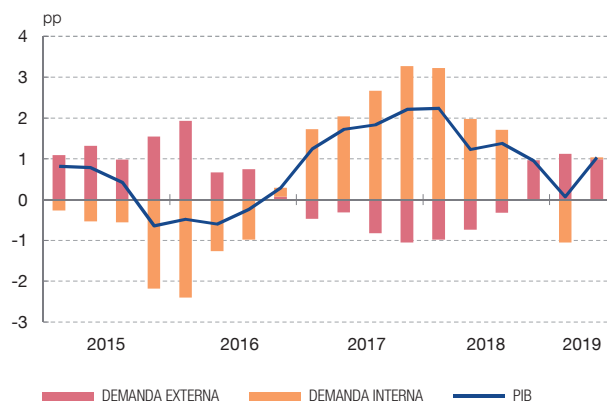
**EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN AMÉRICA LATINA**

La actividad en las principales economías latinoamericanas creció a un bajo ritmo en el primer semestre de 2019, como consecuencia del reducido dinamismo de la demanda interna, en parte por el efecto de la mayor incertidumbre sobre las políticas económicas y comerciales. Las previsiones de crecimiento se han vuelto a revisar a la baja, especialmente en 2019. Tanto este año como el próximo, la región volverá a presentar un crecimiento inferior a su potencial, aumentando la capacidad ociosa de las economías, que es mucho mayor que en otras regiones emergentes.

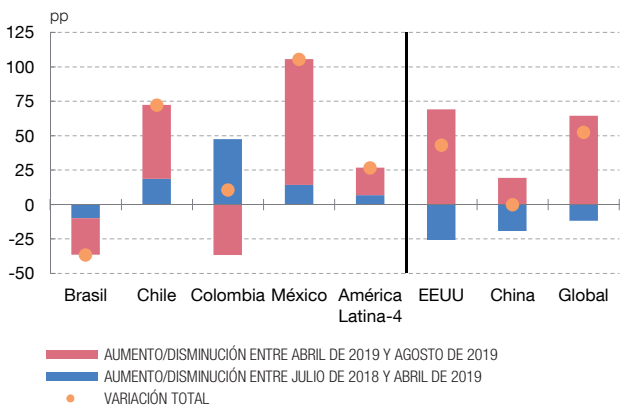
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÚLTIMOS TRIMESTRES



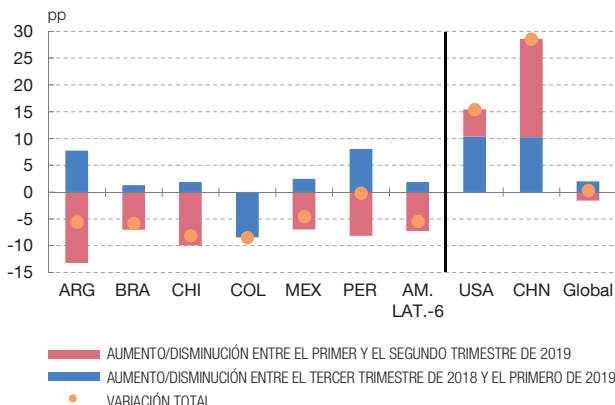
2 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB. AMÉRICA LATINA-6 (a)



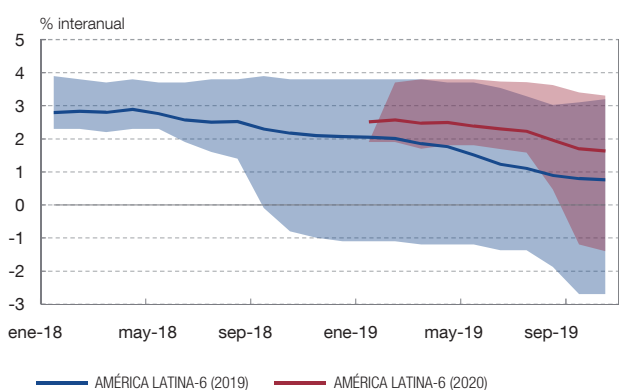
3 ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE SOBRE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS



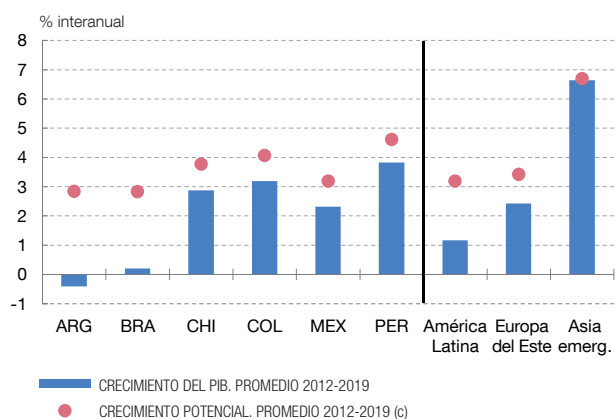
4 ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE SOBRE EL COMERCIO INTERNACIONAL



5 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DE LOS ANALISTAS (b)



6 CRECIMIENTO DEL PIB Y CRECIMIENTO POTENCIAL



**FUENTES:** Fondo Monetario Internacional, Economic Policy Uncertainty, World Trade Uncertainty, *Latin American Consensus Forecasts* y Thomson Reuters.

- a América Latina-6: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. América Latina-4: Brasil, Chile, Colombia y México. Ponderados por el criterio de paridad del poder de compra.
- b Las zonas sombreadas corresponden al país con mayor o menor previsión de crecimiento en cada momento.
- c Para la estimación del crecimiento potencial, se toma para cada año la previsión a más largo plazo del FMI disponible en ese momento (cinco años).



del consenso de analistas). Las revisiones a la baja para este año vienen explicadas no solo por el comportamiento peor de lo esperado en el primer semestre del año (la única excepción proviene de las sorpresas positivas en Colombia), sino también por la falta de dinamismo de los indicadores de mayor frecuencia publicados para el segundo semestre, así como por el desplome de las previsiones en el caso de Argentina (véase recuadro 2). Para 2020 se proyecta un repunte modesto de la actividad, donde los componentes de la demanda interna tendrían una evolución más positiva, apoyándose en la existencia de una cierta holgura cíclica, el mantenimiento de condiciones financieras relativamente laxas, el supuesto de una reducción de las tensiones comerciales globales y una mejora de la confianza de los agentes internos, así como en la ausencia de desequilibrios relevantes en varias de estas economías, como se analiza en las siguientes secciones.

### **El crecimiento se mantiene por debajo del potencial y del registrado en otras regiones emergentes**

El crecimiento del PIB de la región en 2019 y 2020 se situaría de nuevo por debajo del crecimiento potencial, de modo que se seguirá ampliando la brecha de producción negativa, aunque esta es de distinta magnitud para las diferentes economías. El crecimiento en América Latina se ha situado desde 2012 por debajo del potencial y en la actualidad está aún más alejado de dicho potencial que en otras regiones emergentes (véase gráfico 3.6), especialmente en los casos de Argentina y de Brasil, dadas sus profundas recesiones. El menor crecimiento potencial de la región con respecto a otras áreas emergentes (especialmente si se compara con Asia) se asocia a la reducción en el precio de las materias primas<sup>5</sup> y a la menor intensidad en los últimos años de las reformas estructurales acometidas en las economías de América Latina<sup>6</sup>. Esta evolución está dificultando —o incluso revirtiendo— la convergencia en renta per cápita con el conjunto de las economías desarrolladas.

### **Balance de riesgos sesgado a la baja**

El escenario central de evolución de la actividad en los próximos trimestres está sujeto a varios riesgos a la baja. En el ámbito interno, la situación de Argentina es incierta,

---

5 I. Kataryniuk y J. Martínez-Martín (2019), «TFP Growth and Commodity Prices in Emerging Economies», *Emerging Markets Finance and Trade*, muestran que el comportamiento de la productividad total de los factores (PTF) viene parcialmente explicada por cambios en los precios de las materias primas: en media, una caída del 10% en los precios de exportación de las materias primas estaría asociado con una caída de entre 0,4 y 0,7 puntos porcentuales en el crecimiento a corto plazo de la PTF. Es decir, se habría producido una sobreestimación del crecimiento potencial en los períodos de aumentos de los precios de las materias primas, que, además, se situaron por encima de sus medias históricas.

6 Véase el capítulo 3 del *World Economic Outlook* del FMI, de octubre de 2019.

**INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA****Tasas de variación interanual (en %)**

País (a)	2018			2019		2020
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Septiembre	Expectativas (b)	Expectativas (b)
Brasil (c)	4,5 ± 1,5	3,8	Sí	2,9	3,4	3,7
México	3 ± 1	4,8	No	3,0	3,1	3,5
Chile	3 ± 1	2,6	Sí	2,1	2,6	2,8
Colombia	3 ± 1	3,2	Sí	3,8	3,7	3,4
Perú	1 – 3	2,2	Sí	1,9	2,0	2,2

FUENTES: Thomson Reuters, estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

a En Argentina se suspendió el marco de política monetaria basado en las metas de inflación para pasar a una política monetaria basada en límites al crecimiento de la base monetaria.

b *Consensus Forecasts* de octubre de 2019 para final de año.

c El objetivo de inflación en Brasil para 2019 es del 4,25 % ± 1,5 puntos porcentuales, y para 2020, del 4,00 % ± 1,5 puntos porcentuales.

especialmente debido a la falta de definición de las políticas económicas del Gobierno entrante. La incertidumbre política también afecta a Chile, tras las recientes tensiones sociales, y a Perú, dada la persistente crisis institucional. En México también se mantiene elevada la incertidumbre sobre el curso de las políticas económicas que se llevarán a cabo, por ejemplo, en cuanto al tipo de participación del sector privado en la extracción de petróleo, o sobre la aprobación del nuevo tratado de libre comercio con Estados Unidos y Canadá. En el caso de Brasil, una vez aprobada la reforma de las pensiones, necesaria para que la deuda pública no se sitúe en una senda insostenible, no resulta todavía claro cómo evolucionará la agenda reformista del Gobierno en áreas controvertidas como la reforma impositiva o la mayor apertura comercial. Además de los riesgos en relación con las políticas económicas internas, la evolución de las tensiones comerciales y una eventual profundización en la desaceleración global (particularmente, de las economías de Estados Unidos y de China) suponen fuentes de riesgo difíciles de cuantificar que podrían alterar las condiciones financieras internacionales, así como la evolución de los precios de las materias primas.

### Sin presiones inflacionistas en la mayoría de los países de la región, los bancos centrales reducen los tipos de interés oficiales

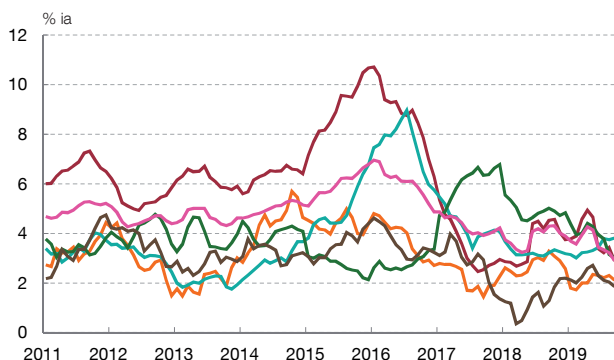
En los países con objetivo de inflación, esta se ha situado dentro de los intervalos de referencia (véanse cuadro 2 y gráfico 4.1). Por otra parte, las expectativas de inflación se mantienen ancladas en el entorno de estos intervalos. Teniendo en cuenta, además, que las brechas de producción son negativas en todos estos países<sup>7</sup> y la

7 De acuerdo con los métodos estadísticos habituales de cálculo utilizando filtros de Hodrick-Prescott y de acuerdo también con los informes de inflación publicados por los distintos bancos centrales.

## INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN AMÉRICA LATINA

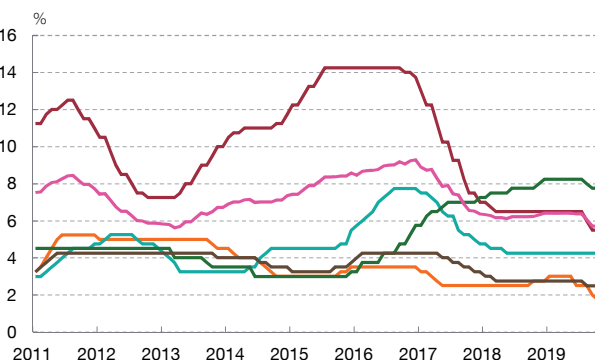
La inflación se sitúa cercana a los objetivos de inflación y se espera que se mantenga así en los próximos trimestres, como consecuencia de que las expectativas de inflación están bien ancladas, los tipos de cambio han mostrado una relativa estabilidad y se mantiene capacidad ociosa en las economías. En los últimos meses, los bancos centrales, en paralelo con el tono más acomodaticio de la política monetaria en las economías desarrolladas y con la excepción de Colombia, han recortado los tipos de interés oficiales y se espera que lo sigan haciendo en los próximos trimestres.

1 EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA



— BRASIL — CHILE — COLOMBIA — MÉXICO — PERÚ — AMÉRICA LATINA (a)

2 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA



FUENTE: Thomson Reuters.

a Agregado de los cinco países con objetivos de inflación: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, ponderado por el criterio de paridad del poder de compra.

DESCARGAR



relajación de la política monetaria en los principales países avanzados, se entiende la lógica existente detrás de las decisiones de reducción de los tipos de interés oficiales por parte de los bancos centrales de Brasil, Chile, México y Perú en los últimos meses (véase gráfico 4.2). Como resultado de estas acciones de política monetaria, el tipo de interés real se sitúa por debajo del tipo de interés natural<sup>8</sup>, con las excepciones de México, donde la inflación se mantuvo durante muchos trimestres por encima del límite superior del intervalo objetivo, y de Colombia. En los próximos meses se esperan reducciones adicionales en los tipos de interés oficiales, con la excepción, de nuevo, de Colombia. No obstante, este escenario esperado de mayor relajación monetaria requiere cierta estabilidad de los tipos de cambio, pues, si las condiciones financieras internacionales se hicieran más restrictivas, podrían poner

8 De acuerdo con las estimaciones de los distintos bancos centrales de la región. Véanse, entre otros: Banco Central de Brasil, recuadro titulado «Taxa de juros estrutural e condução da política monetária no Brasil», en la publicación *Relatório de Inflação*, septiembre de 2017; Banco Central de Chile, recuadro V.2, «Tasa de interés neutral», del *Informe de Política Monetaria*, junio de 2019; Colombia, recuadro 2, «Nuevas estimaciones de la tasa de interés neutral en Colombia», del *Informe sobre Inflación*, septiembre de 2018; México, recuadro 4, «Actualización de la estimación de la tasa neutral de interés en el largo plazo en México», del *Informe Trimestral*, abril-junio de 2019; Perú, recuadro 4, «Actualización de la estimación del producto potencial y la tasa de interés natural», del *Reporte de Inflación*, septiembre de 2019.

en peligro el cumplimiento de los objetivos de inflación, además de los propios riesgos que podrían surgir para la estabilidad financiera.

## Principales retos de las economías latinoamericanas

### Corrección del desequilibrio externo en Argentina y ampliación en Colombia y en Chile

La economía de América Latina en su conjunto mantuvo en niveles similares a los del año previo su déficit por cuenta corriente, mientras que otras economías emergentes reforzaron su posición de superavit (véase gráfico 5.1). Por países, el déficit de la balanza por cuenta corriente se ha reducido bruscamente en Argentina en los últimos trimestres, lo que estaría ligado a la recesión registrada desde principios de 2018 y a la notable depreciación de su moneda, mientras que en Chile y en Colombia se están ampliando, situándose cercanos al 4% del PIB, en un contexto en el que las brechas de producción son negativas en ambas economías. Por su parte, la deuda externa de todas las grandes economías continuó ampliándose en el último semestre (véase cuadro 1).

### El saldo por cuenta corriente de las economías latinoamericanas viene determinado de manera fundamental no solo por su posición cíclica relativa, sino también por la evolución del precio de las materias primas

A diferencia de lo que pasa en otras regiones emergentes, en la última década no se observa la correlación negativa habitual entre la posición cíclica y el saldo por cuenta corriente en las principales economías latinoamericanas (véase gráfico 5.2). Se trata de economías donde la evolución de la balanza comercial y de la balanza de rentas están muy influenciada por la evolución del precio de las materias primas (véanse gráficos 5.3 y 5.4). Un mayor precio de estos productos incrementa las exportaciones de los productores internos, así como las salidas de rentas, al aumentar los beneficios de las empresas productoras de propiedad extranjera. Por tanto, la evolución del precio de las materias primas constituye otra variable crucial a la hora de explicar los saldos de las balanzas por cuenta corriente de las economías latinoamericanas.

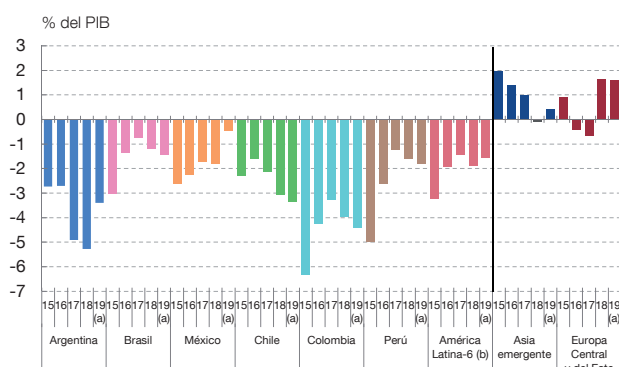
### El espacio fiscal es reducido, en general, en la región

A pesar de la corrección experimentada en los últimos trimestres en los saldos públicos primarios, se sigue manteniendo un elevado déficit público en Argentina y, sobre todo, en Brasil (véase gráfico 6.1). Estos dos países, además, presentan ratios de deuda pública sobre el PIB muy elevadas (véase gráfico 6.2), en el caso de Brasil

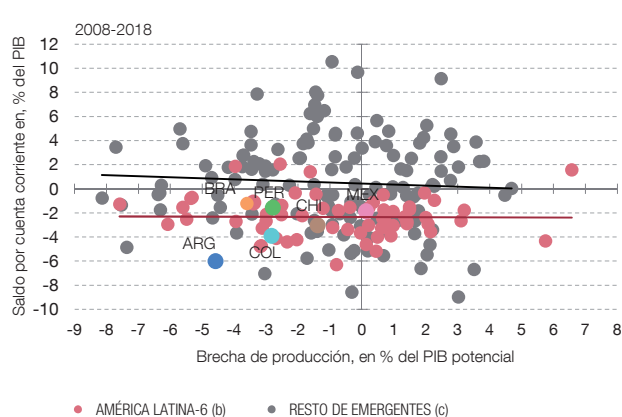
## SECTOR EXTERIOR EN AMÉRICA LATINA

Persisten los desequilibrios externos en las principales economías de la región.

1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



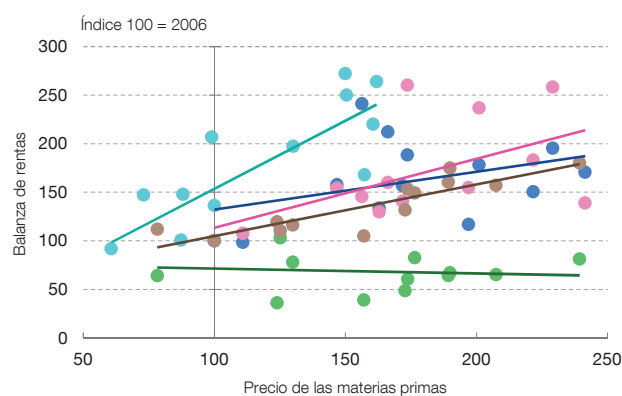
2 BRECHA DE PRODUCCIÓN Y SALDO POR CUENTA CORRIENTE



3 EXPORTACIONES DE BIENES Y PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS (d)



4 BALANZA DE RENTAS Y PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS (e)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Thomson Reuters.

a Media móvil de cuatro trimestres, hasta el segundo trimestre de 2019.

b Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, ponderado por el criterio de paridad del poder de compra. Los países marcados para América Latina hacen referencia a 2018.

c Incluye China, India, Indonesia, Corea del Sur, Tailandia, Filipinas, Turquía, Rusia, República Checa, Polonia, Hungría y Croacia.

d Para cada país, se representan el precio de la materia prima con mayor relevancia en sus exportaciones y las exportaciones totales de bienes en cada uno de los años comprendidos entre 2006 y 2018. Argentina y Brasil, soja; Chile y Perú, cobre; Colombia, petróleo.

e Para cada país, se representan el precio de la materia prima con mayor relevancia en sus exportaciones y la balanza neta de rentas en cada uno de los años comprendidos entre 2006 y 2018. Un aumento del índice de la balanza de rentas representa una balanza más negativa.

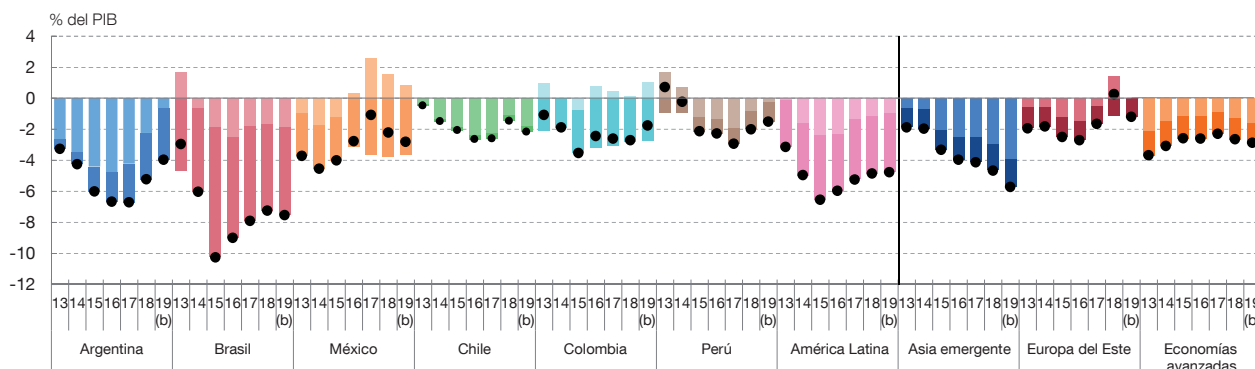


por la acumulación de déficits públicos en los últimos años, y en el de Argentina, por la depreciación del peso argentino, ya que cerca de un 80 % de la deuda se halla denominada en moneda extranjera, principalmente, dólares. Para afrontar la situación en Brasil, el poder legislativo ha aprobado una reforma del sistema de pensiones, dadas las perspectivas futuras de aumento de gasto. No obstante, los efectos de esa reforma se observarán en las cuentas públicas a más largo plazo, y la reducción del déficit público que vendrá asociada a la esperada mejora de la

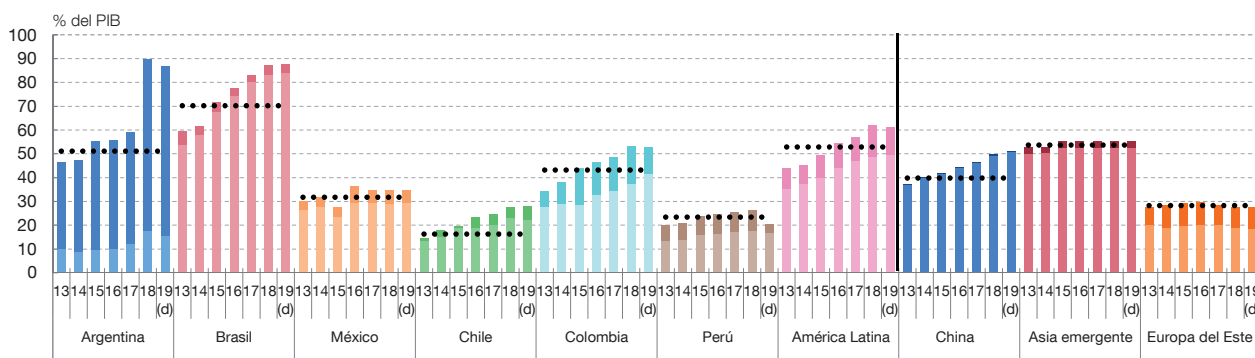
## POLÍTICA FISCAL EN AMÉRICA LATINA

Tanto el déficit público como la deuda pública se mantienen muy elevados en Brasil y en Argentina, presentando este país además una estructura de la deuda muy dependiente del tipo de cambio. En el resto de los países se registran unas ratios comparables a las de Asia emergente y superiores a las de Europa del Este, si bien existen riesgos implícitos como la elevada deuda de la empresa pública petrolera PEMEX en México.

## 1 SUPERÁVIT O DÉFICIT PÚBLICO (a)



## 2 DEUDA PÚBLICA (c)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Institute of International Finance, Thomson Reuters y estadísticas nacionales.

- a En color claro, déficit primario; en color oscuro, carga de intereses. Los puntos representan el saldo público total.  
 b Estimaciones del WEO del FMI de octubre de 2019.  
 c En color claro, deuda en moneda local; en color oscuro, deuda en moneda extranjera. La línea de puntos representa la media de la deuda total en el período 2000-2018.  
 d Primer trimestre de 2019.



economía podría no ser suficiente para corregir la situación estructural de las finanzas públicas. En el caso de Argentina, se ha producido una reprogramación de los vencimientos de la deuda pública, según se describe en el recuadro 2, que implica una quita del valor presente de aquella mucho más reducida que la que se obtiene a partir de la cotización de los títulos de deuda pública. En resumen, el espacio para llevar a cabo políticas fiscales expansivas, en caso de que fuera necesario, parece estar muy limitado en estos dos países.

Tampoco dispone de un margen de maniobra significativo en su política fiscal México, dada la delicada situación de la empresa petrolera estatal PEMEX, que



podría acabar repercutiendo en la sostenibilidad de la deuda pública, según se describía en el anterior informe semestral de economía latinoamericana<sup>9</sup>. En el caso de Colombia, donde la deuda pública se mantiene elevada en términos históricos, el país tiene que afrontar el mayor gasto público derivado del significativo aumento de la inmigración (procedente de Venezuela, con un coste estimado por el Gobierno colombiano en torno a 0,5 puntos del PIB en 2019), mientras que la aplicación de la regla fiscal requeriría una reducción del déficit público estructural en los próximos años. En Chile, la deuda pública, a pesar de mantenerse reducida, ha aumentado notablemente en los últimos años y es previsible que lo siga haciendo, pues el Gobierno ha anunciado algunas medidas fiscales expansivas como respuesta a las protestas sociales, que se encuentran todavía pendientes de definir. Finalmente, la aprobación de posibles medidas de política fiscal contracíclica en Perú podría verse dificultada por la situación institucional compleja que presenta este país.

Fecha de cierre de datos: 5.11.2019.

Fecha de publicación: 7.11.2019.

---

<sup>9</sup> Banco de España (2019), recuadro 1, “Las medidas propuestas por los nuevos Gobiernos de Brasil y México”, «Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2019», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2019.

**LOS EFECTOS DE LAS TENSIONES COMERCIALES GLOBALES SOBRE AMÉRICA LATINA**

A partir de 2018 se ha producido una intensificación de las tensiones comerciales, en particular entre Estados Unidos y China, con efectos adversos sobre la economía global<sup>1</sup>. En este contexto, el recuadro expone los canales a través de los cuales esta situación podría afectar a América Latina, y proporciona una aproximación a sus posibles efectos.

Entre estos canales destaca, en primer lugar, el comercial. Por una parte, la menor actividad en los países directamente afectados por la «guerra comercial» puede llevar a que se reduzca su demanda de bienes producidos en el resto del mundo, incluida Latinoamérica. Asimismo, las tensiones pueden producir disrupciones en las cadenas globales de valor (CGV) en las que están integrados los países latinoamericanos. Por otra parte, se pueden producir desvíos de los flujos comerciales entre Estados Unidos y China a través de terceras jurisdicciones, lo que podría afectar positivamente a las exportaciones de algunos productos. Finalmente, dada la importancia que, en particular, la demanda de China ejerce en la determinación de los precios de las materias primas, una desaceleración adicional de esta economía puede afectar a estos mercados, con efectos relevantes sobre América Latina. Además del canal comercial, pueden producirse efectos negativos si las tensiones afectan a las decisiones de inversión y de consumo de los agentes a través de caídas en su confianza sobre la situación económica, derivada de la incertidumbre en torno a la naturaleza futura de las relaciones comerciales multilaterales o a través de una reducción de sus expectativas sobre el curso futuro de la actividad.

Pasando a la posible materialización de las tensiones comerciales en América Latina, cabe destacar, en primer lugar, que las economías de esta región, en su conjunto, son menos abiertas al comercio internacional que otras zonas emergentes, suponiendo sus exportaciones de bienes en porcentaje del PIB algo menos del 20 %, frente a cifras en torno al 50 % de las economías emergentes de Europa del Este o del sudeste asiático (véase gráfico 1.1). No obstante, dentro de la región existe un elevado grado de heterogeneidad. Por una parte, Argentina, Brasil y

Colombia son economías relativamente más cerradas que la media, aunque, para esta última, China y Estados Unidos representen el destino de casi la mitad del total del valor de sus exportaciones (véase gráfico 1.3). En comparación, Perú, Chile y México son economías más abiertas, que además presentan sustanciales exposiciones a China –las dos primeras– y a Estados Unidos –la última– (véase, de nuevo, gráfico 1.3).

La menor apertura de la región tiene su reflejo en la menor integración en las CGV si se compara con otras regiones emergentes (véase gráfico 1.2), pero presentando un patrón de heterogeneidad entre países. Por una parte, México se encuentra vinculado más estrechamente con la industria de Estados Unidos, mientras que las economías de América del Sur presentan una estructura en la que predominan los vínculos regionales<sup>2</sup>. Sin embargo, la composición de las exportaciones de las economías latinoamericanas, con la excepción de México, constituidas en gran parte por materias primas (véase, de nuevo, gráfico 1.3), hace que estas se vean más expuestas a eventuales efectos derivados de la menor demanda de Estados Unidos y de China, pues los productos mineros y los bienes agrícolas tienen elasticidades de comercio muy superiores a las de los productos manufactureros. Asimismo, como se ha mencionado anteriormente, los términos de intercambio de la región se encuentran muy vinculados a las fluctuaciones de los precios internacionales de las materias primas, en gran medida determinados por la actividad y la demanda de la economía china (véase gráfico 1.4).

Las tensiones comerciales parecen estar influyendo negativamente sobre el desarrollo de los intercambios globales de mercancías, en particular desde finales de 2018 (véase gráfico 1.5), afectando tanto a las exportadores de materias primas como a las de manufacturas. En este entorno, América Latina ha seguido el patrón de otras economías emergentes, registrando caídas en sus exportaciones a lo largo de 2019. Sin embargo, México, con una estructura exportadora más orientada hacia las manufacturas, ha mantenido tasas de variación positivas a lo largo del año (véase, de nuevo, gráfico 1.5). Un

1 En particular, tanto el FMI, en el *World Economic Outlook* de octubre de 2018, como la OCDE, en el *Economic Outlook* de abril de 2019, prevén impactos negativos relacionados con las perturbaciones comerciales. Véase también “El aumento del proteccionismo entre Estados Unidos y China y sus repercusiones sobre la economía mundial”, recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2019, Banco de España.

2 Véase CEPAL (2013), «América Latina y el Caribe en las cadenas internacionales de valor», Serie Comercio Internacional.

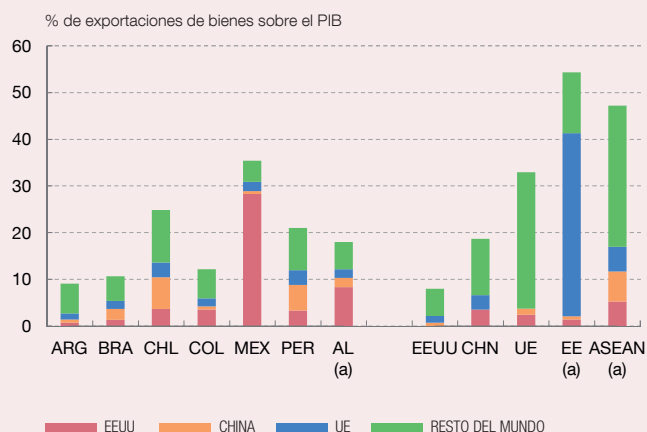
**LOS EFECTOS DE LAS TENSIONES COMERCIALES GLOBALES SOBRE AMÉRICA LATINA (cont.)**

Gráfico 1

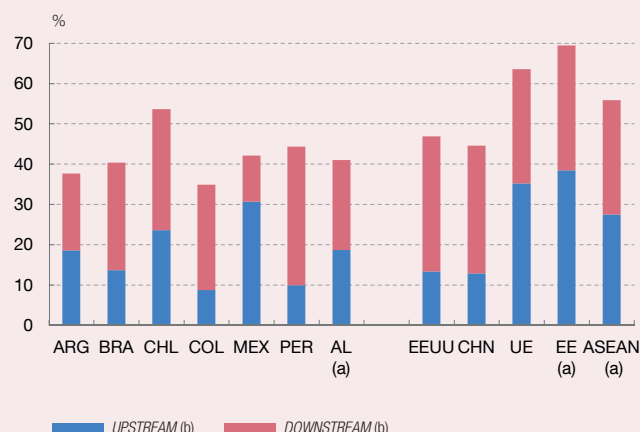
**LAS TENSIONES COMERCIALES PUEDEN GENERAR SPILLOVERS SOBRE AMÉRICA LATINA POR VARIOS CANALES**

Por el lado del canal comercial, la región muestra una importante heterogeneidad en términos de apertura comercial, de exposición a Estados Unidos y a China y de integración en las cadenas globales de valor. El elevado peso de las exportaciones de materias primas es un factor de especial relevancia también por la importancia que la demanda de China ejerce en la determinación de sus precios. En el corto plazo, las tensiones comerciales habrían influido negativamente sobre el desarrollo de las actividades comerciales globales y de América Latina. México destaca por haber mantenido tasas positivas de crecimiento de las exportaciones. Por otro lado, una mayor incertidumbre sobre la política comercial y la situación económica global pueden afectar negativamente a los mercados financieros de las economías emergentes en general, y a las latinoamericanas en particular.

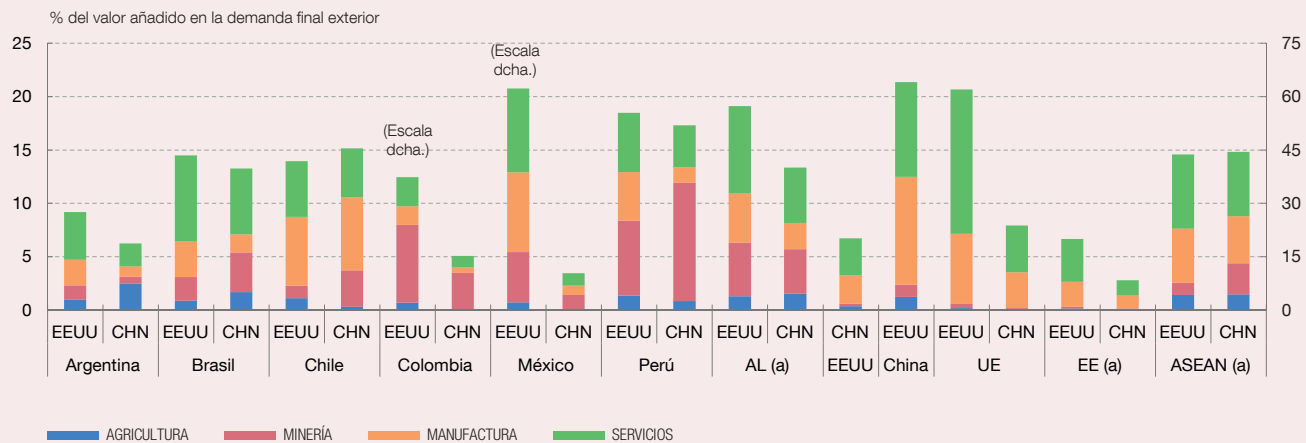
1 APERTURA COMERCIAL



2 TASA DE PARTICIPACIÓN EN LAS CADENAS GLOBALES DE VALOR



3 COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES HACIA ESTADOS UNIDOS Y CHINA



FUENTES: OCDE, UNCTAD-Eora GVC database, OMC y Thomson Reuters.

- a AL: Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. EE: Europa del Este (UE-13). ASEAN: Asociación de las Naciones del Sudeste Asiático.
- b *Upstream*: proporción de las exportaciones utilizada como *input* por industrias en otros países, que producen bienes o servicios con la finalidad de exportar a países terceros (exportaciones indirectas de valor añadido). *Downstream*: proporción de las exportaciones compuesta por el valor añadido de bienes y servicios extranjeros que se utilizan como *input* para producir bienes y servicios para la exportación.

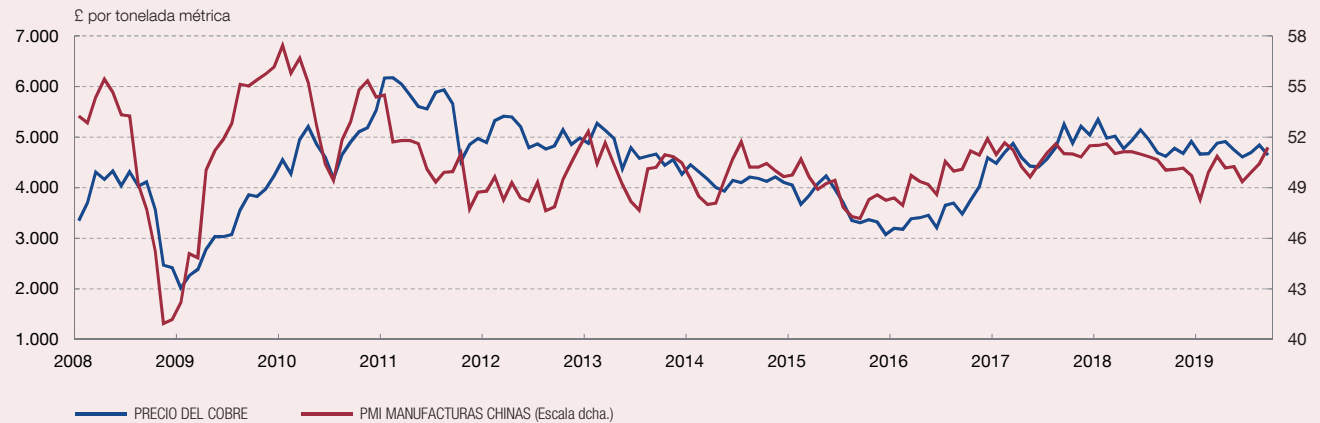
**LOS EFECTOS DE LAS TENSIONES COMERCIALES GLOBALES SOBRE AMÉRICA LATINA (cont.)**

reciente informe del Banco de México<sup>3</sup> atribuye parte de estos desarrollos a un cierto efecto sustitución de aquellos productos chinos de exportación a Estados Unidos más afectados por los nuevos aranceles<sup>4</sup>. Sin embargo, el

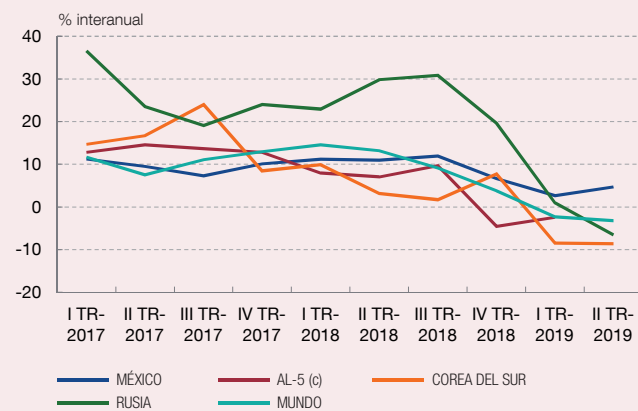
Banco de México señala que a medio y largo plazo las tensiones comerciales podrían generar efectos adversos también para la economía del país, a través del canal de la incertidumbre.

Gráfico 1  
LAS TENSIONES COMERCIALES PUEDEN GENERAR SPILLOVERS SOBRE AMÉRICA LATINA POR VARIOS CANALES (cont.)

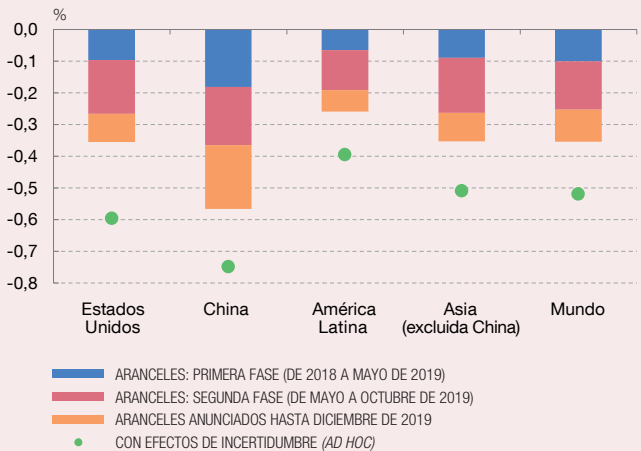
4 PRECIO DEL COBRE Y PMI DE MANUFACTURAS DE CHINA



5 CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES



6 SIMULACIONES: EFECTO DE LA ESCALADA PROTECCIONISTA SOBRE EL PIB EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2021 (d)



FUENTES: OCDE, UNCTAD-Eora GVC database, OMC y Thomson Reuters.

c AL-5: Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú.

d Se incluyen todas las medidas arancelarias entre Estados Unidos y China que se han introducido o se han anunciado hasta diciembre de 2019. El efecto de la incertidumbre se aproxima mediante aumentos en la prima de riesgo de 25 puntos básicos para Estados Unidos y China, y de 10 puntos básicos para el resto del mundo.

3 Véase Banco de México (2019), «Informe Trimestral», enero-marzo de 2019.

4 Estos resultados son parecidos a los obtenidos por algunas instituciones internacionales. Véase UNCTAD (2018), «Key Statistics and Trends in Trade Policy – 2018».

**LOS EFECTOS DE LAS TENSIONES COMERCIALES GLOBALES SOBRE AMÉRICA LATINA (cont.)**

En este sentido, no obstante, cabe señalar que con los datos disponibles resulta complejo estimar el impacto económico concreto de las distintas oleadas de aumentos de los aranceles, dado que algunas medidas han entrado en vigor solo recientemente o se encuentran pendientes de implementación. Para aproximar el posible impacto sobre la economía de Latinoamérica se ha realizado un ejercicio de simulación con un modelo macroeconómico<sup>5</sup>. En el gráfico 1.6 se presentan dos escenarios. El primero recoge los canales que discurren a través de los cambios en el comercio global (derivados del aumento de los aranceles entre Estados Unidos y China en distintas fases), mientras que el segundo añade además los derivados de la caída de la confianza y el aumento de la incertidumbre<sup>6</sup>. De acuerdo con las simulaciones, en el primer escenario se produciría una reducción del PIB de Latinoamérica del 0,3 %, en términos acumulados en 2019-2021, una décima menos que la que se produciría en la región de Asia emergente, dadas su menor apertura comercial y su menor integración en las CGV. En el segundo escenario, por su parte, los efectos de confianza

podrían llegar a generar impactos adversos adicionales (de 0,1 pp para ambas regiones), no solo por el efecto directo por el aumento de las primas de riesgo de la inversión, sino también por el efecto de segunda ronda en la actividad mundial.

No obstante, los impactos vinculados a la incertidumbre resultan particularmente difíciles de calibrar y, por lo tanto, deben tomarse con más cautela que los asociados al canal comercial. Asimismo, existen otros factores que podrían hacer que los efectos fueran distintos de los presentados, entre los que cabe destacar dos. En primer lugar, las simulaciones realizadas no tienen en cuenta la reacción expansiva de las políticas monetarias a escala global y regional, que ya se ha iniciado, y que tendería a reducir la magnitud del impacto. En segundo lugar, el modelo macroeconómico usado incorpora unas elasticidades de los precios de las materias primas inferiores a las estimadas en la literatura empírica<sup>7</sup>, lo que, dada la especialización exportadora de América Latina en esos productos discutida anteriormente, podría introducir un sesgo a la baja en los resultados.

5 En concreto, el modelo NiGEM del National Institute of Economic and Social Research del Reino Unido. Se ha simulado el efecto de los aranceles anunciados por Estados Unidos y China desde mayo de este año, hayan sido ya aplicados o no. Para más detalles sobre el marco de simulación, véase “El aumento del proteccionismo entre Estados Unidos y China y sus repercusiones sobre la economía mundial”, recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2019, Banco de España.

6 Este canal se aproxima a través de un incremento *ad hoc* de 25 puntos básicos (pb) en la prima de riesgo de la inversión en Estados Unidos y China, y de 10 pb en la del resto de las economías.

7 Véase la discusión en X. Bin, D. Santabárbara y M. Roth (2019), «Impacto global de una desaceleración en China», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación. Estos autores refinan el canal de impacto de cambios en la situación económica sobre las materias primas en dos dimensiones principales. En primer lugar, calibran de manera diferenciada la reacción de los precios de las materias primas a una caída de la producción industrial de China. En segundo lugar, recalibran los parámetros del modelo NiGEM sobre la elasticidad de la oferta de las distintas materias primas, para calcular la caída del valor de la producción asociada a la reducción de los precios, distinguiendo entre petróleo y distintos tipos de metales industriales, utilizando estimaciones disponibles en la literatura económica de referencia.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE ARGENTINA**

En la primavera de 2018 se produjo un parón súbito en los flujos de entrada de capitales en Argentina. Ante la imposibilidad de financiarse en los mercados internacionales, el Gobierno decidió solicitar la asistencia financiera del Fondo Monetario Internacional (FMI). Las principales causas de esta situación fueron<sup>1</sup>: i) la falta de progreso en la reducción del déficit público (financiado principalmente con deuda externa en moneda extranjera) y de la inflación; ii) el endurecimiento generalizado de las condiciones financieras internacionales, y iii) una fuerte sequía, que redujo significativamente el producto agropecuario de forma transitoria en el segundo trimestre de 2018, con una incidencia en la tasa de variación intertrimestral del PIB de -2,2 puntos porcentuales (pp)<sup>2</sup>.

El programa con el FMI, aprobado en junio de 2018, y modificado en octubre del mismo año para aumentar su cuantía y adelantar el desembolso de las cantidades comprometidas (véase cuadro 1), preveía un ajuste fiscal y monetario con el objetivo de reducir los déficits fiscal<sup>3</sup> y por cuenta corriente (véase gráfico 1.1) y reducir la inflación. Asimismo, en el ámbito de la política monetaria se introdujeron cambios institucionales de calado. Por una parte, el Poder Ejecutivo envió un proyecto de ley al Congreso que modifica la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina (BCRA), otorgando mayor independencia a la autoridad monetaria e incluyendo una prohibición de que el BCRA financie al

Cuadro 1

ACUERDO *STAND-BY* DE ARGENTINA: DESEMBOLSOS E IMPORTES AÚN NO DESEMBOLSADOS (a)

Disponible a partir de	Importe		Acumulado (mill. dólares)	% del total del programa
	Mill. dólares	% del PIB		
<b>Total desembolsado</b>	<b>43.945</b>	<b>9,9</b>		<b>78,4</b>
Quinta revisión, septiembre de 2019	5.370	1,2	49.315	9,6
Sexta revisión, diciembre de 2019	964	0,2	50.279	1,7
Séptima revisión, marzo de 2020	964	0,2	51.243	1,7
Octava revisión, junio de 2020	964	0,2	52.207	1,7
Novena revisión, septiembre de 2020	964	0,2	53.171	1,7
Décima revisión, diciembre de 2020	964	0,2	54.135	1,7
Undécima revisión, marzo de 2021	964	0,2	55.099	1,7
Duodécima revisión, junio de 2021	964	0,2	56.063	1,7
<b>Total sin desembolsar</b>	<b>12.118</b>			<b>21,6</b>
<b>TOTAL</b>	<b>56.063</b>	<b>11,6</b>		

**FUENTES:** Elaboración propia, a partir de FMI, *Argentina. Fourth Review under the stand-by arrangement*, IMF Country Report n.º 19/232, julio de 2019.

a Argentina ha firmado un acuerdo *Stand-By* con el FMI que estipula desembolsos en 12 cuotas. El cuadro se ha elaborado en base a la información más actualizada disponible sobre la marcha del programa (cuarta revisión, junio de 2019). Los porcentajes del PIB se han calculado utilizando las previsiones del PIB nominal en dólares del FMI para cada año tomadas del *World Economic Outlook* de octubre de 2019. Para el porcentaje total en la última línea se utiliza la previsión del PIB nominal de Argentina del FMI para 2021.

- 1 Sobre las razones que llevaron a la solicitud de asistencia financiera del FMI, véase el artículo analítico «Argentina: los retos económicos frente a un entorno internacional adverso», *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España.
- 2 Las exportaciones se redujeron un 14 % en dicho trimestre. Esto anticipaba caídas tanto del ingreso esperado de divisas como de los ingresos públicos (véanse los informes de política monetaria del Banco Central de la República Argentina de octubre de 2018 y de enero de 2019).
- 3 El objetivo de reducción acumulada del saldo fiscal primario en 2018 y 2019 se situaba en 3,8 pp del PIB. Hasta la cuarta revisión del programa con el FMI —la última revisión disponible—, se cumplieron todas las metas cuantitativas de consolidación fiscal.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE ARGENTINA (cont.)**

Tesoro<sup>4</sup>. En la fecha de cierre de este Informe, el proyecto de ley se encuentra aún pendiente de aprobación. Por otra parte, se decidió abandonar el uso de objetivos de inflación como referencia de la política monetaria, pasando a un sistema con ancla nominal en la base monetaria, de manera que el tipo de interés de referencia en los mercados monetarios se convertiría en una variable endógena en la economía (véase gráfico 1.2). Finalmente, en relación con el tipo de cambio del peso argentino frente al dólar, variable esencial para la evolución de las expectativas de inflación, la «zona de no intervención» (ZNI), es decir, la banda cambiaria dentro de la cual inicialmente se permitía que la moneda flotara libremente, se acabó eliminando a finales de abril de 2019, como consecuencia de las turbulencias en los mercados financieros, de manera que la ZNI pasó a denominarse «zona de referencia cambiaria». La diferencia con el régimen anterior de ZNI radica en que, dentro de la zona de referencia cambiaria, la flotación ya no es libre. El BCRA puede intervenir aunque el tipo de cambio se encuentre dentro de la zona de referencia si juzga que su volatilidad es excesiva<sup>5</sup>.

Hasta julio de 2019 se han completado cuatro revisiones del programa (véase, de nuevo, cuadro 1), en las que se juzgó que se habían ido cumpliendo los criterios de condicionalidad aprobados en él, en términos generales. En particular, el análisis de sostenibilidad de la deuda pública llevado a cabo por el FMI se consideró satisfactorio y la deuda se consideraba «sostenible pero no con alta probabilidad»<sup>6</sup>.

En este contexto económico e institucional, en agosto de 2019 se produjo un episodio de intensas presiones financieras que produjeron fuertes caídas del valor de los activos financieros argentinos, de los depósitos bancarios en dólares (en los dos meses posteriores, hasta finales de octubre, en alrededor de 11.000 millones de dólares, un 2,5 % del PIB) (véase gráfico 1.3) y una significativa depreciación del tipo de cambio del peso frente al dólar. Uno de los efectos adversos directos de esta reacción negativa fue el incremento de la ratio de deuda pública sobre el PIB, dado que el 80 % de la deuda pública argentina está denominada en moneda extranjera. Esto se ha traducido también en un aumento de la probabilidad de impago, y ha llevado a que el diferencial soberano de Argentina se incrementara en más de 1.000 pb en el transcurso del mes de septiembre.

Las causas de este episodio de tensiones financieras, según los analistas, se vinculan al resultado de las elecciones primarias<sup>7</sup> que se celebraron en agosto de 2019, y que registraron un resultado muy desalineado con las encuestas previas<sup>8</sup>, que se interpretó que podría llevar a una discontinuidad con las políticas económicas seguidas en el último año tras el acuerdo firmado con el FMI. Como respuesta a este deterioro en los mercados financieros, el Gobierno argentino adoptó entre agosto y septiembre de 2019 una serie de decisiones de política económica como respuesta. En primer lugar, informó de un paquete de medidas fiscales expansivas<sup>9</sup>. En segundo lugar, anunció un plan de reprogramación de su

4 En el marco legal vigente, el BCRA puede financiar al Tesoro mediante adelantos transitorios a cargo de futuras utilidades, independientemente de si estas se realizan o no. Esta posibilidad desaparece en el proyecto de ley. El proyecto también estipula que el BCRA deberá utilizar los beneficios que genere para cancelar los adelantos transitorios otorgados en el pasado. Una vez rescatados estos, deberá incorporar los beneficios generados a un fondo de reserva hasta que este alcance el 50 % del capital del BCRA. Solo entonces este comenzará a distribuir las utilidades que genere a la cuenta del Gobierno Nacional.

5 De acuerdo con la legislación vigente, el BCRA puede vender hasta 250 millones de dólares diarios (lo que supone un 0,4 % de las reservas internacionales medias en 2018-2019) cuando el tipo de cambio peso/dólar se sitúa por encima del límite superior de la zona de referencia cambiaria (que es fijada por el comité de política monetaria).

6 FMI, Argentina. *Fourth Review under the stand-by arrangement*, IMF Country Report n.º 19/232, julio de 2019.

7 Estas elecciones, conocidas también como PASO (primarias, abiertas, simultáneas y obligatorias), constituían una encuesta electoral con una muestra prácticamente igual a la población, aunque la participación en las primarias se sitúa habitualmente algo por debajo de la de las elecciones presidenciales.

8 El Frente de Todos (en la oposición en aquel momento) obtuvo más del 47 % de los votos, 15 pp más que Juntos por el Cambio, la coalición que soportaba a el Gobierno.

9 El coste del paquete se estima en 0,3 pp del PIB. En la fecha de cierre de este Informe, este se encontraba todavía en fase de tramitación en el Congreso.



**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE ARGENTINA (cont.)**

deuda<sup>10</sup>, con el objetivo, en particular, de retrasar el pago de los vencimientos y reducir la pérdida de reservas internacionales derivada de la depreciación del peso. Igual objetivo buscaba la implantación posterior de controles de capitales<sup>11</sup>. Como es habitual, estos controles han supuesto la aparición de mercados paralelos con tipos de cambio más depreciados que el tipo de cambio del mercado oficial.

Las elecciones presidenciales celebradas a finales de octubre confirmaron la elección de Alberto Fernández (*Frente de Todos*) como nuevo presidente de Argentina a partir del próximo 10 de diciembre. La reacción negativa de los mercados financieros fue en esta ocasión de escasa magnitud, al estar descontado el evento.

Las significativas revisiones a la baja en los últimos meses de las previsiones de crecimiento económico, y al alza en las de inflación (principalmente, como consecuencia del

*pass-through* del tipo de cambio) (véase gráfico 1.4), han aumentado la preocupación por la sostenibilidad de la deuda pública argentina, que se encuentra principalmente denominada en moneda extranjera. La introducción de controles de capital<sup>12</sup> y la reprogramación de la deuda a más corto plazo podrían permitir ganar tiempo para el diseño de un programa económico, pero no abordan el asunto del acceso a la financiación que permita afrontar los vencimientos de las obligaciones que el Gobierno argentino tiene con los agentes privados, a partir de 2020, así como con el FMI, en el período 2021-2023. En ese sentido, no se produjo la quinta revisión del programa, prevista para el 15 de septiembre, y el FMI no desembolsó los 5.400 millones de dólares previstos para esa fecha. De acuerdo con las declaraciones del primer subdirector gerente del Fondo, el FMI estaría esperando a que se defina el nuevo Gobierno para retomar las negociaciones con él.

- 
- 10 Las medidas anunciadas incluían: 1) reprogramación obligatoria de letras Letes (letras del Tesoro denominadas en dólares), Lecap (letras denominadas en pesos), Lecker (letras denominadas en pesos indexadas a la inflación) y Lelink (letras indexadas al dólar) para inversores institucionales (se pagará el 15% en la fecha estipulada, el 25% a los tres meses y el 60% a los seis meses); 2) inicio de un proceso legislativo para introducir con carácter retroactivo cláusulas de acción colectiva en los títulos públicos bajo legislación nacional, a fin de reprogramar solo plazos (sin quita); 3) inicio de contactos con los tenedores de bonos sometidos a legislación extranjera para una reprogramación de vencimientos de la deuda que vence en los próximos diez años (sin quita).
- 11 Los controles de capital contenían tres medidas principales: 1) obligación para los exportadores de repatriar los ingresos obtenidos en divisas dentro de un máximo de cinco días (quince en algunos casos); 2) se limita la compra de divisas por residentes (10.000 dólares al mes) y no residentes (1.000 dólares al mes), y 3) necesidad para las empresas de un permiso para repatriar las ganancias en el exterior o para comprar divisas en los mercados. Además, con el objetivo de limitar la especulación incrementando los riesgos de las operaciones que se aprovechaban de la brecha entre el dólar implícito en las operaciones de compraventa de títulos en la bolsa y el tipo de cambio oficial, el banco central y la Comisión Nacional de Valores impusieron la obligación de mantener los dólares y los títulos comprados durante al menos cinco días antes de cada movimiento.
- 12 A partir del día siguiente a las elecciones (28 de octubre), el banco central redujo notablemente el límite de compra de divisas por residentes (200 dólares mensuales si es con cargo a una cuenta en pesos y 100 dólares mensuales si se trata de compras en efectivo) y por no residentes (100 dólares mensuales).

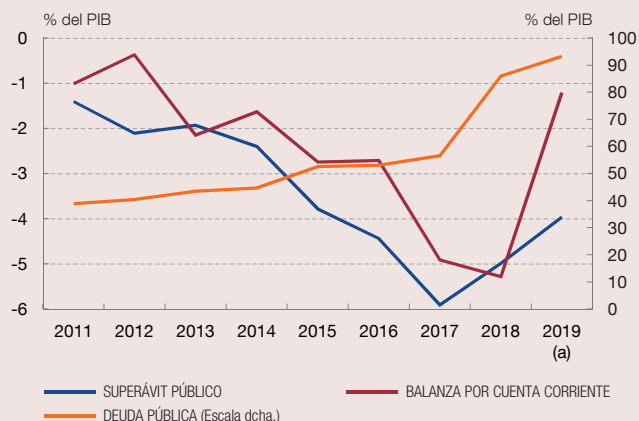


**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE ARGENTINA (cont.)**

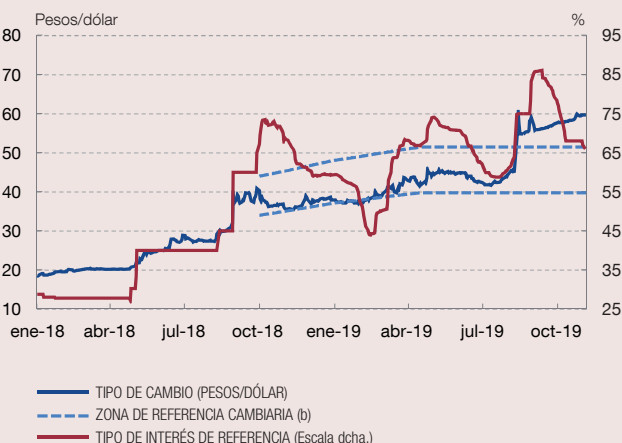
Gráfico 1  
**ARGENTINA SE ENFRENTA A IMPORTANTES RETOS FUTUROS, QUE IMPLICAN UNA SITUACIÓN DE RIESGO**

Además de estar sufriendo una prolongada recesión (ya son seis trimestres con crecimiento cero o negativo), que ha venido asociado a una corrección del elevado déficit por cuenta corriente, Argentina se encuentra en una situación de elevada inflación y elevados tipos de interés. Se enfrenta a una fuerte depreciación del tipo de cambio (que conlleva el incremento de la deuda pública, en su mayor parte denominada en dólares), a una disminución de las reservas internacionales y a una rápida contracción de los depósitos en dólares.

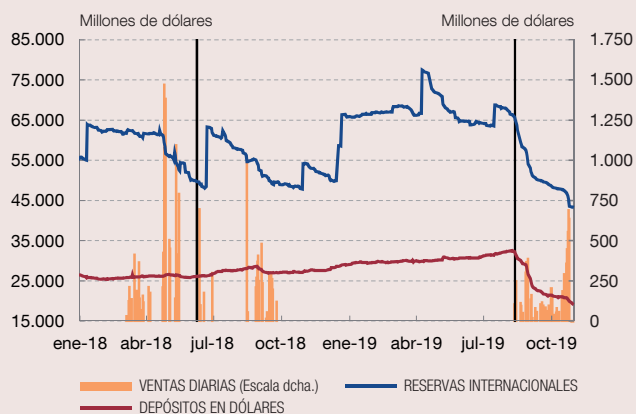
1 ARGENTINA: DEUDA PÚBLICA, SALDO PRESUPUESTARIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



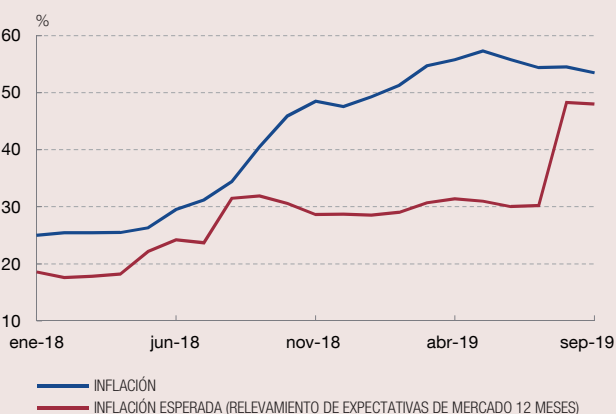
2 ARGENTINA: TIPO DE CAMBIO Y TIPO DE INTERÉS



3 ARGENTINA: RESERVAS INTERNACIONALES Y DEPÓSITOS (c)



4 ARGENTINA: INFLACIÓN



FUENTES: BCRA, INDEC, FMI y Thomson Reuters.

- a Previsiones del WEO de octubre de 2019.
- b Hasta el 29 de abril de 2019, «zona de no intervención».
- c La primera línea vertical se refiere a la firma del acuerdo con el FMI (el 8 de junio de 2018) y la segunda a la celebración de las elecciones primarias (el 11 de agosto de 2019).