

# Informe de Economía Latinoamericana. Primer semestre de 2017



20 de abril de 2017

Las economías de América Latina se enfrentan a un panorama de gran complejidad, como consecuencia de diversos factores —como la fragilidad de la recuperación de las economías avanzadas tras la crisis, las tensiones en el proceso de reequilibrio de la economía china y las dudas sobre el alcance de la recuperación de los precios de las materias primas—, a los que se ha sumado el cambio de Administración en Estados Unidos, con potenciales implicaciones globales por el giro esperado en la orientación de sus políticas económicas.

No obstante, los datos de Contabilidad Nacional han mostrado una tímida mejoría en el conjunto de la región en la segunda mitad de 2016, favorecida por el buen tono de los mercados financieros, la relajación de las políticas monetarias —en un contexto de reducción de la inflación— y el cambio de tendencia en la evolución de los precios de las materias primas. Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a una prolongación de esta mejoría en los primeros meses de 2017. Para el conjunto de 2017, se espera una recuperación moderada del crecimiento en el conjunto de la región, pero con una notable heterogeneidad por países, continuando el balance de riesgos sobre el crecimiento sesgado a la baja.

## Introducción

A pesar de que los mercados financieros han presentado un comportamiento favorable a lo largo del último semestre, que, salvo episodios puntuales de inestabilidad, se ha reflejado en niveles reducidos de volatilidad, la coyuntura económica global se ha caracterizado por una elevada incertidumbre. El resultado de las elecciones del pasado mes de noviembre en Estados Unidos, con potenciales implicaciones globales por el cambio esperado en la orientación de las políticas económicas, ha venido a sumarse a otros factores —como la fragilidad de la recuperación de las economías avanzadas tras la crisis, las tensiones en el proceso de reequilibrio de la economía china y las dudas sobre el alcance de la recuperación de los precios de las materias primas— para configurar un panorama económico de gran complejidad para América Latina en el medio plazo.

En un horizonte más cercano, la actividad económica global, especialmente en las economías avanzadas, ha tendido a repuntar en el último semestre de 2016. Adicionalmente, el buen tono de los mercados financieros ha facilitado una recuperación de los flujos de capitales hacia las economías emergentes —y, en particular, hacia América Latina— y un incremento de las emisiones de renta fija de estas economías. Todo ello ha frenado la depreciación de sus monedas, ha facilitado una reducción de la inflación doméstica y ha permitido un cambio en el tono de las políticas monetarias, si bien los descensos en términos de tipos de interés reales son todavía limitados. Además, el cambio de tendencia en la evolución de los precios de las materias primas en 2016 ha permitido una recuperación parcial de los términos de intercambio.

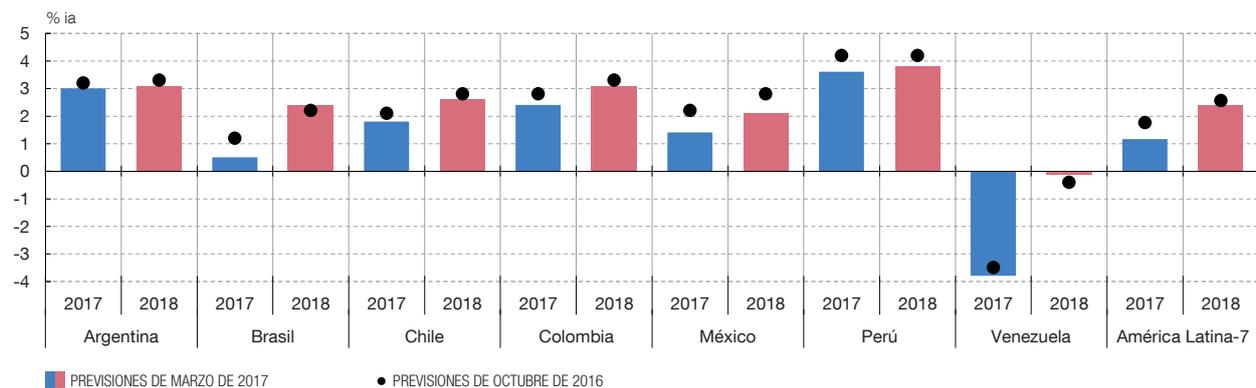
No es sorprendente, por tanto, que los datos de Contabilidad Nacional hayan mostrado una tímida mejoría en el conjunto de la región en la segunda mitad del año. El crecimiento del PIB, para el promedio ponderado de las seis principales economías para las que se dispone de información<sup>1</sup>, ha pasado del  $-0,2\%$  intertrimestral en la primera mitad del año al  $0,1\%$  en la segunda. En términos interanuales, el retroceso de la actividad ha ido perdiendo intensidad gradualmente, desde el  $-1\%$  en el primer trimestre del año hasta el  $-0,2\%$  en el cuarto. La mejoría ha sido bastante generalizada, con la excepción de Brasil, cuyo PIB ha vuelto a caer a una tasa próxima al  $-1\%$  en el último trimestre de 2016.

Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a una prolongación de esta mejoría en los primeros meses de 2017, aunque aún es prematuro concluir que se esté consolidando. La progresión de la recuperación en el corto plazo se está apoyando, además de en los factores ya citados, en un progresivo desplazamiento de la demanda externa neta hacia la interna, principalmente la inversión, mientras que el aumento de la incertidumbre —que está haciendo mella en la confianza de los agentes, especialmente en México—, los ajustes fiscales en marcha y la atonía del crédito actuarían en sentido inverso. En este contexto, las previsiones macroeconómicas de consenso para el conjunto de las siete principales economías de la región (incluida Venezuela) apuntan a un crecimiento del  $1,2\%$  en 2017, tras el retroceso de  $-0,7\%$  estimado para 2016. Cabe señalar, en todo caso, que esa mejora, que se ha seguido revisando a la baja en los últimos meses, responde, en gran medida, a la esperada recuperación de Brasil y Argentina (véase gráfico 1).

El balance de riesgos sobre el crecimiento continúa sesgado a la baja. En la vertiente externa, destacan los riesgos derivados de un posible endurecimiento brusco de las condiciones

<sup>1</sup> Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile y Perú.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN AMÉRICA LATINA PARA 2017 y 2018

FUENTE: *Latin American Consensus Forecasts*.

financieras globales, si la normalización de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal fuese más rápida de lo anticipado o si se desencadenara un cambio de sentimiento en los mercados financieros globales por algún otro factor (incluidos los acontecimientos políticos en algunas economías avanzadas). Por otro lado, aunque el crecimiento en la economía china se ha estabilizado recientemente, la ampliación de algunos desequilibrios y el excesivo endeudamiento corporativo plantean riesgos de ajuste brusco en un horizonte más dilatado. En el plano interno, la consolidación fiscal, los procesos electorales previstos para 2017 y los casos de corrupción en distintos países son elementos adicionales de incertidumbre.

La primera sección de este *Informe de economía latinoamericana* recoge los principales rasgos de la evolución económica reciente de la región. A continuación se incluyen dos secciones monográficas que permiten profundizar en aspectos específicos. El primer tema seleccionado es el impacto potencial sobre las economías de la región —y, en particular, sobre la mexicana— de los cambios esperados en las políticas económicas de Estados Unidos tras la elección de Donald Trump como presidente del Gobierno. En la segunda sección temática, se aborda el ajuste reciente de la economía chilena ante un entorno exterior más desfavorable y los retos a los que debe hacer frente su política económica.

### Evolución reciente de la economía latinoamericana

EL ENTORNO EXTERIOR  
Y LA EVOLUCIÓN  
DE LOS MERCADOS  
FINANCIEROS

El cambio de orientación en las políticas económicas anunciado por la nueva Administración en Estados Unidos, con potenciales implicaciones muy relevantes a nivel global, ha introducido dosis elevadas de incertidumbre en el contexto económico y financiero internacional en el último semestre. A pesar de ello, los mercados financieros internacionales —incluidos los emergentes y, en particular, los de América Latina— han mostrado un comportamiento favorable, con niveles reducidos de volatilidad, salvo en momentos puntuales. En paralelo, los datos del PIB del cuarto trimestre de 2016 pusieron de manifiesto el fortalecimiento de la actividad en las economías avanzadas —que se reflejó en revisiones al alza de sus previsiones de crecimiento para 2017— y de algunas economías emergentes, principalmente de Asia, lo que favoreció un moderado repunte del comercio internacional. Por su parte, el precio del petróleo se mantuvo estable en los meses más recientes, tras la tendencia alcista registrada en la primera mitad de 2016, si bien experimentó un retroceso (de un 10 %) en la primera semana de marzo —tras publicarse un dato de inventarios en Estados Unidos superior al esperado—, del que se ha recuperado posteriormente.

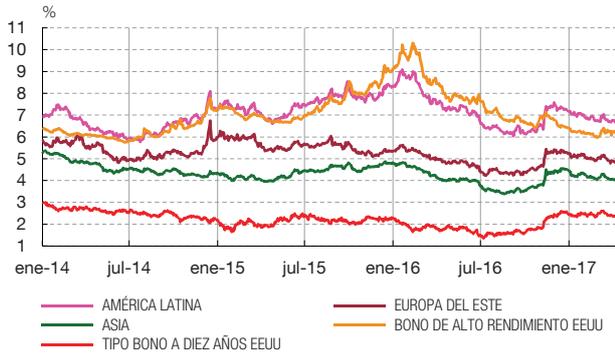
Desde el verano y hasta la celebración de las elecciones presidenciales en Estados Unidos, la evolución de los mercados financieros emergentes vino caracterizada por un tono general relativamente positivo, con alguna excepción, como México o Turquía. La inesperada victoria del candidato republicano desató un episodio de turbulencias globales, que llevó a una fuerte depreciación de las divisas, un incremento de los diferenciales soberanos (véase gráfico 2), salidas de capitales —por una cuantía similar a las de mayo de 2013—, y una paralización de las emisiones de renta fija. No obstante, al igual que ocurrió tras el *Brexit*, en junio de 2016, el episodio tuvo una duración limitada, de modo que a mediados de diciembre casi todos los mercados emergentes recuperaron sus niveles previos (véase gráfico 2), con la excepción de las monedas de algunos países con mayor exposición a las nuevas políticas comerciales y migratorias en Estados Unidos (como México) y de algunos con mayor dependencia de la financiación exterior y riesgos geopolíticos idiosincrásicos (Turquía).

El buen comportamiento de los mercados financieros se ha intensificado a comienzos de 2017, en línea con lo observado en otros segmentos de alto riesgo (véase gráfico 2), de forma que, a finales de marzo, las bolsas emergentes se situaban un 10 % por encima del nivel de noviembre de 2016 y los diferenciales soberanos cerca de 40 pb por debajo (en mínimos desde mayo de 2014). Además, en el primer trimestre de 2017 se registraron entradas de capitales tanto en deuda como en bolsa —fundamentalmente en los mercados asiáticos—, que prácticamente compensaron las salidas registradas en noviembre del año pasado (véase gráfico 3). Finalmente, entre enero y marzo de 2017 las emisiones de renta fija en mercados internacionales alcanzaron los 152 mm de dólares, un nuevo máximo histórico para un primer trimestre, gracias a las colocaciones soberanas, algunas de ellas de países con una calificación crediticia baja. Varias razones explicarían este comportamiento: la relativa estabilidad del precio del petróleo en niveles que doblan los de comienzos de 2016; el incremento del precio de los metales hasta máximos desde mediados de 2014, y la búsqueda de rentabilidades en un contexto de tipos de interés aún muy reducidos a nivel global. No obstante, la situación no está exenta de riesgos, dado que las vulnerabilidades en las economías emergentes no se han reducido, y se observa un desanclaje entre la prima de riesgo de los países emergentes y los indicadores de incertidumbre global —que están en máximos históricos— y de riesgo político idiosincrásico (véase gráfico 2).

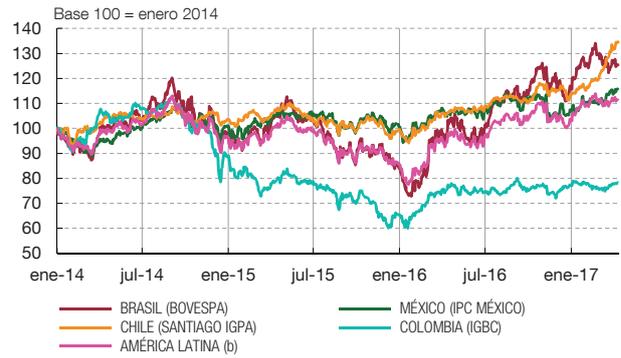
Los mercados financieros latinoamericanos no fueron ajenos a estas tendencias. El tono positivo prevaleció hasta la celebración de las elecciones en Estados Unidos, con la excepción de México, cuyos mercados registraron una elevada volatilidad desde mediados de 2016, fruto de la incertidumbre sobre el resultado electoral y del desplome del precio del crudo y su repercusión sobre la situación financiera de PEMEX. La victoria de Trump indujo un deterioro transitorio de los mercados latinoamericanos, especialmente intenso en México, donde el peso se depreció un 11 % en cuatro días (véase gráfico 2), alcanzando un mínimo histórico el 19 de enero, y las bolsas, los CDS, el diferencial soberano y los tipos a largo plazo en moneda local tuvieron un comportamiento mucho más adverso que el de sus pares emergentes.

A partir de diciembre, los indicadores financieros latinoamericanos se han recuperado, y los indicadores de tensiones financieras, que habían repuntado en el último tramo de 2016, se han reducido de nuevo desde comienzos de 2017, alcanzando, en algún caso, niveles cercanos a sus mínimos históricos (véase gráfico 2). Desde comienzos del presente año, las bolsas latinoamericanas han aumentado un 11,3 %, destacando el comportamiento de Chile (12,4 %) y Brasil (4,3 %), por un lado, y de las empresas de materias primas no energéticas (17,5 %), por otro. Los diferenciales soberanos se han reducido cerca de 40 pb, algo más que en el conjunto de los emergentes, por el acusado descenso de

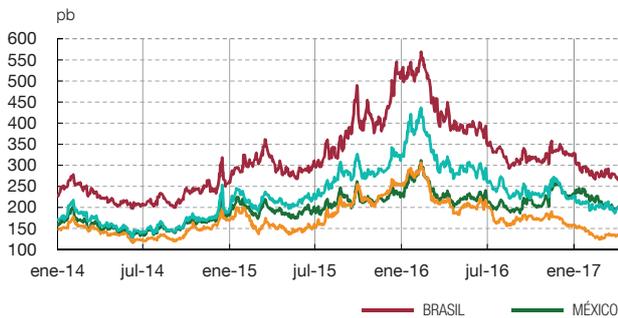
1 TIPOS DE INTERÉS (a)



2 ÍNDICES DE BOLSA



3 DIFERENCIALES SOBERANOS



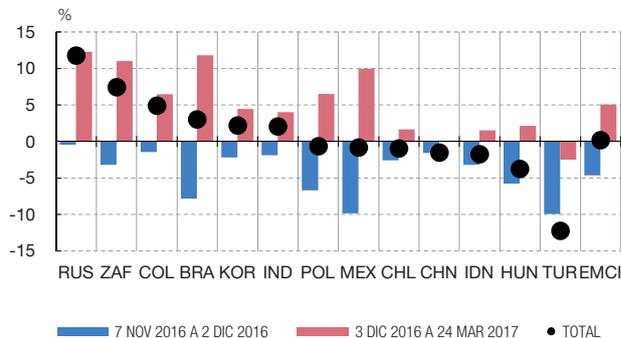
4 TIPO DE CAMBIO NOMINAL FREENTE AL DÓLAR



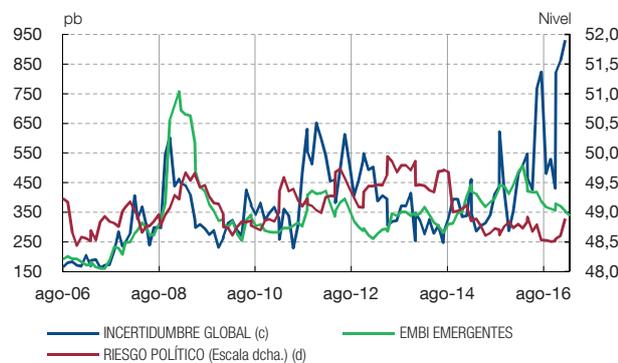
5 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



6 APRECIACIÓN (+) O DEPRECIACIÓN (-) FREENTE AL DÓLAR



7 DIFERENCIAL SOBERANO E INCERTIDUMBRE



8 ÍNDICES DE TENSIONES FINANCIERAS



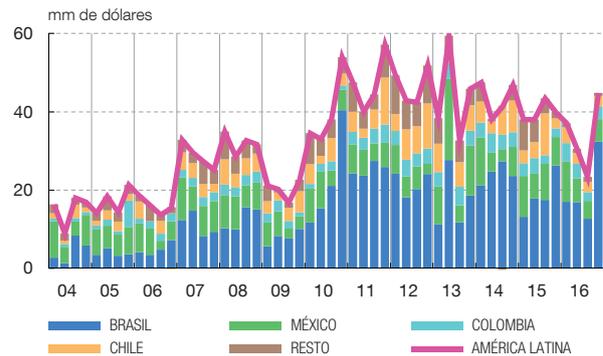
FUENTES: Banco de España, Bloomberg, Datastream, JP Morgan, EIU y Economic Policy Uncertainty.

- a Los tipos de América Latina, Asia y Europa del Este se han construido sumando el tipo del bono a diez años de Estados Unidos y los diferenciales del EMBI.
- b Índice MSCI de América Latina en moneda local.
- c Índice GPU Global.
- d Media de los indicadores de riesgo político de EIU de 27 economías emergentes.

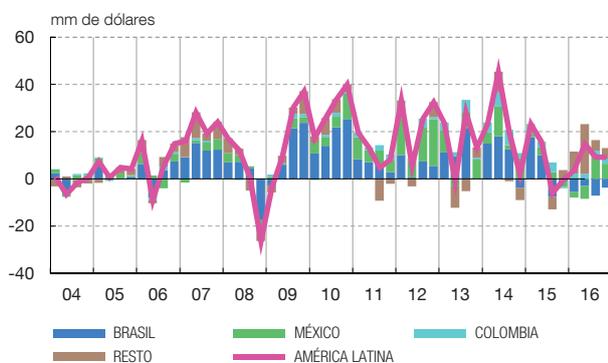
1 MERCADOS EMERGENTES: ENTRADAS DE CAPITALES



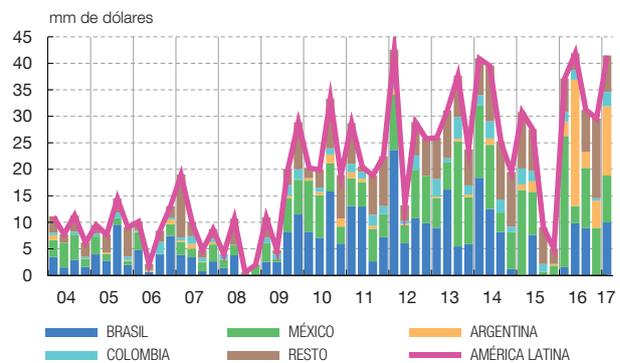
2 AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA



3 AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA



4 AMÉRICA LATINA: EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES



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

Brasil (60 pb; véase gráfico 2). Finalmente, las divisas latinoamericanas se han apreciado desde comienzos de año entre un 3% y un 5%. La excepción volvió a ser el peso mexicano, que se ha apreciado un 19% desde mediados de enero, apoyado en las medidas adoptadas por el banco central de México, que ha elevado tres veces consecutivas los tipos oficiales, ha intervenido en los mercados cambiarios y ha puesto en marcha un programa de coberturas cambiarias<sup>2</sup>; el menor énfasis en el discurso proteccionista de la nueva Administración estadounidense también ha ayudado al peso.

Como ya se ha comentado, tras el retroceso de los flujos de capitales hacia las economías latinoamericanas que siguió a la elección de Donald Trump, las entradas de inversión directa repuntaron sustancialmente a finales de 2016, cerrando el trimestre con 4,8 mm de dólares más que en el mismo trimestre de 2015 (véase gráfico 3). Por países, el incremento de las entradas en Brasil (6,1 mm de dólares, especialmente en el sector servicios, y dentro de este, en el comercio y las actividades financieras) compensó la caída observada en México

2 Los swaps cambiarios se liquidarían en moneda nacional, por lo que no deberían afectar a las reservas, y se colocarían en subastas semanales de 1 mm de dólares cada una, repartidas en plazos de uno, dos, tres, seis, nueve y doce meses, con un máximo total de 20 mm de dólares. La primera subasta de swaps se celebró el 6 de marzo, y se registró una mayor demanda para los plazos más cortos, adjudicados a un tipo de cambio un 0,1% más apreciado que el cierre del día previo. La cobertura a un año se asignó a un tipo de cambio un 4,3% más depreciado, pero lejos del mínimo histórico del 19 de enero. Estos instrumentos fueron utilizados por Brasil en 2002 y 2014, con una cuantía mucho mayor (máximo de 116 mm de dólares en enero de 2015, 28 mm en la actualidad) y un coste fiscal relativamente elevado.

(-1,5 mm, por construcción y servicios). Las entradas de cartera se estabilizaron en el último trimestre de 2016 en niveles cercanos a la media histórica (9 mm de dólares), con un cambio de composición geográfica, pues en este caso Brasil registró salidas de capitales en los cuatro trimestres del año (al deshacerse posiciones de no residentes en los mercados de deuda locales), mientras que en México se recuperaron las entradas de cartera, inicialmente por las dirigidas a los mercados monetarios y posteriormente por el aumento del endeudamiento del sector público. De la misma forma, Argentina lideró las emisiones de renta fija, dentro de la región, a lo largo del período analizado (véase gráfico 3), junto con las empresas públicas petroleras de Brasil y México, de modo que en 2016 se marcó un nuevo máximo histórico en las colocaciones (140 mm de dólares). Las condiciones de financiación apenas variaron en el período analizado, mientras que las colocaciones en euros disminuyeron hasta el 12 % del total (17 % en 2015). En el primer trimestre de 2017 las colocaciones alcanzaron los 41,5 mm de dólares, en un mercado dominado, de nuevo, por las emisiones de soberanos (52 % del total).

#### ACTIVIDAD Y DEMANDA

En la segunda mitad de 2016 todos los países, exceptuando Brasil y Venezuela, registraron tasas de crecimiento intertrimestrales del PIB más elevadas que en la primera mitad, marcando lo que podría ser un punto de inflexión con la tendencia previa. Las tasas de variación interanual reflejaron, sin embargo, un empeoramiento por el efecto arrastre de los trimestres anteriores, con la excepción de Brasil, cuyo PIB pasó de registrar una caída interanual del -4,5 % en el primer semestre al -2,7 % en el segundo, debido a que el segundo semestre de 2015 había sido especialmente adverso. Entre los demás países de la región, el deterioro de las tasas interanuales de crecimiento fue más significativo en Argentina (que pasó de caer un -1,5 % a hacerlo un -2,9 %), Colombia (que pasó de crecer un 2,5 % a un 1,4 %) y Chile (del 2,1 % al 1,1 %); México (del 2,4 % al 2,2 %) y Perú (del 4,1 % al 3,7 %) solo experimentaron una leve desaceleración. En conjunto, el PIB del agregado de Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile y Perú pasó de caer un -0,8 % interanual en el primer semestre a hacerlo un -0,4 % en el segundo (véanse cuadro 1 y gráfico 4).

La evolución de la actividad de Brasil en el cuarto trimestre fue decepcionante. El PIB se contrajo un -0,9 % en tasa intertrimestral, el peor registro de 2016, completando ocho trimestres consecutivos de caída de la actividad. La contracción en el cuarto trimestre se debió al mal desempeño de las exportaciones, sobre todo de productos primarios (que cayeron un -20,5 %), y a la debilidad del consumo interno y de la inversión. En el conjunto de 2016, el PIB retrocedió un -3,6 %, tasa muy próxima a la caída del -3,8 % del año previo.

Por el contrario, Argentina, a pesar de las tasas interanuales negativas, salió de la recesión en el tercer trimestre, con un crecimiento de 0,1 % intertrimestral, que se incrementó hasta el 0,5 % en el cuarto. En Colombia, el tercer trimestre fue el de menor crecimiento interanual del año, debido en parte a una huelga en el transporte en los meses de julio y agosto, y se observó una mejora sustancial en el cuarto trimestre. Por su parte, en Chile, el PIB cayó en términos intertrimestrales (-0,4 %) en el cuarto trimestre, debido a una fuerte retracción de la inversión y del consumo público tras un tercer trimestre con crecimiento positivo.

México y Perú presentaron en el segundo semestre cifras robustas de crecimiento en tasas intertrimestrales. En el caso de México, la actividad se sostuvo gracias al buen desempeño del consumo privado, sin que los datos reflejasen aún el posible impacto negativo del cambio en las políticas comercial y migratoria de la nueva Administración de Estados Unidos. En Perú, el sostén de la actividad fue la contribución de la demanda externa, principalmente por el aumento de las exportaciones, en un contexto de fuerte retroceso del consumo público.

	2015	2016	2015				2016				2017
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	Marzo
<b>PIB (tasa interanual)</b>											
América Latina-6 (a)	0,0	-0,6	0,5	0,4	-0,1	-0,7	-1,0	-0,7	-0,5	-0,2	
Argentina	2,7	-2,3	0,0	3,9	3,8	2,7	0,6	-3,7	-3,7	-2,1	
Brasil	-3,8	-3,6	-1,8	-3,0	-4,5	-5,8	-5,4	-3,6	-2,9	-2,5	
México	2,6	2,3	2,8	2,5	2,8	2,5	2,2	2,6	2,1	2,4	
Chile	2,3	1,6	2,6	2,1	2,4	1,9	2,5	1,7	1,8	0,5	
Colombia (b)	3,1	2,0	2,6	3,0	3,2	3,4	2,6	2,4	1,2	1,6	
Venezuela	—	—	-1,4	-4,7	-7,1	—	—	—	—	—	
Perú	3,3	3,9	1,9	3,2	3,3	4,8	4,4	3,8	4,5	3,0	
<b>IPC (tasa interanual)</b>											
América Latina-5 (a)	6,1	6,1	5,4	5,8	6,2	6,6	6,8	6,3	6,0	5,2	4,7
Brasil	9,0	8,7	7,7	8,5	9,5	10,4	10,1	9,1	8,7	7,0	4,6
México	2,7	2,8	3,1	2,9	2,6	2,3	2,7	2,6	2,8	3,2	5,4
Chile	4,3	3,8	4,4	4,2	4,8	4,1	4,6	4,2	3,5	2,8	2,7
Colombia	5,0	7,5	4,2	4,5	4,9	6,4	7,7	8,2	8,1	6,1	4,7
Venezuela	121,7	—	79,5	89,7	126,5	170,1	—	—	—	—	—
Perú	3,5	3,6	3,0	3,3	3,8	4,1	4,5	3,6	3,0	3,3	4,0
<b>Saldo presupuestario (% del PIB) (c)</b>											
América Latina-6 (a)	-5,7	-4,9	-4,5	-4,7	-5,1	-5,7	-5,1	-4,9	-4,8	-4,9	
Argentina	-3,9	-4,5	-3,1	-3,5	-3,6	-3,9	-3,2	-3,6	-3,6	-4,5	
Brasil	-9,1	-7,6	-6,7	-7,0	-8,0	-9,1	-8,3	-8,4	-7,9	-7,6	
México	-3,4	-2,6	-3,3	-3,7	-3,3	-3,4	-3,1	-2,1	-2,2	-2,6	
Chile	-2,2	-2,7	-1,8	-2,0	-2,1	-2,2	-1,7	-1,8	-2,5	-2,7	
Colombia	-3,1	-3,8	-3,0	-2,5	-2,8	-3,1	-3,1	-3,2	-3,9	-3,8	
Perú	-2,9	-2,6	-1,0	-1,5	-2,1	-2,9	-3,2	-3,2	-3,2	-2,6	
<b>Deuda pública (% del PIB)</b>											
América Latina-6 (a)	50,2	—	46,8	47,5	49,2	49,7	51,1	51,9	53,4	—	
Argentina	35,3	—	38,1	38,0	38,7	35,3	38,8	41,8	44,7	—	
Brasil	65,5	69,6	59,5	60,7	63,6	65,5	66,3	67,5	69,9	69,6	
México	46,2	50,9	43,5	43,9	45,6	46,2	48,0	48,1	49,3	50,9	
Chile	17,5	21,1	15,7	16,3	16,9	17,5	18,7	19,1	20,2	21,1	
Colombia	41,4	42,5	39,7	40,3	43,1	41,4	42,3	41,7	41,8	42,5	
Perú	23,3	23,8	19,9	19,9	21,1	23,3	22,8	22,2	22,7	23,8	
<b>Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (c)</b>											
América Latina-6 (a)			-3,3	-3,3	-3,5	-3,4	-3,0	-2,8	-2,5	-2,2	
Argentina	-2,7	-2,8	-1,3	-1,8	-2,2	-2,7	-2,7	-2,9	-2,8	-2,8	
Brasil	-3,3	-1,3	-4,3	-4,2	-4,0	-3,3	-2,5	-1,8	-1,4	-1,3	
México	-2,9	-2,7	-2,1	-2,1	-2,6	-2,9	-3,0	-3,0	-3,0	-2,7	
Chile	-1,9	-1,4	-1,1	-1,1	-1,6	-1,9	-2,0	-2,2	-1,9	-1,4	
Colombia	-6,4	-4,4	-5,7	-6,0	-6,7	-6,4	-6,1	-5,7	-5,1	-4,4	
Venezuela	—	—	-1,2	-1,7	-2,1	—	—	—	—	—	
Perú	-4,9	-2,8	-4,6	-4,3	-4,8	-4,9	-4,6	-4,4	-3,7	-2,8	
<b>Deuda externa (% del PIB)</b>											
América Latina-6 (a)	34,4	—	29,1	30,9	32,2	34,1	37,0	38,6	37,9	—	
Argentina	27,0	35,3	28,5	28,7	28,3	27,0	29,5	31,7	33,6	35,3	
Brasil	37,0	37,3	29,4	32,1	33,3	36,5	39,8	41,9	40,0	37,1	
México	25,9	29,9	22,5	23,7	24,9	25,9	28,5	29,6	29,8	29,9	
Chile	64,2	—	57,8	59,2	62,8	64,1	66,8	68,4	67,4	—	
Colombia	37,9	42,5	29,2	31,2	34,7	37,8	40,9	42,7	42,0	42,3	
Venezuela	—	—	18,1	15,1	13,2	—	—	—	—	—	
Perú	38,1	38,2	34,8	34,7	37,0	38,1	39,5	39,1	39,0	38,2	

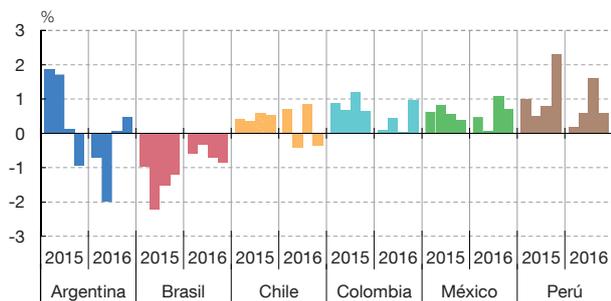
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a América Latina-6: todos los países representados, excepto Venezuela. América Latina-5: todos los representados, excepto Argentina y Venezuela.

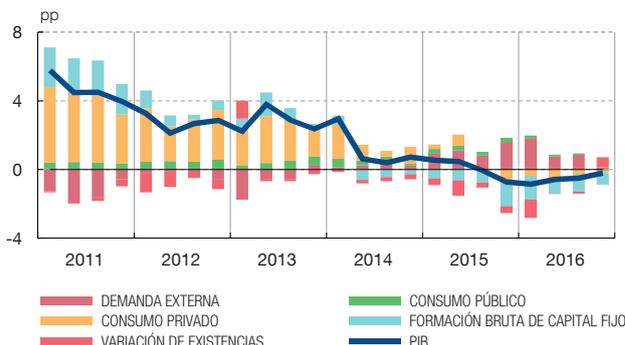
b Ajustado de estacionalidad.

c Media móvil de cuatro trimestres.

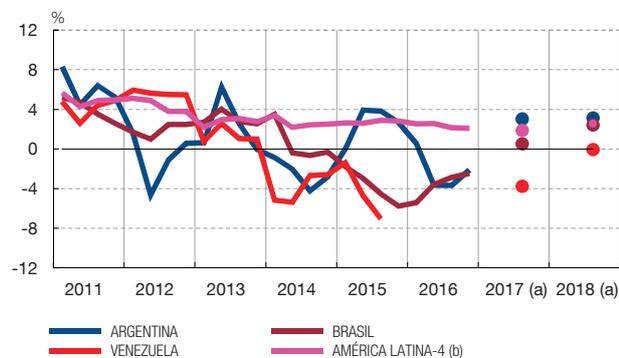
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas trimestrales



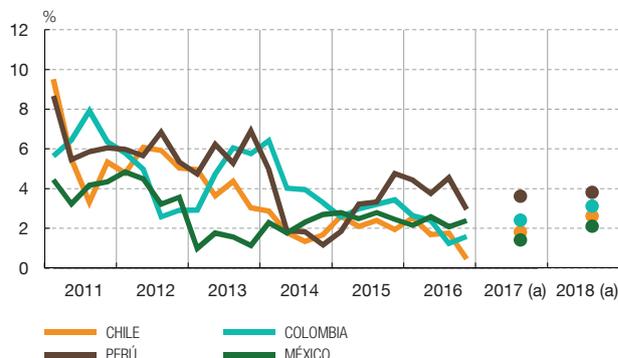
2 APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB.  
AMÉRICA LATINA-6



3 PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



4 PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



FUENTES: Datastream y estadísticas nacionales.

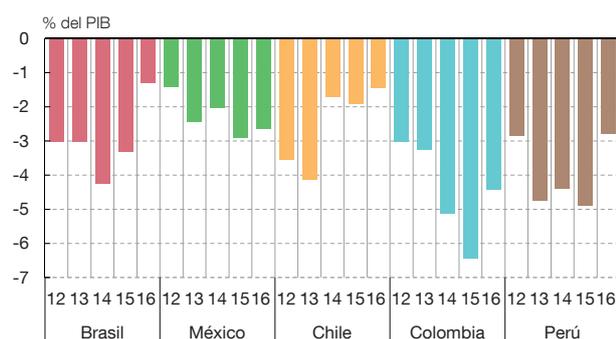
a Los puntos representan las previsiones de marzo de 2017 de *Latin American Consensus Forecasts* para 2017 y 2018.  
b México, Chile, Colombia y Perú.

A nivel agregado, cabe destacar la contribución positiva de la demanda externa al crecimiento regional en 2016, frente a la debilidad de la demanda interna. Tanto la inversión como el consumo privado cayeron en el conjunto de la región, aunque la evolución de ambos componentes mejoró en el segundo semestre del año y, sobre todo, en el cuarto trimestre. La debilidad del consumo privado estuvo acompañada por mayores tasas de paro (véase gráfico 5) en todos los países de la región, con la excepción de México, lo que explica la fortaleza de su consumo.

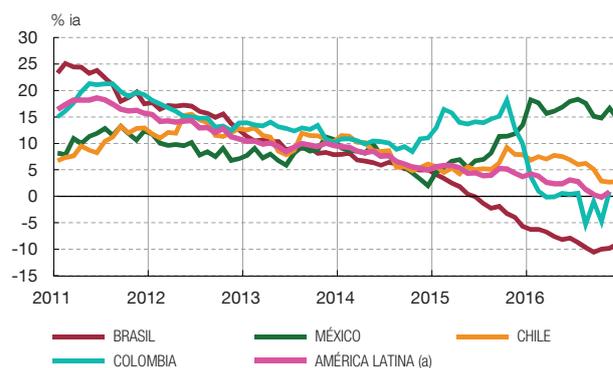
Por lo que respecta al desequilibrio exterior, en 2016 los países de América Latina corrigieron su déficit por cuenta corriente. Los mayores ajustes se registraron en Brasil, donde el déficit pasó del 3,3% al 1,3% del PIB, en Colombia (del 6,4% al 4,4% del PIB) y en Perú (del 4,9% al 2,8% del PIB). También redujeron su déficit por cuenta corriente, aunque en menor medida, México (del 2,9% al 2,6% del PIB) y Chile (del 1,9% al 1,5% del PIB). Estos ajustes reflejaron, en general, un aumento de las exportaciones, en particular en aquellos países cuyos términos de intercambio mejoraron por la recuperación de sus precios de exportación, a lo que se añadió, en algunos casos, la depreciación de sus tipos de cambio frente al dólar. Además, la debilidad de la demanda interna también contribuyó a moderar significativamente el dinamismo de las importaciones.

Los indicadores más actualizados y los modelos de predicción de corto plazo apuntan a un panorama favorable en el primer trimestre de 2017 en México, a pesar de la incertidumbre

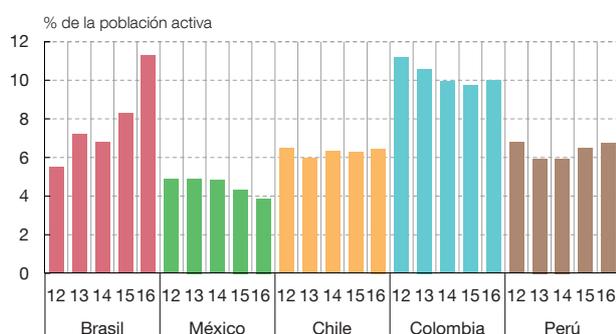
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



2 VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



3 TASA DE PARO



4 ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



FUENTE: Datastream.

- a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.  
 b Argentina, Brasil, Chile, México y Perú.  
 c Brasil, Chile, México y Perú.

generada por las políticas de la nueva Administración de Estados Unidos. Cabe esperar que la depreciación del peso mexicano ayude a estabilizar el nivel de actividad frente a perturbaciones externas. En Brasil, la fuerte caída del PIB en el cuarto trimestre de 2016 fue una sorpresa negativa, que empeora las expectativas sobre el crecimiento a comienzos de 2017. En Argentina, los indicadores sugieren que se afianzará la salida de la recesión, y las expectativas de crecimiento son favorables. Para Colombia y Chile hay señales de un mayor nivel de actividad en el primer trimestre del año, aunque en Chile las huelgas mineras podrían restar varias décimas al crecimiento en el primer trimestre. En Perú, las expectativas son favorables, aunque la cancelación de proyectos de infraestructura y las consecuencias de las fuertes lluvias registradas en marzo a causa del fenómeno climático del *Niño Costero* pueden incidir sobre la producción.

#### INFLACIÓN Y POLÍTICAS ECONÓMICAS

La evolución de la inflación en la región en los últimos seis meses se ha caracterizado, con alguna excepción, por una tendencia a la baja, si bien el ritmo de descenso ha diferido notablemente por países. La inflación promedio en los cinco países que mantienen regímenes de objetivos de inflación se situó en marzo en el 4,7 % interanual, 1,4 pp menos que en junio del pasado año, apreciándose una reducción de las diferencias entre países (véase gráfico 6). El descenso de la inflación se ha debido principalmente a la estabilización de los tipos de cambio tras las fuertes depreciaciones precedentes, a la debilidad de la demanda y, en Brasil, a la evolución de los precios regulados. El descenso ha sido especialmente intenso en Brasil y Colombia, donde se registraron tasas del 4,6 % y 4,7 % en

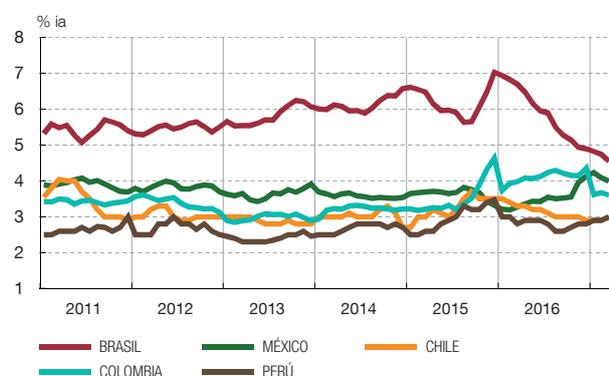
1 TASA DE INFLACIÓN



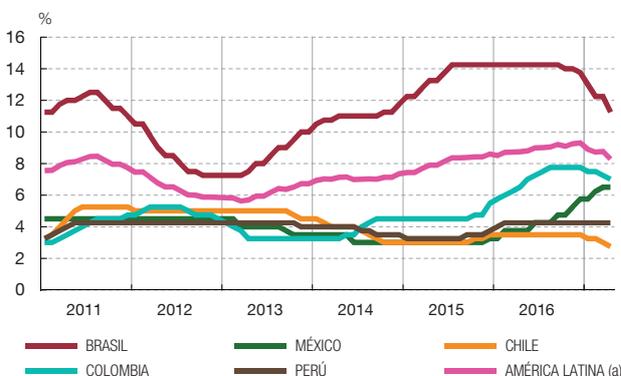
2 TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE



3 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES



4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTE: Datastream.

a Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

marzo, respectivamente. En Perú y Chile la inflación se situó en el 4 % y 2,7 %, respectivamente. Por el contrario, en México la inflación repuntó significativamente, por la prolongación del efecto de la depreciación y por el aumento del precio de las gasolinas, asociado, en parte, a cambios en su fiscalidad. Por su parte, en Argentina, el nuevo índice oficial de precios, que comenzó a publicarse en junio de 2016, aumentó en promedio un 1,5 % mensual en la segunda mitad del año, prolongando la senda de reducción de la inflación, aunque a un ritmo inferior al esperado.

Como consecuencia, las políticas monetarias han evolucionado hacia un tono de mayor relajación, con la principal excepción de México. En Brasil, coincidiendo con la aprobación de la enmienda constitucional que limita el crecimiento del gasto público, se inició un ciclo de recortes del tipo de interés oficial, que comenzó en la reunión de octubre y que, de momento, ha supuesto una reducción de 300 pb (25 pb en las reuniones de octubre y diciembre, 75 pb en las de enero y febrero, y 100 pb en la de abril), hasta situarse en el 11,25 % (véase gráfico 6). El mercado descuenta recortes adicionales, en la medida en que la inflación, que se encuentra ya dentro del rango objetivo, continúe retrocediendo (véase cuadro 2). Por su parte, el banco central de Colombia rebajó en 25 pb su tipo de interés oficial en tres de las cuatro últimas reuniones de política monetaria, hasta situarlo en el 7 %, en un contexto de debilidad de la demanda y de descenso de la inflación, que aún se encuentra por encima del umbral superior de la banda objetivo. Análogamente, el banco central de Chile

País	2016			2017		2018
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Marzo	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	6,3	Sí	4,6	4,3	4,4
México	3 ± 1	3,4	Sí	5,4	5,4	3,9
Chile	3 ± 1	2,7	Sí	2,7	3,0	3,0
Colombia	3 ± 1	5,7	No	4,7	4,3	3,4
Perú	2 ± 1	3,2	No	4,0	2,9	2,6

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

a *Consensus Forecasts* de marzo de 2017 para final de año.

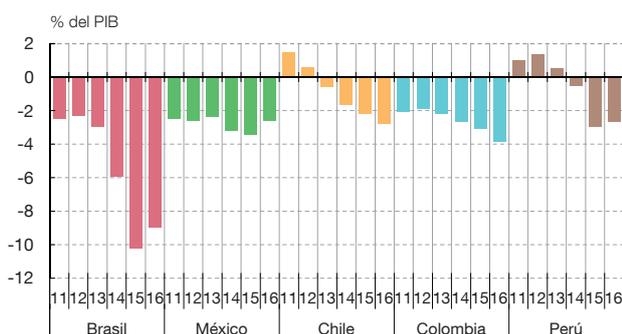
llevó a cabo tres recortes de su tipo oficial de 25 pb cada uno, hasta dejarlo en el 2,75%. En Chile, Colombia y Perú, donde el banco central no ha modificado su tipo de interés oficial desde febrero de 2016, se espera una relajación monetaria adicional a lo largo de 2017.

La situación en México es radicalmente distinta de la de los países anteriores, puesto que, tras el endurecimiento preventivo de la política monetaria iniciado en el pasado julio ante la intensa depreciación del peso mexicano, la falta de corrección del déficit corriente y la percepción de un mayor riesgo asociado al desenlace de las elecciones presidenciales en Estados Unidos, llevó al banco central a decidir tres nuevas elevaciones de 50 pb y una de 25 pb en su tipo de interés oficial en los últimos seis meses, hasta situarlo en el 6,50%, con objeto de evitar efectos de segunda ronda derivados de la depreciación del peso y del aumento del precio de la gasolina. En Argentina, el ritmo de relajación de la política monetaria se ha ralentizado significativamente en el último semestre, ante la resistencia a la baja de la inflación y la dificultad de situar esta variable en la banda objetivo del banco central (entre el 12% y el 17% para 2017). De este modo, tras recortar el tipo de interés oficial en 200 pb entre septiembre de 2016 y marzo de este año, el banco central lo elevó en abril en 150 pb hasta el 26,25%.

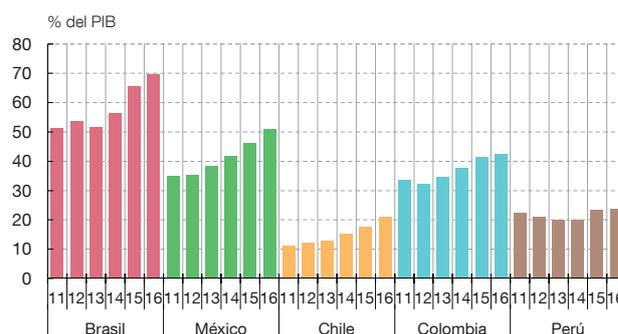
En el ámbito de la política fiscal, en línea con años anteriores, tanto la debilidad cíclica como la elección de estrategias de consolidación fiscal gradual han limitado los avances en el proceso de consolidación, y la corrección de los saldos fiscales ha sido modesta (véase gráfico 7). Además, en algunos casos, la consolidación se ha basado en medidas de carácter temporal, como las amnistías fiscales. En cualquier caso, cabe subrayar que la mayoría de los países han alcanzado los objetivos fiscales (no siempre ambiciosos) que habían establecido en sus planes presupuestarios. Además, en algunos casos se han introducido reformas legislativas para contribuir a la sostenibilidad fiscal en el medio plazo. El aumento o estabilización de los precios de las materias primas, según los casos, importantes fuentes de ingresos públicos, también ha permitido aliviar las cuentas fiscales.

En Brasil se aprobó finalmente, en el mes de diciembre, la enmienda constitucional que limita el crecimiento del gasto público nominal a la inflación del año previo durante los próximos veinte años. Además, se está tramitando en el Congreso la reforma de las pensiones, cuya aprobación se espera a lo largo de 2017. Dado el esfuerzo de reducción del gasto público a medio y largo plazo para afrontar la grave crisis fiscal del país, el Gobierno nombrado en mayo de 2016 ha optado por una estrategia de consolidación fiscal gradual a corto plazo. De momento, en 2016, el déficit primario se situó en el objetivo fijado por el Gobierno (2,5% del PIB), apoyado en el aumento extraordinario de los ingresos derivados de la amnistía fiscal y en la desaceleración del gasto nominal al final del

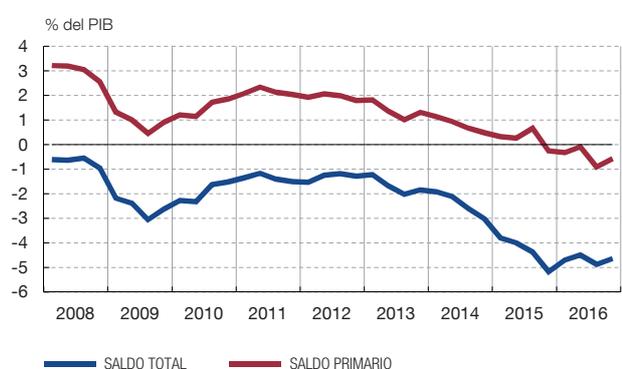
1 SUPERÁVIT O DÉFICIT PÚBLICO



2 DEUDA PÚBLICA



3 SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) PRESUPUESTARIO EN AMÉRICA LATINA (a)



4 INGRESOS Y GASTOS PRIMARIOS REALES EN AMÉRICA LATINA (a)



FUENTE: Datastream.

a Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

año. Aunque se espera una estabilización del déficit a lo largo de 2017 (que, con información mensual, se habría reducido ya desde el 10 % de junio de 2016 hasta el 8,7 % de enero), el *stock* de deuda seguirá creciendo en los próximos años. En Argentina, que también ha optado por una estrategia gradualista, los avances en el proceso de consolidación han sido limitados. El déficit primario se situó en 2016 en el 4,6 % del PIB, dos décimas por debajo del objetivo del Gobierno, aunque sin los ingresos derivados de la amnistía fiscal se habría situado en el 6 %. Para 2017, se prevé que continúe el ajuste gradual y la meta de déficit se ha fijado en el 4,2 %. En México, el ajuste fiscal prosiguió, situándose el saldo primario en 2016 en el -0,2 % del PIB, en torno a 1 pp por debajo del registrado en 2015. Para 2017, el Gobierno ha establecido como objetivo un superávit primario del 0,4 %.

En Colombia, el Parlamento aprobó en diciembre una reforma tributaria que elevó el tipo del IVA del 16 % al 19 %, introdujo el monotributo para personas físicas, redujo el tipo del impuesto de sociedades y consolidó el gravamen sobre los movimientos financieros, que se había introducido previamente con carácter transitorio. Se estima que esta reforma elevará la recaudación entre un 0,7 % del PIB, en 2017, hasta un 1,8 %, en 2022. A pesar de ello, el déficit público se incrementó en algo más de medio punto porcentual, hasta cerrar 2016 en el 4 %, principalmente por la caída de los ingresos procedentes del petróleo. El cierre fiscal de 2016 en Chile, con un déficit total del 2,8 % del PIB y estructural del 1,6 %, fue mejor de lo esperado. Finalmente, en Perú, la información disponible para 2016 sugiere que el déficit fiscal se situará por debajo del objetivo del Gobierno (3 %); para 2017 se

espera mejorar esta cifra, con la introducción de una amnistía fiscal (vigente durante 2017) para declarar activos en el extranjero.

## PERSPECTIVAS

Las perspectivas para la región apuntan a una recuperación moderada del crecimiento (que se situaría, de acuerdo con las previsiones de consenso, en el 1,2 % en 2017, tras el -0,7 % registrado en 2016), con una marcada heterogeneidad por países (véase gráfico 1). En particular, la esperada desaceleración de la actividad en México (cuyo crecimiento descendería hasta el 1,4 % en 2017, desde el 2,3 % del pasado año), donde se descuenta un cierto impacto negativo del cambio de políticas económicas en Estados Unidos, contrasta con la mejoría proyectada para los países de Sudamérica. Dentro de esta región, en Brasil y Argentina se esperan crecimientos positivos (del 0,5 % y del 3 %, respectivamente), tras los descensos de la actividad en 2016; en Colombia, Perú y, en menor medida, Chile, se espera un fortalecimiento gradual de la actividad; y, en Venezuela, la recesión continuará en un contexto de profunda crisis social e institucional. En el terreno de la inflación, se contempla, en general, la culminación de la convergencia a los rangos objetivo, si bien, en el caso de México, el retorno a la banda de referencia puede dilatarse hasta que se disipen los efectos de la fuerte depreciación y del ascenso del precio de la gasolina.

El balance de riesgos sobre el crecimiento continúa sesgado a la baja. En el ámbito externo, destacan un endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos más rápido de lo esperado, cambios de sentimiento inversor, en el actual entorno de elevada incertidumbre, y dificultades en el proceso de reequilibrio económico en China. En el ámbito interno, los principales riesgos están asociados a la eventual necesidad de acelerar el ritmo de consolidación fiscal, a la incertidumbre asociada a los procesos electorales previstos y al desarrollo de algunos casos de corrupción.

### El posible impacto sobre América Latina de los cambios esperados en la política económica de Estados Unidos

De acuerdo con los anuncios realizados durante la campaña electoral, la victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales de Estados Unidos, el pasado mes de noviembre, puede suponer un cambio sustancial en la orientación de las políticas económicas en ese país. Las medidas anunciadas, de llevarse a la práctica, tendrían implicaciones globales. Entre las economías potencialmente más expuestas a este viraje están muchas de América Latina, que tiene importantes vínculos comerciales, financieros y migratorios con Estados Unidos, determinados, en muchos casos, por la proximidad geográfica. Aunque todavía existe una enorme incertidumbre sobre la medida y profundidad con las que el nuevo presidente llevará a la práctica el contenido de su programa electoral, dada la división que existe en su partido sobre algunas de sus propuestas, esta sección ofrece un repaso de las principales medidas en discusión y del impacto potencial de algunas de ellas sobre las economías latinoamericanas y, principalmente, sobre México, que tiene vínculos más estrechos.

En el terreno del comercio internacional, la nueva Administración ha comenzado por abandonar el Acuerdo Estratégico Trans-Pacífico de Asociación Económica (conocido como TPP) y ha iniciado conversaciones con México y Canadá para modificar el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés). Además, se ha barajado la imposición de aranceles a las importaciones chinas y mexicanas (las propuestas electorales los situaban en el 45 % y el 35 %, respectivamente) y la posibilidad de introducir un impuesto de sociedades que incluya un mecanismo de ajuste en frontera, que penalice las importaciones y exima del impuesto a las exportaciones.

En el plano inmigratorio, diversas medidas anunciadas apuntan hacia una mayor restricción a la entrada de inmigrantes: el nuevo presidente ha firmado ya varios decretos ejecutivos

solicitando fondos destinados a la construcción de un muro en la frontera con México (quizá la propuesta más conocida de su programa electoral), a la expulsión inmediata de personas en situación ilegal y a limitar la entrada de refugiados y ciudadanos de algunos países musulmanes, si bien esta última medida se encuentra en suspenso por decisión judicial. En el terreno fiscal, se encuentra en distintas fases de discusión una amplia batería de medidas, entre las que se incluyen una agresiva reforma del impuesto de sociedades (que incorpora, entre otros aspectos, una rebaja significativa del tipo impositivo), una reducción de la imposición sobre la renta personal (más pronunciada para las bases más altas), un plan de infraestructuras, un aumento del gasto en defensa y la posibilidad de recortes compensadores de otras partidas de gasto. El carácter expansivo de estas medidas fiscales, junto con el hecho de que la brecha del producto ya está prácticamente cerrada, abre la posibilidad de que la Reserva Federal normalice el tono de su política monetaria más rápidamente de lo anunciado. De hecho, en los últimos meses, se ha observado una anticipación de las subidas del tipo de interés oficial esperadas por los mercados, asociada, en parte, al giro previsto en el tono de la política fiscal. Finalmente, en el ámbito de la regulación financiera, destacan la intención de derogar algunas partes de la Ley Dodd-Frank y una menor disposición hacia la coordinación de la regulación a nivel internacional.

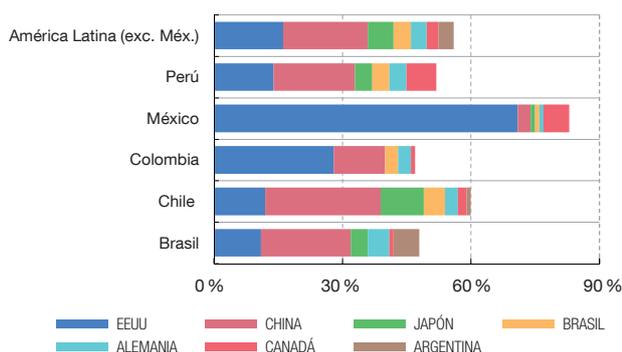
La falta de concreción de gran parte de las medidas citadas dificulta la tarea de evaluar de forma rigurosa sus implicaciones. En esta sección se han seleccionado algunas de las medidas que, a priori, parecen tener más posibilidades de ser llevadas a cabo, para simular su impacto sobre las economías latinoamericanas, condicionado a una determinada concreción de dichas medidas.

En el ámbito comercial, Estados Unidos ha mantenido relaciones muy estrechas con algunas economías latinoamericanas (México y Cuba, por ejemplo) desde finales del siglo XIX. Estos vínculos se fueron ampliando a otros países del área, con especial intensidad durante las dos décadas previas a la crisis financiera global. De este modo, la integración de estas economías, especialmente México y Colombia, en la cadena de valor de Estados Unidos alcanzó niveles muy significativos en ese período (véase gráfico 8). Tras la crisis financiera, los sectores y los Estados con mayor presencia en esas cadenas internacionales de valor fueron los más afectados por la recesión, pero también se recuperaron de forma más robusta con posterioridad. En este sentido, estudios recientes<sup>3</sup> aportan evidencia de que el aumento de la intensidad global del comercio durante el período 2000-2008 se debió a una combinación de dos fuerzas: la mayor demanda de bienes con un elevado contenido importador (bienes de consumo duradero y de equipo) y la continua fragmentación de la producción a nivel internacional. Desde 2011, el proceso de fragmentación se ha detenido y la demanda de servicios (menos intensivos en comercio que los bienes) ha aumentado en términos relativos, llevando a una menor intensidad comercial.

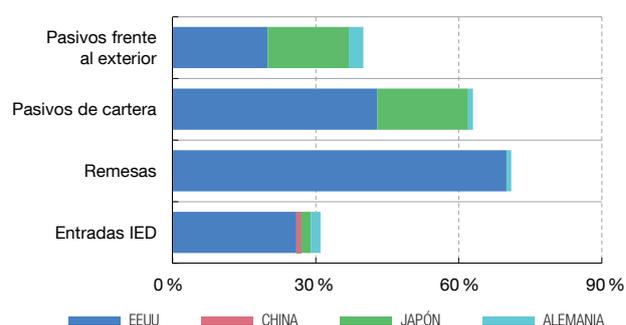
La relevancia de las cadenas de valor regionales entre Estados Unidos y América Latina se puede analizar calculando la participación del valor añadido originado en una región (Estados Unidos o América Latina) en las exportaciones de la otra. Como se puede apreciar en el gráfico 9, en el que se descompone la participación en las cadenas globales de valor de América Latina por regiones y sectores, dicha participación es relativamente elevada en promedio, pero presenta una amplia heterogeneidad por países y sectores; de hecho, está altamente polarizada. Por un lado, las exportaciones de México y Costa Rica

<sup>3</sup> Para más detalles, véase «An Anatomy of the Global Trade Slowdown based on the WIOD 2016 Release», de Timmer *et al.* (2016), *GGDC Research Memorandum*, n.º 162.

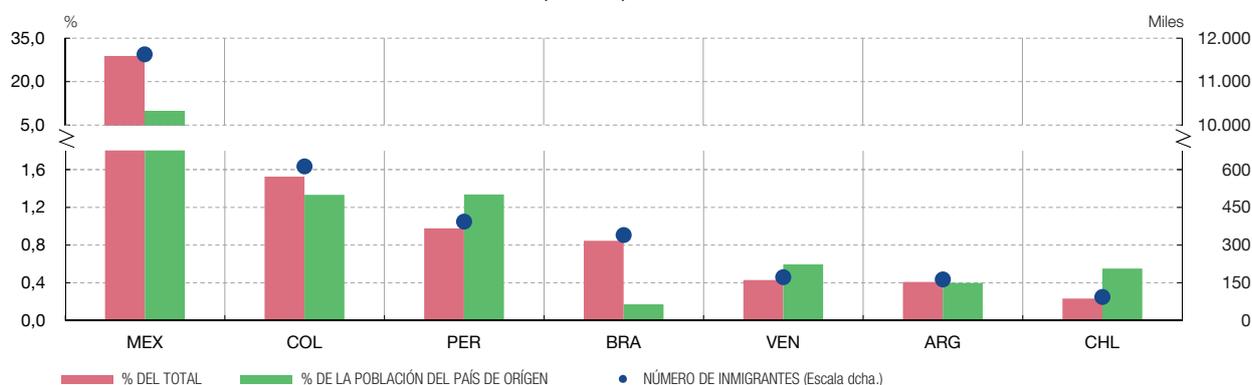
1 VALOR AÑADIDO DE LAS EXPORTACIONES DE LAS ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA POR PAÍS DE DESTINO (AÑO 2011)



2 EXPOSICIÓN FINANCIERA DE AMÉRICA LATINA A ESTADOS UNIDOS Promedio 2010-2015



3 DATOS DE MIGRACIONES DE AMÉRICA LATINA A ESTADOS UNIDOS (AÑO 2010)



FUENTES: World Integrated Trade Statistics, BIS, Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial.

incorporan de forma muy intensiva valor añadido generado en Estados Unidos, en especial, en productos de sectores con tecnología media y alta. Por otro lado, el valor añadido aportado desde América Latina a las exportaciones de Estados Unidos se origina en mayor medida en México y Colombia, como proveedores de materias primas y servicios, respectivamente. Estos resultados ponen de manifiesto la elevada integración de México y Estados Unidos en las cadenas de producción de numerosos sectores<sup>4</sup>.

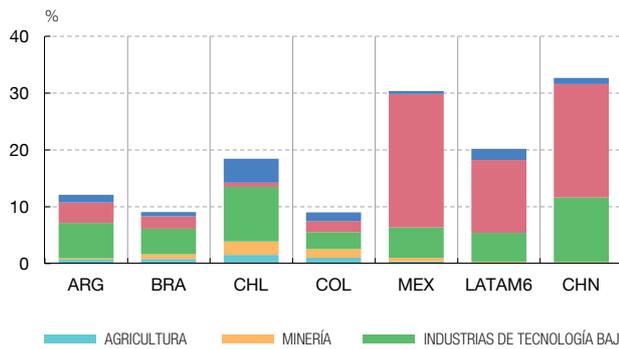
Durante su campaña, el presidente Donald Trump anunció su intención, en caso de ser elegido, de introducir restricciones a los intercambios comerciales con el resto del mundo, principalmente con los países con los que Estados Unidos mantiene un déficit comercial. Los resultados de algunas simulaciones llevadas a cabo para cuantificar el posible impacto de este tipo de medidas<sup>5</sup> muestran que, bajo un escenario de incremento de los aranceles a los productos importados de México del 35 % (y de China, del 45 %), en línea con lo anunciado por Donald Trump en la campaña electoral, y considerando represalias de una magnitud equivalente por parte de ambos países<sup>6</sup>, el impacto sobre la

4 Por ejemplo, según los datos de la Oficina de Comercio de Estados Unidos, los Estados de Michigan y California acumularon alrededor del 87 % del déficit comercial con México en 2015 (de 58 mm de dólares), ya que las importaciones de Estados Unidos de vehículos y componentes de automóvil desde México contienen una proporción significativa de consumos intermedios de Estados Unidos.

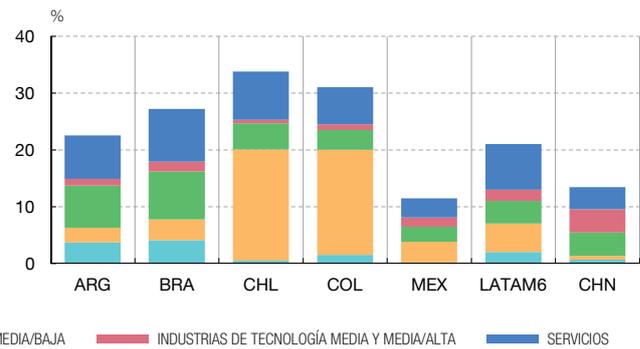
5 Véase el reciente artículo analítico del Banco de España, «Situación y perspectivas de la economía mundial al comienzo de 2017», pp. 19 y 20.

6 Es importante recalcar que estas simulaciones omitían algunos canales que pone en marcha una perturbación en los aranceles.

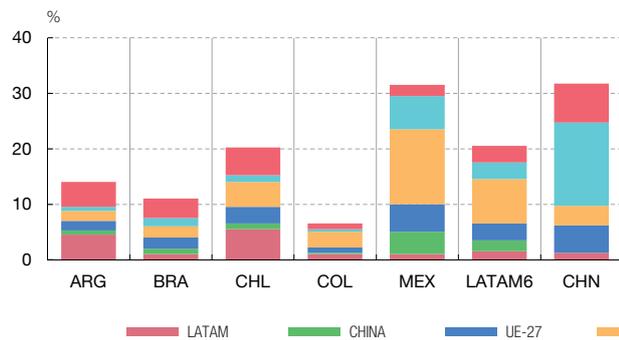
1 PARTICIPACIÓN *BACKWARD* POR SECTORES AGREGADOS



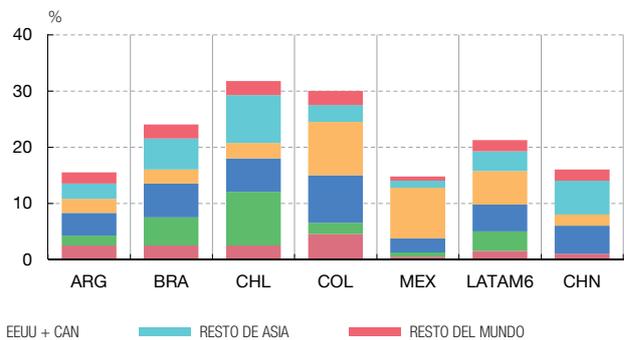
2 PARTICIPACIÓN *FORWARD* POR SECTORES AGREGADOS



3 PARTICIPACIÓN *BACKWARD* POR REGIÓN DE ORIGEN



4 PARTICIPACIÓN *FORWARD* POR REGIÓN DE ORIGEN



FUENTE: OCDE (Trade in Value Added y TIVA Database).

a El índice de participación *backward* se define como la participación del valor añadido extranjero en las exportaciones brutas de un país. La participación *forward* se define como la participación del valor añadido interno que se incorpora en las exportaciones de otros países.

actividad de México sería muy adverso, resultando en una reducción del crecimiento acumulado de alrededor de 6 pp en el período 2017-2020. En un escenario alternativo, que comprendiese una subida generalizada de aranceles, hasta situarlos en los niveles vigentes en los años noventa, el efecto sobre la economía mundial sería muy acusado, resultando en una reducción del crecimiento mundial acumulado de alrededor de 1 pp en el período 2017-2020.

Para valorar los efectos de una política fiscal más expansiva en Estados Unidos sobre las economías de América Latina, se han llevado a cabo una serie de simulaciones con el modelo macroeconómico global de *Oxford Economics*, que contemplan un escenario fiscal detallado en el cuadro 3. Se trata de un escenario fiscal «moderado», alineado con la implementación de las medidas que el consenso de analistas considera como más probable, y que equivalen aproximadamente a la mitad de las cuantías mencionadas en campaña por el nuevo presidente; además, no contempla la propuesta republicana de introducir dentro del impuesto de sociedades un mecanismo de ajuste en frontera que penalice las importaciones y exima de impuestos a las exportaciones<sup>7</sup>. En concreto, la simulación incorpora los siguientes elementos: i) la rebaja del tipo impositivo del impuesto de sociedades; ii) la reducción del impuesto sobre la renta, y iii) un plan de infraestructuras de una magnitud próxima al 0,3% del PIB por año en promedio durante la legislatura. La simulación incorpora una reacción de la política monetaria a la expansión fiscal descrita, ya que

7 Véase el recuadro 2, «Propuesta republicana de reforma del impuesto de sociedades en Estados Unidos», del Informe trimestral de la economía española, de marzo de 2017.

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Escenario fiscal				
Ingresos fiscales	-0,8	-1,7	-1,5	-0,8
Gasto público	0,1	0,2	0,3	0,2
Variación saldo fiscal	-0,9	-2,0	-1,9	-1,1

FUENTE: Banco de España, a partir del modelo macroeconómico global de *Oxford Economics*.

a Porcentaje del PIB.

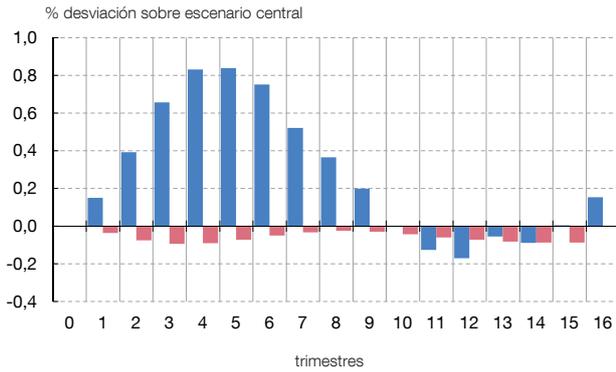
la inflación repuntaría, dando lugar a una senda de normalización monetaria menos gradual, en torno a 300-400 pb por encima del escenario central.

Como se puede apreciar en el gráfico 10, el escenario fiscal considerado generaría un efecto positivo sobre el nivel de actividad de México. En concreto, el crecimiento de la economía mexicana excedería el crecimiento del escenario central en unos 0,3 pp, en promedio, hasta principios de 2020. Este aumento respondería al repunte de la inversión empresarial, el consumo privado y las exportaciones; no obstante, el déficit por cuenta corriente se incrementaría por el aumento de las importaciones. Las presiones de demanda generarían una de mayor inflación de precios de consumo, que sería casi 0,3 pp superior a la del escenario central, a pesar de la reacción agresiva de la política monetaria, que elevaría los tipos de interés por encima del escenario central, en un rango de entre 0,25 pp y 0,75 pp. También se produciría un deterioro del déficit público, de casi 0,3 puntos de PIB en 2020. En cuanto a los efectos de este escenario fiscal sobre el resto de los países de América Latina (véase cuadro 4), a pesar del impacto inicial positivo, la repercusión en el medio plazo sería negativa, en especial, para Argentina y Brasil, debido sobre todo al endurecimiento del tipo oficial de la Reserva Federal<sup>8</sup>.

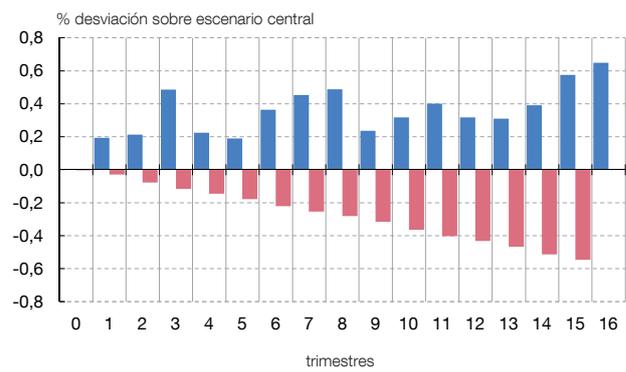
Una parte del repunte de los tipos de interés a largo plazo que se ha observado en Estados Unidos parece deberse a las expectativas que tienen los participantes en los mercados de que se introduzca un paquete fiscal como el comentado. A pesar de ello, la prima por plazo sigue en niveles muy reducidos en perspectiva histórica. Existe la posibilidad de que otras políticas de la nueva Administración eleven la prima de riesgo hasta valores más normales, impulsando adicionalmente al alza los tipos de interés de largo plazo. En un entorno de elevada integración de los mercados financieros globales en el que Estados Unidos continúa siendo el mayor origen y destino mundial de flujos de inversión extranjera directa (IED), y origen de cuantiosos flujos de cartera y remesas, los mayores tipos de interés en Estados Unidos se pueden trasladar al resto del mundo y, en mayor medida, a los países de América Latina, y en especial a México (véase gráfico 8). En el período 2010-2014, el 40 % de las entradas de IED, el 50 % de los flujos de cartera y la práctica totalidad de las entradas de remesas —en el punto de mira de la nueva Administración— en México provinieron de Estados Unidos. En el caso de Chile, el porcentaje de entradas de IED y de entradas de cartera procedentes de Estados Unidos suponía en torno a un 30 % y a un 50 % del total, respectivamente. Con objeto de cuantificar el posible impacto de este tipo de perturbación, se ha llevado a cabo una simulación de una elevación de 100 pb de las primas por plazo en Estados Unidos y en

<sup>8</sup> Los resultados de estos ejercicios de simulación han de tomarse con cautela, ya que existen una serie de factores que podrían limitar el tamaño de los multiplicadores fiscales que proporciona el modelo.

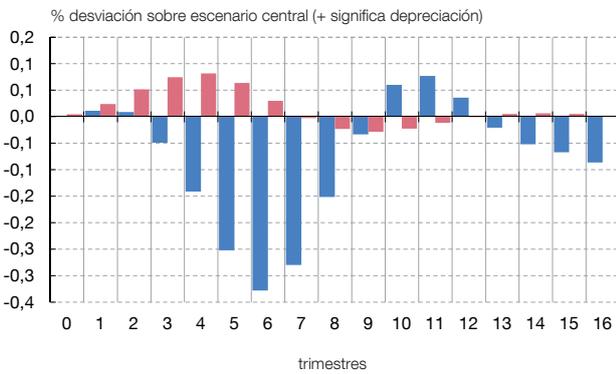
1 PIB REAL



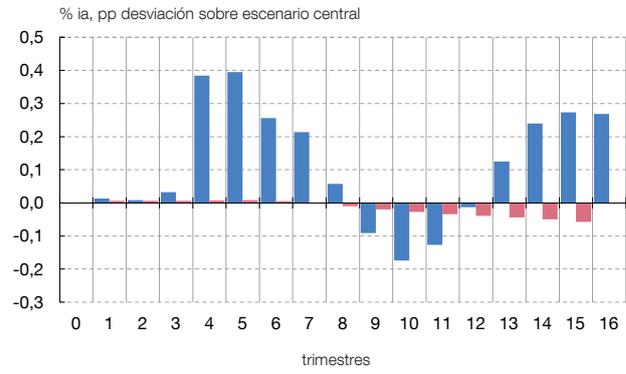
2 TIPO DE INTERÉS OFICIAL



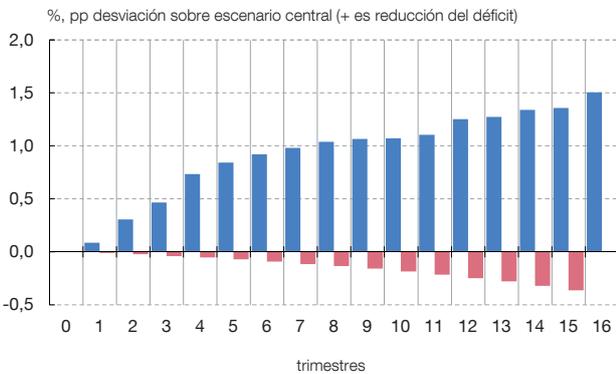
3 TIPO DE CAMBIO RESPECTO AL DÓLAR



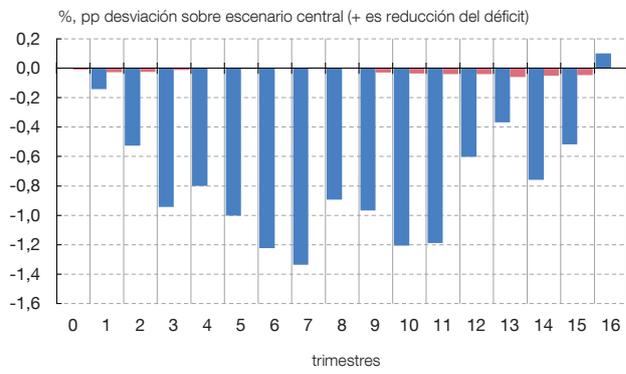
4 INFLACIÓN DE PRECIOS DE CONSUMO



5 SALDO PÚBLICO SOBRE PIB



6 SALDO CUENTA CORRIENTE SOBRE PIB



■ FISCAL ■ FINANCIERO

FUENTE: Banco de España, a partir del modelo macroeconómico global de *Oxford Economics*.

a El escenario fiscal, descrito en detalle en el cuadro 3, incorpora los siguientes elementos: i) la rebaja del tipo impositivo del impuesto de sociedades; ii) la reducción del impuesto sobre la renta, y iii) un plan de infraestructuras de una magnitud próxima al 0,3% del PIB por año en promedio durante la legislatura. La simulación incorpora una reacción de la política monetaria menos gradual, en torno a 300-400 pb por encima del escenario central. Por otro lado, la simulación del escenario financiero contempla una elevación de 100 pb de las primas por plazo en Estados Unidos y en América Latina, hasta finales de 2020.

PIB real (b)	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
<b>Escenario fiscal</b>				
Argentina	0,10	0,53	-0,21	-0,03
Brasil	0,17	0,54	-0,07	-0,10
Chile	0,03	0,67	0,05	-0,01
Colombia	0,26	0,09	-0,03	-0,08
<b>Escenario financiero</b>				
Argentina	-0,04	-0,06	-0,08	-0,11
Brasil	-0,01	-0,03	-0,04	-0,06
Chile	-0,03	-0,08	-0,10	-0,10
Colombia	0,00	-0,01	-0,01	-0,01

FUENTE: Banco de España, a partir del modelo macroeconómico global de *Oxford Economics*.

- a** Se supone que el programa fiscal incide a partir del primer trimestre del primer año.  
**b** Porcentaje de desviación sobre el escenario central.

América Latina, hasta finales de 2020, utilizando de nuevo el modelo macroeconómico de *Oxford Economics*.

Como se puede apreciar en el gráfico 10, este escenario de mayores primas por plazo generaría un efecto levemente negativo en el corto plazo en la producción mexicana, ya que la depreciación potencial del peso no compensaría la contracción de la demanda y el impacto de los mayores costes de financiación sobre las cuentas públicas. El impacto en el crecimiento del PIB del resto de los países de América Latina sería, en general, levemente negativo, con mayor intensidad en países como Chile, más dependientes de los flujos de cartera provenientes de Estados Unidos (véase cuadro 4).

Para finalizar esta sección, cabe destacar que también se espera una reorientación de las políticas migratorias en Estados Unidos, que combine mayores limitaciones a la inmigración con la expulsión de inmigrantes ilegales. Estas medidas afectarían especialmente a México, América Central y el Caribe. De hecho, según estadísticas del Banco Mundial, en 2010 los inmigrantes mexicanos representaban el 29 % del total de inmigrantes en Estados Unidos y suponían un 9,8 % de la población de México, muy por encima de las cifras del resto de los países de América del Sur (véase gráfico 8). La posible reducción de la emigración puede tener un efecto positivo sobre la población en edad de trabajar y el capital humano de los países emisores de emigrantes, pero también afectaría negativamente a la recepción de remesas, que suele ser una fuente de financiación más estable que la canalizada a través de IED o de inversión de cartera<sup>9</sup>.

En definitiva, los resultados de estos ejercicios de simulación sugieren —aun con las necesarias cautelas derivadas de la elevada incertidumbre en torno a las medidas y de los supuestos incorporados en el análisis— que el cambio de escenario de políticas económicas en Estados Unidos puede tener un impacto potencial significativo sobre la región, y sobre México en particular. Aunque es posible que el esperado impulso fiscal pueda repercutir positivamente de modo transitorio en el crecimiento de la región, las medidas que están siendo contempladas por parte de la nueva Administración de Estados Unidos ejercerían

<sup>9</sup> Véase Banco de España (2017), «Situación y perspectivas de la economía mundial al comienzo de 2017», *Boletín Económico*, marzo.

previsiblemente un impacto negativo: a corto plazo, por el tensionamiento de las condiciones de financiación derivado del repunte de la prima de plazo por la expansión fiscal en un contexto de elevada deuda pública, pero sobre todo por el aumento del proteccionismo comercial y las restricciones a los flujos migratorios, cuyos efectos tendrían previsiblemente un carácter más duradero.

Desde 2013, la economía chilena ha experimentado una importante pérdida de dinamismo. Esta ha sido consecuencia, principalmente, de la caída de los términos de intercambio resultante del descenso del precio de las materias primas y de una menor pujanza de la demanda exterior. Estos desarrollos han impactado sobre todo en el sector minero, clave para la economía chilena por los ingresos que genera y por el porcentaje que representa de la inversión agregada. Por otra parte, el menor aumento de la población en edad de trabajar y el escaso avance de la productividad han llevado a revisar a la baja la capacidad de crecimiento de la economía en el medio plazo. Todo ello ha obligado a una adaptación de la economía a las nuevas circunstancias, que, aunque se ha producido sin grandes disrupciones, ha conducido a una situación de mayor vulnerabilidad, especialmente en el ámbito fiscal. Esta sección repasa la coyuntura económica chilena en este nuevo contexto y valora el margen que tienen las políticas económicas para actuar ante esta situación.

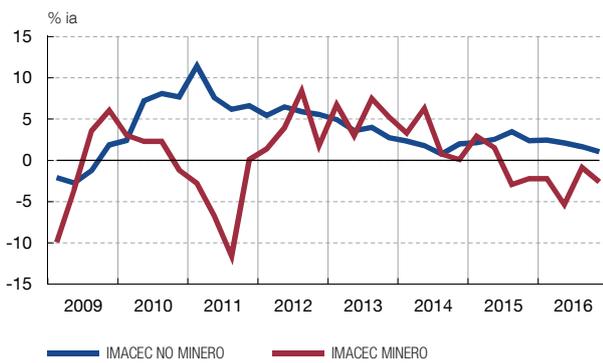
En la década pasada, la economía chilena vivió un largo período de bonanza, que le permitió mantener superávits gemelos —fiscales y externos—, acumular activos exteriores en sus fondos soberanos y utilizar las políticas macroeconómicas de forma contracíclica tras la crisis financiera de 2008. No obstante, a partir de 2011 Chile se ha visto afectado por la caída del precio del cobre —que se redujo más de un 50 % entre el tercer trimestre de 2011 y el primero de 2016— y por la menor demanda exterior, fundamentalmente de China, su principal socio comercial. Esta situación indujo una contracción en la demanda agregada y un menor dinamismo de la economía. El sector minero redujo fuertemente su crecimiento, hasta contraerse en 2015 y 2016, como se puede observar en el gráfico 11. De esta forma, el crecimiento del PIB pasó de un 6 %, en 2012, a una media del 2 % en los cuatro años comprendidos entre 2014 y 2017 (previsto), un mal desempeño, sin precedentes para la economía chilena en los últimos treinta años. La principal variable afectada en este cambio de ciclo ha sido la inversión, que cayó un 18 % en términos reales entre 2012 y 2016, de forma que su participación en el PIB se redujo hasta el 22 % en ese último año, 5 pp menos que en 2012. Aunque la fortaleza estructural de la economía ha permitido que las empresas no financieras hayan mantenido su acceso al crédito, la actividad en algunos sectores, como la construcción, también se ha visto afectada.

La menor acumulación de capital se ha unido a factores de naturaleza estructural, como el menor aumento de la población en edad de trabajar y el estancamiento de la productividad de los factores en la última década, para cerrar un panorama de crecimiento potencial notablemente inferior al estimado con anterioridad a la crisis. Así, el Comité Consultivo del PIB tendencial<sup>10</sup> estima que el crecimiento potencial de la economía se sitúa en el 3 %, dos puntos menos que en 2012 y una décima más que la estimación del FMI.

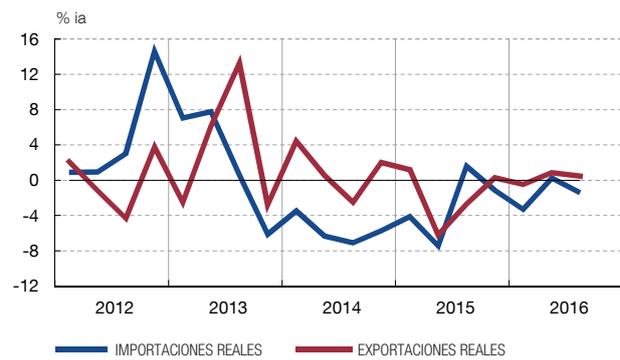
El cambio de ciclo se vio rápidamente reflejado en el mercado de divisas. La caída del precio del cobre y el cambio en las condiciones de financiación de las economías emergentes,

<sup>10</sup> La política de balance fiscal estructural de Chile requiere de una estimación de los ingresos de largo plazo de la economía. Para ello, en 2001 y 2002 se crearon dos comités que se reúnen anualmente para calcular los principales parámetros del sistema: el PIB potencial de la economía y el precio de largo plazo del cobre.

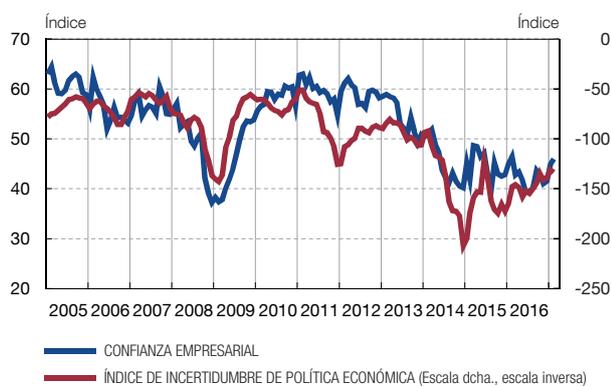
1 ÍNDICE DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (IMACEC) POR SECTORES



2 SECTOR EXTERIOR



3 INCERTIDUMBRE DE POLÍTICA ECONÓMICA Y CONFIANZA PRIVADA



4 MERCADO DE TRABAJO



FUENTE: Datastream.

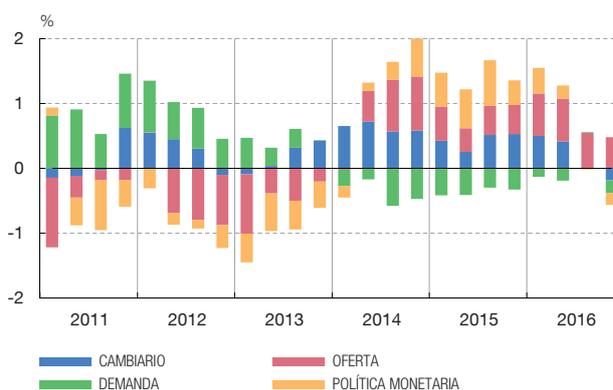
tras las señales, a mediados de 2013, de que la Reserva Federal empezaba a considerar la posible reducción del volumen mensual de sus compras de activos, llevaron a una fuerte depreciación del peso, de forma que el tipo de cambio actuó como variable de ajuste ante la perturbación externa. Las ganancias de competitividad permitieron mantener las exportaciones en un contexto externo desfavorable y sustituir parte de las importaciones por producción doméstica, como se muestra en el gráfico 11. Como resultado, la balanza por cuenta corriente, que registró un deterioro notable en 2012 y 2013, alcanzando un déficit del 3,7 % del PIB, se ha corregido rápidamente y ha cerrado 2016 con un déficit del 1,4 %.

La desfavorable situación externa hizo que el proceso reformista en el que se embarcó el nuevo Gobierno, que tomó posesión en 2014, se iniciara en un momento especialmente delicado con una perspectiva económica. El objetivo era abordar algunos de los principales retos estructurales de la economía chilena, como la mejora del rendimiento educativo, para transitar hacia un crecimiento económico más sostenible e inclusivo. Aunque las principales reformas —educativa, fiscal y laboral— han sido aprobadas, su discusión e implementación generaron un aumento de la incertidumbre económica que se reflejó en la caída de los indicadores de confianza del sector privado, como se puede observar en el gráfico 11. Este hecho incidió sobre las menguadas tasas de inversión, afectando negativamente al crecimiento. En contraste, los efectos favorables sobre el crecimiento de estas reformas se percibirán a medio plazo, cuando se manifieste su capacidad de reducir los tradicionales cuellos de botella de la economía chilena.

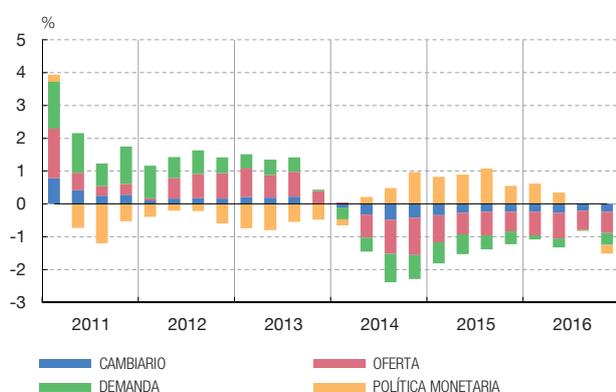
1 TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL E INFLACIÓN



2 DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN SEGÚN LAS PERTURBACIONES HISTÓRICAS ESTIMADAS



3 DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB SEGÚN LAS PERTURBACIONES HISTÓRICAS ESTIMADAS



4 EVOLUCIÓN DEL IPC SEGÚN LOS ESCENARIOS ESTIMADOS



FUENTES: Datastream y Banco de España.

Recientemente, la actividad ha continuado en una senda de avance lento, con un crecimiento del 1,6% en 2016. En un entorno de caída de la inversión, el factor clave para el crecimiento ha sido el consumo interno, impulsado por el avance de los salarios reales y el buen comportamiento del mercado laboral. Sin embargo, se han observado también indicios de agotamiento en este frente, como el aumento del desempleo hasta el 7% en el primer semestre de 2016, que, si bien revirtió en la segunda parte del año, lo ha hecho con una contribución significativa del empleo por cuenta propia.

En este contexto, la política fiscal ha sido la principal herramienta contracíclica utilizada por las autoridades, de forma que el déficit público ha aumentado hasta el 2,8% del PIB en 2016. La deuda neta también ha aumentado y, aunque se sitúa todavía en niveles relativamente reducidos, el sector público ha pasado de ser acreedor internacional neto a deudor en 2016. Varias agencias de calificación soberana han situado la perspectiva de la deuda soberana chilena en negativo por este motivo, aunque los indicadores de riesgo de mercado han evolucionado favorablemente. En este contexto, el Gobierno prevé ahora un plan de consolidación fiscal que reduzca el déficit estructural en 0,25 pp cada año.

En cuanto a los precios, como se muestra en el gráfico 12, la depreciación del tipo de cambio indujo un efecto alcista durante los años 2014 y 2015, de forma que la inflación llegó a situarse en el 5% interanual, un punto por encima del límite superior del rango

objetivo de política monetaria (objetivo del 3 %, con un margen de tolerancia de +/- 1 pp). Esta evolución llevó a un ligero aumento del tipo de interés oficial a finales de 2015, en una coyuntura en la que las señales provenientes de la actividad anticipaban una desaceleración acusada y una brecha de actividad negativa.

Para analizar el impacto de las perturbaciones de oferta, demanda, tipo de cambio y política monetaria en las principales variables macroeconómicas chilenas se ha utilizado un modelo BVAR estructural<sup>11</sup>, cuyos principales resultados se recogen en el gráfico 12. Como se puede observar, la evolución adversa de la demanda interna ha llevado a una reducción de la inflación en los últimos años, un efecto que se vio enmascarado entre 2014 y 2016 por impacto de la depreciación del tipo de cambio en la inflación. Una vez estabilizado el tipo de cambio, la reducción de la inflación se ha hecho aparente. En los últimos trimestres, en respuesta a la debilidad de la demanda y a la apreciación del tipo de cambio, la inflación se ha reducido rápidamente, situándose por debajo del objetivo del banco central desde noviembre. Esto ha llevado a una reacción de la política monetaria, que se ha materializado en tres recortes del tipo de intervención, de 25 pb, en enero, marzo y abril, hasta situarlo en el 2,75 %. Por su parte, la actividad reflejó ambas perturbaciones, como se puede observar en el gráfico 12, y el menor crecimiento estructural de la economía, que se estima en un nivel cercano al 3 %.

En los próximos meses, el principal riesgo para la política monetaria radica en la posibilidad de que, en un entorno de tipo de cambio estable o ligeramente apreciado, la inflación se sitúe por debajo del objetivo por un período prolongado de tiempo. En este sentido, se ha simulado con el modelo arriba mencionado un escenario consistente con una tasa de política monetaria del banco central estable hasta finales de 2017, compatible con la esperada por los analistas consultados en la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo de 2017. Como escenario contrafactual, se ha simulado uno en el que el banco central hubiese mantenido el tipo de interés en su nivel de finales de 2016, el 3,5 %. Como se puede ver en el gráfico 12, en el primer escenario el impulso monetario ayuda a que la inflación se sitúe por encima del objetivo del 3 % a finales de 2017, mientras que en el escenario contrafactual la inflación no retorna al objetivo hasta 2018. La magnitud del impacto de la política monetaria en la inflación es similar a la obtenida en otros estudios para la economía chilena, como el de Parrado (2001)<sup>12</sup>. En definitiva, la política monetaria sería decisiva para estabilizar la inflación en una situación en la que el crecimiento de los precios se desviara del objetivo del banco central.

Las perspectivas de crecimiento para 2017 lo sitúan en tasas similares a las de 2016. La actividad mostrará mayor debilidad en la primera parte del año, por el efecto arrastre del comportamiento desfavorable en 2016 y por el impacto de las huelgas en el sector minero sobre las exportaciones. En la medida en que estos factores se disipen, se espera una recuperación a finales de año, que permitiría cerrar el crecimiento en una tasa cercana al 2 % (la previsión de consenso se sitúa en el 1,8 %). Para 2018, la apertura de una nueva etapa, tras las elecciones presidenciales de finales de año, podría conllevar una mejora de la confianza, que impacte positivamente sobre la coyuntura económica.

11 El modelo, estimado con datos trimestrales, incluye cuatro variables endógenas (tipo de cambio nominal bilateral con el dólar, tasa de inflación, PIB y tipo de interés oficial) y dos exógenas (demanda externa y precio del cobre). El modelo incluye un ajuste en la media, para reflejar las menores perspectivas de crecimiento de largo plazo explicadas en esta sección. Las perturbaciones de las variables endógenas se identifican con un esquema de restricciones de signo; véase Forbes, Hjortsoe y Nenova (2015), *The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through*, Bank of England External MPC, Unit Discussion Paper, n.º 43.

12 Parrado (2001), «Shocks externos y transmisión de la política monetaria en Chile», *Economía Chilena*, 4 (3), pp. 29-57.

Pasando a los riesgos, cabe recordar que el endeudamiento en moneda extranjera de los agentes privados se elevó tras la crisis de 2008-2009, impulsado por las condiciones financieras laxas a nivel internacional, aumentando su exposición a los efectos de balance derivados de la desaceleración económica y de la depreciación de la moneda. No obstante, los mercados financieros han mostrado un comportamiento favorable en los últimos meses y los balances empresariales reflejan la prevalencia de fuentes de financiación estables y de largo plazo. Esta situación podría cambiar en la medida en que se produzca un endurecimiento de las condiciones financieras para las economías de América Latina (véase la sección previa). De forma similar, las cuentas fiscales pueden deteriorarse si el precio del cobre, que se ha recuperado en 2016, volviera a ajustarse a la baja. Aunque el aumento del gasto estructural en los últimos años se ha correspondido con un aumento de los ingresos provenientes de la reforma fiscal aprobada en 2014, un empeoramiento de las cuentas fiscales o un incumplimiento de las metas estructurales fijadas en la regla fiscal podrían provocar tensiones en los mercados y un deterioro de las condiciones de financiación.

20.4.2017.