

Introducción

Durante el primer semestre de 2014, en América Latina se acentuó la tendencia a la desaceleración de la actividad que viene observándose desde 2011. La tasa de crecimiento interanual en el promedio de las seis principales economías¹ se moderó hasta el 0,7 % en el segundo trimestre, desde el 2,3 % del primero, un crecimiento 2 puntos porcentuales (pp) inferior al registrado en promedio en 2012 y 2013.

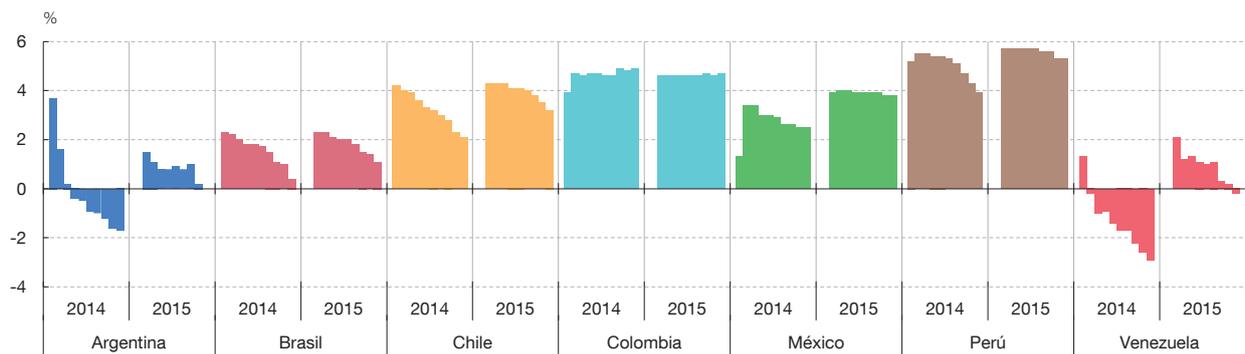
Aunque la economía mundial tuvo un comportamiento peor de lo esperado en la primera mitad del año y el ciclo alcista de los precios de las materias primas siguió dando muestras de agotamiento, la evolución desfavorable del entorno exterior no parece suficiente para explicar la intensidad de la ralentización experimentada por la economía latinoamericana, que fue mucho más acusada que la registrada en otras regiones emergentes —incluyendo Europa del Este, que potencialmente se ha podido ver más afectada por la debilidad de la zona del euro y por la crisis en Ucrania—. El débil crecimiento económico del primer trimestre en Estados Unidos —que tuvo un impacto temporal en economías muy integradas comercialmente, como la de México— se compensó parcialmente en el segundo; además, los temores existentes a comienzos de 2014 sobre una desaceleración brusca de la economía china tendieron a disiparse tras las medidas de estímulo adoptadas en el país. Por último, y como principal factor de soporte externo, las condiciones financieras internacionales brindaron un nuevo paréntesis de estabilidad, que benefició a los activos de riesgo; entre ellos, a los de los mercados emergentes, y en particular a los de América Latina. Así, desde el segundo trimestre hasta comienzos de septiembre se observó una estabilización de los tipos de cambio, con alguna excepción: una muy notable subida de las bolsas, que contrasta con la fase cíclica, y un estrechamiento importante en los diferenciales soberanos de la mayoría de los países de América Latina, sin que el agravamiento de los riesgos geopolíticos tuviera un impacto duradero en los mercados. Sin embargo, estas tendencias positivas han revertido en las últimas semanas.

Al término del primer semestre del año, entre las economías más importantes de la región, Brasil y Argentina (y posiblemente Venezuela) estaban en una situación cíclica recesiva, en Chile y Perú se ha producido una desaceleración muy significativa, y tan solo Colombia y México registraban un mayor dinamismo en la actividad, que se refleja en la estabilidad de sus previsiones de crecimiento para 2015, en medio de una revisión a la baja generalizada (véase gráfico 1). En conjunto, América Latina podría anotar en 2014 su menor tasa de crecimiento desde la crisis.

Por su parte, la inflación ha seguido mostrando cierta resistencia, más evidente en las economías con una gestión macroeconómica más heterodoxa, en las que se registran tasas interanuales de dos dígitos con tendencia creciente. También en varios de los países con regímenes de objetivos de inflación —Brasil, así como México y Chile— la tasa interanual del IPC ha repuntado. En este contexto, aunque ha habido cierta divergencia entre las políticas monetarias de los distintos países, el sesgo general ha sido hacia la relajación. México, Chile y Perú aprovecharon el margen otorgado por sus fundamentos económicos y la credibilidad ganada por sus políticas, y recortaron sus tipos de interés. Brasil dio por concluido el ciclo de tensionamiento monetario el pasado mes de abril, tras una

¹ El agregado de América Latina incluye seis países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Se ha excluido Venezuela, por falta de publicación de los datos de Contabilidad Nacional desde finales de 2013.

EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA 2014-2015 (a)



FUENTE: *Latin American Consensus Forecasts*.

a Previsiones publicadas entre diciembre de 2013 y septiembre de 2014.

elevación acumulada de 375 puntos básicos (pb) en un año, y ha mantenido el tipo de interés oficial en el 11 % desde esa fecha, pero ha relajado recientemente el coeficiente de caja para ampliar la liquidez. Colombia ha sido el único país que ha subido su tipo de interés oficial, en 125 pb, en un contexto de fortaleza de la demanda interna.

Las vulnerabilidades presentes en varios países latinoamericanos, y que en mayo de 2013 —cuando surgió el debate en torno al comienzo de la retirada de los estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal— impulsaron un fuerte aumento de la volatilidad en los mercados financieros de la región, han empezado a corregirse en algunos casos, pero solo de forma incipiente. Así, el déficit corriente en el conjunto de las seis principales economías se sitúa aún en el 2,9 % del PIB, a pesar de la moderación de la demanda interna y del ajuste experimentado por los tipos de cambio, si bien ha dejado de ampliarse. En el ámbito fiscal, en mayor o menor medida han tendido a introducirse estímulos en varios países, a pesar de que el déficit público se ha ampliado hasta el 3 % del PIB en el promedio de la región.

Es posible que, tras la debilidad mostrada por la actividad en América Latina en la primera parte de 2014, en próximos trimestres las tasas de crecimiento alcancen ritmos más alineados con el potencial (este podría ser el caso de México), que en cualquier caso se estima inferior al previo a la crisis para la mayoría de los países. Sin embargo, hay importantes elementos de riesgo. El principal deriva de un posible endurecimiento de las condiciones financieras globales (cuyo impacto se vería en parte compensado por un crecimiento global más dinámico), pero también hay riesgos internos, como la prolongada debilidad de la inversión —que parece presentar un componente regional asociado, entre otros factores, al final del ciclo de las materias primas y que podría tener un efecto más duradero sobre el crecimiento— y los importantes desequilibrios que presentan algunos países (Argentina y Venezuela, en particular), que posiblemente acentúen las divergencias económicas en próximos meses. En este contexto, es primordial que las políticas económicas mantengan un tono compatible con la progresiva corrección de las vulnerabilidades aún presentes en la región.

Entorno exterior

La economía mundial experimentó un avance inferior al esperado en el primer semestre de 2014. Las sorpresas negativas en los registros de crecimiento se apreciaron tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Entre las primeras destacó la contracción

de la economía de Estados Unidos en el primer trimestre como consecuencia de factores transitorios —un clima particularmente adverso y un marcado descenso de las existencias—, si bien en el segundo trimestre experimentó un rebote apreciable y se espera que retome ritmos de avance en el entorno del 3% a partir del segundo semestre del año. Además, en el segundo trimestre la actividad se desaceleró significativamente en el área del euro, mientras que en Japón el impacto de la subida de la imposición sobre el consumo fue algo mayor de lo anticipado. La inflación en las economías avanzadas ha permanecido en niveles reducidos, con la excepción de Japón, donde se ha situado por encima del 3% como consecuencia de la mencionada subida impositiva.

Las economías emergentes en su conjunto también experimentaron una cierta ralentización en el primer semestre de 2014. En particular, en China se apreciaron indicios de una pérdida de dinamismo de la economía en el primer trimestre, aunque los apoyos de política económica revirtieron esta tendencia en el segundo. Además de en América Latina, la reducción del crecimiento ha sido particularmente intensa en Rusia y en los países de su entorno por el conflicto geopolítico en Ucrania. La inflación en estas economías ha mostrado una relativa estabilidad en los últimos meses, con algunas divergencias entre regiones.

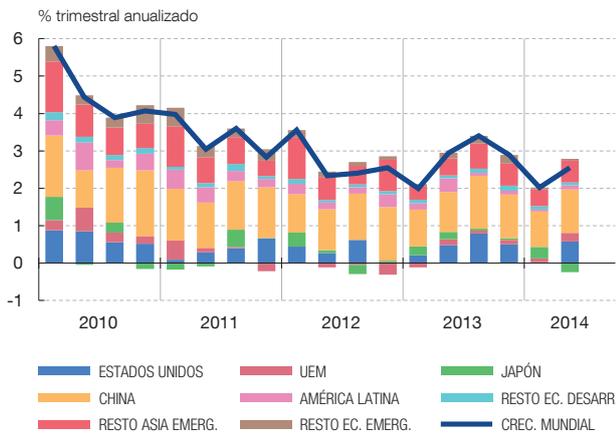
Una vez superados algunos de los factores transitorios que contribuyeron al crecimiento decepcionante en la primera mitad del ejercicio, cabe esperar que la economía mundial bascule hacia una senda de recuperación, que, no obstante, será previsiblemente frágil y crecientemente desigual entre regiones. En todo caso, el balance de riesgos se ha ido inclinando progresivamente a la baja en los últimos meses. Entre los principales riesgos cabe destacar el de un agravamiento de los diversos focos de tensión geopolítica, la reversión de la situación de bonanza en los mercados financieros, la prolongación de la situación de inflación excesivamente baja en algunas economías avanzadas y, a un horizonte más dilatado, la tendencia hacia crecimientos potenciales más bajos tanto en avanzadas como en emergentes.

Mercados financieros y financiación exterior

En contraste con la ralentización de la actividad en la primera mitad de 2014 y la progresiva revisión a la baja de las previsiones de crecimiento, los mercados financieros mostraron un comportamiento predominantemente positivo entre abril y septiembre, que se reflejó en una búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores, en un contexto de amplia liquidez global. De este modo, se mantuvo la dicotomía que se venía observando en ejercicios anteriores entre una economía real que no consigue afianzar la senda de recuperación y unos mercados financieros que seguían mostrando una evolución favorable. No obstante, ante la creciente divergencia en el tono de las políticas monetarias entre las principales economías avanzadas, el dólar registró una apreciación generalizada, en paralelo con un aumento de su volatilidad. Además, en las últimas semanas se ha producido un episodio de corrección en los mercados, que ha tenido especial intensidad en aquellos segmentos en los que parecía que se estaban acumulando mayores niveles de sobrevaloración.

En la misma línea, la evolución de los indicadores financieros de las economías emergentes también fue, en general, positiva hasta finales de agosto. Así, se observó una recuperación de las bolsas y una tendencia al descenso de los diferenciales soberanos, en un contexto de baja volatilidad global, subida de las principales bolsas internacionales hasta máximos históricos, y tendencia a la baja de los tipos de interés a largo plazo de Estados Unidos y otras economías desarrolladas (véase gráfico 2). El descenso de los tipos de interés a largo plazo reflejó en parte una compresión de la prima por plazo, y también el descenso del tipo de interés esperado al final del ciclo alcista de Estados Unidos, además

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



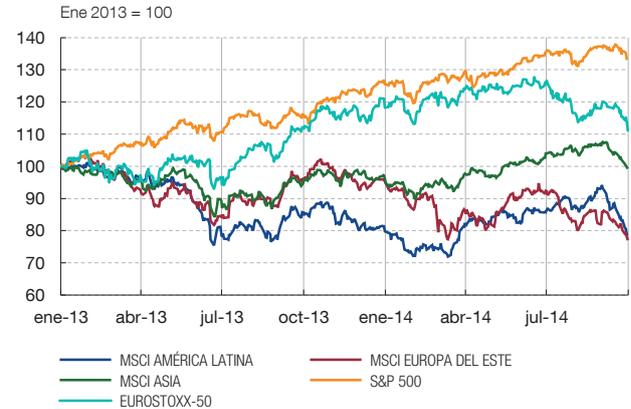
TIPOS DE INTERÉS



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS



BOLSAS MUNDIALES (a)



FUENTES: Datastream y JP Morgan.

a Índices de bolsas en dólares.

de la relajación adicional mediante políticas no convencionales del BCE. La percepción de menores riesgos en China y la progresiva disminución de la tensión geopolítica en Ucrania contribuyeron también a mantener la tendencia positiva descrita. En paralelo, se observó una acusada recuperación de las entradas de capitales por parte de inversores minoristas en estas economías, especialmente en la bolsa, y un elevado ritmo de emisiones de renta fija en mercados internacionales. Estas superaban, a mediados de septiembre, las emisiones acumuladas en el mismo período de 2013, que marcaron un máximo histórico.

Esta tendencia fue interrumpida por algunos episodios de turbulencia global de corta duración e intensidad, derivados principalmente de la escalada de tensiones en Ucrania y Siria. Posteriormente, desde septiembre se ha vuelto a registrar una fuerte caída de las bolsas y un aumento de los diferenciales soberanos, fruto de la aparición de expectativas sobre un posible adelantamiento de las subidas de tipos en Estados Unidos y de la reaparición de algunas dudas sobre la situación económica en China. Este cambio se ha reflejado en un ajuste al alza de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos y en una apreciación generalizada del dólar, que redujo la rentabilidad de las operaciones de *carry trade* con los mercados emergentes más líquidos.

En los mercados latinoamericanos, el índice de la bolsa regional, aproximado por el MSCI y medido en dólares, subió un 11,2 % entre abril y comienzos de septiembre (por encima de otros mercados emergentes, aunque desde niveles inferiores), para caer un 15 % a lo largo de este último mes (véase gráfico 2). En moneda local, destacó el aumento de la bolsa en Brasil, del 18,5 % desde mediados de abril hasta principios de septiembre (38 % desde marzo), así como en Perú (15,6 %) y México (12,1 %) (véase gráfico 3). La evolución contrastó con la desaceleración de la actividad en la región, y con el cambio en el ciclo de *ratings* crediticios. En este sentido, las expectativas generadas por el avance de las reformas estructurales en México, las elevadas entradas de cartera en Perú o las expectativas de un cambio de gobierno en Brasil se encuentran entre los factores locales que ayudan a explicar dichas subidas, enmarcadas en el contexto global de bonanza en los mercados financieros ya comentado. Dos de los países más ligados al ciclo de las materias primas —Chile y Colombia— registraron un comportamiento significativamente menos favorable, acrecentado, en el primer caso, por la presentación de una reforma fiscal que aumenta la presión fiscal sobre las empresas. La corrección experimentada por las bolsas latinoamericanas en septiembre ha sido superior a la de otros mercados emergentes, pues a la aversión al riesgo general se han añadido factores más específicos, como la incertidumbre electoral en Brasil (cuya bolsa ha caído casi un 13 % en septiembre), la dimisión del gobernador del Banco Central de la República Argentina o la caída del precio del petróleo, que ha arrastrado a la bolsa colombiana (-9,4 %).

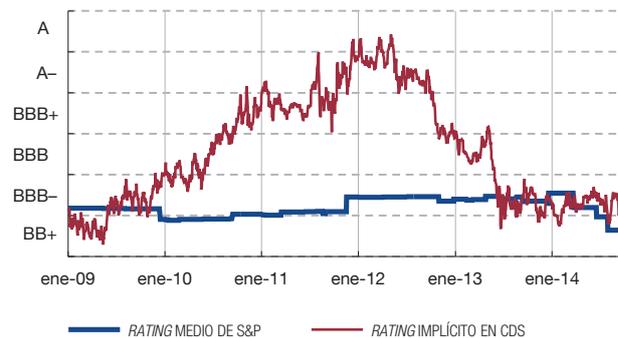
En la misma línea, los diferenciales soberanos de los países latinoamericanos mantuvieron una tendencia descendente desde mediados de abril, con una breve interrupción en agosto, si bien hacia el final del período examinado se observó un aumento significativo (véase gráfico 3). La región registró un comportamiento peor que el resto de las áreas emergentes, al ascender este indicador de riesgo más de 50 pb en el conjunto de los seis últimos meses, frente a los cerca de 20 pb del resto de mercados emergentes. Esta evolución vino determinada por los diferenciales soberanos de dos países: el de Venezuela —que se amplió más de 240 pb, hasta superar los 1.300 pb, a medida que se aproximaba el vencimiento de deuda más elevado de los dos últimos años, en un contexto de escasas reservas internacionales líquidas y recorte del *rating* soberano por parte de Standard & Poor's hasta CCC+— y el de Argentina —que registró un aumento de 48 pb, hasta 740 pb, desde el momento de la declaración de impago selectivo (véase recuadro 1)—. Los restantes diferenciales soberanos descendieron hasta comienzos de septiembre, especialmente en Chile (-17 pb, un 12 %) y en Brasil (-13 pb, un 6 %) —en este último, a pesar del cambio en las perspectivas de su calificación soberana a negativas—, pero se ampliaron significativamente en línea con el resto de emergentes a lo largo de septiembre, situándose en niveles no alcanzados desde comienzos de año. En Ecuador, el diferencial descendió en casi 100 pb, tras la mejora en un escalón de su calificación soberana, ampliándose posteriormente. También los tipos de interés de los bonos a largo plazo en moneda local registraron descensos en la mayoría de los países hasta comienzos de septiembre, corrigiendo gran parte de la tensión provocada por el anuncio de la Reserva Federal en mayo de 2013 (véase gráfico 3), y repuntaron desde esa fecha, especialmente en Brasil.

Asimismo, las primas de riesgo de crédito cotizadas en los CDS disminuyeron en toda la región hasta comienzos de septiembre, para luego aumentar ligeramente, de modo que a finales del período analizado se situaban en los niveles alcanzados en abril. Las excepciones las constituyeron Argentina y Venezuela. Estas primas estarían ahora más en línea con los *ratings* otorgados por la agencias de calificación (véase gráfico 3). Por países, los mercados cotizan implícitamente subidas del *rating* soberano en México y Colombia, y recortes entre uno y dos escalones de los *ratings* de Perú y Chile.

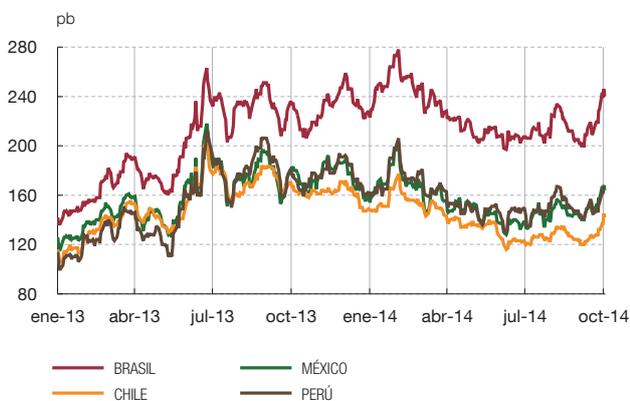
ÍNDICES DE BOLSA



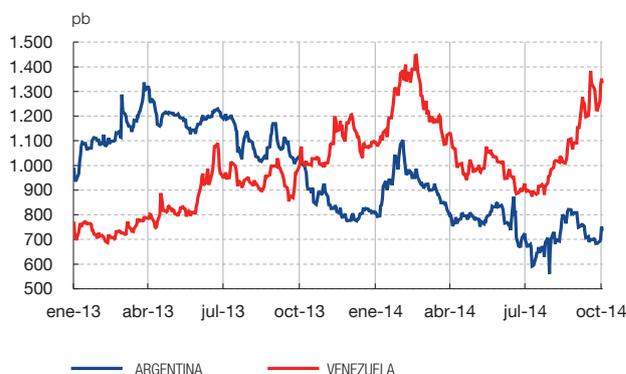
RATING Y RATING IMPLÍCITO EN LOS CDS SOBERANOS



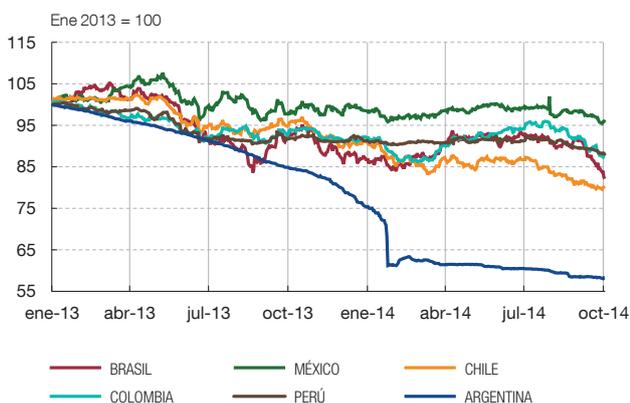
DIFERENCIALES SOBERANOS



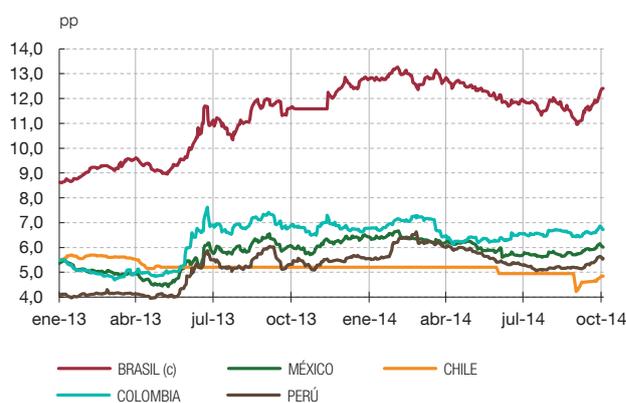
DIFERENCIALES SOBERANOS



TIPO DE CAMBIO NOMINAL FRENTE AL DÓLAR



TIPOS DE INTERÉS DE LOS BONOS A MEDIO PLAZO EN MONEDA LOCAL (b)



FUENTES: Datastream, JP Morgan, Bloomberg, Banco Central de Brasil y estadísticas nacionales.

- a Índice MSCI América Latina en moneda local.
- b Deuda pública en moneda local a diez años.
- c Swap de tipo de interés a cinco años.

La tendencia general de los tipos de cambio fue de estabilidad hasta septiembre, con algunas excepciones (véase gráfico 3). El peso chileno y el peso argentino registraron las mayores depreciaciones. En particular, el primero se depreció más de un 7,5 % desde abril, en un contexto de caída del precio del cobre cercana al 10 % desde comienzos de año, reducción de los tipos de interés y no intervención del banco central.

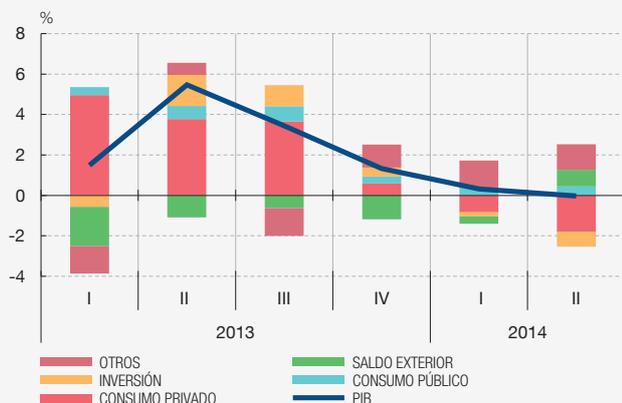
El pasado 30 de julio, Argentina no completó el pago del cupón de los bonos de la deuda reestructurada en 2005 y 2010, por un importe de algo más de 500 millones de dólares. El Gobierno argentino había ordenado la transferencia de los fondos, pero su ejecución no fue posible como consecuencia del bloqueo decretado por la justicia de Estados Unidos (sentencia del caso «NML Capital vs. Argentina»)¹. El tribunal considera que Argentina violó la cláusula *pari passu*², al pagar a los acreedores de la deuda reestructurada con preferencia sobre los bonistas que no acudieron al

canje de 2005 y 2010 (*holdouts*). La sentencia obliga al país a pagar el principal y los cupones devengados hasta la fecha, por un importe total de 1.330 millones de dólares, a los *holdouts* y bloquea los fondos destinados a la deuda reestructurada. Las principales agencias de calificación rebajaron el *rating* soberano al nivel de impago selectivo y se activaron los seguros contra impago.

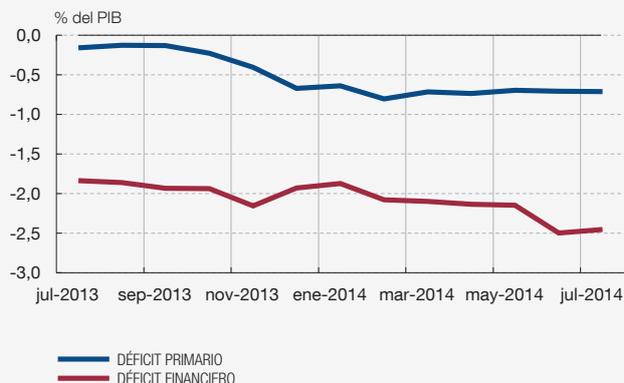
Esta es la segunda situación de impago de Argentina en los últimos 15 años, tras la sucedida en diciembre de 2001, cuando el Gobierno decretó el cese de pagos en una situación de grave crisis cambiaria y de balanza de pagos. Las consecuencias de ese impago, y de la crisis económica por la que atravesaba el país desde 1998, se tradujeron en una caída del PIB del 10,9% en 2002 (y de casi un 20% entre 1998 y 2002), la congelación de los depósitos del país, la ruptura del régimen cambiario de convertibilidad y la reestructuración de deuda soberana, cuyas implicaciones se han extendido hasta la fecha actual. Sin embargo, la naturaleza del nuevo impago es excepcional, al no venir precedido de una situación de grave déficit de balanza de pagos, insostenibilidad de la deuda soberana o grave crisis económica, sino de un litigio judicial al margen de la posición de solvencia de la economía. Por ello, las consecuencias económicas serán previsiblemente

- 1 En la causa judicial «NML Capital vs. Argentina», un grupo de acreedores que compraron bonos argentinos bajo ley estadounidense tras el impago de diciembre de 2001 en el mercado secundario y no acudieron a los canjes de 2005 y 2010 demandaron a Argentina, por la totalidad del principal e intereses de los bonos en su posesión. En la sentencia se destaca la reticencia de Argentina a negociar, resultado de la «Ley 26.017 (llamada «Ley Cerrojo»)\», promulgada en 2005, que evita la reapertura del canje con el objetivo de mejorar su aceptación.
- 2 La cláusula *pari passu* es común en los contratos de deuda, y establece que la deuda no puede ser subordinada al resto de obligaciones del deudor. El significado de esta subordinación puede ser entendido como una igualdad en el *ranking*, para evitar la emisión de deuda con prioridad sobre la actual, o como igualdad en el pago, la forma en la que se ha interpretado en esta causa.

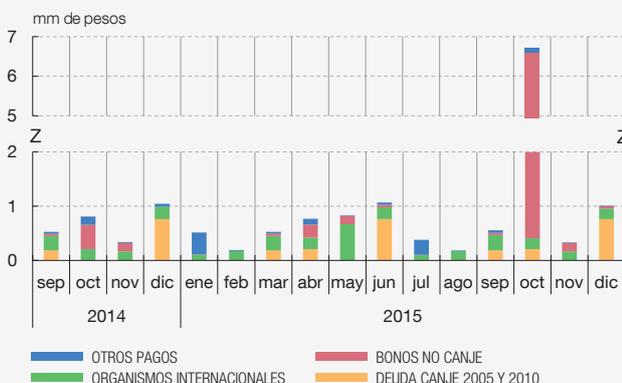
1 PIB POR COMPONENTES



2 DÉFICITS PRIMARIO Y FINANCIERO



3 VENCIMIENTOS DE DEUDA EN MONEDA EXTRANJERA



4 EMBI



FUENTE: Fuentes nacionales.

te diferentes a las del episodio de 2001. Por otra parte, este episodio podría tener consecuencias sobre futuros procesos de reestructuración soberana, especialmente sobre los que afecten a deuda emitida bajo ley de Nueva York, la más habitual entre las emisiones en el extranjero.

En todo caso, la situación macroeconómica argentina refleja hoy importantes debilidades. El país entró en recesión «técnica» en el primer trimestre de 2014 (dos trimestres seguidos con crecimiento negativo en tasa trimestral), y en el segundo trimestre de 2014 se ha mantenido un crecimiento interanual nulo (véase gráfico 1). Además, la economía presenta una elevada inflación, un tipo de cambio sobrevalorado y una posición cíclica recesiva, provocada por el agotamiento del modelo de crecimiento de la última década y, de forma inmediata, por la escasez de dólares para la importación de bienes necesarios para la cadena de producción. Sin embargo, Argentina mantiene un nivel de deuda pública bruta en porcentaje del PIB del 39,5%, reducido en comparación histórica, mientras que el déficit público y, especialmente, el primario son bajos, si bien muestran una tendencia creciente (véase gráfico 2). La preocupación se centra en que el impago acelere el deterioro de la balanza de pagos, provocando una crisis. De esta forma, el impago podría agravar la situación económica, cerrando el acceso a los mercados financieros internacionales.

Esta situación exacerbaría los dilemas de política económica a los que el país viene enfrentándose en los últimos dos años. Por un lado, el deterioro de la balanza de pagos conllevaría un mayor drenaje de reservas, que, aunque lento, debido al aislamiento financiero de Argentina en la última década y a la existencia de controles de capital, resulta preocupante. De hecho, las reservas se han reducido hasta cerca de 28 mm de dólares, la mitad que a principios de 2011. El proceso de devaluación que ha llevado al tipo de cambio oficial desde los 6 hasta los 8,40 pesos por dólar durante 2014 no ha conseguido evitar el descenso de las exportaciones, limitando la entrada de divisas, en un contexto de caída del precio de la soja, principal exportación del país. En el corto plazo, los compromisos adquiridos en las negociaciones con el Club de París o Repsol y los futuros vencimientos de deuda externa, que se estiman en más de 11 mm de dólares hasta finales de 2015, imponen una presión adicional sobre las reservas (véase gráfico 3). Además, la devaluación podría impulsar la inflación (los precios han subido un 18,2% entre diciembre de 2013 y agosto de 2014). Alternativamente, podrían imponerse mayores restricciones a las importaciones para preservar un nivel mínimo de reservas internacionales, lo que incidiría aún más negativamente sobre el crecimiento económico.

Por otra parte, aunque los acuerdos con Repsol y el Club de París habían conseguido rebajar el riesgo-país, el fracaso de las nego-

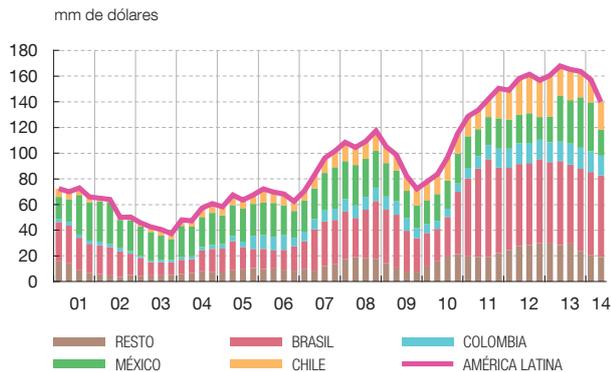
ciaciones con los *holdouts* ha revertido en parte este proceso (véase gráfico 4), propiciando la continuación de los elevados tipos de interés de la deuda en dólares para el sector privado de la economía y una mayor dificultad para la atracción de inversión extranjera directa, especialmente para el desarrollo del yacimiento petrolífero de Vaca Muerta. Sin embargo, el aumento del diferencial de la deuda no se ha correspondido con la reacción esperada ante un impago³, de manera que parece corresponderse más con una situación de iliquidez que con un riesgo de reestructuración o de fuertes pérdidas para los acreedores.

Ante esta situación, el Gobierno argentino ha optado por intentar sortear el bloqueo de los fondos mediante el cambio de legislación de los bonos bajo ley extranjera por bonos bajo ley nacional. Un acuerdo para el pago a los *holdouts* parece difícil antes de enero de 2015, cuando expira la cláusula *Rights Upon Futures Offers (RUFO)*, que permite a los bonistas de la deuda reestructurada acogerse al mejor trato (voluntario) pactado con otro acreedor. Una solución definitiva a la situación de impago podría dilatarse hasta finales de 2015, cuando acaba el mandato de la presidenta Fernández de Kirchner.

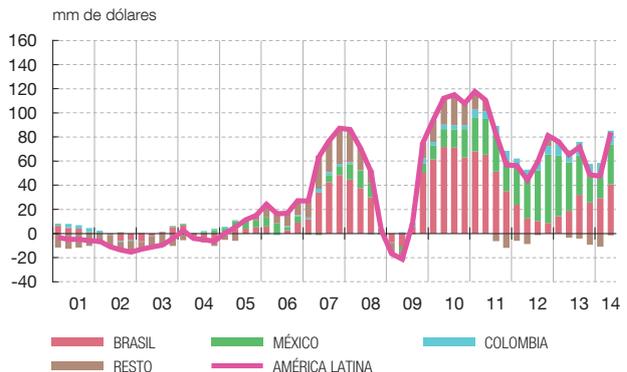
La naturaleza específica del impago y sus potenciales consecuencias para el marco legal internacional han generado la respuesta de parte de la comunidad internacional. El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha alertado del aumento de la incertidumbre en las reestructuraciones de deuda soberana que implica el episodio de Argentina, al mejorar las perspectivas de repago de los *holdouts* y su capacidad para interrumpir el flujo de pagos de la deuda reestructurada. Durante el juicio, varios países, incluyendo Brasil, México y Francia, presentaron escritos de apoyo a la posición argentina, resaltando las consecuencias sobre futuras reestructuraciones de deuda. El caso argentino ha incidido en el debate abierto por el FMI sobre la reforma de los instrumentos para la reestructuración de deuda. Actualmente, la discusión se centra en mejorar el marco contractual, para añadir seguridad jurídica. Por un lado, las cláusulas de acción colectiva pueden incluir elementos de agregación de bonos en las votaciones necesarias para cambiar los términos de los bonos reestructurados, lo que hace más costosa la estrategia de los *holdouts*, al tener que adquirir una mayor cantidad de bonos para conseguir una mayoría suficiente que permita rechazar el acuerdo. Por otro lado, se pueden modificar las cláusulas *pari passu*, de forma que se evite la interpretación judicial que ha propiciado el bloqueo en el caso de Argentina. Se trata de discusiones aún abiertas, y, en cualquier caso, la deuda actualmente en circulación no se vería afectada por esta reforma.

3 El EMBI de Argentina creció hasta los 5.000 pb en diciembre de 2001, tras el anuncio del impago, desde 1.400 pb en septiembre.

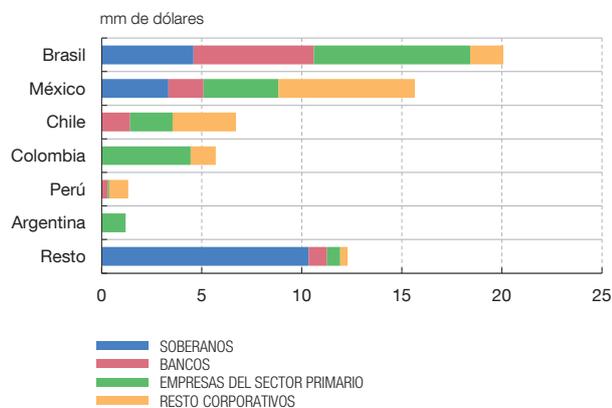
FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS EN DOCE MESES



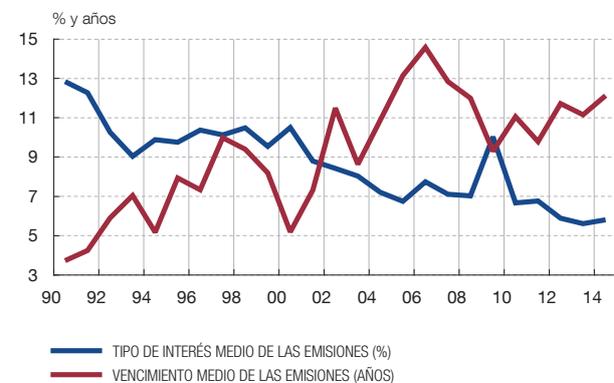
FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



EMISIONES INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA: DE ABRIL A SEPTIEMBRE DE 2014



EMISIONES DE RENTA FIJA DEL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO



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

En Argentina, el tipo de cambio oficial del peso registró una fuerte depreciación a mediados de agosto (1,3 % en dos días), reflejándose además la presión sobre el tipo de cambio en la apertura del diferencial con la cotización del mercado paralelo hasta máximos históricos. El real brasileño, que se había depreciado apenas un 1,4 % entre abril y la primera semana de septiembre, se ha depreciado un 10 % desde entonces, lo que ha obligado al banco central a elevar su grado de intervención en los mercados cambiarios, mediante una renovación de un mayor porcentaje de los *swaps* de tipo de cambio. En Venezuela se puso en funcionamiento un tercer tipo de cambio regulado, que a pesar de registrar una cotización un 88 % más depreciada que el oficial y un 80 % más depreciada que el tipo de cambio de las subastas de divisas, se encuentra aún alejado del tipo de cambio paralelo.

Finalmente, las entradas de inversión directa en la región han tendido a moderarse sensiblemente en el segundo trimestre de 2014, hasta situarse en 140 mm de dólares (en términos anualizados), desde los 164 mm de 2013 (véase gráfico 4). Esta moderación se produce principalmente por el descenso de las entradas en México en el segundo trimestre (5,1 mm menos que en el primero), así como de las observadas en los países más ligados al ciclo de materias primas, como Chile (2,4 mm menos). En sentido contrario, Brasil registró mayores entradas, cercanas a los niveles medios observados desde 2011. A escala regional, la inversión extranjera directa supera el déficit por cuenta corriente, aunque

por un margen muy estrecho. En cambio, las entradas de cartera repuntaron en el segundo trimestre, hasta superar los 84 mm de dólares en términos anualizados, prácticamente el doble que en 2013, como consecuencia de la inversión en México, particularmente en la bolsa, donde se registraron las mayores entradas de capitales en un trimestre de toda la serie histórica. En el caso de Brasil, el aumento de las entradas de capitales de cartera se concentró en renta fija, y dentro de esta en la que tiene plazos más cortos.

Entre abril y septiembre de 2014, las emisiones de renta fija de la región alcanzaron los 61 mm de dólares, con Brasil como mayor emisor, tanto por el sector público (dos emisiones soberanas por valor de casi 5 mm de dólares) como por el bancario y el petrolero (véase gráfico 4). A pesar de la proximidad del cambio de ciclo monetario en Estados Unidos y del empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de la región, las condiciones de estas emisiones no han variado sustancialmente y no se ha observado un incremento significativo de los tipos de interés en el mercado primario, ni un acortamiento de los plazos (véase gráfico 4).

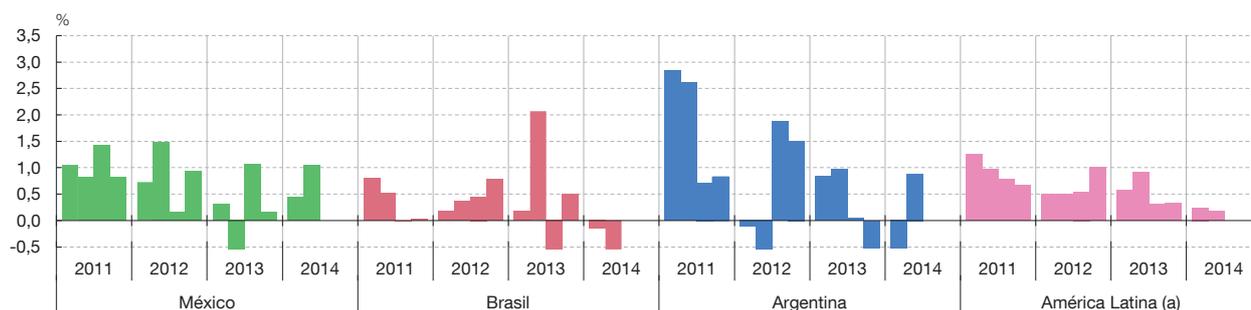
Actividad y demanda

La actividad económica en América Latina experimentó una importante desaceleración en la primera mitad de 2014, con tasas de crecimiento trimestrales para el promedio de la región del 0,2 % en los dos trimestres iniciales del año (véase gráfico 5); la tasa de crecimiento interanual del agregado regional pasó de un 2,3 % en el primer trimestre al 0,7 % en el segundo (véase cuadro 1). Aunque el importante peso en el agregado regional de la economía brasileña —que entró en recesión en el segundo trimestre— explica buena parte de esta caída, también se produjeron desaceleraciones muy marcadas en Chile (1,9 % interanual en el segundo trimestre, desde un 2,4 % en el primero) y, especialmente, en Perú (1,7 % interanual en el segundo trimestre y 5,1 % en el primero). Ello se suma a la situación de recesión «técnica» de Argentina en el primer trimestre del año, pese a cierta recuperación en el segundo. Tan solo Colombia, con una expansión del 6,5 % interanual en el primer trimestre y un 4,3 % en el segundo, y México, que anotó un crecimiento más robusto en el segundo trimestre, mostraron un mayor dinamismo.

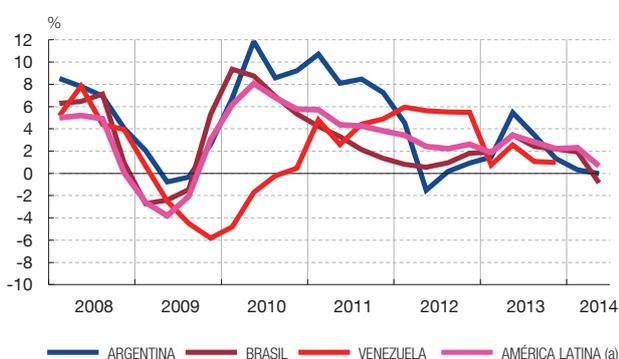
Esta moderación del crecimiento se explica tanto por una serie de causas comunes como por situaciones idiosincrásicas de los países. En Argentina y Venezuela², la recesión tiene rasgos específicos, en la medida en que, en diferente grado, la restricción externa está limitando el crecimiento, en un contexto de sobrevaloración cambiaria, monetización de los desequilibrios fiscales y alta inflación, y falta de ajuste de los precios relativos. En el resto de países, también con diferente grado, la elevada correlación del ciclo con el de los principales socios comerciales ilustra el grado de dependencia exterior de América Latina, directamente a través de la demanda de exportaciones y, en mayor medida, a través del efecto de los términos de intercambio en la demanda agregada. En este sentido, así como el continuado ascenso de los términos de intercambio sostuvo el dinamismo económico durante la década pasada, su corrección en los últimos años ha originado, de forma simétrica, el efecto contrario. Ello contribuye a explicar la moderación del crecimiento en Chile, donde la caída acumulada de los términos de intercambio ha superado el 18 % en los tres últimos años —si bien recientemente han tendido a estabilizarse— y la economía se ha debilitado más de lo esperado. En Perú, la caída de los términos de intercambio ha sido posterior pero más rápida, acumulando un 11 % en los dos últimos años, mientras que en Colombia se han mantenido en máximos por el peso del petróleo

² En Venezuela no se dispone de datos de contabilidad nacional ni para el primer ni para el segundo trimestre, por lo que la situación de recesión se conjetura sobre la base de indicadores parciales (véase el epígrafe «Evolución económica por países»).

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas trimestrales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

en su cesta exportadora y la economía sigue mostrando un importante dinamismo. En Brasil, donde los términos de intercambio han caído moderadamente, es el desplome de la inversión lo que explica la entrada en recesión después de tres años de crecimiento inferior al potencial. México, menos dependiente de la evolución de las materias primas, ha exhibido en cambio un mejor comportamiento, con una recuperación liderada inicialmente por la demanda externa, que muestra una evolución diferenciada respecto a otras economías de la región.

Por componentes, en el promedio regional, la demanda interna aportó 2 pp al crecimiento interanual en el primer trimestre y 0,2 pp en el segundo (véase gráfico 6). La demanda externa por su parte mantuvo una aportación positiva muy limitada, aunque creciente (0,4 pp en el segundo trimestre), pues, si bien las exportaciones crecieron solo ligeramente, las importaciones registraron un ajuste importante (-1,2 % en el segundo trimestre).

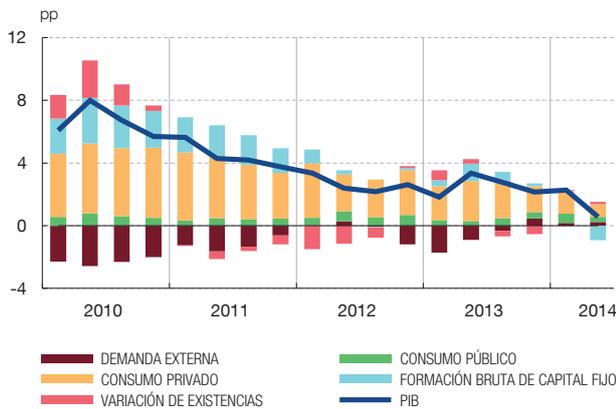
Un elemento común en la débil evolución económica del primer semestre es la caída de la inversión (-4,6 % interanual, el primer registro negativo tras la crisis), en la cual parecen estar incidiendo dos tipos de factores, en diferente medida, dependiendo de los países. Por un lado, la maduración del ciclo inversor asociado a la evolución a la baja de los precios de las materias primas y al aumento de los costes de producción. Por otro, la caída de la confianza empresarial derivada de cierta pérdida de credibilidad en la gestión de las políticas económicas, de la percepción de mayor intervencionismo y, en ocasiones, de la

	2012	2013	2012		2013				2014		2014
			III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	Septiembre
PIB (tasa interanual)											
América Latina-6 (a)	2,8	2,5	2,2	2,6	1,8	3,4	2,8	2,2	2,3	0,7	
América Latina-5 (a)	2,9	2,5	2,5	2,9	1,9	3,1	2,7	2,3	2,6	0,8	
Argentina	0,9	2,9	0,2	0,9	1,5	5,5	3,4	1,3	0,3	0,0	
Brasil	1,0	2,5	0,9	1,8	1,9	3,5	2,4	2,2	1,9	-0,9	
México	4,0	1,1	3,2	3,4	0,6	1,6	1,4	0,7	1,9	1,6	
Chile	5,4	4,1	5,5	5,2	4,9	3,8	5,0	2,7	2,4	1,9	
Colombia (b)	4,0	4,7	2,5	2,7	2,8	4,4	5,7	5,6	6,5	4,3	
Venezuela	5,6	1,3	5,5	5,5	0,7	2,6	1,1	1,0			
Perú	6,0	5,8	6,8	5,4	4,3	6,2	5,2	7,2	5,1	1,7	
IPC (tasa interanual)											
América Latina-6 (a)	5,2	5,3	5,2	5,2	5,3	5,6	5,2	5,1	5,3	6,1	7,0
América Latina-5 (a)	4,5	4,5	4,6	4,5	4,5	4,9	4,4	4,3	4,6	4,8	5,2
Argentina (c)	10,0	10,6	10,0	10,6	10,8	10,4	10,5	10,7	10,0	15,0	19,8
Brasil	5,4	6,2	5,2	5,6	6,4	6,6	6,1	5,8	5,8	6,4	6,7
México	4,1	3,8	4,6	4,1	3,7	4,5	3,4	3,7	4,2	3,6	4,2
Chile	3,0	2,1	2,6	2,2	1,7	1,9	2,3	2,5	3,2	4,5	4,9
Colombia	3,2	2,0	3,1	2,8	1,9	2,1	2,3	1,8	2,3	2,8	2,9
Venezuela	21,1	38,3	19,0	18,8	22,6	33,0	43,4	52,9	53,3	55,6	-
Perú	3,7	2,8	3,5	2,8	2,6	2,5	3,1	3,0	3,4	3,5	2,7
Saldo presupuestario (% del PIB) (d)											
América Latina-6 (a)	-2,0	-2,3	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,5	-2,4	-2,6	-3,0	
Argentina	-2,0	-1,9	-1,5	-1,8	-1,9	-1,8	-1,8	-1,8	-2,1	-2,3	
Brasil	-2,5	-3,3	-2,8	-2,5	-2,8	-2,8	-3,3	-3,3	-3,2	-3,6	
México	-2,6	-2,4	-2,2	-2,5	-2,0	-2,2	-2,8	-2,3	-2,8	-3,2	
Chile	0,6	-0,7	0,4	0,6	0,2	-0,7	-0,5	-0,7	-1,0	-0,8	
Colombia	-1,9	-1,9	-1,2	-1,9	-1,4	-2,5	-2,7	-2,2	-2,7	-3,7	
Venezuela	-4,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Perú	1,3	1,3	1,6	1,3	1,2	0,7	0,5	0,5	0,4	0,0	
Deuda pública (% del PIB)											
América Latina-6 (a)	39,8	39,8	41,0	41,2	41,4	40,1	40,2	38,6	-	-	
Argentina	32,7	31,9	31,9	33,0	32,1	31,7	32,5	33,2	-	-	
Brasil	58,8	56,7	58,9	58,8	59,4	59,0	58,2	56,7	57,5	58,6	
México	28,5	31,1	28,5	27,5	29,3	29,7	30,3	29,9	31,9	32,0	
Chile	12,0	12,8	11,3	12,0	11,5	12,1	12,6	12,8	12,7	13,5	
Colombia	32,2	-	32,4	32,2	33,0	33,3	34,9	34,6	36,0	35,2	
Venezuela	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Perú	21,0	20,2	20,2	20,8	19,5	18,5	17,7	19,0	18,3	18,3	
Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (d)											
América Latina-6 (a)	-1,6	-	-1,7	-2,0	-2,4	-2,6	-2,8	-2,8	-2,8	-2,9	
Argentina	-0,2	-0,7	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,8	-1,0	-0,2	
Brasil	-2,4	-3,6	-2,2	-2,4	-3,0	-3,2	-3,6	-3,6	-3,7	-3,7	
México	-1,3	-2,1	-1,0	-1,3	-1,6	-1,9	-2,1	-2,1	-1,8	-1,9	
Chile	-3,4	-3,4	-2,9	-3,4	-4,0	-4,1	-3,5	-3,4	-3,1	-2,4	
Colombia	-3,1	-3,3	-3,2	-3,1	-3,5	-3,2	-3,2	-3,3	-3,5	-3,9	
Venezuela	2,9	-	4,2	2,9	1,7	1,3	1,9	-	-	-	
Perú	-3,3	-4,5	-2,9	-3,3	-4,2	-4,4	-4,7	-4,5	-4,5	-5,0	
Deuda externa (% del PIB)											
América Latina-6 (a)	19,7	20,3	19,6	19,8	20,0	19,6	19,8	20,4	21,0	-	
Argentina	23,5	21,8	24,4	23,5	23,0	21,7	22,9	21,8	23,6	-	
Brasil	13,9	13,8	13,5	13,9	14,6	14,1	13,7	13,8	14,6	15,2	
México	19,2	20,6	19,1	19,2	19,1	18,7	19,3	20,6	20,9	22,0	
Chile	44,1	47,2	42,1	44,1	43,5	42,9	44,4	47,2	48,6	50,4	
Colombia	21,3	24,4	21,5	21,3	21,7	22,2	23,9	24,4	23,9	24,4	
Venezuela	31,1	-	31,8	31,1	31,2	32,0	32,8	-	-	-	
Perú	29,3	29,3	29,9	29,3	30,5	29,6	29,3	29,3	30,1	30,5	

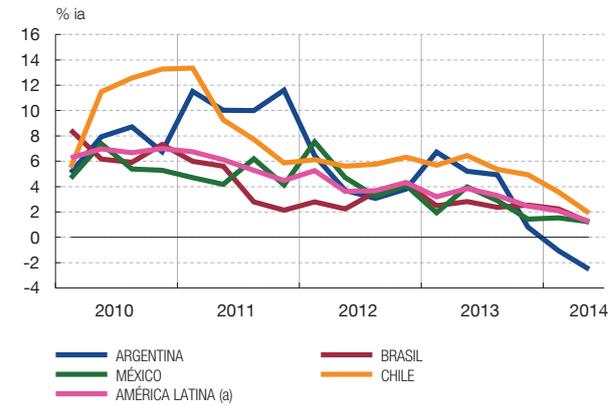
FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a América Latina-6: todos los países representados, excepto Venezuela; América Latina-5: todos los países representados, excepto Argentina y Venezuela.
b Ajustado de estacionalidad.
c Para 2014 la inflación se calcula como el acumulado desde diciembre 2013.
d Media móvil de cuatro trimestres.

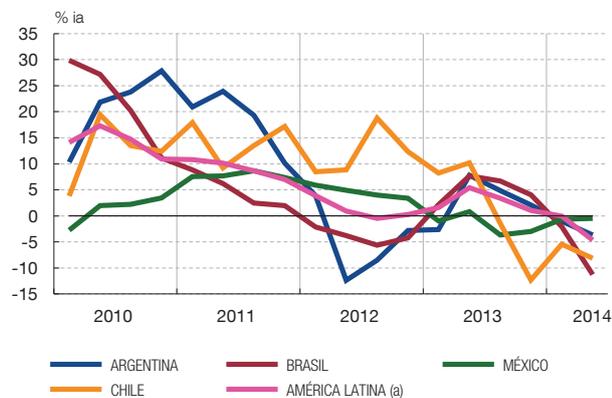
APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB (a)



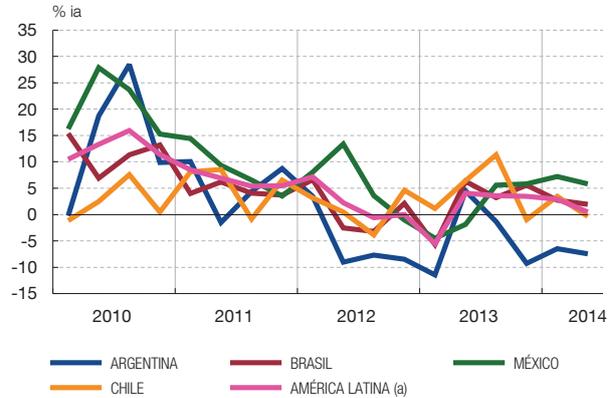
CONSUMO PRIVADO



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



EXPORTACIONES



FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

a Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

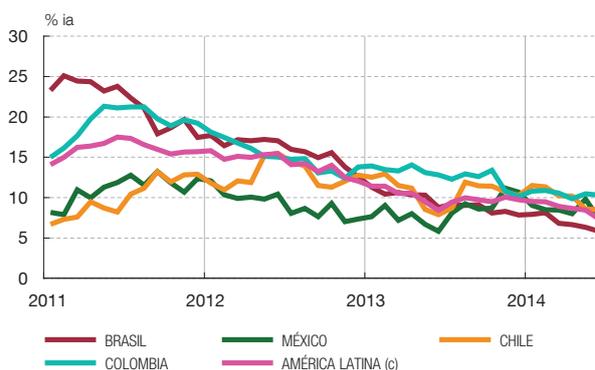
falta de un impulso reformista más claro para aumentar el crecimiento potencial a medio plazo. Así, el descenso de la inversión parece estar afectando más a los países más dependientes del ciclo de las materias primas —como Chile (8,1 %) o Perú (4,5 %)— o a los que han sufrido un mayor deterioro de la confianza empresarial —Brasil (−11 %)—. En México, donde las recientes reformas deberían mejorar el clima inversor, la formación bruta de capital moderó su ritmo de caída, pero aun así retrocedió un −0,5 % interanual en el segundo trimestre (−8,4 % la inversión pública). Colombia sigue siendo una excepción, con un crecimiento de la formación bruta de capital superior al 10 % interanual, impulsado por el plan de inversión en infraestructuras. Aunque por sectores la situación aparece muy heterogénea entre países, en promedio se observa una contracción de la inversión en maquinaria y equipo, y un débil crecimiento de la construcción.

En este contexto de ralentización de la demanda interna, el consumo privado ha tendido a moderar también su ritmo de crecimiento, hasta el 1,3 % interanual en el segundo trimestre (2,1 % en el primero). A pesar de que las tasas de paro se sitúan en buena parte de los países cerca de los mínimos, los mercados de trabajo están debilitándose en varios de ellos. De hecho, el empleo se ha desacelerado hasta un 1 % (véase gráfico 7), al igual que lo han hecho los salarios reales (en los países más vulnerables, incluso caen por

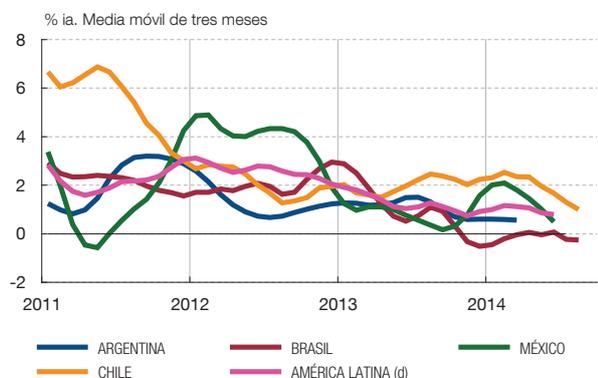
ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



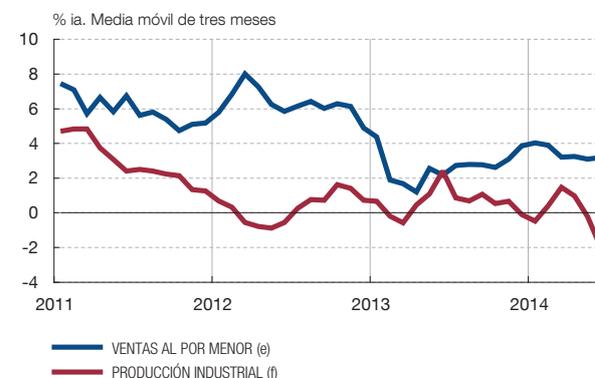
VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



CREACIÓN DE EMPLEO



INDICADORES DE DEMANDA Y ACTIVIDAD



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

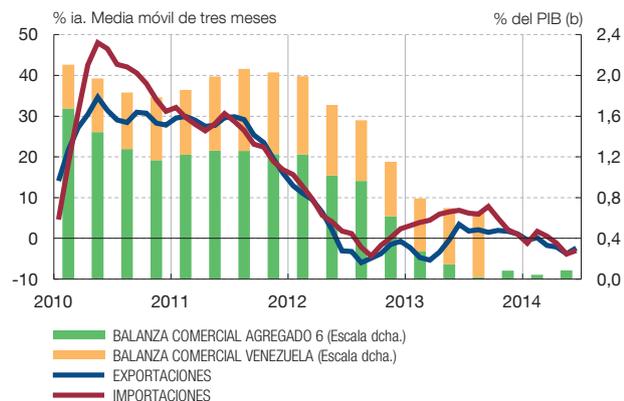
- a Agregado de Argentina, Brasil, Chile, México y Perú.
- b Agregado de Brasil, Chile, México y Perú.
- c Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.
- d Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.
- e Agregado de Brasil, Chile, Colombia y México.
- f Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

segundo año consecutivo). El crecimiento del crédito al sector privado ha continuado moderándose en todos los países, a excepción de Colombia.

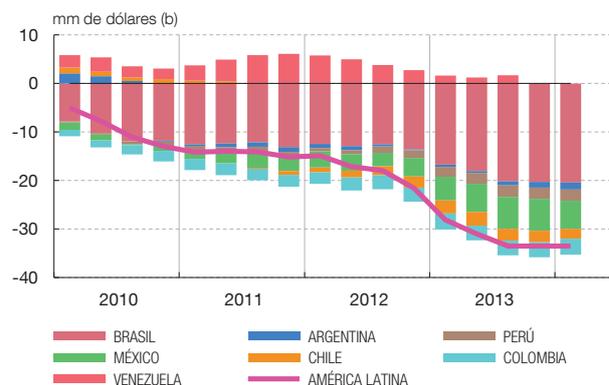
De la evolución de la demanda externa cabe destacar la aparición de marcadas divergencias por países. Así, frente a un crecimiento de las exportaciones en volumen del 0,5 % en el conjunto de la región, en el segundo trimestre, en línea con una recuperación gradual de la demanda de los principales socios comerciales de la región y una estabilización de China, en México crecieron un 5,8 % interanual en el segundo trimestre. En cambio, en Argentina, Perú, Colombia y Chile registraron importantes descensos. Por su parte, el ajuste a la baja de las importaciones viene asociado, en parte, a la caída de la inversión.

El superávit de la balanza comercial se ha reducido sustancialmente, descontando los datos de Venezuela, que no se han publicado desde finales de 2013, hasta prácticamente el equilibrio, en un contexto de continuidad en la caída de precios de las principales materias primas (véase gráfico 8). Sin embargo, debido a la reducción del déficit de rentas asociado a una menor repatriación de beneficios de las empresas exportadoras de materias primas y al buen

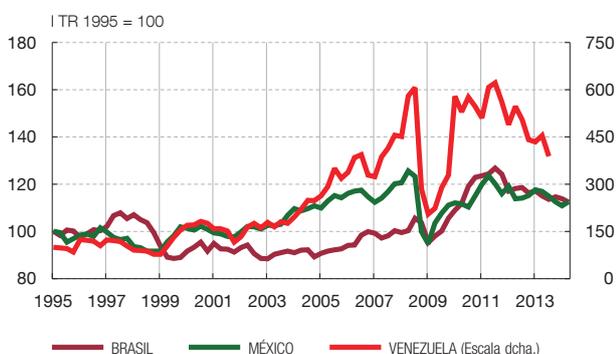
BALANZA COMERCIAL (a)



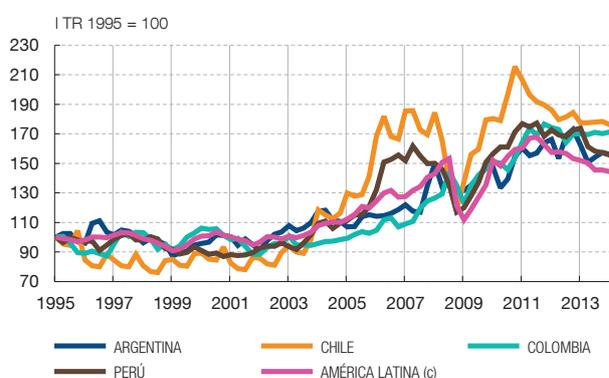
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



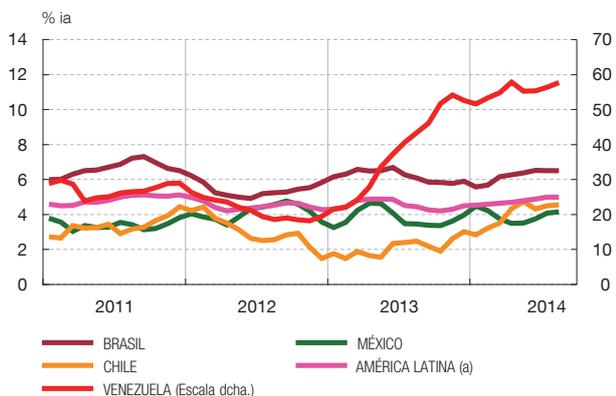
FUENTES: Datastream, estadísticas nacionales y bancos centrales.

- a Datos de aduanas en dólares, agregado de las siete principales economías, excepto Venezuela. En la balanza comercial se representa por separado Venezuela, para la que no se dispone de datos desde el cuarto trimestre de 2013.
- b Media móvil de cuatro trimestres.
- c Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

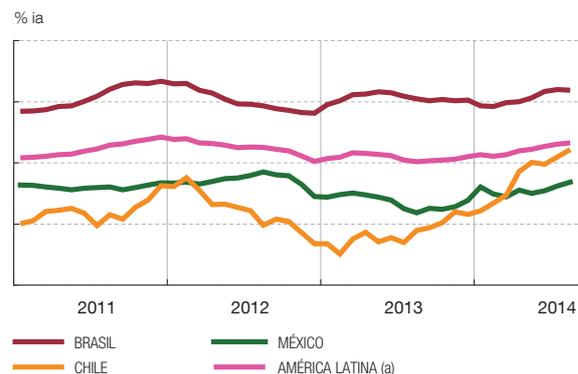
comportamiento del turismo, el déficit de la balanza corriente ha dejado de ampliarse, y se ha estabilizado en torno al 2,9% en promedio regional. En Chile la depreciación del tipo de cambio, junto con la caída de la inversión, ha favorecido una corrección más acusada, mientras que en Colombia y Perú el desequilibrio exterior ha seguido ampliándose.

Los indicadores de mayor frecuencia posteriores al segundo trimestre parecen adelantar mayores divergencias intrarregionales. Por un lado, la producción industrial ha registrado en promedio tasas negativas, que no se veían desde la crisis, como consecuencia de la evolución de Brasil, Argentina, Chile y Perú, mientras que en Colombia y México aumenta. En los países para los que se publican índices PMI, las tendencias siguen siendo a la baja, con la excepción de México, que experimenta un importante repunte. Finalmente, las ventas al por menor mantienen ritmos de crecimiento más robustos (con mayores crecimientos en México, Chile y Colombia, y menores en Brasil), pero en cualquier caso muy inferiores a los registrados antes de 2013. En conjunto, esta información apunta a una continuidad de la debilidad en los principales países de América del Sur y, en cambio, a un fortalecimiento de la demanda en México.

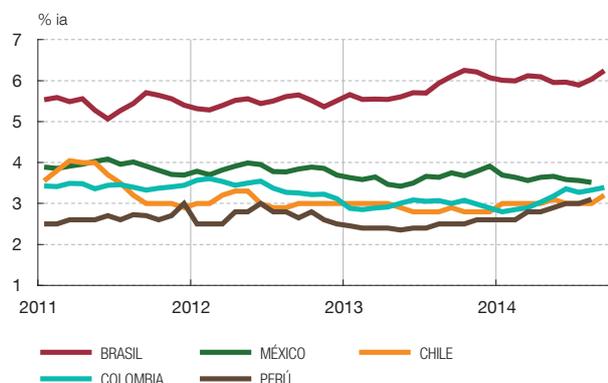
TASA DE INFLACIÓN



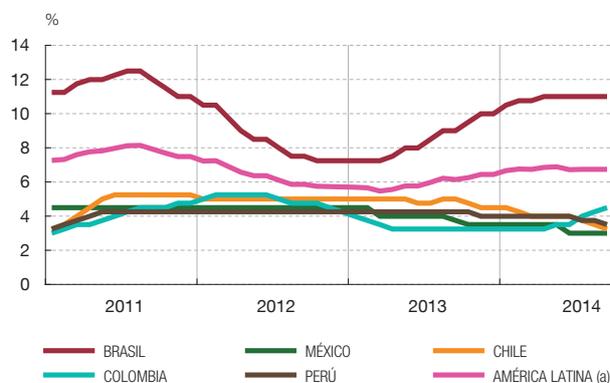
TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE



EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Datastream y estadísticas nacionales.

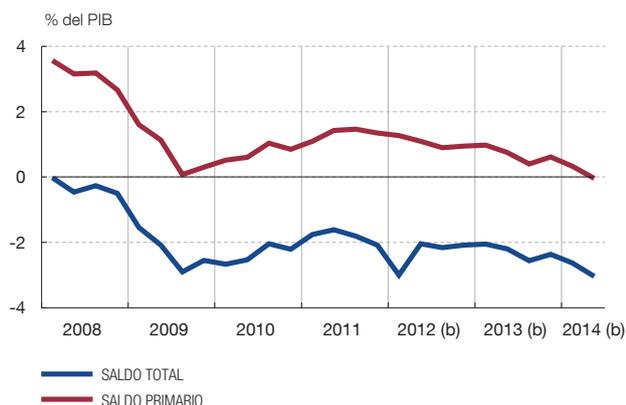
a Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

Precios y políticas económicas

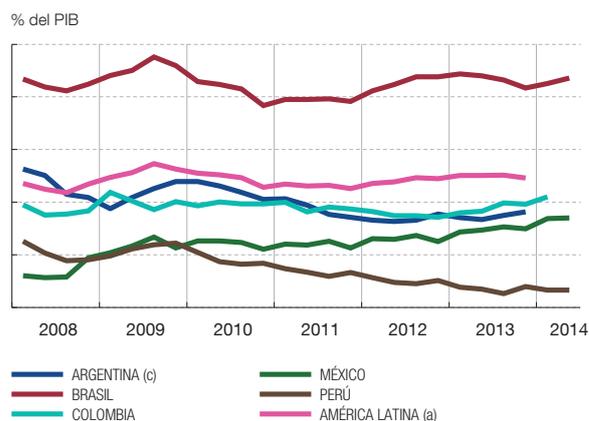
En contraste con la tendencia a la desaceleración de la actividad y la demanda, la evolución de los precios de consumo en el conjunto de los cinco países con objetivos de inflación se ha caracterizado por una moderada y gradual tendencia al alza (véase gráfico 9). La inflación en este conjunto de países, que a finales de 2013 se situaba ligeramente por encima del 4 % interanual, alcanzó el 5,2 % en septiembre de 2014, debido principalmente a la subida de la inflación en Brasil, Chile y México, alcanzando la parte superior de las bandas de objetivos de cada uno de los bancos centrales.

Los factores que subyacen al ascenso de la inflación difieren en estos tres países, lo que explica las respuestas diferenciales de política monetaria. Por un lado, en Brasil la inflación muestra una persistencia en torno a la parte superior de la banda y la inflación subyacente crece incluso por encima del índice general, fruto de un fuerte aumento de los precios de los servicios. Todo ello ha hecho que las expectativas de inflación a medio plazo no acaben de estabilizarse, y hayan superado de hecho el límite superior de la banda de objetivos (véanse gráfico 10 y cuadro 2). En Chile, gran parte del repunte es atribuible al efecto de la depreciación del tipo de cambio, y las expectativas de inflación a medio plazo se han mantenido bien ancladas en torno al 3 %, a pesar del aumento de la inflación subyacente. En México, aunque la inflación ha repuntado hasta el 4,2 % interanual en agosto, el Banco de México ha relajado de manera contundente de la política monetaria

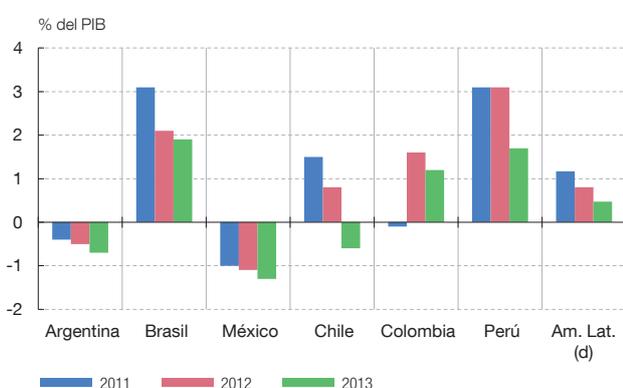
SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) PRESUPUESTARIO EN AMÉRICA LATINA (a)



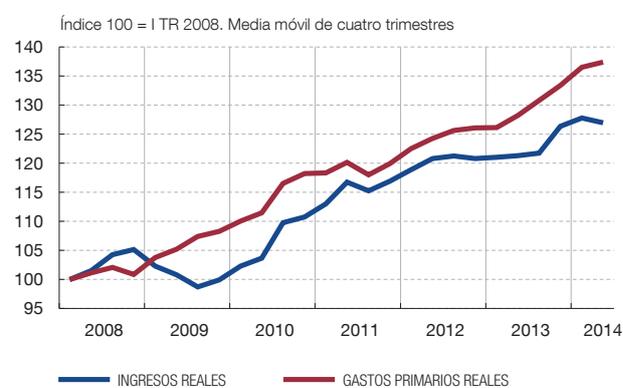
DEUDA PÚBLICA BRUTA



SALDO PRIMARIO



INGRESOS Y GASTOS PRIMARIOS REALES EN AMÉRICA LATINA (e)



FUENTES: Estadísticas nacionales y Fiscal Monitor (FMI).

- a Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.
 b En Venezuela, datos trimestrales estimados en 2012 a partir del dato anual. En 2013 y 2014, agregado sin Venezuela.
 c Excluida la deuda no presentada al canje en 2005 y 2010.
 d Agregado de los seis países representados.
 e Agregado sin Argentina ni Venezuela.

INFLACIÓN

Tasas de variación interanual

CUADRO 2

País	2013			2014		2015
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Agosto	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	5,9	Sí	6,5	6,3	6,2
México	3 ± 1	4,0	Sí	4,1	3,9	3,5
Chile	3 ± 1	3,0	Sí	4,5	4,2	2,9
Colombia	3 ± 1	1,9	Sí	3,0	3,3	3,2
Perú	2 ± 1	2,9	Sí	2,7	3,0	2,7

FUENTES: Estadísticas nacionales y Consensus Forecasts.

- a Consensus Forecasts de septiembre de 2014 para final de año.

al valorar que la subida tiene carácter transitorio. Las expectativas de medio plazo han tendido a bajar, lo que muestra el elevado grado de credibilidad alcanzado por la política monetaria en dicho país. En Perú y Colombia la inflación se ha mantenido en tasas dentro de las bandas objetivo, en el último caso a pesar del dinamismo de la demanda interna.

El Banco Central de Brasil dio por concluido el ciclo de tensionamiento monetario el pasado mes de abril, tras una elevación acumulada de 375 pb en un año, manteniendo el tipo de interés oficial en el 11 % desde esa fecha. El endurecimiento de las condiciones financieras internas, junto con la gradual apertura de la brecha de producto por la desaceleración de la demanda, debería facilitar una reconducción de la inflación a medio plazo hacia el objetivo. Sin embargo, la posibilidad de ajustes en los precios administrados tras las elecciones y la reciente depreciación del real son riesgos al alza que podrían dificultar dicha convergencia. El banco central ha relajado recientemente el coeficiente de caja para ampliar la liquidez.

El Banco de México bajó su tipo de interés oficial en 50 pb —hasta el 3 % — en junio, en un movimiento no anticipado (acumulando un recorte de 150 pb en los dos últimos años), mientras que el Banco de Chile recortaba el tipo de referencia en cada una de sus tres últimas reuniones 25 pb, hasta el 3,25 %. Finalmente, el banco central de Perú, que había actuado sobre todo mediante el descenso de los coeficientes de caja en los últimos meses, bajó también su tipo de interés oficial en septiembre, hasta el 3,50 %, desde el 3,75 % en que lo había situado en julio. Colombia fue el único país donde subió el tipo de interés oficial, en 125 pb, en un contexto de fortaleza de la demanda interna, si bien la reciente desaceleración del producto hacia tasas en torno al potencial apunta posiblemente hacia el final del ciclo alcista.

En Argentina, la inflación, según el nuevo índice oficial, se situó en el 19,8 % en términos acumulados hasta septiembre, un crecimiento que de nuevo parece separarse del indicado por las estimaciones privadas (entre el 35 % y el 40 % interanual). La política monetaria, que había tendido a endurecerse en paralelo con el ajuste cambiario de principios de año, se relajó durante el verano con un recorte de los tipos de interés, con el trasfondo de la agudización de la recesión y del impago selectivo, aunque dicha relajación revirtió posteriormente. Finalmente, en Venezuela, donde la oferta monetaria está aumentando a ritmos superiores al 100 % para financiar el déficit público, la inflación se disparó hasta un 59,7 % interanual en agosto, situación que se agrava por la escasez de ciertos bienes de consumo y producción derivada de la caída de las importaciones, ante las fuertes restricciones para acceder a divisas.

La política fiscal ha continuado siendo, en promedio, neutral o ligeramente expansiva, atendiendo a la evolución del saldo fiscal primario ajustado de ciclo, aunque con importantes diferencias por países. El país que presenta mayores riesgos en esta vertiente sigue siendo Venezuela, donde, con las cautelas derivadas de la escasez de datos, se estima que el déficit, ya muy abultado, ha seguido aumentando (el gasto primario ejecutado según el Tesoro aumentó un 18 % en términos reales en los cinco primeros meses del año, tras haber caído un 5 % en 2013). Argentina también presenta fragilidad desde el punto de vista fiscal (véase recuadro 1). En el resto de los países, la consolidación fiscal esperada ha tendido a posponerse, sobre todo como consecuencia de la caída cíclica de los ingresos, que se han visto también afectados por la caída de los precios de las materias primas; también se han prolongado ciertos estímulos (Brasil), se han anunciado paquetes fiscales expansivos (Chile) o se han producido aplazamientos en los objetivos de consolidación previstos (México). En conjunto, pues, los ingresos han tendido a moderarse,

mientras que los gastos se mantenían al alza. El déficit presupuestario agregado se ha ampliado hasta situarse cerca del 3 % del PIB regional y el superávit primario agregado ha desaparecido (véase gráfico 10).

Comercio y reformas

En la cumbre de la Alianza del Pacífico, celebrada en julio, se anunció la integración a partir del cuarto trimestre de la Bolsa de México en el MILA (Mercado Integrado Latinoamericano, formado actualmente por las bolsas de Colombia, Chile y Perú), lo que dará lugar a un mercado bursátil con una capitalización de más de 1.200 millones de dólares (58 % del PIB de los cuatro países) y cerca de 1.000 empresas. También se discutió la posibilidad de acercamiento a MERCOSUR, con vistas a la integración en ella de todos o alguno de sus miembros —un cambio que podría tener cierto alcance para la Alianza en el futuro—, y se han completado algunos acuerdos de libre comercio que permitirán el acceso de Panamá y Costa Rica al bloque. La vocación de orientación al Pacífico quedó reflejada en la apertura o avance de las negociaciones para alcanzar acuerdos de libre comercio de algunos de los integrantes con naciones de Asia (Perú con India y Rusia, Chile con Indonesia y Colombia con Japón).

Por su parte, las relaciones entre los socios de MERCOSUR siguen encontrando dificultades. Como consecuencia de los problemas financieros en Argentina y del debilitamiento de la actividad, el comercio intrabloque ha registrado un descenso importante: las exportaciones de Brasil al resto de miembros han caído un 11 % interanual en los siete primeros meses del año, mientras que las de Argentina lo han hecho a ritmos del 12 %. De este modo, las exportaciones de Brasil al resto del bloque han pasado de suponer un 14 % del total de sus exportaciones en 2009, a menos del 10 % en la actualidad, mientras que la cuota de las importaciones ha bajado del 11 % al 7,5 %. Aunque en la cumbre de finales de julio no se discutió el acercamiento a la Alianza del Pacífico, sí se anunció la intención de integrar a Bolivia como miembro de pleno derecho y establecer una zona comercial con los países del ALBA y de Petrocaribe —dos acuerdos regionales impulsados por Venezuela—. La celebración de elecciones en Brasil y en Uruguay podría ocasionar cambios en las relaciones con el resto de socios y en las negociaciones con otros bloques comerciales de producirse cambios en los actuales Gobiernos. Por otra parte, se ha completado la oferta para reanudar las negociaciones del tratado con la Unión Europea, que abarcaría el 90 % de los intercambios comerciales, mientras que Brasil y Argentina ampliaron un año más el acuerdo para el comercio de automóviles, con unas condiciones algo más favorables para Argentina.

En el ámbito de las reformas estructurales, en México se aprobó la legislación necesaria para la entrada en vigor de las reformas aprobadas en el semestre previo, en especial la energética, que ha resultado ser más ambiciosa de lo inicialmente planeado. La implementación efectiva de este programa de reformas es fundamental para que dé lugar a un incremento del crecimiento potencial del país (véase recuadro 2). En Chile se aprobó la reforma fiscal, que persigue elevar la recaudación del país para financiar mejoras en los sistemas educativos y de salud. Finalmente, en Venezuela se aprobaron diversas iniciativas y leyes que profundizan el intervencionismo del Ejecutivo.

Evolución económica por países

La economía de *Brasil* entró en recesión técnica en el segundo trimestre del año, al caer el PIB, en tasas trimestrales, un -0,6 %, tras el -0,2 % del trimestre precedente (revisado a la baja desde un 0,2 %), como consecuencia de una desaceleración generalizada de la demanda interna, y particularmente de la inversión, que registró una caída del -5,3 %. En términos interanuales, la contracción del PIB fue del -0,9 % en el segundo trimestre, tras un incremento del 1,9 % en el primero y tres años de débil crecimiento, en el entorno del 2 %.

Tras casi dos décadas sin avances en el terreno de las reformas estructurales, el Gobierno elegido en las elecciones de julio de 2012 propuso una agenda reformista de gran envergadura —sin precedentes desde la apertura de finales de los años ochenta—, con el objetivo de impulsar el crecimiento potencial del país. En efecto, México, que goza de sólidos fundamentos —una gestión prudente de las políticas macroeconómicas, una reducida vulnerabilidad externa, calificaciones crediticias superiores al grado de inversión y un sistema financiero saneado—, presenta, sin embargo, una baja productividad de los factores y tasas de crecimiento muy reducidas, inferiores a las de décadas previas (véase gráfico 1). En este recuadro se examinan brevemente las principales reformas aprobadas en el país.

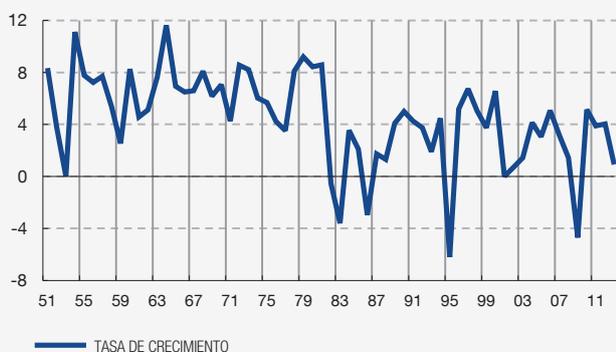
La reforma más relevante desde el punto de vista económico es la del sector energético, que afecta tanto al sector petrolero como al de generación y distribución de electricidad. Esta reforma —que ha requerido la modificación de la Constitución— pretende elevar la producción de crudo del país, que a mediados de 2014 se situaba en mínimos desde 1980 (véase gráfico 2), mejorando la gestión y la eficiencia de PEMEX, y reducir el elevado coste de la electricidad en el país (un 70 % superior al de Estados Unidos).

La parte de la reforma que se refiere a los hidrocarburos abre la puerta a los contratos con empresas privadas en la exploración y

extracción, así como al otorgamiento de permisos de refino, petroquímica, transporte y almacenamiento, aunque la nación seguirá manteniendo la exclusividad sobre la propiedad de los recursos en el subsuelo. La legislación secundaria necesaria para poner en marcha la reforma, aprobada a mediados de agosto, establece la llamada «ronda cero» —asignaciones por áreas de exploración y campos de producción que conservará en exclusiva PEMEX, en la que se permiten *joint ventures*—, refuerza la autonomía presupuestaria de PEMEX —al absorber el Tesoro parcialmente el sistema de pensiones de la empresa y de su equivalente en el sector eléctrico, la Comisión Federal de la Electricidad (CFE)¹— y liberaliza la distribución minorista, abriendo el sector de las gasolineras a empresas privadas en 2016 y eliminando por completo los subsidios al combustible en 2018, que equivalían a un 1 % del PIB en media en los últimos cinco años. Finalmente, para la entrada del capital privado en el sector petrolero el Gobierno propone hasta tres modelos de explotación: pago de tasas de exploración, pago de regalías y esquema de repartición de riqueza. Esta flexibilidad en el formato de contratos es la clave de la nueva ley, dado que permitirá adecuar cada tipo de explotación al modelo más apropiado y rentable tanto para PEMEX como para el sector privado. Por otro lado, la parte de la reforma referida al sector de la electricidad introduce competen-

1 Como efecto colateral, los pasivos contingentes del Estado a medio y largo plazo aumentarían en unos cinco puntos de PIB.

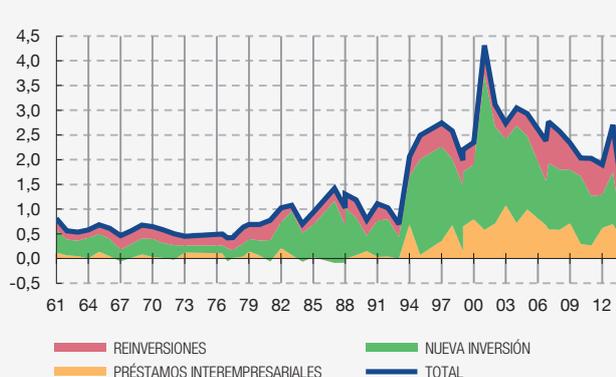
1 CRECIMIENTO DEL PIB



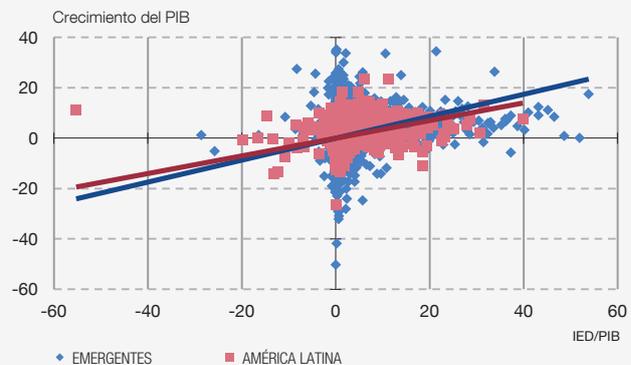
2 PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO



3 INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA RECIBIDA (% PIB)



4 INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA (% DEL PIB) Y CRECIMIENTO (%)



FUENTES: Standard & Poor's y Banco de España.

cia en el segmento de la generación, al permitir la participación de empresas privadas y abrir la posibilidad de elección de proveedores por parte de los clientes industriales. Además, se prevé la creación de un mercado mayorista de electricidad, controlado por el nuevo Centro Nacional de Control de Energía, donde las grandes empresas puedan vender la energía eléctrica que generen. La CFE mantendrá la distribución y venta de electricidad a los hogares. En ambos sectores —hidrocarburos y eléctrico— se fortalecen las competencias de los organismos reguladores.

Otra reforma muy relevante —aprobada en junio de 2013 y desarrollada en julio de 2014— es la del sector de telecomunicaciones, cuyo objetivo es reducir el coste de acceso a estos servicios, que dobla al de Estados Unidos, y elevar el número de usuarios. La nueva ley elimina las restricciones a la inversión extranjera en telefonía móvil, obliga a las empresas con posición predominante en el mercado a vender activos, y crea un nuevo órgano regulador, el Instituto Federal de Comunicaciones, que velará por el otorgamiento de concesiones².

La reforma del sector financiero, aprobada en enero de 2014, pretende introducir mayor competencia y eficiencia, facilitando la transferencia de garantías crediticias y nóminas de una entidad a otra, simplificando el régimen para otorgar y ejecutar garantías de crédito, recortando las comisiones que se cobran a los comercios por usar medios de pago electrónicos y fortaleciendo el organismo encargado de atender las quejas de los usuarios. Cabe recordar la baja bancarización de la población en México, donde el crédito bancario representa alrededor del 30 % del PIB —20 pp menos que la media regional y muy por debajo de lo que correspondería de acuerdo con su renta per cápita—, y que apenas un 20 % de la población utiliza los servicios financieros formales. En resumen, la reforma financiera persigue aumentar la protección a los derechos de propiedad de los acreedores, eliminando los agujeros legales que permiten a los deudores prolongar el proceso de resolución de deuda. Por el lado de la regulación, se eleva a rango de ley la normativa de Basilea III y se clarifican los derechos de los ahorradores en los procesos de quiebras bancarias, aspecto que fue clave en la dilatación de la salida de la crisis de 1995. La reforma contiene algunos puntos que apuntarían a una mayor intervención pública en el sector, como el refuerzo de la banca de desarrollo (eliminando de su mandato la necesidad de mantener un elevado nivel de capitalización e impulsando la financiación de sectores infribancarizados) y la facultad de las autoridades para realizar evaluaciones periódicas sobre los niveles de crédito otorgados, para incentivar una mayor oferta.

La reforma fiscal, aprobada en octubre de 2013, persigue incrementar los ingresos impositivos en un 2 % del PIB en 2018 y ex-

pandir la red de seguridad social, implantando un seguro de desempleo, elevando el impuesto sobre la renta y los impuestos indirectos, reduciendo algunas exenciones en el de sociedades y armonizando el IVA entre determinados sectores. La nueva ley adopta, además, una regla fiscal de carácter estructural, que limita la prociclicidad de la política fiscal, y crea un Fondo de Riqueza Soberana que financiará parte del gasto en educación y seguridad social. Finalmente, la reforma laboral, aprobada bajo el Gobierno anterior, pretende reducir los costes de entrada y salida en el mercado de trabajo con el objeto de limitar la informalidad.

El paquete de reformas aprobado —en su mayoría, reformas «de segunda generación», es decir, que no solo eliminan obstáculos al crecimiento, sino que además lo promueven activamente— incidirá sobre el crecimiento potencial por múltiples canales, además del efecto sobre la confianza de los agentes, que es común a todas las reformas. Sin pretensión de exhaustividad, la reforma energética actuaría, entre otros factores, sobre la inversión exterior directa, donde se espera una mayor atracción de capital al sector petrolero. La reforma fiscal aumentaría el margen de maniobra de la política fiscal, al reducirse su prociclicidad con el establecimiento de una nueva regla fiscal. Las reformas de las telecomunicaciones y del sector eléctrico avanzan hacia una mayor liberalización de los servicios y una mayor competencia, reduciendo la presión sobre los precios de consumo, lo que mejoraría el margen de la política monetaria. La reforma laboral redundaría en el aumento de la productividad al reducir el grado de informalidad de la economía con la extensión de los beneficios de la seguridad social y la creación de un seguro de desempleo. Finalmente, la reforma financiera podría facilitar el acceso de una mayor parte de la población a los servicios bancarios.

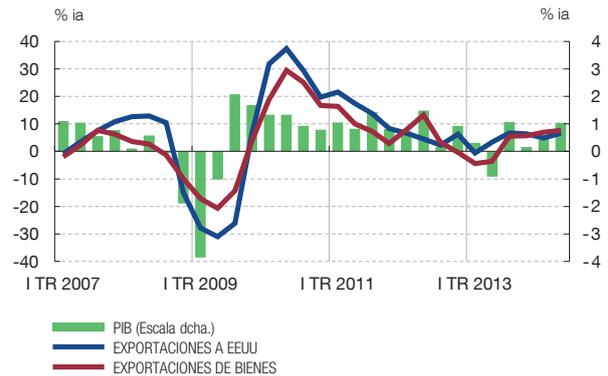
Las estimaciones apuntan a que la reforma energética podría atraer inversiones al sector petrolero de entre 5 mm y 30 mm de dólares adicionales al año (esta última cifra es la previsión del Ejecutivo). En el escenario oficial, las entradas de inversión exterior directa (IED) supondrían un 1,5 % del PIB mexicano, doblando la cifra de IED, que ha sido muy baja desde 2003 (véase gráfico 3), uno de los factores que explican la baja productividad de la economía mexicana. Como se puede observar en el gráfico 4, para un amplio panel de países emergentes, la correlación entre entradas de IED y crecimiento es positiva; simplemente considerando este efecto directo, el país podría aumentar su crecimiento de largo plazo. En todo caso, la entrada en vigor de esta amplia batería de reformas estructurales en un período relativamente corto dificulta la estimación de su impacto global. El abanico de estimaciones del impacto del paquete de reformas sobre la tasa de crecimiento potencial es bastante amplio, oscilando entre 0,5 pp y 2 pp, lo que situaría el crecimiento potencial entre el 3,5 % y el 5 %. Los efectos de las reformas habitualmente tienen un largo período de maduración, pero, incluso en el rango inferior de las estimaciones, ello representaría un incremento muy relevante respecto a lo que ha sido el crecimiento tendencial de México en los últimos 30 años.

2 Los principales cambios son: 1) la eliminación de tarifas preferenciales; 2) la eliminación de cobros de larga distancia nacional; 3) la eliminación del *roaming*, y 4) la obligación por parte de las compañías de suministrar un terminal liberalizado y permitir al cliente la permuta de proveedor en un plazo inferior a 24 horas.

BRASIL. INDICADORES DE INVERSIÓN



MÉXICO: PIB Y EXPORTACIONES



FUENTE: Estadísticas nacionales.

La tasa de inversión se redujo al 16,5% del PIB, la menor desde 2006, y los indicadores de mayor frecuencia apuntan al mantenimiento de la debilidad en el corto plazo (véase gráfico 11). También el consumo privado, que había representado el principal pilar del crecimiento en los últimos años, se moderó significativamente, hasta una tasa interanual del 1,2% en el segundo trimestre. Entre los factores que explican esta evolución están el comportamiento de la inflación, cierto deterioro del mercado laboral, sobre todo en la industria, la moderación de los salarios y un menor crecimiento del crédito para consumo. En particular, en el caso del crédito libre se ha desacelerado hasta tasas del 5% interanual, en una situación de elevado endeudamiento de las familias, si bien el crédito dirigido siguió manteniendo tasas muy elevadas (27,3%).

Las exportaciones crecieron moderadamente en volumen —un 1,9% interanual en el segundo trimestre—, como consecuencia de la recuperación de la demanda de Estados Unidos, Europa y Asia, excluida China. La aportación del sector exterior al crecimiento fue positiva, principalmente como consecuencia de la disminución de las importaciones —un 2,4% interanual—, lastradas por las de bienes de capital. En este contexto, y a pesar de cierto deterioro de la relación real de intercambio, el déficit por cuenta corriente se redujo muy gradualmente a lo largo del semestre, hasta el 3,6% del PIB en agosto, gracias a una pequeña mejoría de la balanza comercial, cuyo superávit pasó del 0,1% del PIB en enero al 0,3% en agosto, lo que compensó un nuevo deterioro de la balanza de servicios, desde el -2,1% del PIB al -2,2%.

Los indicadores de alta frecuencia no arrojan una perspectiva favorable en el corto plazo: los índices de confianza de la industria y la construcción se sitúan por debajo del nivel de 50 o cerca de mínimos, al igual que el indicador de confianza del consumidor. En cambio, la producción industrial en julio se recuperó ligeramente, liderada por los bienes de capital, tendencia que refrendó el dato en positivo del indicador mensual del PIB de julio.

A pesar de la debilidad de la demanda interna, la inflación aumentó desde el 5,6% de enero al 6,5% de agosto, justo en el límite de la banda objetivo, a causa del fuerte aumento de los precios de los servicios. La tasa subyacente pasó del 6% de enero al 6,7% de septiembre. En este contexto, el Banco Central de Brasil ha mantenido desde abril su tipo de interés en el 11%, tras acumular un incremento de 375 pb. En materia fiscal, el superávit primario cayó hasta un 1,3% del PIB en julio, lo que hace difícil el cumplimiento del objetivo de 1,9% para 2014, si bien recientemente ha sido anunciada la utilización de

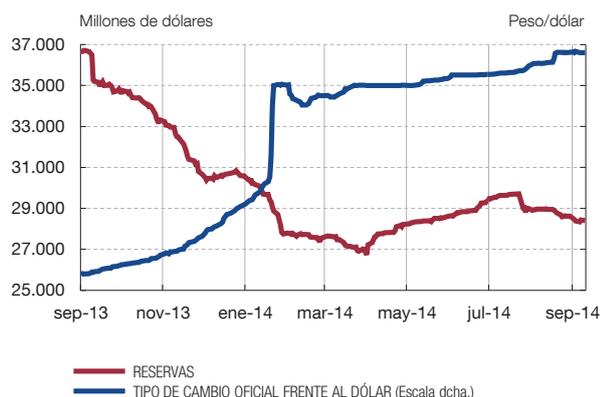
parte de los recursos del Fondo de Riqueza Soberana para conseguir alcanzar ese superávit primario. El déficit público se ha situado en un 3,96 %, el mayor desde 2009, en un contexto de desaceleración de los ingresos (crecimiento del 4,8 % hasta julio, frente al 11,2 % de 2013) a un mayor ritmo que la de los gastos (12,2 %, frente al 14,1 % del año anterior). A pesar de ello, se ha intentado mantener cierto impulso fiscal a través de la prolongación de exenciones sectoriales y contribuciones sociales y de la acción del BNDES para incentivar la actividad. Moody's ha situado la calificación crediticia soberana en perspectiva negativa. En la primera vuelta de las elecciones presidenciales ganó la actual presidenta Dilma Rousseff; una victoria en la segunda vuelta, a finales de mes, apuntaría hacia un escenario de continuidad en las políticas económicas.

Tras un primer trimestre de escaso dinamismo, en el que el PIB creció un 0,4 % en tasa trimestral, la economía de *México* experimentó una recuperación más visible a partir del segundo (1 % trimestral), que, a tenor de los indicadores más recientes, se estaría prolongando en la segunda mitad del año. La tasa interanual del PIB del segundo trimestre fue del 1,6 %, frente al 1,9 % del primero, si bien se vio influida a la baja por el efecto Semana Santa (descontando ese efecto, el crecimiento interanual habría sido del 2,7 %). La recuperación de la economía está viniendo impulsada principalmente por el sector exterior (véase gráfico 11). Las exportaciones de bienes han mantenido un buen comportamiento, aumentando un 7,7 % interanual en el segundo trimestre, tras un 6,9 % en el primero. En sentido contrario, la caída de la actividad en Estados Unidos a comienzos de año, un efecto mayor de lo esperado sobre el consumo y la inversión privados del aumento impositivo, la lenta recuperación de la construcción y la merma de la producción petrolera incidieron negativamente en la demanda interna. Los indicadores de alta frecuencia del tercer trimestre (IMEF y confianza del productor) apuntan a un fortalecimiento del ciclo en la segunda mitad del año, impulsado por la demanda externa y el gasto público, en particular en infraestructuras. También el resto de componentes de la demanda interna podría empezar a proporcionar un mayor apoyo. Así, la tasa de paro se redujo hasta un 5,2 % de la población activa en agosto (5,5 % en julio), observándose un aumento en el empleo en el sector formal del 3,2 % en el segundo trimestre, mayor que en trimestres previos, y un descenso del empleo informal. Los salarios están creciendo un 4 % en términos reales.

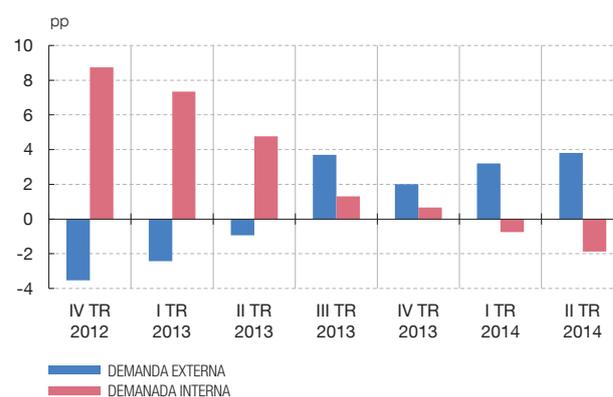
La inflación volvió a repuntar hacia tasas del 4,2 % interanual en septiembre, algo por encima del margen superior de la banda objetivo, aunque como resultado de efectos base que deberían desvanecerse y permitir un retorno a tasas cercanas al 3 % interanual, a partir del año próximo. Las expectativas de inflación a medio plazo no se han alejado significativamente del 3,5 %. En este contexto, el banco central redujo en junio la tasa de política monetaria en 50 pb, hasta el 3 %. Esta decisión no fue unánime, por primera vez en mucho tiempo. Según las actas, prevaleció el argumento de que la inflación sigue controlada y no se detectan presiones inflacionistas en el horizonte en el que opera la política monetaria, así como la estrategia de «convergencia eficiente», que supone la conducción de la inflación hacia el objetivo con el menor coste posible en términos de actividad. A principios de agosto, el banco central optó por mantener los tipos en una decisión que refleja la confianza en el fortalecimiento de la economía. El déficit público, por su parte, se amplió hasta un 3,22 % del PIB en el segundo trimestre, con un empeoramiento del saldo primario (-1,29 %, frente al -0,89 % del primer trimestre).

Tras un primer trimestre de 2014 en el que *Argentina* entró en recesión técnica al registrar una tasa de crecimiento trimestral del -0,5 % (tras el -0,5 % del último trimestre de 2013), en el segundo trimestre la economía argentina creció un 0,9 %. En tasa interanual, el crecimiento fue nulo, tras el 0,3 % del primer trimestre (revisado al alza). Esta evolución se

ARGENTINA: RESERVAS Y TIPO DE CAMBIO



CHILE: APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB



FUENTES: Banco Central de la República Argentina e Instituto Nacional de Estadística de Chile.

explica por la caída de la demanda interna, lastrada por la contracción del consumo privado (-2,5 % interanual) y la formación bruta de capital (-3,7 % interanual), que se vieron solo parcialmente compensados por el consumo público (4 % interanual). La demanda externa tuvo una aportación positiva como consecuencia del significativo retroceso de las importaciones, superior al 10 % interanual. Para la segunda mitad del año se espera un empeoramiento de la coyuntura. Las exportaciones y las importaciones continuaron cayendo a un ritmo sostenido del 10 % interanual entre enero y agosto, como consecuencia del descenso del precio de la soja y de las restricciones derivadas de la escasez de divisas, y el déficit corriente acumulado de doce meses se amplió en el segundo trimestre, hasta los 6,2 mm de dólares, algo más de un 1 % del PIB, mientras que la cuenta de capital y financiera fue también ligeramente deficitaria, debido a las amortizaciones de préstamos por parte del banco central a organismos internacionales. Las reservas se situaron en niveles inferiores a los 29 mm de dólares, que precipitaron a principios de año la devaluación del peso (véase gráfico 12). La sentencia de la corte de Nueva York en el juicio contra los *holdouts*, que provocó el bloqueo de los pagos de la deuda reestructurada, ha llevado al país a una situación de impago selectivo desde el 30 de julio, con implicaciones para la evolución económica del país (véase recuadro 1).

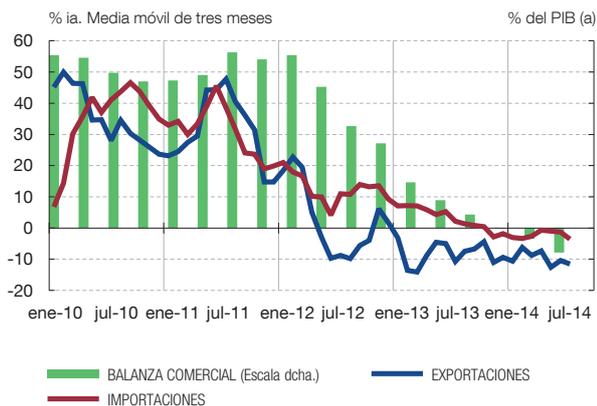
La inflación ha seguido aumentando y se situó en un 19,8 % en tasa acumulada hasta septiembre, en un contexto caracterizado por la continuada monetización del déficit público y por el aumento del ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial (8,44 pesos por dólar, desde los 8,1 de julio). La brecha del tipo de cambio con el dólar no oficial se ha ampliado a máximos superiores al 70 %. En un intento de aliviar la presión sobre el tipo de cambio, el banco central volvió a reducir el límite a las tenencias de dólares del sistema bancario (hasta un 20 % de su posición en activos). La base monetaria creció hasta agosto algo más del 19 %, lo que supone un descenso respecto al 24 % de finales del año pasado y la menor tasa desde 2010. Este descenso vino explicado por la absorción de liquidez de las subastas de títulos del banco central, impulsada por el aumento de los tipos de interés en cerca de 1.000 pb desde principios de año. En materia fiscal, el déficit primario del sector público en los últimos doce meses se situó en el 0,7 % del PIB, teniendo en cuenta las transferencias del banco central. Aunque los ingresos del sector público crecieron cerca de un 39 % interanual en el acumulado de doce meses hasta julio en términos nominales, como consecuencia de la elevada inflación, el gasto primario creció un 41 %, debido al aumento de las transferencias corrientes al sector privado (subsidios).

Durante el primer semestre de 2014, la economía de Chile experimentó una desaceleración superior a la esperada. En tasa trimestral, el PIB se expandió un 0,6 % en el primer trimestre y un 0,2 % el segundo, y en tasa interanual, un 2,4 % y un 1,9 %, respectivamente, una moderación muy significativa en comparación con un crecimiento medio del 5 % en los tres últimos años. La demanda interna registró dos trimestres consecutivos de caída y la inversión intensificó su ritmo de contracción hasta el -8,1 % interanual. Para una economía pequeña y abierta como la chilena, los efectos reales del ciclo de las materias primas exceden con mucho el ámbito de las cuentas exteriores y fiscales. Así, en paralelo con el descenso de los precios del cobre y la depreciación del tipo de cambio (más de un 13 % frente al dólar en la parte transcurrida del año), se está produciendo un intenso y relativamente rápido reequilibrio en la composición del crecimiento. Dicho ajuste ha llevado a la demanda interna a detraer prácticamente 2 pp del crecimiento en el segundo trimestre, y a la externa a aportar 3,8 pp, como consecuencia de la caída de la inversión y las importaciones y de una respuesta lenta aún de las exportaciones (-0,4 % en el segundo trimestre) (véase gráfico 12). El consumo privado, por su parte, se debilitó considerablemente (1,9 % interanual en el segundo trimestre, frente al 5,2 % de 2013) y tan solo el consumo público mostró un dinamismo mayor. En este contexto, la tasa de desempleo siguió una ligera tendencia creciente.

El superávit comercial hasta agosto fue superior al registrado durante el mismo período del año precedente, debido a la fuerte caída de las importaciones en valor (-9,1 % interanual), ya que las exportaciones también descendieron (-0,4 % interanual). Esta evolución, junto con la menor repatriación de beneficios de las empresas exportadoras de materias primas, está permitiendo la corrección del déficit corriente hasta un -2,4 % en el segundo trimestre, más de 1,5 pp inferior al de un año antes. La inflación repuntó hasta un 4,9 % en septiembre, por encima del límite superior del objetivo del banco central, acusando el efecto de *pass-through* del tipo de cambio. Sin embargo, las expectativas de inflación a medio plazo se mantienen ancladas en torno al 3 %. En este contexto, el banco central redujo la tasa de interés oficial en 75 pb adicionales desde abril, hasta el 3,25 % en septiembre. En el ámbito fiscal, los ingresos del Gobierno central mostraron una disminución del -0,2 % en el primer semestre, respecto al mismo período del año precedente, mientras que los gastos aumentaron un 5,3 %. En el primer semestre se registró un superávit del 0,1 % del PIB, si bien se espera para el conjunto del año un déficit de alrededor del 2 % del PIB por la previsible aceleración del gasto durante el segundo semestre; el déficit estructural se situará algo por encima del 1 % del PIB. El Gobierno presentó un paquete de estímulo fiscal por importe de 500 millones de dólares, orientados a estimular la inversión, tanto pública como privada. Por último, la reforma fiscal fue aprobada a mediados de septiembre por el Congreso, con el objetivo de aumentar la recaudación en un 3 % del PIB hasta 2018. Los recursos obtenidos se destinarán a la reforma educativa, al gasto sanitario y a un mayor equilibrio fiscal.

La economía de Perú también experimentó una desaceleración superior a la esperada durante el primer semestre de 2014. El PIB registró un crecimiento trimestral nulo en el segundo trimestre, tras la contracción del -0,2 % trimestral en el primero. En tasas interanuales, la economía se desaceleró hasta un 1,7 % en el segundo trimestre, desde el 5,1 % del primero. Esta evolución responde al comportamiento tanto de la demanda interna —que se moderó hasta un 2,2 % interanual en el segundo trimestre, pese al relativamente buen tono del consumo privado, por la fuerte caída de la inversión (4 % interanual)— como de la demanda externa, que detrajo siete décimas del crecimiento por la caída de las exportaciones. La tasa de paro permaneció estable por debajo del 6 %. En el primer semestre se amplió el déficit de la balanza comercial, siendo significativa la aceleración en

PERÚ: BALANZA COMERCIAL



VENEZUELA: INDICADORES DE PRODUCCIÓN Y CONSUMO



FUENTE: Cavenez, Datastream.

a Media móvil de cuatro trimestres.

el ritmo de contracción de las exportaciones, debido fundamentalmente a la menor demanda de materias primas (véase gráfico 13). El déficit por cuenta corriente siguió ampliándose hasta un 5,1 % del PIB. La inflación tendió a moderarse gradualmente, hasta el 2,7 % interanual en septiembre, dentro del intervalo objetivo del banco central (2 % +/- 1 pp). El Banco Central de Reserva del Perú redujo su tipo de interés de referencia en julio y en septiembre en 25 pb, hasta situarlo en el 3,5 %. Asimismo, con la finalidad de ampliar la financiación al crédito en moneda local, redujo la tasa de encaje marginal para depósitos en soles en seis ocasiones (hasta dejarla en el 10,5 %) y flexibilizó la tasa de encaje para comercio exterior. En el plano fiscal, el saldo primario del Gobierno central registró un superávit equivalente al 1 % del PIB en el período enero-agosto, inferior al registrado durante el mismo período de 2013, del 1,8 %.

En *Colombia*, la actividad comenzó a desacelerarse en el segundo trimestre de 2014 (-0,1 % trimestral, 4,3 % interanual), tras el fuerte dinamismo mostrado en el primer trimestre (2,5 % trimestral, 6,7 % interanual). Aun así, Colombia es el país más dinámico de la región. El crecimiento en el segundo trimestre estuvo sustentado por la demanda interna, que creció un 7,7 % interanual, impulsada en gran parte por la inversión (11 % interanual), particularmente en obra civil. En sentido inverso, la demanda externa explicó en mayor medida la desaceleración, al restar 4,4 pp al crecimiento como consecuencia de una intensa contracción de las exportaciones (8,6 % interanual), como resultado de efectos base y restricciones de oferta en el sector petrolero. El déficit de cuenta corriente continuó ampliándose durante la primera mitad del año, alcanzando el 4,4 % del PIB en el segundo trimestre. Los indicadores adelantados para el tercer trimestre muestran una ligera moderación, en un contexto de buen comportamiento del mercado laboral y del crédito. La inflación se mantuvo dentro del rango objetivo del banco central (2 %-4 %), si bien con tendencia al alza, situándose en septiembre en el 2,9 % interanual, por los mayores precios de alimentos y vivienda. Por su parte, la inflación subyacente se situó casi todo este tiempo por debajo del 3 %, favorecida por la apreciación del tipo de cambio. El banco central elevó los tipos de interés oficiales en las últimas cinco reuniones hasta agosto en 25 pb cada vez (hasta situarlos en el 4,5 %), pero los mantuvo sin cambios en la reunión de septiembre, dada la moderación de la actividad interna y la incertidumbre del entorno internacional. En el ámbito fiscal destaca la propuesta del Gobierno de una nueva reforma fiscal, a fin de conseguir un aumento en los ingresos fiscales que le permitan cumplir con el

objetivo de déficit del Gobierno central para 2014 y 2015 del 2,4 % del PIB. Por otro lado, Moody's elevó en julio el *rating* de Colombia de Baa3 hasta Baa2 con perspectiva estable, alineándose con las calificaciones otorgadas por S&P y Fitch.

Aún no se han publicado los datos del PIB de *Venezuela* para el primer semestre de 2014, como tampoco se han publicado la mayoría de indicadores de alta frecuencia desde septiembre de 2013. Como indicadores parciales de la posición cíclica, la producción y las ventas de automóviles experimentaron descensos muy pronunciados en los siete primeros meses del año (véase gráfico 13), la producción de acero en torno al -25 %, y la utilización de plataformas petroleras un -2 %. Por el contrario, dos soportes del consumo privado —el mercado laboral y el crédito— mostraron un comportamiento más favorable; la creación de empleo fue del 3,1 % interanual en el período enero-julio de 2014 y el crédito mediante tarjetas creció a tasas superiores al 20 % en términos reales, aunque los salarios reales siguen cayendo a tasas muy elevadas. La inflación se situó en un 59,7 % en agosto, como consecuencia de la escasez de bienes importados (las importaciones cayeron un 20 % en dólares en los cuatro primeros meses de 2014), de un crecimiento de la oferta monetaria superior al 100 % y de la devaluación efectiva del tipo de cambio provocada por la entrada en funcionamiento del SICAD II, el nuevo mercado de divisas.

Las reservas se situaban en 21 mm de dólares a finales de agosto, unos 8 mm por debajo de las de enero de 2013, de las cuales se estima que 6,5 mm son líquidas. El Ejecutivo ha planteado la venta de la filial de PDVSA en Estados Unidos (Citgo) y ha firmado varios créditos con petroleras extranjeras a cambio de explotaciones en la Faja del Orinoco, con el fin de preservar un mínimo nivel de reservas, dada la persistente caída de las exportaciones (2 % en los cuatro primeros meses de 2014). No obstante, la proximidad de un vencimiento de deuda externa importante ha provocado una fuerte ampliación del diferencial soberano de Venezuela y la revisión a la baja del *rating* del país hasta CCC+. A finales de septiembre, el Ejecutivo anunció que parte de los ingresos de PDVSA podrían venderse en el SICAD II, aliviando así la restricción presupuestaria, tanto del Gobierno como de la petrolera estatal en moneda nacional, además de impulsar la oferta de divisas en dicho mercado, al que tiene acceso el sector privado.

15.10.2014.

