

## Introducción

En 2014, la actividad económica de América Latina registró una tasa de crecimiento del 1,3 %, la menor de la última década si se exceptúa el año 2009, cuando la crisis financiera global impactó con mayor intensidad en la región. Dicha evolución supuso la prolongación de una fase de bajo crecimiento de cuatro años de duración, cuyo inicio cabe atribuir principalmente a factores externos —como el fin del ciclo alcista de los precios de las materias primas o la pérdida de intensidad del impulso proporcionado por China—, pero en la que crecientemente han ganado peso los factores internos, sobre todo en las grandes economías de América del Sur. Así, durante 2014, la continuada caída de la relación real de intercambio —que se intensificó en la segunda mitad del año para los países exportadores de petróleo por el hundimiento del precio de este producto—, la debilidad de la demanda exterior (en particular, la de China) y el endurecimiento de las condiciones de financiación exterior estuvieron entre los determinantes clave de la atonía de la actividad en la región. Pero, además, hubo factores internos que contribuyeron al bajo crecimiento, como la caída de la inversión, en un entorno de deterioro de la confianza, o la aplicación de políticas macroeconómicas restrictivas, en algunos casos. En este contexto, en 2014 dos países (Brasil y Venezuela) experimentaron recesiones «técnicas» de distinta intensidad; otros dos (Chile y Perú) registraron una importante reducción del crecimiento, hasta tasas anuales del 1 %-2 %, muy inferiores al potencial, mientras que Colombia y México mostraron, en el conjunto del año, una mayor resistencia.

La inflación, por su parte, se ha mantenido en tasas relativamente elevadas en el promedio de los cinco países con regímenes de objetivos de inflación, en un entorno de depreciación de los tipos de cambio, en contraste con la evolución contenida de los precios de consumo en el contexto global. Cabe señalar, no obstante, diferencias importantes entre países. En Brasil, la inflación ha registrado un importante repunte al inicio de 2015 (hasta el 8,1 % interanual en marzo, debido en parte a las subidas de precios administrados), mientras que en Colombia, Chile, México y Perú la inflación interanual se sitúa en cotas más moderadas. Aparte quedan las situaciones de Argentina y Venezuela, con tasas de inflación en el entorno del 20 % y del 65 % (la más alta del mundo), respectivamente, consecuencia sobre todo de la financiación monetaria del déficit público.

La región afronta el nuevo entorno económico (el cambio de ciclo monetario en Estados Unidos, la desaceleración tendencial de China, los precios bajos de las materias primas) con algunas fortalezas, pero también con vulnerabilidades. Entre estas últimas, cabría destacar el deterioro de las balanzas corrientes en muchos países, como consecuencia de la caída de los términos de intercambio, sin que la depreciación de los tipos de cambio haya actuado de contrapeso por el momento, salvo en Chile. El margen de maniobra de las políticas monetarias y fiscales para hacer frente a un entorno exterior menos favorable y a la desaceleración de la demanda interna varía por países, pero se estima en general más reducido que en 2008-2009. Por otra parte, en la medida en que los *shocks* que afectan actualmente a la región sean de naturaleza más permanente o la brecha de producto esté cerrada, las políticas de expansión de la demanda no son apropiadas y la respuesta contracíclica de las políticas ha de ser más limitada. En todo caso, con la excepción de Brasil, las políticas monetarias son ya muy acomodaticias. La respuesta de las políticas fiscales está siendo más heterogénea, pues en algunos países es moderadamente contracíclica mientras que en otros es decididamente contractiva. Las principales fortalezas radican en los elevados volúmenes de reservas internacionales, el limitado endeudamiento



FUENTES: Fuentes nacionales y JP Morgan.

del sector público y la flexibilidad cambiaria (controlada). A pesar de ello, las perspectivas de corto plazo apuntan hacia un crecimiento bajo en el promedio de la región, lastrado por la ausencia de impulso externo y por la prolongación del tono recesivo en algunas grandes economías, que representan casi el 50 % del PIB de la región. Los tipos de cambio están funcionando como primer mecanismo de absorción de *shocks* (véase gráfico 1) y deberían facilitar el ajuste de los precios relativos y de la composición de la demanda. En cualquier caso, son necesarias reformas estructurales que impulsen de nuevo el crecimiento, basado en factores menos dependientes del exterior.

## Entorno exterior

La evolución de la economía mundial durante la segunda mitad de 2014 y la parte transcurrida de este ejercicio ha estado condicionada por tres desarrollos principales, relacionados entre sí: la desaceleración de la economía china y el cambio en su patrón de crecimiento, la apreciación sostenida del dólar —impulsada por la divergencia en los ciclos de política monetaria de las principales economías avanzadas, con la zona del euro y Japón profundizando su expansión monetaria, mientras que en Estados Unidos se contemplan aumentos de los tipos de interés para este año— y el abrupto descenso de los precios del petróleo. En efecto, tras algunos años en los que el precio del crudo mostró una relativa estabilidad (en torno a los 110 dólares por barril de Brent), en el verano de 2014 comenzó un fuerte descenso de este precio, que culminó a mediados de enero de 2015, cuando se situó en niveles mínimos de alrededor de 45 dólares por barril de Brent. Posteriormente se recuperó hasta los 60 dólares por barril, estabilizándose algo por debajo de ese nivel desde mediados de febrero. Los precios de los alimentos y de los metales han mantenido una tendencia de ligero descenso en este mismo período.

Las principales economías avanzadas han mostrado un comportamiento relativamente favorable, apreciándose en los últimos meses una cierta reducción de las divergencias cíclicas entre ellas como resultado de la salida de Japón de la recesión técnica, la recuperación en la zona del euro y unos datos macroeconómicos algo por debajo de lo esperado en Estados Unidos —si bien las perspectivas de dinamismo de esta economía se mantienen para los próximos trimestres—. En general, el fortalecimiento en estas economías se ha apoyado en la recuperación del consumo privado, favorecido por unas condiciones monetarias y financieras favorables y por el aumento de la capacidad de compra de los hogares, asociado a la mejoría en los mercados laborales y a la menor inflación. Por el contrario, la inversión empresarial siguió mostrando cierta debilidad. Por su parte, la evolución de

la actividad en las distintas regiones emergentes presentó notables diferencias, reflejando, en parte, el impacto del descenso del precio del petróleo, según la dependencia que tienen las distintas economías de esta materia prima. En particular, las de Asia emergente registraron una evolución positiva, si bien en China prosiguió la suave desaceleración, que continúa discurriendo en paralelo al reequilibrio de la economía hacia un modelo más sostenible que otorga un mayor peso al consumo interno.

Con la excepción de algunas áreas emergentes, la inflación se mantuvo en tasas muy reducidas —negativas en algunos casos—, lo que permitió a numerosos bancos centrales, tanto de economías avanzadas como de emergentes, acentuar el tono expansivo en sus políticas monetarias, en contraste con la esperada normalización de los tipos de interés en Estados Unidos.

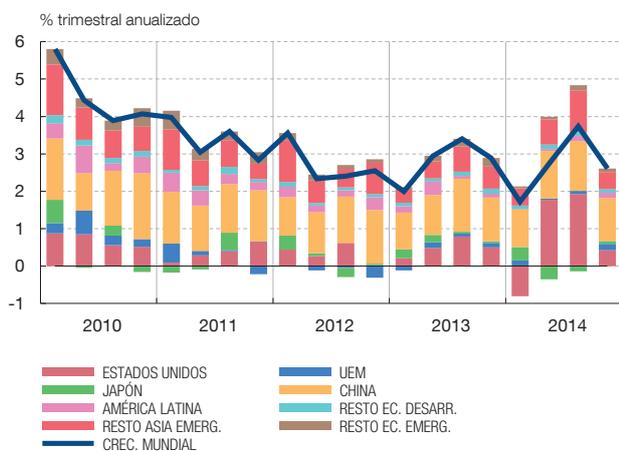
Las divergencias de política monetaria de los principales bancos centrales y la caída del precio del petróleo condicionaron el comportamiento de los mercados financieros internacionales. Hasta mediados de enero se apreciaron aumentos de volatilidad, impulsados por diversos factores: incertidumbre política en Grecia, riesgos vinculados al descenso del precio del petróleo (dudas sobre la resistencia de algunas economías exportadoras de crudo y riesgo de deflación en algunas economías desarrolladas) y tensiones geopolíticas, de modo destacado en Rusia. Posteriormente, desde finales de enero, el anuncio del programa de compras de activos del BCE y las medidas expansivas adoptadas por otros bancos centrales, y el rebote parcial y posterior estabilización del precio del crudo, mitigaron la aversión al riesgo por parte de los inversores. En todo caso, durante todo el período analizado, la divergencia de los ciclos de política monetaria de las principales economías avanzadas se ha reflejado en un aumento de la volatilidad en los mercados cambiarios mayor que la de otros segmentos. En este sentido, el dólar continuó apreciándose frente a las principales monedas. Por el contrario, las rentabilidades de la deuda a diez años no reflejaron las discrepancias entre economías con la misma intensidad, sino que descendieron de forma generalizada en la primera parte del período, en un movimiento de huida hacia la calidad, para posteriormente aumentar ligeramente.

Por su parte, los mercados financieros emergentes experimentaron desde comienzos de octubre de 2014 un marcado deterioro, asociado, fundamentalmente, al abrupto descenso del precio del petróleo, que afectó especialmente a los países exportadores de dicha materia prima. De este modo, para algunos países considerados vulnerables, como Rusia, el descenso de la bolsa y la ampliación del diferencial soberano fueron los más importantes desde la quiebra de Lehman Brothers, pero también se vieron muy afectados otros mercados que en episodios previos destacaban por la fortaleza de sus fundamentos, como los de México, Colombia o Malasia. Además, la apreciación del dólar restó atractivo a las operaciones de *carry trade* en los mercados emergentes y llevó a deshacer posiciones en aquellos con mayor liquidez, iniciando un período de salidas de capitales.

## Mercados financieros latinoamericanos y financiación exterior

En este contexto, los mercados bursátiles latinoamericanos tuvieron un comportamiento más desfavorable que los del resto de emergentes (véase gráfico 2), en la medida en que las empresas ligadas a las materias primas tienen un mayor peso que en los índices de otras regiones. El índice de MSCI en dólares de América Latina cayó un 22,6% entre octubre de 2014 y marzo de 2015, frente al descenso del 20,9% de Europa del Este o al incremento del 4,6% de Asia. Si se excluyen los sectores ligados a la minería o al petróleo, la caída del índice de América Latina es notablemente menor (véase gráfico 3). Medido en moneda local, cabe destacar el descenso de las bolsas en los países más afectados —comercial y fiscalmente— por la caída del precio del petróleo y de las materias primas en

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



TIPOS DE INTERÉS



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS



BOLSAS MUNDIALES (a)



FUENTES: Datastream y JP Morgan.

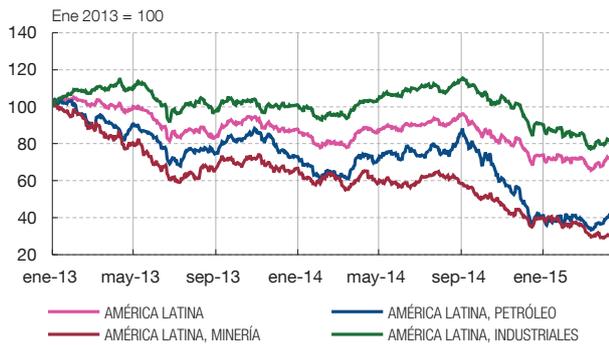
a Índices de bolsas en dólares.

general (véase gráfico 3), como Colombia (donde cayó un 27 % entre octubre y marzo), Perú (con un descenso del 22 %) y México (con una caída de cerca del 10 % hasta finales de año, aunque se recuperó posteriormente, cuando el precio del petróleo alcanzó un suelo e inició un ligero rebote).

La caída registrada en el caso de Brasil (8 % en los meses examinados) está asociada en mayor medida a factores de carácter idiosincrásico, como la resolución del proceso electoral a finales de octubre, el anuncio de políticas monetarias y fiscales restrictivas en un contexto de acusada debilidad de la actividad, las dificultades para aprobar estas medidas de ajuste en el Congreso, y los problemas por los que atraviesa la petrolera estatal Petrobras, incluido un recorte de su calificación crediticia por debajo del grado de inversión.

En la misma línea, los diferenciales soberanos de los países latinoamericanos mantuvieron una tendencia ascendente desde octubre, con un incremento de casi 130 puntos básicos (pb) hasta finales de marzo, un comportamiento peor que el resto de las áreas emergentes (aumento de 100 pb en Europa del Este y estabilidad o ligero descenso en Asia) (véase gráfico 2). De nuevo, esta evolución vino determinada por los diferenciales soberanos de

ÍNDICES BURSÁTILES (a)



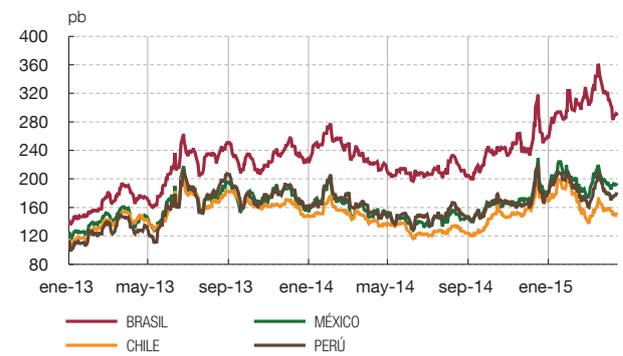
ÍNDICES DE BOLSA



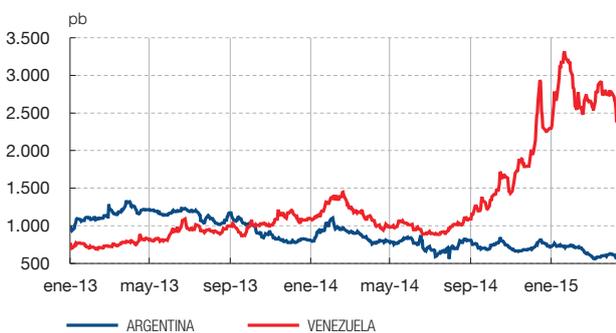
DIFERENCIALES SOBERANOS



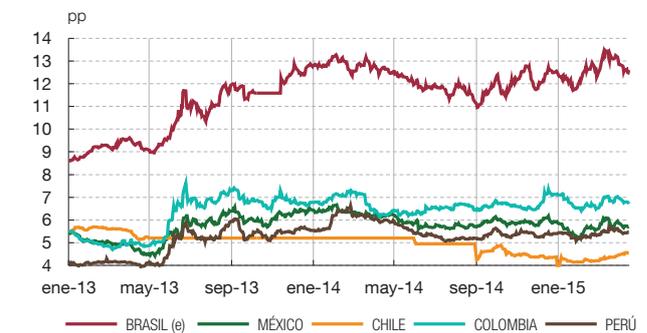
DIFERENCIALES SOBERANOS



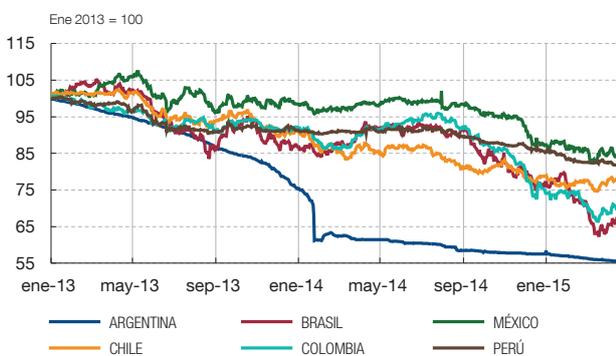
DIFERENCIALES SOBERANOS



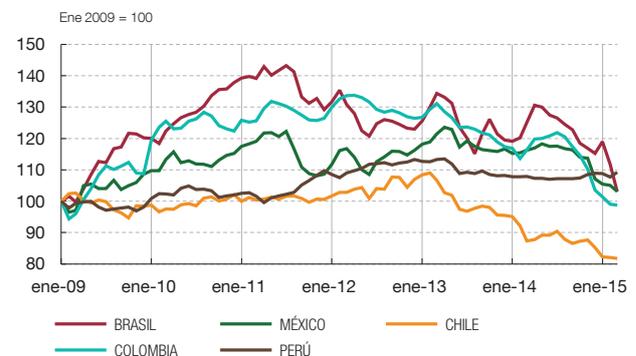
TIPOS DE INTERÉS DE LOS BONOS A MEDIO PLAZO EN MONEDA LOCAL (d)



TIPO DE CAMBIO NOMINAL FRENTE AL DÓLAR



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



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

- a Índices de bolsa en dólares.
- b Índice MSCI América Latina en moneda local.
- c Bolivia, Ecuador, Colombia, México, Venezuela.
- d Deuda pública en moneda local a diez años.
- e Swap de tipo de interés a cinco años.

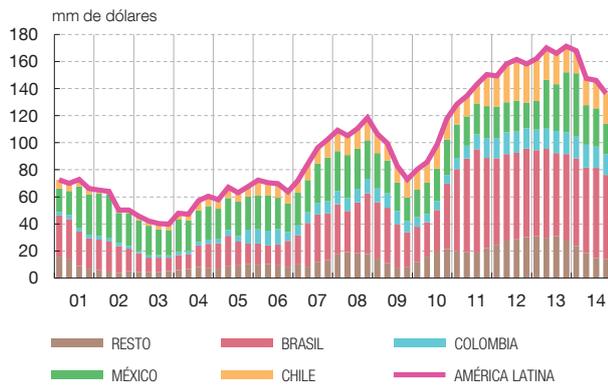
los países exportadores de petróleo (véase gráfico 3), de modo que el diferencial soberano de la región, excluidos dichos países, aumentó cerca de 40 pb, frente a los más de 350 pb de subida de los países exportadores de crudo (80 pb si se excluye Venezuela). El diferencial de Argentina se mantuvo estable o con tendencia a la baja, ante la ausencia de noticias sobre el impago de la deuda externa desde el verano de 2014, mientras que el de Venezuela alcanzó máximos históricos a medida que el descenso del precio del petróleo laminaba la principal fortaleza del país (el superávit por cuenta corriente) y el nivel de reservas líquidas descendía por debajo de los pagos de deuda externa programados para 2015, lo que elevó la probabilidad otorgada a un impago de aquella. Los diferenciales soberanos de Chile y de Perú registraron incrementos moderados (17pb y 30 pb, respectivamente), dado que presentan niveles de vulnerabilidad relativamente bajos, mientras que en el caso de Brasil el diferencial aumentó en casi 100 pb por las razones idiosincrásicas antes descritas. Los tipos de interés de los bonos a largo plazo en los mercados locales no registraron, por el contrario, movimientos al alza significativos, y se mantuvieron, en general, en los niveles alcanzados tras la turbulencia de mayo de 2013.

En línea con el comportamiento de los diferenciales soberanos, también las primas de riesgo de crédito cotizadas en los CDS aumentaron en toda la región. En Venezuela, la prima de los CDS ascendió en casi 5.000 pb, de modo que desde comienzos de enero los mercados descuentan una probabilidad de impago del país del 100 %. Para Brasil y Perú, las primas serían compatibles con un *rating* soberano de BB-, dos escalones por debajo del *rating* medio de la región (BB+), y un deterioro de un escalón respecto a la situación de octubre de 2014. Además, los mercados cotizan implícitamente recortes del *rating* soberano en todos los países, especialmente en Brasil (tres escalones, que perdería el grado de inversión).

Los tipos de cambio mantuvieron una tendencia general a la depreciación frente al dólar entre octubre y marzo, más acusada en México (-12 %), Colombia (-23 %) y Brasil (-25 %, de modo que el real marcó un mínimo desde 2003 en su cotización frente al dólar, 3,3 reales por dólar) que en el resto de la región (véase gráfico 3). En la depreciación del peso mexicano y del real brasileño, además de los factores mencionados anteriormente, probablemente influyó el hecho de tener mercados financieros más líquidos y profundos y, por tanto, más susceptibles de registrar operaciones de coberturas de riesgo cambiario que mercados menos líquidos. La fuerte depreciación de estas monedas llevó a la reactivación del programa de intervenciones regladas en México, a renovar las intervenciones mediante *swaps* en Brasil (programa que fue finalmente interrumpido en marzo) y a no renovar el programa de compra de dólares en Colombia. En Venezuela se puso en funcionamiento un nuevo mercado cambiario en el que se puede comprar y vender libremente divisas, con un tipo de cambio un 96 % más depreciado que el tipo oficial y cercano al del tipo de cambio paralelo, pero con un volumen de transacciones muy reducido. Este comportamiento de los tipos de cambio nominales se ha trasladado, al menos en parte, a los tipos reales, re-vertiendo, en algunos casos, la pérdida de competitividad acumulada desde 2009 (véase gráfico 3).

La información disponible sobre flujos de capital indica que durante 2014 se produjo una apreciable moderación de las entradas de capital en la región. Dicha evolución vino explicada por el descenso de la inversión directa, en principio el componente menos exigible de los flujos de financiación. Así, las entradas de inversión directa en el conjunto de América Latina se situaron en 140 mm (medidas en términos anualizados) en el cuarto trimestre de 2014, frente a los 175 mm de 2013 (véase gráfico 4). Esta caída, hasta niveles similares a

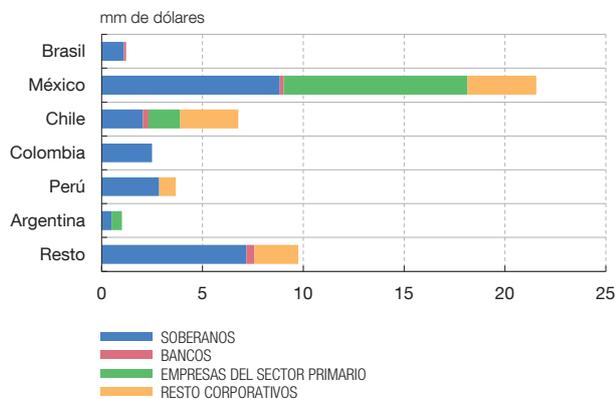
FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS EN DOCE MESES



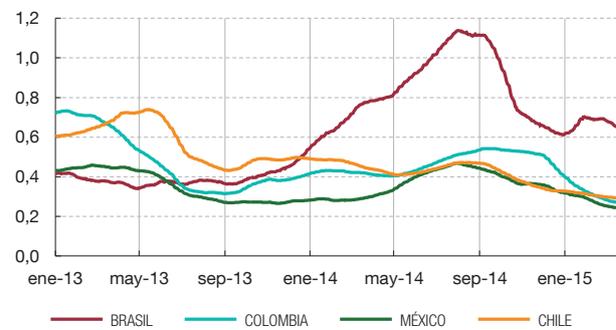
FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



EMISIONES INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA:  
DE OCTUBRE DE 2014 A MARZO DE 2015



INDICADOR DE RENTABILIDAD DEL CARRY TRADE (a)



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

los de mediados de 2011, se deriva fundamentalmente del descenso de las entradas en México (21,6 mm menos que en 2013) y, en menor medida, en Brasil (6 mm menos). De este modo, la balanza básica (porcentaje del déficit corriente cubierto por la inversión directa) empeoró en casi todos los países, cayendo por debajo de 1 en Brasil, Colombia y Perú, lo que implica una mayor dependencia de la deuda para financiar unos crecientes desequilibrios externos. Sin embargo, las entradas en cartera aumentaron a lo largo del año en todos los países, especialmente en Colombia, México y Brasil —en los dos últimos casos, en instrumentos a más corto plazo—, aunque se moderaron hacia finales de año, en línea con la pérdida de atractivo de las operaciones de *carry trade* en algunos de estos mercados (véase gráfico 4).

Finalmente, entre octubre de 2014 y marzo de 2015 las emisiones de renta fija de la región descendieron sustancialmente respecto al semestre previo (hasta 47 mm de dólares, desde 61 mm), a consecuencia, fundamentalmente, de la fuerte caída de las colocaciones de Brasil, donde el sector corporativo emitió tan solo 1,1 mm de dólares, frente a los más de 27 mm del primer semestre de 2014. La ausencia del mercado de Petrobras, que había obtenido financiación por valor de 13,6 mm en los seis primeros meses del pasado año, explica en gran medida este descenso; de hecho, esta empresa ha anunciado un programa de venta de activos para financiar parte de sus operaciones. Por el contrario, en México las colocaciones pasaron de 15,6 mm en abril-septiembre de 2014 a 22,5 mm en

el semestre examinado, con el mayor protagonismo de la petrolera estatal (43 % del total emitido) y del Gobierno (39 % del total). Por el momento, las condiciones de estas emisiones no han variado sustancialmente y, de hecho, se observa una ligera caída de los tipos de interés en el primario y un alargamiento de los plazos, con la excepción de las colocaciones de Brasil, aunque, como se ha señalado, su volumen ha sido extraordinariamente bajo.

## Actividad y demanda

Dentro de la tendencia general a la desaceleración, la heterogeneidad en las tasas de crecimiento y la diversidad en cuanto a las posiciones cíclicas son las características más destacables de la evolución de la actividad y la demanda en la última parte de 2014. En algunos países, como Brasil, la desaceleración probablemente no ha tocado fondo. En cambio, en otros, como Chile, se aprecian algunos indicios de estabilización e incluso de recuperación de la demanda. En México, por su parte, se ha seguido afianzando una recuperación basada en la demanda externa, si bien creció menos de lo esperado en 2014. Estas divergencias entre países se derivan, por un lado, del distinto dinamismo de sus principales socios comerciales (aumentando en Estados Unidos y disminuyendo en China) y, por otro, de las expectativas generadas en los agentes sobre la gestión de la política macroeconómica y el impulso a las reformas estructurales (que habrían sido positivas en México y más inciertas en el resto de los países). Además, el desplome del precio del petróleo desde octubre está incidiendo positivamente en las perspectivas de crecimiento de aquellos países que, como Chile, importan la mayor parte de la energía que consumen, pero muy negativamente sobre la actividad y la posición exterior y fiscal de algunos de los principales exportadores de crudo de la región (véase recuadro 1). En sentido positivo, la depreciación de los tipos de cambio permitiría, en la medida en que no se traslade a la inflación, una aportación mayor de la demanda externa al crecimiento a lo largo de 2015.

En concreto, el ritmo de variación de la actividad en la región registró una nueva reducción en 2014, dado que el PIB creció un 1,3 % en el conjunto del año, 1,3 puntos porcentuales (pp) menos que en 2013. Los datos del último semestre indican, en el promedio regional, una estabilización del crecimiento en tasas muy bajas, inferiores al 0,5 % trimestral (véase gráfico 5). Así, la tasa interanual de crecimiento del PIB de las seis principales economías (excluida Venezuela, por falta de publicación del dato del cuarto trimestre) pasó del 0,9 % interanual en el tercer trimestre al 1,1 % en el cuarto (véase cuadro 1). Estas reducidas tasas de crecimiento vienen explicadas, en gran medida, por la acusada debilidad de la economía brasileña, que registró una caída interanual del PIB del 0,6 % en el tercer trimestre (revisado a la baja sobre el dato inicial) y del 0,2 % en el cuarto. Venezuela, por su parte, registró una contracción de la actividad cercana al 3 % en el año, aunque con un perfil ascendente a lo largo de aquel. En el resto de la región se observaron tendencias dispares: México mostró algún mayor dinamismo (con crecimientos interanuales del 2,2 % y del 2,6 % en el tercer y cuarto trimestres), Colombia y Perú experimentaron cierta desaceleración adicional, y Chile, una incipiente recuperación en el último trimestre, si bien desde tasas de crecimiento muy bajas (véase gráfico 5).

Por componentes, en el promedio regional, la demanda interna aportó tan solo 0,4 pp al crecimiento interanual en el tercer trimestre, aunque ascendió a 0,9 pp en el cuarto (véase gráfico 6), mientras que la demanda externa mantuvo una aportación en torno a 0,2 pp en el cuarto, frente a los 0,5 pp del tercer trimestre. Esta menor contribución se derivó de una caída de las exportaciones (-1,8 % a escala regional), que se vio parcialmente compensada por la caída de las importaciones (-0,9 %). La divergencia entre el comportamiento de las exportaciones en Brasil, con una caída interanual del 10,7 % en el último trimestre, y

El precio del petróleo, que había mostrado una cierta estabilidad en los mercados internacionales hasta mediados de 2014, comenzó a caer en el mes de julio, desplomándose a partir de octubre. En concreto, el precio del barril de *West Texas Intermediate* (WTI) —referencia para los exportadores de crudo latinoamericanos— descendió desde los 90 dólares por barril en septiembre hasta los 44 dólares a mediados de enero de 2015, si bien ha retornado hasta superar los 55 dólares en las últimas fechas<sup>1</sup>. El impacto en América Latina de esta perturbación está siendo muy heterogéneo por países, dado que algunas economías importan prácticamente todo el petróleo que consumen (como Chile o algunos países de Centroamérica), y en otras el petróleo es un producto de exportación (siendo, en el caso de Venezuela, casi el único bien exportado) y fuente de importantes ingresos fiscales. Para las primeras, la caída de los precios del petróleo supone un *shock* de oferta positivo que eleva el poder adquisitivo de los agentes y genera ganancias de competitividad, ya que aminora los costes de producción; además, al reducir los gastos en el exterior mejora su

saldo comercial. Para las segundas, en cambio, supone una reducción de los ingresos exteriores y, por tanto, un empeoramiento del saldo comercial, con implicaciones para la renta disponible y también para sus cuentas públicas.

Este recuadro analiza los efectos de la caída del precio del petróleo en tres de los principales países exportadores de crudo de la región: Colombia, México y Venezuela. Aunque en los tres casos el impacto es adverso, existen diferencias muy significativas entre ellos. En primer lugar, porque el canal de transmisión dominante es diferente: Colombia se ve afectada principalmente por el canal comercial, México por el impacto en los ingresos fiscales, y Venezuela por ambos (véase cuadro 1). En segundo lugar, porque durante los años del *boom* de las materias primas la reacción de la industria petrolera local y de la economía en su conjunto fue dispar: en Colombia, la actividad petrolera fue ganando importancia paulatinamente, de forma que el sector ha llegado a representar un 5 % del PIB; en cambio, en México, donde la economía está más diversificada, la industria del petróleo ha reducido sistemáticamente su peso, hasta alcanzar también un 5 % del PIB; por último, en Venezuela el sector petrolero es estratégico (11 % del PIB), pero la producción se ha estancado en los últimos seis años. En tercer lugar, porque la situación macroeconómica actual y, por tanto, el margen de respuesta de las políticas económicas son muy distintos.

1 Niveles de 50 dólares por barril de *West Texas Intermediate* (WTI) suponen un descenso del 60 % respecto al máximo alcanzado en 2008. No obstante, debe tenerse en cuenta que cada país tiene su propio precio para el crudo que exporta, que dependerá de su calidad, costes de transporte, etc. Por ejemplo, la mezcla venezolana presenta un precio cerca de un 10 % inferior al WTI; sin embargo, su tasa de variación es muy similar a la del WTI.

## 1 PESO DEL SECTOR PETROLERO EN LA ECONOMÍA

País	Producción (mm bpd)	Precio medio de la mezcla IV TR 2014 (\$)	Porcentaje de exportaciones	Porcentaje de ingresos fiscales	Porcentaje del PIB
México	2,2	66,3	11	30	5
Colombia	1,0	62,9 (a)	53	20	5
Venezuela	2,4	64,5	96	47	11

FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Precio de venta de crudo de Ecopetrol.

## 2 SITUACIÓN MACROECONÓMICA Y MARGEN DE LAS POLÍTICAS

País	Saldo fiscal, en % del PIB	Saldo por cuenta corriente, en % del PIB	Reservas, en % del PIB	Regla fiscal (año aplicación)	Fondo de Estabilización del Petróleo, en % del PIB
México	-3,2	-2,1	15	2014	0,3
Colombia	-2,4	-4,2	13	2014	0,2
Venezuela (a)	-14,9	+2,9	6	—	—

FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

a Estimado a partir de las cifras del Gobierno Central de 2011.

Un primer indicio de la magnitud de estos efectos se vislumbra en la revisión a la baja de los crecimientos esperados del PIB de estos tres países. De hecho, para Colombia se espera un avance de la actividad del 3,6 % para 2015, frente al 4,8 % de 2014; en Venezuela se anticipa una contracción del 7 %; y en el caso de México se han moderado muy apreciablemente las expectativas de impulso al crecimiento de medio plazo que indujo la reforma energética aprobada hace algunos meses.

En un análisis más detallado, el mayor efecto a través del canal comercial<sup>2</sup> se aprecia en Venezuela, donde una caída del precio del crudo del 10 % supondría una merma de exportaciones del 6 % y un recorte del superávit corriente del 0,5 % del PIB. De esta forma, la caída del precio del petróleo desde octubre tendría suficiente entidad como para haber eliminado el superávit por cuenta corriente que presentaba antes del *shock* (3 % del PIB), y que se consideraba la principal fortaleza del país; sin embargo, la intensa contracción experimentada por las importaciones, cuyo volumen se ha reducido en casi un 25 % en los dos últimos años, ha actuado de contrapeso. Por su parte, en Colombia el saldo de la balanza comercial ha experimentado un importante deterioro, de más de 2 pp del PIB, que ha llevado el déficit corriente hasta un máximo histórico de los 15 últimos años (-4,2 % del PIB). Por último, la importancia de este canal en México es más limitada, dado que una caída del 10 % del precio de la mezcla mexicana supone tan solo un merma del 0,9 % de las exportaciones. No obstante, el mayor riesgo asociado a la caída de precios del petróleo resultaría de una menor entrada potencial de inversión extranjera en el marco de la reforma energética puesta en marcha el año pasado, si bien se han introducido algunos cambios en la reforma (licitación de aguas someras en lugar de aguas profundas) que intentan aumentar el atractivo para los potenciales inversores.

El impacto de la caída del precio del petróleo sobre la posición fiscal de estos países depende no solo del cambio en el precio, sino también de la producción, del porcentaje que los ingresos por petróleo representen en los ingresos públicos totales (véase cuadro 2) y del tipo de cambio al que los ingresos de la exportación de crudo se transforman en moneda local<sup>3</sup>. De esta forma, la depreciación de las monedas de países exportadores frente al dólar

que suele acompañar la caída del precio del petróleo mitiga en parte la caída de ingresos petroleros cuando se contabilizan en moneda nacional. En este sentido, México y Colombia tienen tipos de cambio flexibles —aunque con reglas de intervención—, que se han depreciado un 15 % y un 25 %, respectivamente, desde comienzos del mes de octubre. El caso de Venezuela es más complejo, puesto que existe un sistema de tipos de cambio múltiples con un tipo de cambio oficial extremadamente sobrevalorado, utilizado, hasta hace pocos meses, para valorar los ingresos fiscales relacionados con el petróleo.

Teniendo todo esto en cuenta, en el caso de Colombia las estimaciones apuntan a que el descenso del precio registrado desde junio habría reducido los ingresos fiscales petroleros en al menos un 10 %<sup>4</sup> en 2014, y el Gobierno estima una reducción adicional del 60 % en 2015, lo que llevaría a una caída de los ingresos fiscales en el presente año del 10 %. En México, la misma caída del precio del barril desde junio ha reducido los ingresos fiscales petroleros en un 42 %, y los totales en un 13 % en 2014. En el caso de Venezuela, el impacto de la caída del precio del petróleo sobre la posición fiscal es mucho más complicado de estimar, por la falta de cifras oficiales<sup>5</sup>. En 2013, el año más reciente para el que se dispone de datos, los ingresos petroleros suponían el 46,6 % del total de ingresos del Gobierno Central. Estos ingresos petroleros, medidos en términos nominales y en moneda local, dependen, como se ha señalado anteriormente, de la producción de crudo y de su precio internacional, y del tipo de cambio al que se realice la conversión de los ingresos de PDVSA a moneda nacional. Si se estima con una regresión muy sencilla el efecto de estas tres variables, se obtiene que la caída del precio del crudo desde junio habría generado una reducción de los ingresos petroleros que podría alcanzar el 45 %, lo que llevaría a un descenso de los ingresos totales del 21 % en 2014.

La traslación de esta caída de los ingresos al déficit público no es inmediata, dado que depende, en los dos primeros casos, de las reglas fiscales aprobadas o modificadas recientemente, y de diversos mecanismos establecidos para aislar al sector público de los vaivenes del precio del crudo. En efecto, en Colombia y México se introdujeron sendos mecanismos en 2011 y en 2013, respectivamente —aunque ambos entraron en vigor en 2014—, que contemplan la acumulación de los ingresos petroleros en un fondo de riqueza soberano según determinadas reglas, relacionadas esencialmente con el precio del petróleo esperado de largo plazo y el

2 En el canal comercial solo se consideran los efectos precio, ya que a corto plazo el petróleo es difícilmente sustituible por otros productos.

3 En el caso de Venezuela debe tenerse en cuenta, además, que el país tiene firmados varios acuerdos de asociación con países centroamericanos y del Caribe, y con China, que contemplan precios inferiores a los de mercado. Cabe recordar, finalmente, que otro factor relevante sería la estructura de mercado de explotación de la materia prima de cada país, y así se observan, desde monopolios estatales que transfieren dividendos al Tesoro —México— o una explotación con reglas estrictas para asegurar la mayoría de los ingresos a la petrolera estatal —Venezuela—, hasta mercados más abiertos con inversión estatal que aporta dividendos al Estado y extranjera que paga determinadas regalías por operar en el país.

4 Esta cantidad incluye solo la retención en la fuente del valor de las exportaciones petroleras, a falta de las cifras de dividendos de Ecopetrol y el resto de impuestos sobre el sector del petróleo.

5 La incertidumbre acerca de las cifras fiscales en Venezuela es muy elevada, dado que el Ministerio de Finanzas no publica datos para el conjunto del sector público más allá de 2011, ni para el Gobierno Central después de 2013, cuando buena parte del gasto público se ha llevado a cabo, en los últimos años, por la petrolera estatal PDVSA y el conjunto de fondos de inversión que existen en el país. Por ello, las cifras presentadas en este recuadro deben tomarse con mucha cautela.

producto potencial<sup>6</sup>. El escaso período de vigencia de ambos sistemas ha limitado su capacidad de atenuar las fluctuaciones en los ingresos públicos asociadas a la reciente caída del precio del crudo. Así, los fondos soberanos en ambos países han acumulado una cantidad relativamente pequeña (apenas un 0,2 %-0,3 % del PIB), si bien las cláusulas de excepción permiten que, en situaciones de debilidad cíclica, la regla no dé lugar a una política fiscal

contractiva, que agravaría aún más la debilidad. En México, además, se ha seguido desde hace unos años una política activa para aislar en la medida de lo posible las cuentas fiscales de los cambios en el precio del crudo, mediante la contratación de una cobertura en los mercados de futuros. En el caso de Venezuela, la traslación al déficit es complicada, porque se dispone solo de datos del Gobierno Central, al que habría que sumar el efecto sobre el resto de niveles de la administración pública cuyos ingresos dependen en mayor o menor medida del petróleo, como PDVSA y los diversos fondos de inversión. En todo caso, la caída del precio repercute sobre una situación fiscal ya muy débil, que el FMI cifra en un déficit para el conjunto de las Administraciones Públicas del 15 % del PIB, y sin mecanismos de ahorro previos.

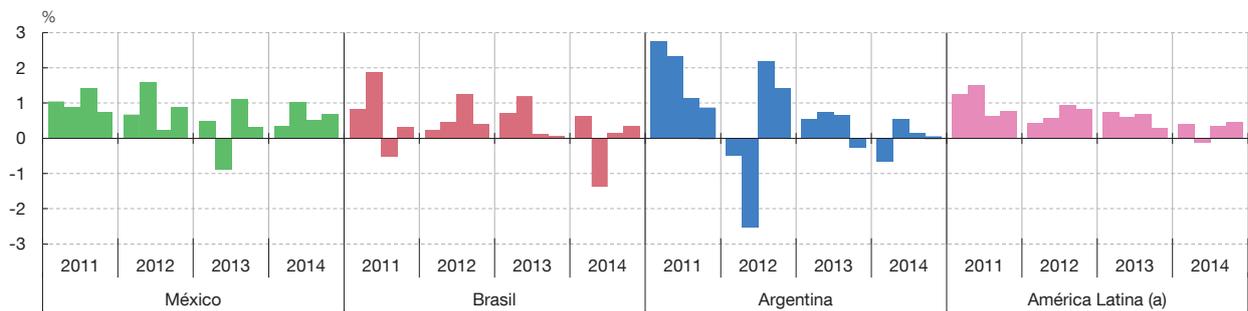
6 Para mayor detalle sobre la regla colombiana, véase J. C. Berganza (2012), *Fiscal rules in Latin America: a survey*, Documentos Ocasionales, n.º 1208, Banco de España; y sobre la regla mexicana, el recuadro sobre las reformas estructurales en México del informe semestral de economías latinoamericanas de octubre de 2014.

México, con un aumento de las ventas al exterior superior al 10 % interanual en esos tres meses, revelan, entre otras cosas, las diferentes perspectivas de crecimiento en sus principales socios comerciales, al alza en el caso de Estados Unidos y a la baja en China. En sentido negativo, Colombia registró un retroceso del 2 % en sus exportaciones en el cuarto trimestre, afectada por el desplome del precio de su principal rúbrica de exportación.

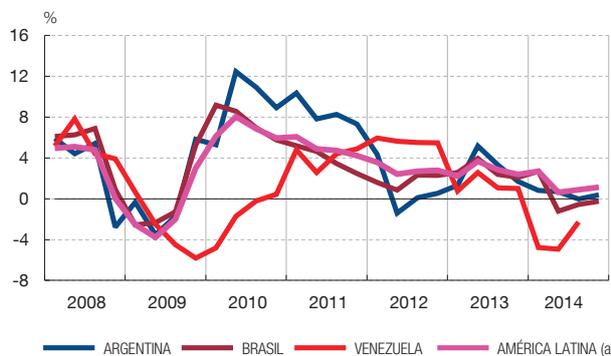
La formación bruta de capital fijo contribuyó negativamente al crecimiento, si bien en el tercer y cuarto trimestres mostró una cierta recuperación. No obstante, en este componente se observaron crecientes diferencias por países. Por un lado, en México la tasa de crecimiento repuntó significativamente, gracias a su componente privado (9,9 % interanual en el último trimestre del año), lo que posiblemente cabe asociar en parte a las reformas estructurales y al dinamismo de la demanda externa de Estados Unidos. En Chile, donde se diluyó la incertidumbre derivada de la aprobación de la reforma fiscal, el ajuste del ciclo inversor de los dos últimos años parece estar finalizando, y la inversión pasó de caer a tasas superiores al 12 % a aumentar un 0,5 % interanual en el cuarto trimestre. En Colombia, la inversión se desaceleró moderadamente en el último trimestre, como consecuencia del ajuste del sector de la construcción y las infraestructuras, y no tanto del sector petrolero, pero aun así siguió siendo el componente de mayor crecimiento de la demanda. En cambio, en Brasil la inversión registró un fuerte retroceso en el segundo semestre (-6,1 % en media), en un contexto de caída de los indicadores de confianza empresarial, que no consiguió revertirse tras las elecciones. Tanto el anuncio de un ajuste procíclico de las políticas económicas como el incierto alcance de factores como los escándalos de corrupción en la petrolera estatal Petrobras estarían también detrás de esta evolución. En Argentina y Venezuela las restricciones a la importación se tradujeron, igualmente, en fuertes caídas de la inversión, en maquinaria y equipo en el primer caso, y en la construcción en el segundo.

La evolución del consumo privado a lo largo del semestre fue, en cambio, algo más homogénea entre países. En el promedio de América Latina, el consumo privado siguió desacelerándose, registrando una tasa de crecimiento cercana al 1,5 % en el conjunto de 2014 (frente al 3 % en 2013), aunque mostrando cierta recuperación en los últimos tres meses

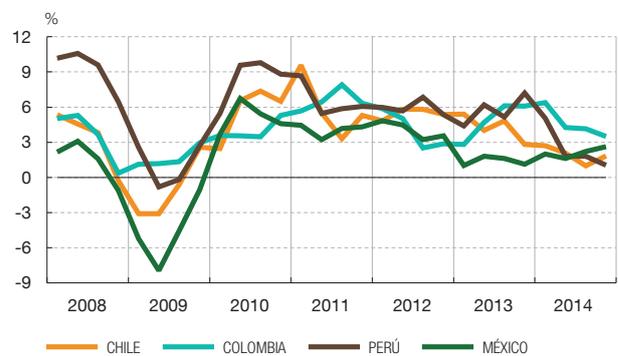
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas trimestrales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a América Latina-6, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

de 2014 (1,8 %, frente al 1,2 % previo). Tanto en Brasil como en Chile, Argentina y Venezuela se registraron tasas de crecimiento bajas, o incluso negativas, en la segunda mitad del año, mientras que en Colombia y Perú el consumo siguió dando muestras de solidez. En México, el consumo se recuperó hacia finales de año, anotando una tasa del 2,7 % interanual. La situación general de la mayor parte de los mercados laborales siguió siendo de fortaleza, como muestran tasas de paro cercanas a los mínimos históricos (5,4 % de la población activa en el promedio regional a finales de 2014). Sin embargo, la creación de empleo ofreció en general indicios de debilidad, y se redujo, en línea con trimestres previos, hasta tasas por debajo del 1 % (véase gráfico 7). En algunos países, como Brasil, se destruyó empleo a lo largo del semestre. En México, en cambio, la creación de empleo en el sector formal se fortaleció considerablemente, y en paralelo se redujo el empleo informal. Los salarios reales constituyeron un soporte del consumo, dado que crecieron en la mayoría de los países; en algunos casos (como Brasil), las transferencias por desempleo y los subsidios a familias de bajos ingresos también aumentaron significativamente; por su parte, el crédito al sector privado se desaceleró (en Brasil, en los sectores más ligados al consumo privado, como las tarjetas de crédito) (véase gráfico 7). Cabe destacar, por último, que el consumo público dio cierto soporte al crecimiento en Brasil y Chile, así como en los países más vulnerables (véase gráfico 6).

El superávit de la balanza comercial de la región disminuyó en dos décimas del PIB hasta el tercer trimestre de 2014 (véase gráfico 8), debido al menor superávit de Venezuela;

	2013	2014	2013				2014				2015
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	Marzo
PIB (tasa interanual)											
América Latina-6 (a)	2,7	1,3	2,2	3,7	2,9	2,4	2,7	0,6	0,9	1,1	
Argentina	2,9	0,5	1,3	5,2	3,3	1,7	0,8	0,7	0,0	0,4	
Brasil	2,7	0,1	2,6	3,9	2,4	2,1	2,7	-1,2	-0,6	-0,2	
México	1,4	2,1	1,0	1,8	1,6	1,1	2,0	1,6	2,2	2,6	
Chile	4,2	1,9	5,4	4,0	4,8	2,8	2,7	2,1	1,0	1,8	
Colombia (b)	4,9	4,6	2,8	4,7	6,1	6,1	6,4	4,3	4,2	3,5	
Venezuela	1,3		0,8	2,6	1,1	1,0	-4,8	-5,0	-2,3		
Perú	5,8	2,4	4,4	6,2	5,2	7,2	5,0	1,8	1,8	1,1	
IPC (tasa interanual)											
América Latina-5 (a)	4,6	5,0	4,5	4,9	4,4	4,4	4,7	4,9	5,1	5,2	5,7
Argentina (c)	10,6	22,6	10,8	10,4	10,5	10,7	6,9	13,5	18,2	22,6	—
Brasil	6,2	6,3	6,4	6,6	6,1	5,8	5,8	6,4	6,6	6,5	8,1
México	3,8	4,0	3,7	4,5	3,4	3,7	4,2	3,6	4,1	4,2	3,1
Chile	2,1	4,4	1,7	1,9	2,3	2,5	3,2	4,5	4,7	5,3	4,2
Colombia	2,0	2,9	1,9	2,1	2,3	1,8	2,3	2,8	2,9	3,5	4,6
Venezuela	38,5	57,3	22,6	33,0	43,4	52,9	53,3	55,6	57,5	61,3	—
Perú	2,8	3,2	2,6	2,5	3,1	3,0	3,4	3,5	2,9	3,2	3,0
Saldo presupuestario (% del PIB) (d)											
América Latina-6 (a)	-2,4	-4,0	-2,1	-2,2	-2,5	-2,4	-2,6	-3,0	-3,6	-4,2	
Argentina	-1,9	-2,5	-1,9	-1,8	-1,8	-1,8	-2,0	-2,0	-2,1	-2,3	
Brasil	-3,3	-6,7	-2,8	-2,8	-3,3	-3,3	-3,2	-3,7	-4,9	-6,7	
México	-2,3	-3,2	-2,0	-2,2	-2,8	-2,3	-2,8	-3,2	-3,4	-3,1	
Chile	-0,7	-1,5	0,2	-0,7	-0,5	-0,7	-1,0	-0,8	-1,1	-1,2	
Colombia	-2,2	-2,6	-1,4	-2,5	-2,7	-2,2	-2,7	-3,6	-3,4	-2,6	
Venezuela	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
Perú	0,5	-0,4	1,2	0,7	0,5	0,5	0,4	0,0	0,1	-0,4	
Deuda pública (% del PIB)											
América Latina-6 (a)	40,1		41,4	40,1	40,2	38,6	41,3	41,8			
Argentina	32,6		32,1	31,7	32,5	33,2	37,9	36,1			
Brasil	56,7	63,5	59,4	59,0	58,2	56,7	57,5	59,0	61,9	63,5	
México	31,1	33,4	29,3	29,7	30,3	29,9	31,8	32,0	32,9	32,0	
Chile	12,8	15,1	11,5	12,1	12,6	12,8	12,8	13,5	13,7	15,1	
Colombia	34,6	37,7	33,0	33,3	34,9	34,6	35,9	35,0	35,6	37,7	
Venezuela	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
Perú	19,0	19,4	19,5	18,5	17,7	19,0	17,8	18,2	18,4	19,4	
Balanza cuenta corriente (% del PIB) (d)											
América Latina-7	-2,5		-2,1	-2,3	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7	-2,6		
Argentina	-0,8	-1,4	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7	-1,2	-1,1	-0,9	-0,9	
Brasil	-3,4	-3,9	-2,8	-3,0	-3,4	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5	-3,9	
México	-2,4	-2,1	-1,6	-2,0	-2,3	-2,3	-2,6	-2,5	-2,3	-2,1	
Chile	-3,7	-1,2	-4,2	-4,2	-3,8	-3,7	-3,2	-2,7	-1,8	-1,2	
Colombia	-3,2	-5,2	-3,5	-3,2	-3,2	-3,2	-3,5	-4,0	-4,3	-5,2	
Venezuela	2,3	—	1,4	0,9	1,2	1,5	2,8	2,9	2,2	—	
Perú	-4,4	-4,1	-3,6	-3,9	-4,3	-4,4	-4,2	-4,4	-3,8	-4,1	
Deuda externa (% del PIB)											
América Latina-7	22,6		20,0	19,6	19,8	20,4	23,5	24,0	24,2		
Argentina	22,6	25,8	23,0	21,7	22,9	21,8	28,6	26,6	26,6	25,8	
Brasil	13,8	14,8	14,6	14,1	13,7	13,8	13,6	14,3	14,2	14,8	
México	20,1	21,8	19,1	18,7	19,3	20,6	20,8	21,1	21,0	21,8	
Chile	47,3	56,8	43,5	42,9	44,4	47,2	48,7	50,4	52,3	56,8	
Colombia	24,2	26,8	21,5	22,0	23,7	24,2	25,0	25,6	26,1	26,8	
Venezuela	56,1		43,4	46,1	49,6	56,1	58,1	59,2	61,7		
Perú	29,2	31,7	30,5	29,6	29,3	29,3	30,1	30,5	31,1	31,7	

FUENTE: Estadísticas nacionales.

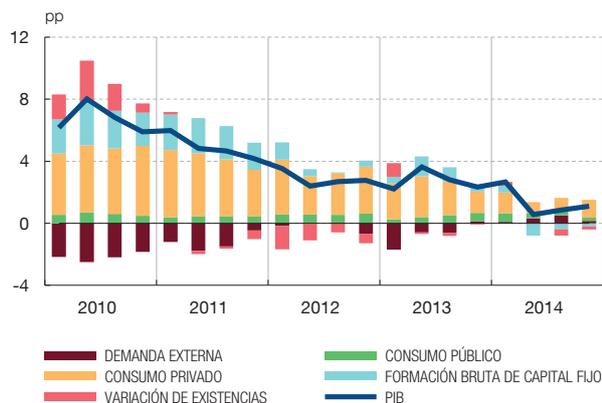
- a América Latina-6: Todos los países representados, excepto Venezuela; América Latina-5: todos los países representados, excepto Argentina y Venezuela.  
b Ajustado de estacionalidad.  
c Para 2014 la inflación se calcula como el acumulado desde diciembre de 2013.  
d Media móvil de cuatro trimestres.

excluido este país, el saldo se mantuvo prácticamente en equilibrio hasta el tercer trimestre (+0,1 % del PIB), y en los tres últimos meses de 2014 y los primeros de 2015, sin embargo, la balanza habría pasado a mostrar un déficit, dada la evolución de las exportaciones nominales, que cayeron, en el agregado regional, cerca de un 10 % interanual (véase

COMPOSICIÓN DEL PIB POR EL LADO DE LA DEMANDA  
Tasa interanual y puntos porcentuales

GRÁFICO 6

APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB (a)



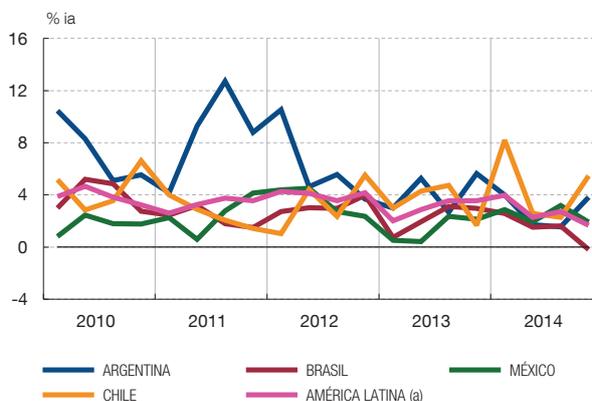
CONSUMO PRIVADO



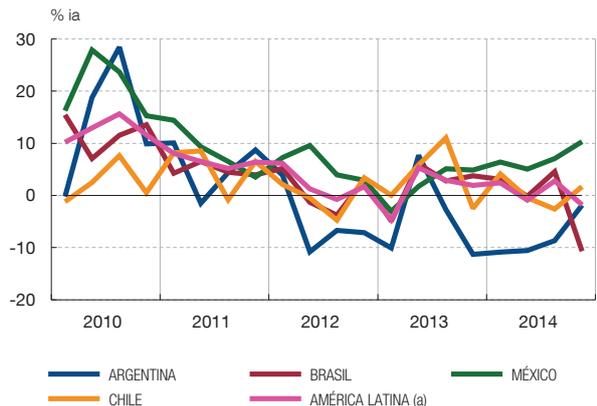
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



CONSUMO PÚBLICO



EXPORTACIONES



IMPORTACIONES



FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

a América Latina-6, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

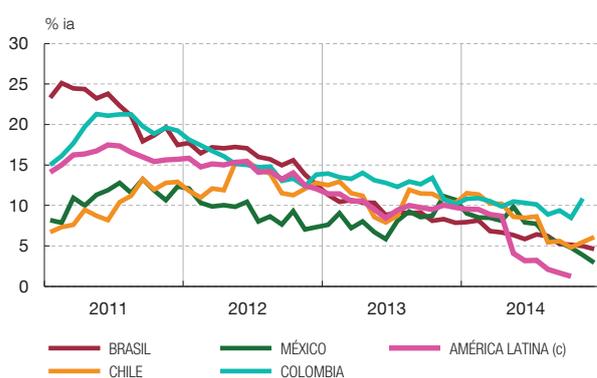
gráfico 8). Esta caída se produce como consecuencia del desplome de los precios del petróleo, pero también por una contracción de las exportaciones a China, especialmente en el caso de Brasil, que apenas es compensada por un aumento de las dirigidas hacia Estados Unidos. El déficit de la balanza corriente se mantuvo estable en torno al 3% del

Variación interanual, índices y media móvil de tres meses de la tasa interanual

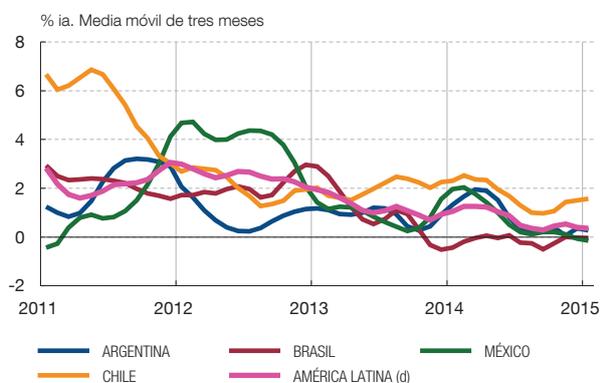
ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



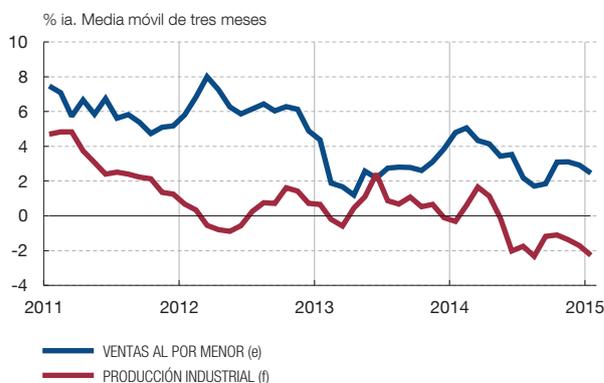
VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



CREACIÓN DE EMPLEO



INDICADORES DE DEMANDA Y ACTIVIDAD



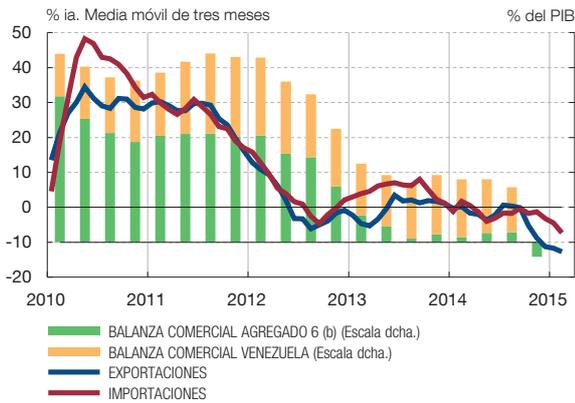
FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

- 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 Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

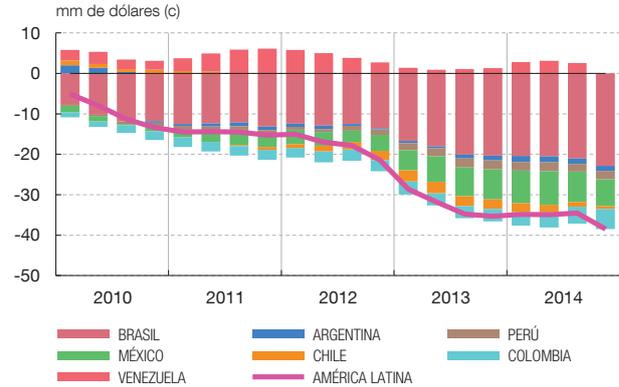
PIB, en promedio regional, por la ligera mejoría del saldo de la balanza de rentas (asociado a las menores repatriaciones de beneficios de las empresas extranjeras del sector de materias primas) y por un aumento de las transferencias recibidas. Por países, el déficit se redujo ligeramente en México, en Perú y, sobre todo, en Chile, pero se deterioró en el resto. La caída reciente de los términos de intercambio ha provocado una reducción de la diferencia entre la balanza corriente registrada de la región y la balanza ajustada de la variación de dicha relación de intercambio (véase gráfico 8).

Finalmente, los indicadores de mayor frecuencia correspondientes al primer trimestre de 2015 apuntan a un mantenimiento de las divergencias intrarregionales mencionadas. Así, la producción industrial mantuvo tasas de variación en torno al  $-2\%$ , como consecuencia de la evolución de Brasil, Chile, Argentina y Perú, mientras que en Colombia y México las tasas se mantuvieron en positivo. Las ventas al por menor repuntaron fuertemente en México y Colombia, a la par que se desaceleraban en Brasil. En los países para los que se publican índices PMI, las tendencias en el primer trimestre son alcistas, salvo para Brasil, si bien desde niveles aún muy bajos en comparación con la media histórica.

BALANZA COMERCIAL (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



BALANZAS EXTERNAS REGISTRADAS Y AJUSTADAS (d)



FUENTES: Datastream, estadísticas nacionales y bancos centrales.

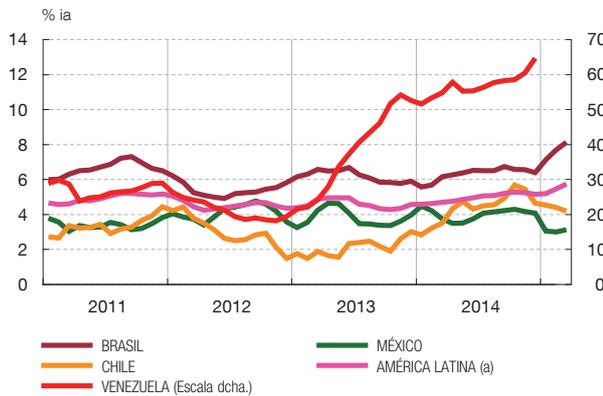
- a Datos de aduanas en dólares.
- b América Latina-6.
- c Media móvil de cuatro trimestres.
- d Estimación de las balanzas ajustadas, fijando los precios de exportación e importación como media desde 1990 hasta 2007. En los casos de Chile y de Perú se ha estimado, además, un nivel fijo en la balanza de rentas como porcentaje del PIB.

**Precios y políticas económicas**

En los últimos seis meses, desde la publicación del anterior «Informe de economía latinoamericana», la inflación en el promedio de los cinco países con objetivos de inflación se estabilizó en niveles relativamente elevados, situándose en el 5,7 % interanual en marzo de 2015 (véase gráfico 9). De hecho, a finales de 2014, tan solo en Colombia y Brasil los precios de consumo se habían situado dentro, aunque en la parte alta, de la banda fijada por sus bancos centrales (véase cuadro 2). El promedio regional oculta, no obstante, un aumento de las divergencias entre países respecto a la primera mitad de 2014.

Por un lado, en Brasil, la inflación repuntó en marzo hasta el 8,1 % interanual, el nivel más elevado de los últimos diez años, y más de 1,5 puntos por encima del objetivo superior de la banda. Parte de este incremento es consecuencia de la elevación de algunos precios administrados (13,3 % interanual en marzo) en el contexto del ajuste fiscal, con un impacto, en principio, transitorio. Sin embargo, los diferentes componentes de la inflación han seguido poniendo de manifiesto presiones en mayor o menor escala, pues la tasa subyacente se ha situado en el 8 % interanual, la variación de los

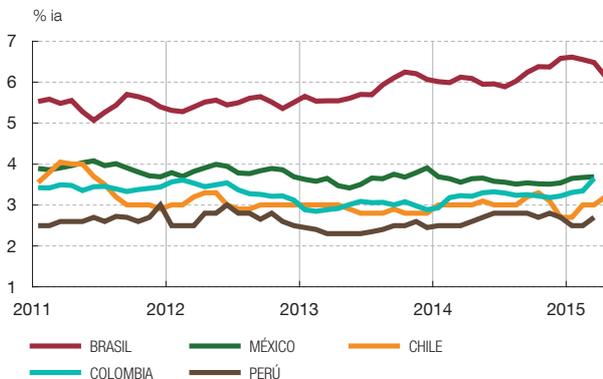
TASA DE INFLACIÓN



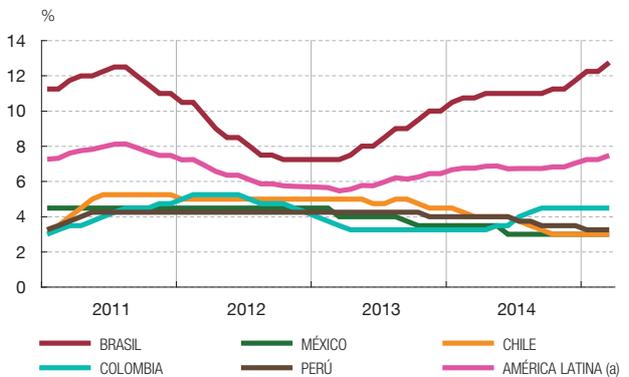
TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE



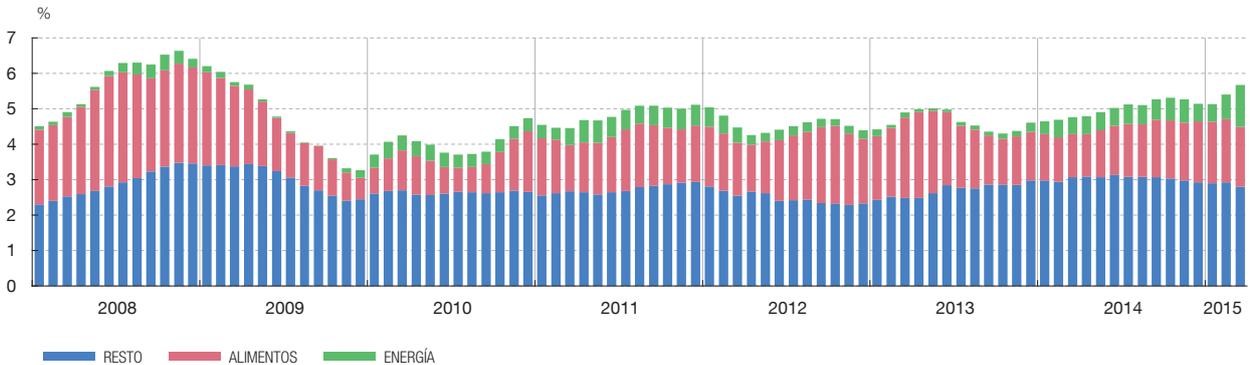
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA (a) (b)



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.  
b Elaboración propia, descontando del índice general los índices de alimentos y energía.

precios de los bienes no transables en el 7,5 % y la del precio de los servicios —excluidos aquellos con precios regulados— en el 6,1 %. Así, tan solo los transables han registrado una cierta moderación en la segunda mitad de 2014, hasta el 5,7 % interanual en marzo, lo que resulta particularmente destacable, dado que ha tenido lugar en un contexto de fuerte depreciación cambiaria, síntoma de debilidad de la demanda interna.

País	2014			2015		2016
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Marzo	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	6,4	Sí	8,1	7,7	5,5
México	3 ± 1	4,1	No	3,1	3,1	3,4
Chile	3 ± 1	4,6	No	4,2	3,0	3,0
Colombia	3 ± 1	3,7	Sí	4,6	3,5	3,1
Perú	2 ± 1	3,2	No	3,0	2,6	2,6

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

a *Consensus Forecasts* de marzo de 2015 para final de año.

En el resto de los países con objetivos de inflación, la tendencia general fue de desaceleración o estabilización. En el primer caso se encuentran México (3,1 % interanual en marzo) y Perú (3 % interanual), en los que la inflación se situó en el objetivo del banco central, sin que se haya observado evidencia de *pass-through* de la depreciación de los tipos de cambio. En Chile y Colombia, la inflación se mantuvo en la banda superior de los objetivos, situándose en marzo en el 4,2 % y en el 4,6 % interanual, respectivamente, acusando el efecto de la depreciación de los tipos de cambio. En ambos casos, parte de la presión en los precios se ha filtrado a la inflación subyacente, aunque las expectativas de inflación a medio plazo se mantuvieron ancladas. Por su parte, el impacto de la caída de los precios del petróleo sobre la inflación se observó sobre todo en países importadores, como Chile, Perú y, en cierta medida, también en Argentina. En Argentina, Colombia, México y Brasil los precios de la gasolina son administrados (y subvencionados) y el impacto final sobre los de consumo es menor (véase gráfico 9). Argentina y Venezuela, por su parte, siguieron mostrando tasas de inflación muy elevadas, superiores al 20 % y al 60 % interanual, respectivamente, en un contexto de financiación monetaria del déficit público, aunque en el primero se registró una cierta moderación a comienzos de 2015, en un contexto de parón de la actividad, estabilidad cambiaria y caída del precio del petróleo.

En este contexto, las políticas monetarias ahondaron en las divergencias que habían mantenido en la primera mitad de 2014 (véase gráfico 9). Por un lado, el banco central de Brasil —que había interrumpido en abril el ciclo de subida de los tipos de interés— intensificó tras las elecciones presidenciales de octubre el endurecimiento de la política monetaria, a fin de reforzar la credibilidad del objetivo de inflación (4,5 %). Con una elevación de 125 pb del tipo de interés oficial, hasta el 12,75 %, que se añade a la subida de 375 pb previa, el ajuste monetario está siendo fuertemente procíclico a corto plazo. A pesar de ello, el tipo de cambio del real ha seguido depreciándose (hasta situarse en 3,3 reales/dólar), una depreciación acumulada del 30 % en el último año, y de más del 50 % desde comienzos de 2011, contenida gracias al programa de intervención cambiaria del banco central. Igualmente, el Gobierno anunció un recorte de la financiación de la banca de desarrollo, que ha llegado a suponer el 50 % del total del crédito de la economía, y se han anunciado dos subidas del tipo de interés al que se otorgan estos préstamos (hasta el 6 %).

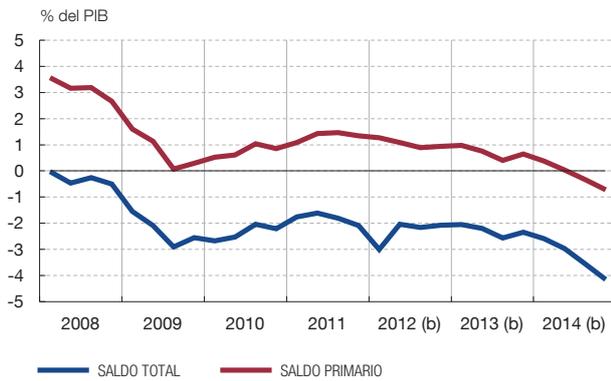
Del resto de los países con objetivos de inflación, México y Colombia mantuvieron sus tipos de interés oficiales sin cambios en los seis últimos meses, mientras que el banco central de Chile recortaba en 25 pb su tipo de interés oficial, hasta el 3 %, en octubre y el

de Perú lo hacía en 50 pb en dos ocasiones, hasta el 3,25 %. Tanto en México como, sobre todo, en Chile y Perú, las políticas monetarias han tenido un carácter expansivo en el último año y medio, y solo en Colombia, que terminó el ciclo de ascenso de los tipos de interés a mediados de 2014, esta ha mantenido un tono más neutral. Un aspecto interesante es que, en los cuatro países, las previsiones apuntan a una reducción o, al menos, estabilización de la inflación en 2015 y, sin embargo, mientras que en Colombia y Perú los mercados descuentan la posibilidad de nuevos descensos en los tipos de interés (más probables si la estabilización de los términos de intercambio frenase la depreciación de los tipos de cambio), en México el mercado descuenta una elevación de los tipos de interés en consonancia con el ciclo monetario estadounidense. En Chile, las expectativas han cambiado en el transcurso del último mes, y ya no descuentan recortes en los tipos de interés oficiales.

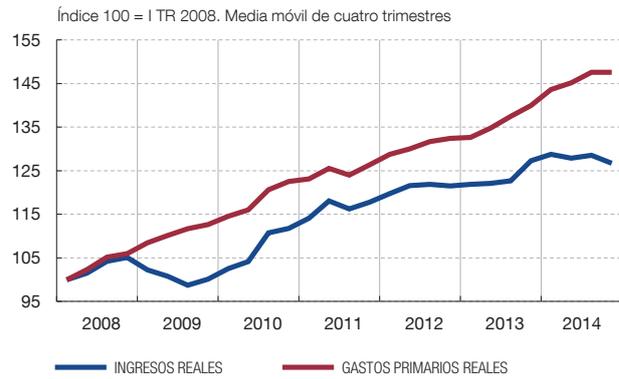
La depreciación de los tipos de cambio ha sido un factor importante para las políticas monetarias en la mayoría de los países, puesto que, aunque se ha tratado de facilitar el ajuste del tipo de cambio real a unos términos de intercambio inferiores, Perú y recientemente México han intervenido en el mercado de cambios vendiendo reservas para modular estas tendencias y Colombia ha interrumpido completamente su programa de acumulación de reservas. Perú ha utilizado, además, la política macroprudencial a fin de reducir su vulnerabilidad a la depreciación del sol (encareciendo el endeudamiento en moneda extranjera frente a la moneda nacional).

Por su parte, en el ámbito de la política fiscal, el cierre del año 2014 mostró, prácticamente sin excepciones, una ampliación generalizada de los déficits públicos (en el caso de Perú, la desaparición del superávit) (véase gráfico 10). Dicha evolución fue consecuencia principalmente del desfavorable comportamiento de los ingresos motivado por la posición cíclica y la caída de los ingresos por materias primas, aunque en algunos países también fue el resultado del impulso al gasto público, que contribuyó a sostener la renta de las familias y el consumo privado. En Brasil, la ampliación del déficit en 2014 fue muy sustancial, hasta el 7 % del PIB, y de cara a 2015, pese a las dificultades políticas, las autoridades están intentando poner en práctica un ajuste fiscal, que tendrá efectos procíclicos a corto plazo, pero que es necesario para reconducir la senda de las finanzas públicas y reforzar su credibilidad a medio plazo. En el resto de los países, el deterioro fiscal en 2014 ha sido menos intenso. Para 2015, en México, Colombia, Perú y Chile, la existencia de reglas fiscales debería conferir a la política fiscal un carácter contracíclico o acíclico, que aisle a las cuentas en mayor medida de la fluctuación de los precios de las materias primas (véase recuadro 2). Aun así, las respuestas están siendo diferentes. Por un lado, en Colombia y Perú la regla fiscal, los fondos de estabilización y, sobre todo, el bajo nivel de endeudamiento público han evitado un ajuste procíclico (adicional al previsto por los planes de consolidación de medio plazo), a pesar de la caída de los precios del crudo, del cobre y de otros metales. En Chile, la política fiscal está determinada, por un lado, por la elevación de impuestos de la reforma fiscal recientemente aprobada y, por otro, la voluntad de llevar a cabo una expansión para contrarrestar la caída del crecimiento, con un fuerte aumento del presupuesto para inversión en el presente año. Además, se ha relajado el déficit previsto hasta el -1,9 % del PIB, aunque se mantiene el objetivo de llegar al equilibrio, en términos del saldo ajustado de ciclo, en 2018. En México, por su parte, se ha anunciado un ajuste del gasto tanto en 2015 como en 2016, en un contexto de caída del precio del petróleo y también de la producción petrolera, como señal a los mercados de que, ante el riesgo de que parte de la caída del crudo sea permanente, no se recurrirá a un mayor endeudamiento, en una situación de cambio en el ciclo financiero global.

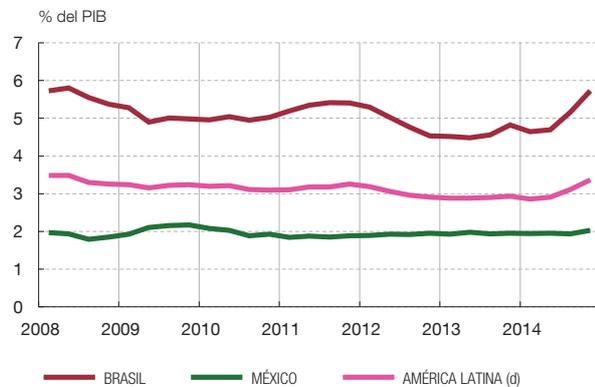
SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) PRESUPUESTARIO EN AMÉRICA LATINA (a)



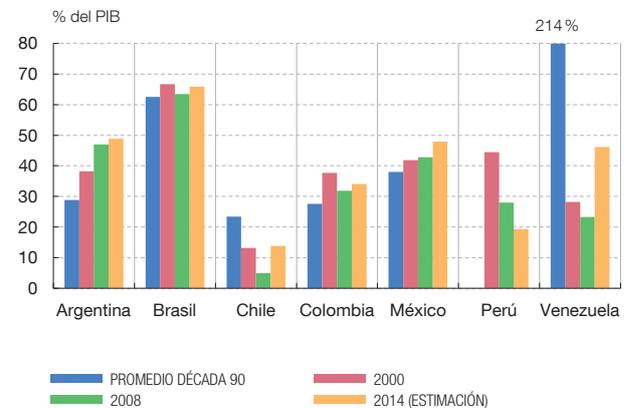
INGRESOS Y GASTOS PRIMARIOS REALES EN AMÉRICA LATINA (c)



GASTOS POR INTERESES DE LA DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO SOBRE EL PIB



DEUDA PÚBLICA BRUTA



FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

- 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 América Latina-5.  
d América Latina-6.

## Comercio y reformas

A lo largo del semestre se registraron avances en los procesos de liberalización comercial, tanto a escala global —con la firma del Acuerdo de Facilitación de Comercio que reabre las negociaciones de la Ronda Doha— como en el ámbito regional, con un mayor impulso, de nuevo, en el área de influencia de la Alianza del Pacífico. Así, se produjeron avances de distinto alcance (inicio de conversaciones, superación de trámites parlamentarios, firma de acuerdos, o entrada en vigor) en el establecimiento de acuerdos de libre comercio de México, Colombia, Chile, Perú y Centroamérica con países asiáticos y europeos, como Turquía.

En el MERCOSUR se registraron ciertos avances en su apertura hacia otras áreas, con la firma de acuerdos para el inicio de negociaciones con Líbano, Túnez, Rusia, Bielorrusia y Kazajistán, además de Corea del Sur y Pakistán, y se ratificó la oferta realizada a la Unión Europea a mediados de 2014 para la liberalización del 90% de los intercambios comerciales. Asimismo, se adoptaron medidas para facilitar el tránsito interno de bienes y personas —como un mecanismo que permite el comercio en monedas locales entre Uruguay y Brasil, el impulso al pasaporte de MERCOSUR y la aceleración de la adhesión de Bolivia—. Chile planteó la posibilidad de un acercamiento de la Alianza del Pacífico al MERCOSUR,

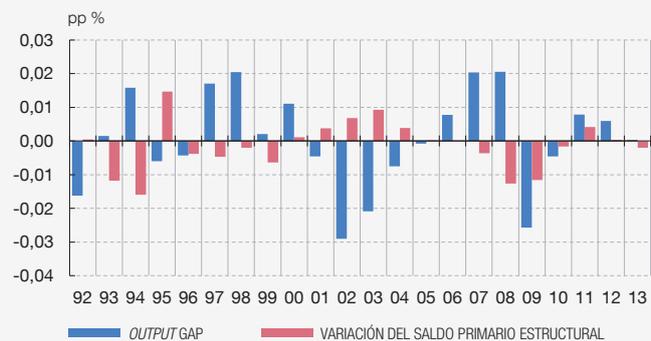
La utilización de la política fiscal como herramienta moderadora del ciclo económico es un reto histórico en América Latina. En la literatura empírica se ha encontrado de una forma sistemática un comportamiento procíclico de la política fiscal para América Latina (es decir, la aplicación de una política fiscal expansiva cuando el ciclo es boyante y contractiva cuando la economía está en recesión), al igual que ocurre en otras economías emergentes. La intensidad del sesgo procíclico se ve agravada en América Latina por la escasa entidad de los estabilizadores automáticos, la redu-

cida capacidad recaudatoria y la dependencia de los ingresos públicos de la exportación de materias primas, y también por unas condiciones financieras externas que acentúan las fluctuaciones económicas. En particular, la elevada dependencia de los países de América Latina de la financiación externa y los episodios de *sudden stop* (reducciones bruscas de la entrada de capitales extranjeros), en un contexto de rigideces cambiarias, han originado tradicionalmente respuestas procíclicas de la política fiscal, especialmente en las fases recesivas.

1 NÚMERO DE PAÍSES CON REGLA FISCAL EN AMÉRICA LATINA



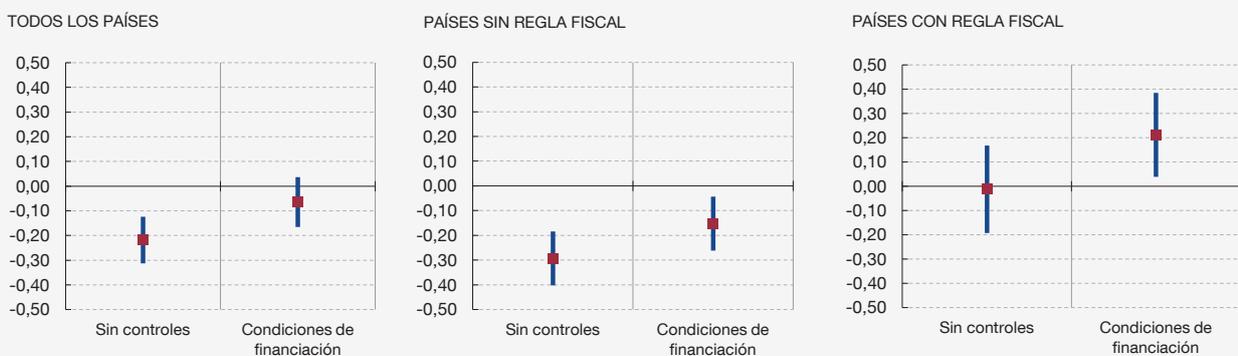
2 EVOLUCIÓN DE LA BRECHA DE PRODUCTO Y EL CAMBIO EN EL BALANCE



3 EVOLUCIÓN TEMPORAL DEL COEFICIENTE DE REACCIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL AL CICLO ECONÓMICO (a)



4 COEFICIENTE DE REACCIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL AL CICLO ECONÓMICO, POR DETERMINANTES



FUENTES: IMF Fiscal Rules Dataset, CEPAL, OCDE y Banco de España.

a Coeficiente de la brecha de producto en una regresión MCO de ventana móvil de siete años, con intervalo de confianza del 90 %. Un coeficiente negativo (positivo) significa política fiscal procíclica (contractiva).

Sin embargo, en los últimos años parece apreciarse un cambio de comportamiento. En particular, durante la crisis financiera global las economías latinoamericanas resistieron particularmente bien, con políticas macroeconómicas moduladas de forma contracíclica para paliar los efectos de la crisis. Por otra parte, se ha constatado un importante cambio institucional en materia presupuestaria desde principios del nuevo milenio, materializado en la implementación de un marco fiscal más robusto con la adopción de reglas en muchos países de la región (véase gráfico 1). Estas reglas fiscales han sido desarrolladas con objetivos diversos. En algunos países pretenden limitar el crecimiento de la deuda o el déficit primario para mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo, mientras que, en otros, el objetivo es la estabilización del ciclo y la generación de espacio fiscal en las fases alcistas para poder realizar expansiones fiscales en los tiempos recesivos. La creación de fondos soberanos a partir de los ingresos de materias primas en Chile, y más recientemente en Colombia o México, y la introducción de objetivos de balance estructural a medio plazo son algunos desarrollos de política económica ligados a estas reglas fiscales.

Para poder valorar el tono de la política fiscal en América Latina se requiere estimar los saldos fiscales primarios estructurales (es decir, excluyendo del saldo público total la carga de intereses de la deuda y el impacto del ciclo económico) y corregirlos, además, por el impacto de los precios de las materias primas, pues una gran parte de los países de la región depende en gran medida de los ingresos por exportación de bienes primarios para cuadrar sus cuentas fiscales, y sus precios también presentan fluctuaciones transitorias de elevada persistencia. Este recuadro presenta, para una muestra de ocho de las principales economías en América Latina<sup>1</sup> en el período 1990-2013, los saldos primarios estructurales corregidos por el precio de las materias primas —empleando la metodología de la OCDE y del FMI<sup>2</sup>— y evalúa si el cambio de las condiciones externas de financiación, por un lado, y la introducción de reglas fiscales, por otro, han permitido un giro hacia una política fiscal con capacidad para suavizar el ciclo económico<sup>3</sup>.

En el gráfico 2 se observan la evolución del saldo primario estructural y la brecha de producto en los países analizados, en media aritmética. Como se puede apreciar, en el período analizado en raras ocasiones se observan situaciones de política fiscal contracíclica; esto es, períodos en los que, o bien una brecha de producto positiva (expansión económica) está acompañada por un cambio positivo (orientación restrictiva de la política fiscal) en el balance primario estructural, o bien una brecha de producto negativa (recesión económica) ocurre a la vez que el cambio en el balance

primario estructural se hace negativo (orientación restrictiva de la política fiscal). Sin embargo, este patrón se quiebra en 2009 con el importante impulso fiscal con que se reaccionó ante la crisis financiera global y en los años inmediatamente posteriores a la crisis se produjeron algunas mejoras en el saldo primario estructural en situaciones económicas favorables. El predominio de la orientación procíclica de la política fiscal en la región en los últimos veinticinco años se corrobora con un sencillo análisis económico, en el que se regresa el saldo primario estructural sobre la brecha de producto. En efecto, en el gráfico 3, que ilustra la evolución del coeficiente que mide la respuesta cíclica de la política fiscal en forma de ventana móvil de siete años junto con unas bandas de confianza del 90%<sup>4</sup>, se aprecia que la prociclicidad en la región ha sido relativamente estable y significativa hasta la reacción a la crisis de 2009. Tras el impulso fiscal de 2009, el coeficiente que mide la respuesta de la política fiscal al ciclo deja de ser significativo, es decir, la política fiscal deja de ser procíclica para convertirse en acíclica.

Para analizar la evolución de las condiciones financieras sobre la relación entre el tono de la política fiscal y el ciclo, en la regresión anterior se incluye un indicador, derivado de la literatura de análisis de sostenibilidad de la deuda<sup>5</sup>, que trata de aproximar la situación financiera del sector público. Este indicador se construye como el saldo primario estructural que estabilizaría la ratio de deuda pública sobre el PIB en cada período, dado el tipo de interés implícito que paga el sector público por la deuda emitida<sup>6</sup> y el crecimiento de la economía. Esta variable tiene en cuenta las condiciones de financiación y la situación fiscal subyacente, de forma que mide el espacio fiscal de las autoridades<sup>7</sup>. Los resultados indican que las condiciones de financiación influyen significativamente en la respuesta cíclica de la política fiscal. Como se aprecia en el gráfico 4, el carácter procíclico de la política fiscal se atenúa una vez se tiene en cuenta la influencia de las condiciones de financiación.

El impacto de la introducción de reglas fiscales sobre la respuesta de la política fiscal al ciclo resulta más difícil de valorar. Por un lado, no es fácil evaluar si las reglas fiscales contribuyen a eliminar el sesgo contracíclico de la política fiscal o si, por el contrario, su creación se enmarca dentro de un proceso en el que la mejora de las instituciones puede ser un paso más para el logro de la disciplina fiscal.

1 Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Perú y Uruguay.  
2 Véase Daude, Melguizo y Neut (2011), «Fiscal policy in Latin America: Counter-cyclical and Sustainable?», *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, vol. 5, 2011-14.  
3 Alberola, Kataryniuk, Melguizo y Orozco (2015), «The long (and unfinished) march towards fiscal policy stabilization in Latin America: The role of financial conditions and fiscal rules», mimeo.

4 Un coeficiente negativo en la regresión significa un comportamiento procíclico de la política fiscal, y viceversa.  
5 Alberola y Montero (2006), «Debt Sustainability and Procyclical Fiscal Policies in Latin America», *Economía, LACEA, Journal of the Latin American and Caribbean Association* – 7 (1), pp. 157-193, otoño.  
6 En concreto, esta variable se construye como  $TB = [(r-g)/(1+g)] * D(-1)$ , donde  $r$  es el tipo de interés medio efectivamente pagado,  $g$  el crecimiento del PIB y  $D(-1)$  el stock de deuda en el período anterior.  
7 La inclusión de esta variable en la regresión del saldo primario estructural está potencialmente sujeta a un problema de endogeneidad, ya que las condiciones de financiación también pueden depender del tono de la política fiscal. Para intentar resolver este problema, se utiliza una estimación por variables instrumentales.

Por otro lado, la medición de la calidad de las reglas fiscales es una cuestión abierta. En este estudio se utiliza la base de datos del FMI<sup>8</sup> para construir diferentes indicadores *de iure* de las reglas fiscales, sin entrar a valorar ni su idoneidad ni el cumplimiento *de facto* de las reglas fiscales<sup>9</sup>. Se vuelve a estimar la regresión del saldo estructural primario sobre la brecha de producción permitiendo que el coeficiente de esta última variable difiera en función de la existencia o no

de reglas fiscales<sup>10</sup>. Los resultados reflejan que los países cuya disciplina fiscal se ha reflejado en el desarrollo de una regla fiscal han sido capaces de evolucionar hacia la eliminación de la tendencia procíclica de la política fiscal (véase gráfico 4). Si este comportamiento refleja que las reglas fiscales funcionan como un mecanismo de señalización de un compromiso con una política fiscal más estable, sigue siendo una cuestión abierta.

8 IMF Fiscal Rules Dataset. Véase A. Schaechter, T. Kinda, N. Budina y A. Weber (2012), *Fiscal Rules in Response to the Crisis—Towards the «Next-Generation» Rules. A New Dataset*.

9 Véase J. C. Berganza (2012), *Fiscal rules in Latin America: a survey*, Documentos Ocasionales, n.º 1208, Banco de España.

10 Para tener en cuenta el problema de endogenidad mencionado en la nota 7, se utiliza un instrumento externo (durabilidad del régimen político, obtenido de la base de datos de Polity IV, para reflejar la mayor perspectiva de una estabilidad macroeconómica con enfoque en el largo plazo por parte de un régimen político más estable).

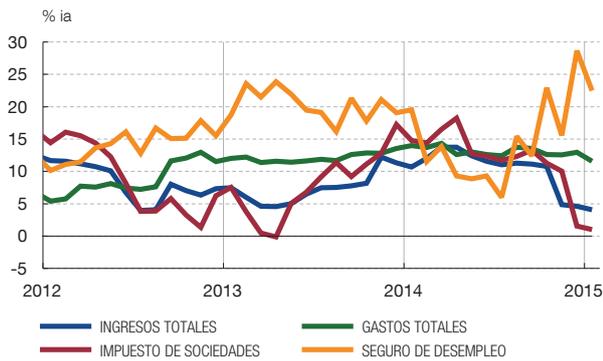
en ámbitos no relacionados con la rebaja de aranceles. En sentido contrario, Argentina y Brasil renovaron las restricciones al comercio de automóviles con México por otros cuatro años.

En el ámbito de las reformas estructurales, en México se aprobaron nuevas iniciativas legislativas para combatir la corrupción y la violencia, así como para elevar la productividad del país —mejorando la integración de las cadenas productivas de las pymes con grandes empresas e impulsando la financiación de actividades y proyectos con potencial productivo o inversión en capital humano—, al tiempo que comenzaban a establecerse los nuevos entes reguladores de los diversos sectores afectados por las reformas y se creaba el Fondo Mexicano del Petróleo. En Colombia se aprobó una reforma tributaria de moderado alcance que pretende cubrir el desfase de ingresos del presupuesto para 2015, elevando el impuesto sobre la renta y creando un nuevo impuesto sobre la riqueza. Finalmente, en Chile se aprobó la reforma educativa que garantiza la gratuidad de la enseñanza, la reforma electoral que acerca el sistema a la proporcionalidad, y se anunció la presentación en el Congreso, para antes de finales de año, de la reforma laboral, que incluiría el facilitar la sindicalización de trabajadores, garantizar el derecho a la huelga y cambios en los formatos de los contratos.

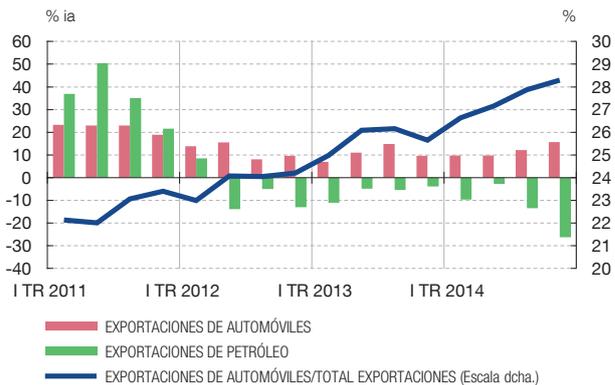
### Evolución económica por países

Con la revisión de las cifras de contabilidad nacional publicadas en marzo, la economía de Brasil salió de la recesión «técnica» en el último semestre del año, al crecer un 0,2 % y un 0,3 % en tasa trimestral en el tercer y cuarto trimestres, respectivamente, si bien mantuvo tasas interanuales negativas durante los tres últimos trimestres de 2014 (–1,2 %, –0,6 % y –0,2 %, respectivamente). Así, el crecimiento en 2014 se situó en el 0,2 % (2,7 % en 2013), como consecuencia del continuado debilitamiento de la demanda interna, cuya aportación al crecimiento fue de tan solo 0,1 pp en 2014. La inversión continuó contrayéndose fuertemente (en torno al 6 % interanual en el cuarto trimestre), mientras que el consumo privado registraba un crecimiento moderado. La aportación de la demanda externa fue de cuatro décimas en el cuarto trimestre, en el que cayeron fuertemente las exportaciones (–10,7 % interanual), resultado de la debilidad de las ventas de manufacturas y petróleo, por

BRASIL. INGRESOS Y GASTOS PÚBLICOS



MÉXICO: EXPORTACIONES DE AUTOMÓVILES Y PETRÓLEO



FUENTE: Estadísticas nacionales.

productos y, por países, de las dirigidas a China y a la UE. Los indicadores de mayor frecuencia del primer trimestre de 2015 apuntan a un mantenimiento de la debilidad de la demanda interna, acusando además el efecto de la mayor sequía en décadas. El mercado de trabajo ofrece algunos signos de debilidad, pues ha seguido registrando caídas en la creación de empleo, sobre todo en el sector manufacturero, a pesar de que la tasa de paro se mantuvo en mínimos históricos (en parte, gracias a la menor población activa) y de que los salarios reales crecieron un 2,4 %. La inflación se mantuvo al alza a lo largo del año, cerrando 2014 en el 6,4 % interanual, y rompiendo el techo del rango objetivo en enero de 2015 (+4,5 %, con bandas de +/-2 %) como consecuencia del ajuste realizado por el Gobierno de los precios administrados, alcanzando el 8,1 % interanual en marzo. La inflación subyacente ha repuntado sobre todo desde inicios de año (8 % en marzo), al igual que las expectativas de inflación, previéndose que hasta mediados de 2016 no vuelvan a situarse dentro de la banda objetivo del banco central. En este contexto, poco después de las elecciones, el banco central sorprendió reiniciando el ciclo de subida de los tipos de interés oficiales, acumulando una subida total de 125 pb, hasta el 12,75 %, en un intento de anclar las expectativas de inflación. También se redujo a la mitad la cuantía de la intervención mediante *swaps* en el mercado cambiario, mecanismo que finalmente se eliminó a finales de marzo. El real se depreció un 14 % frente al dólar en el semestre, y en los tres primeros meses del presente año se situó por encima de los 3,3 reales por dólar, mínimo histórico desde 2003. Desde el punto de vista fiscal (véase gráfico 11), el saldo primario en 2014 se situó en el -0,6 % del PIB, lo que supone un fuerte deterioro con respecto a los años anteriores (1,8 % del PIB en 2013) e inferior al objetivo del año (+0,2 % del PIB), que ya había sido revisado a la baja. No obstante, el nuevo Gobierno ha anunciado un paquete fiscal consistente en una reducción de gastos por valor del 0,7 % del PIB, y un aumento de impuestos por un 0,4 % del PIB, que, aunque a corto plazo podrían incidir negativamente en la actividad y elevar la inflación a lo largo de 2015, tienen como objetivo de medio plazo reconducir las cuentas fiscales y recuperar la credibilidad. En el ámbito del sector exterior, el déficit por cuenta corriente se amplió hasta el 4 % del PIB en 2014 (frente a los 3,6 % del PIB de 2013) como resultado de la desaparición del superávit comercial y la aparición de un moderado déficit (0,2 % del PIB), asociado a la caída de los términos de intercambio y las menores exportaciones a China. En la cuenta financiera se ha registrado un moderado aumento en las entradas de flujos de cartera, que pasaron del 1,1 % del PIB en 2013 al 1,4 % en 2014, aprovechando los mayores tipos de interés de la economía brasileña. Por otra parte, la agencia *Moody's* situó la calificación soberana del país en perspectiva negativa, y *Standard and Poors* la mantuvo sin cambios.

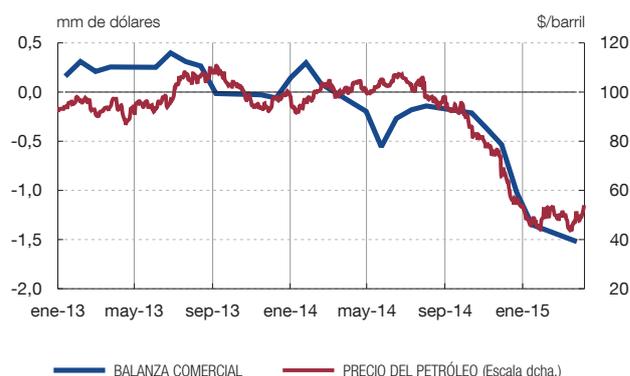
En *México*, la economía registró en 2014 un crecimiento del 2,1 %, frente al 1,4 % de 2013, recuperándose a lo largo del segundo semestre, aunque a un ritmo inferior al esperado. Por el lado de la demanda, las exportaciones continuaron siendo el principal motor del crecimiento (7,1 % en el tercer trimestre y 10,3 % en el cuarto), impulsadas por la mejora de la actividad en Estados Unidos y su reflejo en la industria manufacturera (automotriz sobre todo) (véase gráfico 11), que más que compensaron el descenso de las exportaciones petroleras. El componente más dinámico de la demanda interna fue la inversión, que creció un 2,3 % en el año (-1,6 % en 2013) ante el buen comportamiento de la inversión privada (5 %), que más que compensó el retroceso de la pública (-7 %). Por su parte, el consumo privado continuó débil, aunque ganó dinamismo apoyado en el buen comportamiento del mercado de trabajo, que se está beneficiando por el plan de formalización del empleo. De hecho, la tasa de paro cayó hasta el 4,4 % en el cuarto trimestre. Los datos publicados para el primer trimestre de 2015 apuntan al mantenimiento de ritmos de crecimiento similares a los del cuarto, impulsados por la demanda externa. La inflación cerró el año en el 4,1 % interanual, algo por encima del límite superior del intervalo objetivo del banco central (3 %  $\pm$  1 %), la tasa subyacente se situó por debajo de la general (2,4 % en febrero) y las expectativas de inflación de medio y largo plazo permanecieron ancladas alrededor del 3 %. El tipo de cambio del peso se depreció en paralelo a la caída del precio del petróleo, situándose en el nivel más bajo de los seis últimos años. Ello provocó la activación de la regla automática de intervención para reducir la volatilidad; posteriormente se aumentó la oferta diaria en 52 millones de dólares adicionales mediante subastas sin precio mínimo, ante la intensificación de las presiones a la baja. En este contexto, el banco central mantuvo los tipos oficiales en el 3 % durante los seis últimos meses, señalizando una posible sincronización de la política monetaria con la de la Reserva Federal, por lo que los mercados descuentan la primera subida de tipos para el tercer trimestre de 2015. En el plano fiscal, las cuentas públicas se deterioraron por la desaceleración de los ingresos, debido sobre todo a la caída del 42 % los ingresos petroleros, a pesar del efecto positivo de la reforma fiscal aprobada en octubre de 2013 y de la depreciación del tipo de cambio. Así, el déficit se situó en el 3,2 % del PIB (frente a un objetivo de 2,5 %), casi 1 pp por encima del dato de 2013. En este contexto, en enero el Gobierno aprobó un recorte del gasto público del 0,7 % del PIB para 2015, que afectaría, sobre todo, al gasto corriente, pero también a inversiones en Pemex y a la Comisión Federal de Electricidad, y un recorte adicional en 2016.

La actividad en *Argentina* prolongó en el segundo semestre de 2014 la dinámica de debilidad que había caracterizado su evolución en la primera mitad del año. El PIB creció un 0,1 % y un 0 % intertrimestral, respectivamente, en el tercer y cuarto trimestres, por lo que, en el conjunto de 2014, el crecimiento del PIB fue de un 0,5 %, frente al 2,9 % registrado en 2013. El factor clave que explica el debilitamiento de la actividad en 2014 son las restricciones impuestas a la cadena de producción por los controles a la importación, que han afectado especialmente a los bienes intermedios, en el actual contexto de aislamiento comercial y financiero, y de escasez de divisas. Por el lado del gasto, la inversión aceleró su ritmo de caída en términos interanuales hasta el 4,9 % en el tercer trimestre y hasta el 9,7 % en el cuarto, cerrando el año con una caída del 5,6 %. El consumo de los hogares reflejó el agotamiento de las fuentes internas de crecimiento, al caer un -0,5 % en 2014, tras una década de crecimiento por encima del 3 %. Por su parte, el consumo público creció un 2,8 % en el conjunto del año (el menor crecimiento de la década), tras acelerar su ritmo de crecimiento en el cuarto trimestre hasta el 3,8 % interanual. En sentido contrario, la aportación del sector externo pasó de ser negativa en 1,4 pp a positiva en la misma cantidad, como consecuencia de la fuerte contracción de las importaciones, de más de un 12 %, que más que compensó el retroceso de las exportaciones, muy condicionadas

ARGENTINA: COMERCIO EXTERIOR



COLOMBIA: BALANZA COMERCIAL Y PETRÓLEO



FUENTES: INDEC, Secretaría de Agricultura de Argentina y DANE.

(véase gráfico 12) por los menores términos de intercambio y la débil demanda externa, especialmente de Brasil, primer socio comercial. Las previsiones para 2015 apuntan hacia una continuación del débil comportamiento de la economía. En este contexto, el déficit de la cuenta corriente en 2014 se amplió hasta el 0,9 % (0,8 % en 2013). Por su parte, las reservas internacionales de divisas se estabilizaron en torno a los 30 mm de dólares, gracias al control sobre las importaciones y la activación de varios *swaps* frente el yuan chino (3,8 mm de dólares). La inflación oficial alcanzó el 23,9 % interanual en diciembre y, aunque la caída del precio del petróleo y la desaparición del efecto de la fuerte devaluación de inicios de 2014 están ayudando a su moderación, la continua monetización del déficit público, que cerró el año por encima del 3 % del PIB, sigue representando un importante riesgo al alza. El aumento del déficit público fue consecuencia del aumento del gasto público (42 % anual) —resultado de los subsidios al sector privado—, que más que compensó la mayor recaudación (41 %). El tipo de cambio oficial se devaluó casi un 50 % en 2014 frente a 2013, cerrando el año en 8,1 pesos por dólar, aunque el ritmo de devaluación se frenó en la segunda mitad del año, a la vez que se cerraba parcialmente la brecha con el tipo de cambio no oficial. Por otra parte, la expiración en 2015 de la cláusula *Rights Upon Future Offers* (RUFO) de la deuda reestructurada, que otorgaba el derecho a los tenedores de bonos reestructurados a acogerse a cualquier mejora concedida a otros acreedores, no supuso ningún cambio en las negociaciones con los *holdouts*, por lo que el país sigue en situación de impago soberano en su deuda reestructurada.

En Chile, la actividad económica acusó una fuerte desaceleración en 2014, que se fue moderando en los últimos meses del año y, sobre todo, a comienzos de 2015. En el conjunto de 2014, el crecimiento fue del 1,9 % interanual y se revisaron al alza en una décima los datos para 2013 (4,2 %) y 2012 (5,5 %). En el cuarto trimestre de 2014, la economía creció algo más en términos trimestrales (0,9 %) y, en particular, la demanda interna moderó su ritmo de contracción, impulsada por el gasto público (5,5 % interanual) y por el comportamiento de la formación bruta del capital fijo, que pasó a crecer (0,5 % interanual) tras cinco trimestres consecutivos de registros marcadamente negativos. En 2014, la aportación de la demanda externa al crecimiento fue positiva (de 3,2 pp) por la contracción de importaciones. La tasa de desempleo se mantuvo en mínimos (6,3 % de la población activa). El superávit comercial aumentó de forma que el déficit por cuenta corriente se corrigió muy sustancialmente, hasta el 1,2 % del PIB (3,4 % en 2013). En la cuenta financiera, aumentaron la inversión directa extranjera y la inversión en cartera. La inflación, que experimentó un repunte hasta el 5,7 % interanual en octubre, se ha moderado en los últimos

meses, debido en parte a la caída del precio del petróleo, hasta situarse en el límite superior de la banda objetivo. El banco central redujo los tipos de interés oficiales en una ocasión desde el pasado septiembre en 25 pb, hasta el 3 %. En el plano fiscal, en 2014 se registró un déficit del 1,6 % del PIB (superior al 0,9 % estimado en la Ley de Presupuestos) y un déficit estructural del 0,5 %, debido a un mayor gasto, en un contexto de desaceleración cíclica y como consecuencia de menores ingresos provenientes del cobre (2 % del PIB y 10 % de los ingresos fiscales), una cifra prácticamente la mitad que la obtenida en 2011. En el primer año de aplicación de la reforma fiscal, se consiguió el aumento previsto en la recaudación (0,3 % del PIB). Para 2015 se espera un aumento de los ingresos fiscales equivalentes al 2 % del PIB por la reforma fiscal, con un déficit efectivo del 1,9 % del PIB y un déficit estructural del 1,1 % del PIB. Tanto los fondos de estabilización como la reducida deuda soberana de Chile siguen permitiendo una política fiscal contracíclica.

En 2014, *Colombia* fue la economía con mayor dinamismo de la región, al registrar el PIB un crecimiento del 4,6 % (4,9 % en 2013). Aun así, el crecimiento se redujo marcadamente a lo largo del año, desde el 6,4 % interanual del primer trimestre al 3,5 % del cuarto, como consecuencia de la ralentización de la demanda interna, y en particular del consumo público y la inversión, aunque en el conjunto del año este fue el componente más dinámico, con un crecimiento cercano al 11 %. El consumo privado, sin embargo, elevó su ritmo de expansión en el cuarto trimestre y consiguió compensar la desaceleración de los otros componentes. Por su parte, la aportación de la demanda externa volvió a ser negativa en 2014 (-2,8 pp), como consecuencia de la debilidad de las exportaciones (-1,7 %), que acusaron la fuerte caída de las ventas de petróleo al exterior, en contraste con el comportamiento de las importaciones (9,2 %), que reflejaron el buen momento de la inversión. En consecuencia, el déficit comercial en el año se amplió (véase gráfico 12) hasta el 2,4 % del PIB y el saldo por cuenta corriente se deterioró marcadamente, hasta el -5,2 % del PIB (-3,2 % en 2013). En la cuenta financiera, la inversión directa se redujo como reflejo de menores inversiones en el sector minero-energético, pero los flujos de inversión en cartera aumentaron en un 68 %. Los indicadores del primer trimestre apuntan a que el crecimiento continuaría desacelerándose a pesar del buen comportamiento que aún reflejan tanto el mercado laboral como el crédito. La inflación, que terminó el año muy cerca del límite superior del rango meta (+3 %, con bandas de +/-1 %), comenzó a repuntar en los últimos meses y mantuvo esta dinámica en el inicio de 2015, alcanzando el 4,6 % en marzo, como consecuencia del aumento de los precios de los alimentos y de la depreciación del tipo de cambio. En este contexto, el banco central mantuvo el tipo de interés oficial en el 4,5 % desde septiembre, tras las subidas de julio y agosto, e interrumpió las compras de dólares en el mercado cambiario. El tipo de cambio experimentó una depreciación de más del 20 % frente al dólar en 2014 y de más de un 8 % desde inicios de año hasta marzo, en un entorno de caída de los precios del petróleo y de deterioro de las perspectivas de crecimiento. En el ámbito fiscal, en 2014 se cumplió la meta de reducción del déficit estructural, que se situó en el 2,3 % del PIB (2,4 % observado). Para 2015, el cumplimiento de la regla fiscal requirió inicialmente un aumento de los impuestos que permitiera elevar los ingresos. Sin embargo, ante la previsión de menores ingresos petroleros, el Gobierno anunció un recorte del gasto del 3 % y admitió en la actualización de los presupuestos una desviación cíclica del -0,6 %, lo que implica un aumento del déficit público hasta el 2,8 % del PIB, que será financiado con la emisión de deuda pública.

En *Perú* se profundizó la pérdida de dinamismo de la actividad durante el cuarto trimestre, registrando una expansión del 0,4 % intertrimestral, 1 % interanual. En el conjunto del año, el crecimiento del 2,4 % fue muy inferior al del año previo (5,8 %). Por componentes, el consumo privado se desaceleró moderadamente, pero la inversión cayó un 2 % por la

contracción de la producción minera. La aportación de la demanda externa fue ligeramente positiva, como resultado de la corrección de las importaciones. El déficit por cuenta corriente se redujo en 2014, aunque se situó en el 4,1 % del PIB, en un contexto de deterioro del saldo comercial, que pasó de superávit a déficit por la caída del precio de los metales. En 2015, los indicadores de actividad y de confianza muestran que el crecimiento de la actividad comienza el año en tasas moderadas. Por su parte, la inflación se moderó hasta situarse dentro de la banda objetivo de la autoridad monetaria, registrando en febrero de 2015 una tasa interanual del 2,8 %. El banco central mantuvo los tipos de interés sin cambios, aunque se tomaron algunas medidas macroprudenciales (reducción de los requerimientos de reservas en moneda local de los bancos, e imposición de límites en la operativa de derivados en divisas), en un contexto de depreciación de la moneda. Igualmente, se llevaron a cabo operaciones de venta de dólares para limitar la volatilidad del tipo de cambio, y se comenzó a intervenir a través de un nuevo instrumento, el *swap* cambiario. Por el lado fiscal, el sector público registró en 2014 un déficit primario equivalente al 0,1 % del PIB.

Con los datos del PIB para el cuarto trimestre aún sin publicar, la economía de *Venezuela* mostró una evolución muy negativa a lo largo de 2014. La actividad cayó un 4,9 % interanual en el primer semestre del año y un 2,3 % en el tercer trimestre. Por componentes, esta evolución se explica por la fuerte contracción de la inversión (-27,5 % en el primer trimestre y -18 % y -9,3 % en el segundo y tercero, respectivamente), en un contexto, de restricción a las importaciones, como consecuencia de la extrema escasez de divisas. La evolución negativa del consumo privado se moderó a lo largo del año, pasando de una caída del 4,2 % en el primer semestre a una del 1,6 % en el tercero, en un contexto en que tanto el mercado laboral como el crédito mostraron aún cierto comportamiento favorable, a pesar de la fuerte caída de los salarios reales. El consumo público se mantuvo como el componente más dinámico, al registrar un crecimiento en el tercer trimestre del 2,1 %. La contracción de las importaciones explica que la aportación de la demanda externa fuese positiva, aunque fuertemente decreciente (de 13,1 pp en el primer trimestre a 2 pp en el tercero). La caída del precio del petróleo explica un descenso de las exportaciones cercano al 10 % en términos nominales. A pesar de ello, el superávit por cuenta corriente se situó en el 3 % del PIB en el tercer trimestre de 2014 (ligeramente superior al 2,3 % de 2013), por la contracción de las importaciones. Las reservas internacionales se situaron en el 6 % del PIB en octubre de 2014, pero las reservas líquidas no alcanzarían los 6 mm de dólares, dado que la mayor parte está materializada en oro. La inflación se disparó hasta el 65 % en diciembre, último dato publicado, como consecuencia de la escasez de divisas para importar, del aumento de la oferta monetaria para financiar el déficit público, y de la depreciación efectiva del tipo de cambio ante el cierre decretado de los mercados SICAD I y SICAD II, y la apertura de un nuevo mercado de divisas paralelo libre (SIMADI), en el que la moneda cotizó un 93 % más devaluada que el tipo de cambio oficial. Las agencias de calificación recortaron el *rating* soberano del país hasta CCC.

17.4.2015.