

Introducción

A pesar de que los mercados financieros globales mostraron una marcada inestabilidad a principios de 2016, desde el mes de febrero los mercados emergentes, incluidos los de América Latina, registraron una evolución favorable, caracterizada por una significativa compresión de las primas de riesgo, una importante recuperación de las bolsas y, con información preliminar del tercer trimestre, también un retorno de los flujos de capital. El principal factor detrás de este cambio de sentimiento fue el nuevo retraso en las expectativas de endurecimiento de las políticas monetarias de las principales economías desarrolladas, tendencia que se intensificó a raíz de la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea.

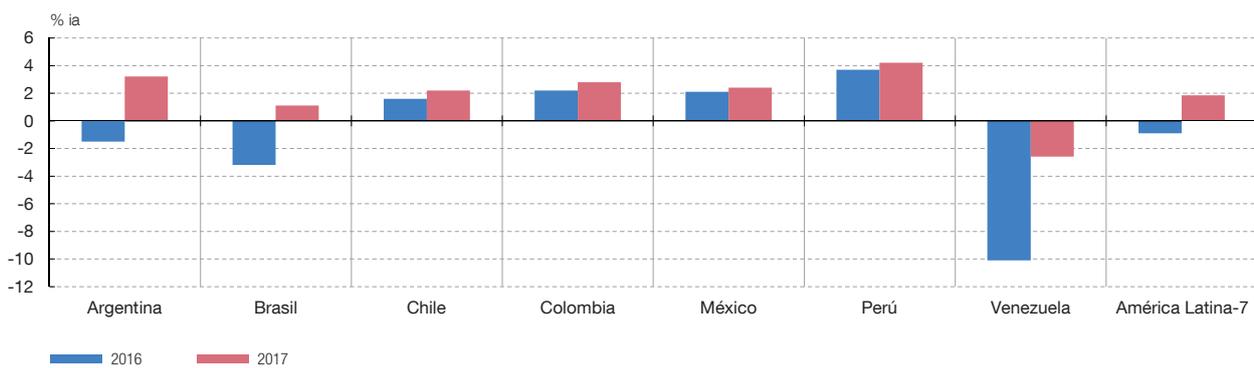
Sin embargo, los datos del PIB del segundo trimestre de 2016 (los últimos disponibles) mostraron un comportamiento más débil que en trimestres previos en la mayoría de los países de América Latina. En concreto, el promedio ponderado del PIB de las seis principales economías para las que se dispone de información de contabilidad nacional registró un retroceso intertrimestral en ese período, dejando la tasa de variación interanual en el primer semestre del año en el $-0,7\%$, tras el estancamiento (con una tasa de variación estimada del 0%) registrado en 2015. La pérdida de dinamismo de la actividad en el segundo trimestre fue generalizada, excepto en Brasil, donde la caída del PIB se moderó.

Es aún prematuro concluir si los indicadores de mayor frecuencia publicados a partir del tercer trimestre —que apuntan a una mejora de la confianza empresarial y del consumidor—, junto con la recuperación de los flujos de capital hacia la región de los últimos meses, permiten anticipar un punto de inflexión en términos de crecimiento en América Latina. De hecho, las previsiones macroeconómicas para el conjunto de las siete principales economías (incluida Venezuela) apuntan a un crecimiento algo superior al $1,5\%$ en 2017, tras el retroceso de casi un 1% estimado para 2016 (véase gráfico 1). Sin embargo, este significativo repunte se debe principalmente a las perspectivas de recuperación en Brasil, que se han revisado al alza en torno a 0,5 puntos porcentuales (pp) en los seis últimos meses, y que están asociadas a una expectativa de cambio en las políticas económicas que todavía debe materializarse. También reflejan las previsiones de crecimiento en Argentina, que presentan asimismo algún riesgo a la baja.

Varios factores internos apoyan una perspectiva de recuperación a corto plazo en la región. Por un lado, el posible cambio de ciclo de las políticas monetarias por el descenso de la inflación y la apreciación de los tipos de cambio. Por otro, la corrección de los desequilibrios externos en algunos países, que debería mitigar su vulnerabilidad a los cambios de sentimiento en los mercados. Ambos factores podrían apuntar, además, hacia una rotación de la composición del crecimiento en 2017 desde la demanda externa neta —que se ha apoyado en la sustitución de importaciones y en la moderada recuperación de las exportaciones ocurrida hasta la fecha— hacia la inversión. En sentido inverso, entre los factores que plantean riesgos a la baja para el crecimiento en el corto plazo figuran la necesidad de un ajuste fiscal, la caída del crédito y el riesgo de reversión de los flujos de capital, en un escenario de cambio de sentimiento en los mercados financieros globales.

En la vertiente exterior, los riesgos procedentes de China se han atenuado en los últimos trimestres, permitiendo una cierta recuperación de los precios de las materias primas (soja, cobre, también petróleo) y un aumento de los términos de intercambio en varios

PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN AMÉRICA LATINA PARA 2016 y 2017 (a)



FUENTE: *Latin American Consensus Forecasts*.

a Previsiones de *Consensus Forecasts* de septiembre de 2016.

países de la región. No obstante, en la medida en que la estabilización del crecimiento en China se ha basado en buena parte en un mayor estímulo al crédito, su sostenibilidad plantea un riesgo latente. Por otro lado, el proceso de normalización de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal introduce un elemento de riesgo en los mercados, además de suponer una potencial restricción a la actuación de las políticas monetarias en la región. Con una perspectiva de largo plazo, la consolidación fiscal en un entorno de menores ingresos por materias primas sigue siendo fundamental, así como también lo es el reto de diversificar las economías con el fin de conseguir una mejora en los niveles de productividad.

En este «Informe de economía latinoamericana» se mantiene el cambio de estructura iniciado en la edición anterior, con una primera sección que recoge los principales rasgos de la evolución reciente de la economía latinoamericana, y dos secciones temáticas que permiten profundizar en aspectos concretos de las economías de la región. El primer tema de los seleccionados para este informe incorpora un análisis de las perspectivas y riesgos de la economía brasileña a través de un modelo VAR, que permite descomponer el crecimiento en sus principales determinantes. En la segunda sección temática se analiza la evolución histórica de la productividad total de los factores en América Latina y sus determinantes¹.

Evolución reciente de la economía latinoamericana

EL ENTORNO EXTERIOR
Y LA EVOLUCIÓN DE LOS
MERCADOS FINANCIEROS

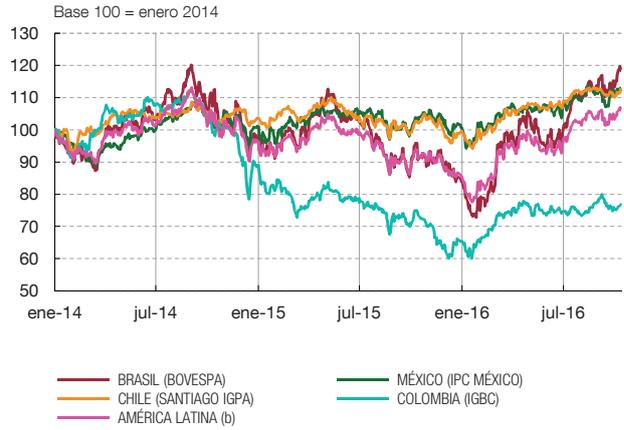
La economía mundial siguió mostrando síntomas de debilidad durante el período transcurrido de 2016, creciendo a tasas históricamente reducidas y sin que los indicadores más recientes señalen un repunte significativo de la actividad en ninguna de las principales áreas. Por su parte, el comercio mundial se desaceleró en el segundo trimestre del año, lastrado, una vez más, por el comercio de las economías emergentes. Entre las principales áreas avanzadas, destacó la debilidad de la actividad en Estados Unidos en el segundo trimestre del año, con un crecimiento por debajo del esperado, así como la revisión a la baja de las previsiones para el Reino Unido (aunque en menor medida de lo inicialmente esperado en el corto plazo), tras el voto contrario a la permanencia del país en la Unión

¹ El modelo de vectores autorregresivos utilizado en la sección de Brasil se ha estimado en colaboración con el Banco Central Europeo. La sección sobre productividad recoge los principales resultados de un trabajo de I. Kataryniuk y J. Martínez-Martín (2016), *TFP growth and commodity prices in Emerging Economies*, de próxima publicación en la serie Documentos de Trabajo del Banco de España.

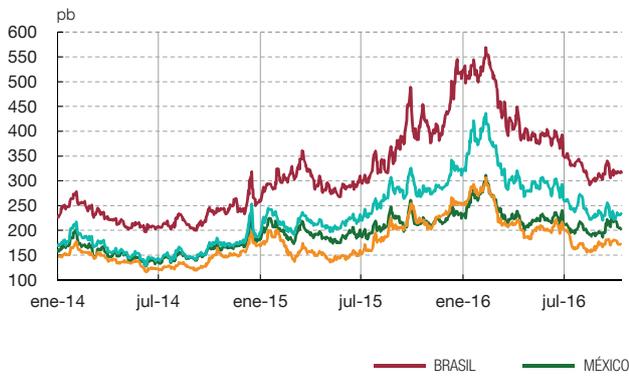
1 TIPOS DE INTERÉS (a)



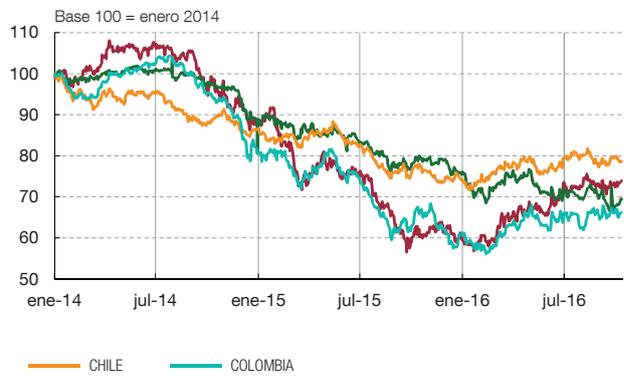
2 ÍNDICES DE BOLSA



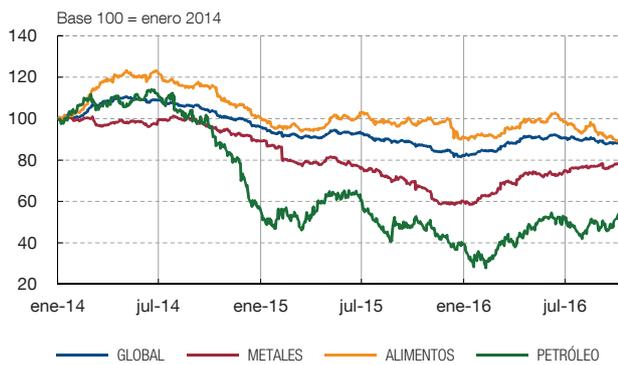
3 DIFERENCIALES SOBERANOS



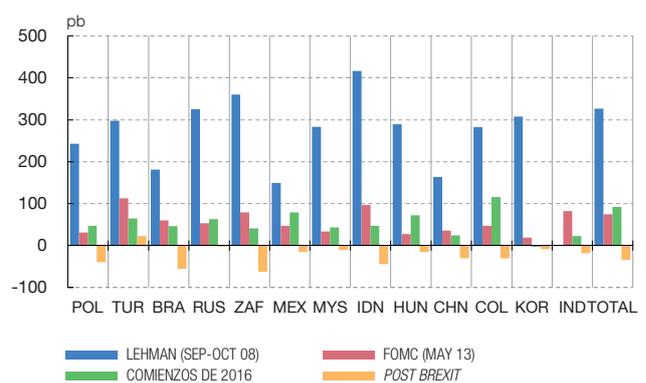
4 TIPO DE CAMBIO NOMINAL FREENTE AL DÓLAR



5 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



6 VARIACIÓN DEL EMBI



FUENTES: Datastream y JP Morgan.

a Los tipos de América Latina, Asia y Europa del Este se han construido sumando el tipo del bono a diez años de Estados Unidos y los diferenciales del EMBI.
b Índice MSCI de América Latina en moneda local.

Europea. Los mercados financieros internacionales mostraron un comportamiento positivo a partir de febrero (véase gráfico 2), cuando se diluyeron algunos de los factores que habían pesado negativamente en el inicio del año. En particular, los riesgos de inestabilidad financiera en China disminuyeron al estabilizarse su ritmo de crecimiento, el precio del

petróleo se mantuvo en el entorno de los 40-50 dólares por barril y las expectativas de endurecimiento inminente de la política monetaria en Estados Unidos se atenuaron, a lo que se sumó la relajación adicional de las políticas monetarias del BCE y del Banco de Japón.

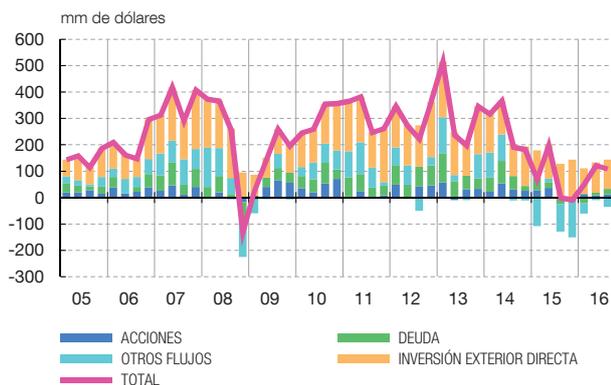
La subida de los precios de los activos financieros emergentes y de otros segmentos de mercado con elevado riesgo se intensificó desde finales de junio, tras la rápida reabsorción por los mercados del inesperado voto favorable del Reino Unido a la salida de la Unión Europea (*Brexit*). Aunque este acontecimiento tenía una dimensión suficiente para generar una nueva ronda de inestabilidad global, en esta ocasión, tras la adversa respuesta inicial, los mercados emergentes reaccionaron fuertemente al alza (véase gráfico 2) y las entradas de flujos de cartera hacia estas economías terminaron superando las registradas tras las dos últimas rondas de expansión cuantitativa en Estados Unidos. En un entorno de baja inflación y bajo crecimiento en los países industrializados, el *Brexit* intensificó el tono acomodaticio esperado para las políticas monetarias en la zona del euro y el Reino Unido, y retrasó de nuevo la expectativa de normalización monetaria en Estados Unidos, generando un proceso de búsqueda de rentabilidades generalizado. Este nuevo escenario proporciona un margen de maniobra más amplio a las economías emergentes para reducir sus vulnerabilidades, pero también supone un riesgo más elevado de reversión rápida de los flujos en caso de un retorno de la aversión al riesgo en los mercados internacionales.

Los mercados latinoamericanos no fueron ajenos a estas tendencias; de hecho, la mejoría fue más acusada que en otras regiones. Los diferenciales soberanos disminuyeron en más de 280 puntos básicos (pb) desde los máximos alcanzados a mediados de febrero, y el EMBI regional quedó situado en 460 pb —un nivel similar al de mayo de 2015—, frente a las caídas de entre 110 pb y 120 pb en Asia y en Europa del Este. Las bolsas aumentaron casi un 30 % (frente al 22 % de Asia o el 15 % de Europa del Este), impulsadas por las empresas de materias primas, que en media registraron subidas de hasta un 80 %.

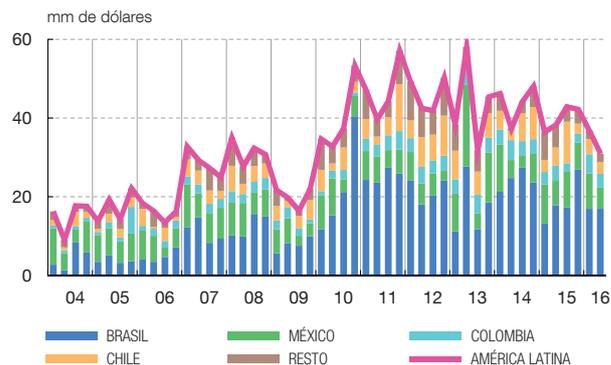
Por países, lo más destacable fue la evolución divergente de los mercados de Brasil y México. Brasil ha sido uno de los países más beneficiados por el contexto de menor aversión al riesgo en los mercados internacionales, con un recorte de 250 pb de su diferencial soberano —desde los máximos alcanzados en febrero—, un aumento de la bolsa del 47 % y una apreciación de la divisa frente al dólar del 25 %, la mayor entre los países emergentes, por delante de Rusia (20 %) y Colombia (17 %). En cambio, en México el diferencial soberano se redujo en 85 pb, la bolsa subió un 11 % y el tipo de cambio se depreció un 4 % adicional frente al dólar, situándose en un mínimo histórico. Este comportamiento diferencial contrasta con la posición cíclica relativa de ambas economías, y con su situación fiscal. En Brasil, la expectativa de cambio en la orientación de las políticas económicas, la corrección del desequilibrio exterior y la recuperación de la confianza están desempeñando un papel destacado en la actitud de los inversores, mientras que, en el caso de México, las dudas sobre el crecimiento a medio plazo, el desajuste exterior y, más recientemente, la incertidumbre sobre el resultado de las elecciones presidenciales en Estados Unidos parecen haber pesado más.

En el resto de mercados de la región el comportamiento de las variables financieras fue también positivo y muy similar entre sí. La excepción es Venezuela, donde el diferencial soberano sigue situado muy por encima de los máximos históricos previos (2.200 pb), en un contexto de deterioro adicional de la actividad, la inflación y las cuentas públicas, caída de las reservas internacionales de divisas y aumento de la tensión social, ante la petición

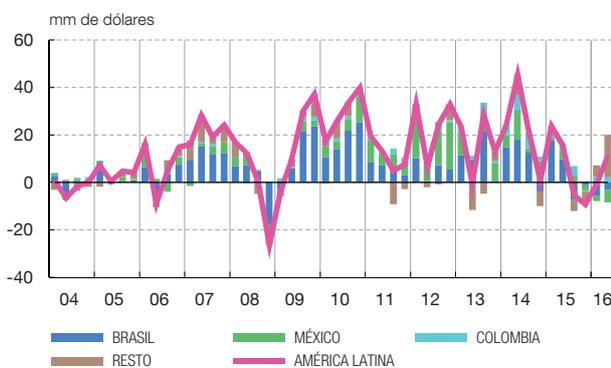
1 MERCADOS EMERGENTES: ENTRADAS DE CAPITALES



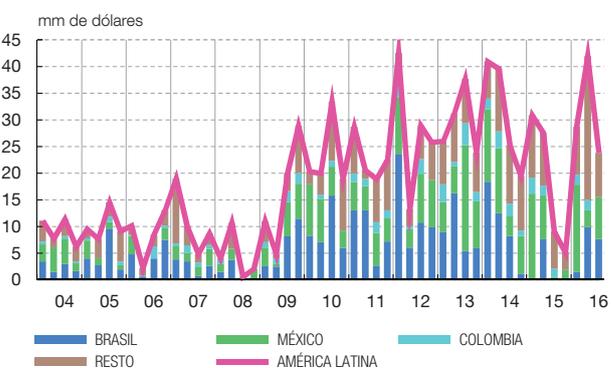
2 AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA



3 AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA



4 AMÉRICA LATINA: EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES



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

de un referéndum revocatorio del presidente. Aunque el país ha afrontado los pagos de su deuda externa en los plazos fijados, a mediados de septiembre la petrolera estatal PDVSA lanzó una operación de canje de deuda con vencimiento en 2017 (7.100 millones de dólares) por pasivos con vencimientos a tres años, colateralizados por activos de la empresa en Estados Unidos, que ha sido calificada como impago selectivo por dos agencias.

En coherencia con la favorable evolución de los mercados financieros, los flujos de capitales hacia economías emergentes se recuperaron en el segundo y tercer trimestres de 2016, al frenarse las salidas en los segmentos de cartera y de otros flujos (véase gráfico 3). Además, las entradas en bolsa y las salidas de deuda apuntan a un cambio en la composición hacia activos de mayor riesgo y menor grado de exigibilidad.

En América Latina, las entradas por inversión exterior directa registraron una caída en el primer semestre hasta niveles cercanos a los de comienzos de 2010 (véase gráfico 3). Por su parte, los flujos de cartera se recuperaron fuertemente a partir del segundo trimestre, fruto del retorno del Gobierno argentino a los mercados de renta fija a partir de abril. Sin embargo tanto en Brasil como en México se produjeron salidas netas, relacionadas en ambos casos con ventas de no residentes en los mercados locales de deuda pública. Según las primeras estimaciones disponibles, los flujos de capitales hacia la región se recuperaron en los meses de verano, como reflejan las emisiones de renta fija (véase gráfico 3), que crecieron un 163% en el tercer trimestre de 2016 respecto al mismo trimestre

de 2015, destacando las emisiones de Brasil, que había estado ausente de estos mercados desde marzo de 2016. La mayor parte de las emisiones en el tercer trimestre las llevaron a cabo las petroleras estatales (37 %) y los Gobiernos de la región (38 %); las emisiones en euros —un 41 % del total en el primer trimestre— prácticamente han desaparecido en el segundo y tercer trimestres (1,1 % y 2,1 %).

ACTIVIDAD Y DEMANDA

La tasa de variación interanual del PIB del agregado de seis países de América Latina² pasó del -0,8 % en el primer trimestre al -0,7 % en el segundo (véase cuadro 1). El crecimiento por lo general fue inferior a lo esperado y con escasos atisbos de recuperación de la actividad hasta la mitad del año. La estabilización de la tasa interanual en los dos primeros trimestres esconde una moderación de la caída del PIB en Brasil (desde el -5,4 % interanual en el primer trimestre hasta el -3,8 % en el segundo), compensada por el agravamiento de la recesión en Argentina (del 0,4 % al -3,4 %). Los restantes países (México, Chile, Colombia y Perú) registraron también un menor crecimiento interanual en el segundo trimestre. La variación trimestral del PIB, ajustada de estacionalidad, fue negativa en cuatro de los países analizados en el segundo trimestre —Argentina (-2,2 %), México (-0,2 %), Chile (-0,4 %) y Brasil (-0,6 %)— y cercana a cero en Colombia y en Perú (véase gráfico 4).

Varios factores explican la debilidad subyacente en la región a lo largo del primer semestre de 2016 (véase más adelante la sección dedicada a Brasil para un análisis más detallado de su caso). En lo referente a México, la pérdida de ritmo del PIB en tasa desestacionalizada³ fue consecuencia principalmente del mal comportamiento del sector industrial, asociado a su vez al escaso pulso de la demanda de Estados Unidos en la primera mitad del año. En Colombia, la actividad se desaceleró hasta el 2 % interanual, un punto menos que en el segundo semestre de 2015, mostrando la materialización del efecto renta asociado a la fuerte caída de los términos de intercambio de finales de 2014, después de un año con un crecimiento inesperadamente robusto. En Chile, el retroceso del crecimiento hasta el 1,5 % interanual se explica sobre todo por el sector de recursos naturales, ya que el resto de los sectores siguió creciendo a tasas del 2,5 %. Finalmente, la nueva serie del PIB de Argentina confirmó que el país se encuentra en recesión desde finales de 2015, lastrado por la caída de la inversión y un modesto crecimiento del consumo privado⁴.

De la composición del crecimiento regional en el primer semestre de 2016 cabe destacar el papel de la demanda externa como principal sostén del crecimiento (véase gráfico 4), aunque esto se debió sobre todo al descenso de las importaciones (-3,9 % interanual), que cayeron por tercer año consecutivo, y no tanto a las exportaciones, cuyo avance tendió a moderarse (2,4 % interanual), en un contexto de apreciación de los tipos de cambio. México, Chile y Colombia se alejaron de esta pauta, ya que la aportación de la demanda interna al crecimiento se moderó, pero siguió siendo superior a la externa.

Desde el punto de vista de los componentes de la demanda interna, la caída del consumo privado se mantuvo en el promedio regional (-0,8 % interanual en el primer y segundo trimestres), si bien este resultado vino muy condicionado por el intenso ajuste de Brasil

2 El agregado analizado, sin contar Venezuela, incluye seis países: Brasil, México, Argentina, Colombia, Perú y Chile.

3 El crecimiento del 2,5 % interanual del PIB mexicano en el segundo trimestre se traduce en un 1,5 % sobre la serie desestacionalizada, tras el ajuste del efecto calendario de la Semana Santa.

4 La revisión de las series de contabilidad nacional desde 2004 ha supuesto un crecimiento real acumulado de la economía 17 pp inferior al estimado previamente a lo largo de los diez últimos años, compensado, en términos nominales, por un ajuste al alza del deflactor.

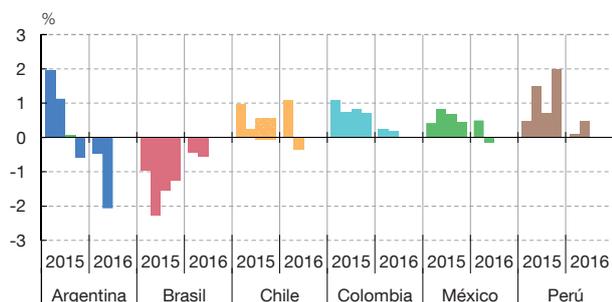
| | 2014 | 2015 | 2014 | | 2015 | | | | 2016 | | 2016 |
|---|------|-------|--------|-------|------|-------|--------|-------|------|-------|------------|
| | | | III TR | IV TR | I TR | II TR | III TR | IV TR | I TR | II TR | Septiembre |
| PIB (tasa interanual) | | | | | | | | | | | |
| América Latina-6 (a) | 0,9 | 0,0 | 0,1 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | -0,1 | -0,8 | -0,8 | -0,7 | |
| Argentina | -2,5 | 2,5 | -4,2 | -2,8 | 0,1 | 3,8 | 3,6 | 2,3 | 0,4 | -3,4 | |
| Brasil | 0,1 | -3,8 | -1,1 | -0,7 | -2,0 | -3,0 | -4,5 | -5,9 | -5,4 | -3,8 | |
| México | 2,3 | 2,5 | 2,3 | 2,6 | 2,6 | 2,3 | 2,7 | 2,4 | 2,5 | 2,5 | |
| Chile | 1,9 | 2,3 | 0,9 | 1,6 | 2,7 | 2,3 | 2,5 | 1,7 | 2,2 | 1,5 | |
| Colombia (b) | 4,4 | 3,1 | 3,9 | 3,3 | 2,7 | 3,1 | 3,1 | 3,4 | 2,5 | 2,0 | |
| Venezuela | -3,9 | — | -2,7 | -2,6 | -1,4 | -4,7 | -7,1 | — | — | — | |
| Perú | 2,4 | 3,3 | 1,8 | 1,2 | 1,9 | 3,2 | 3,3 | 4,7 | 4,5 | 3,7 | |
| IPC (tasa interanual) | | | | | | | | | | | |
| América Latina-5 (a) | 5,0 | 6,0 | 5,2 | 5,2 | 5,4 | 5,8 | 6,2 | 6,6 | 6,7 | 6,2 | 5,9 |
| Brasil | 6,3 | 9,0 | 6,6 | 6,5 | 7,7 | 8,5 | 9,5 | 10,4 | 10,1 | 9,1 | 8,5 |
| México | 4,0 | 2,7 | 4,1 | 4,2 | 3,1 | 2,9 | 2,6 | 2,3 | 2,7 | 2,6 | 3,0 |
| Chile | 4,4 | 4,3 | 4,7 | 5,3 | 4,4 | 4,2 | 4,8 | 4,1 | 4,6 | 4,2 | 3,1 |
| Colombia | 2,9 | 5,0 | 2,9 | 3,5 | 4,2 | 4,5 | 4,9 | 6,4 | 7,7 | 8,2 | 7,3 |
| Venezuela | 62,2 | 121,7 | 63,2 | 65,4 | 79,5 | 89,7 | 126,5 | 170,1 | — | — | — |
| Perú | 3,2 | 3,5 | 2,9 | 3,2 | 3,0 | 3,3 | 3,8 | 4,1 | 4,5 | 3,6 | 3,1 |
| Saldo presupuestario (% del PIB) (c) | | | | | | | | | | | |
| América Latina-6 (a) | -4,0 | -6,2 | -3,4 | -4,0 | -4,8 | -5,1 | -5,5 | -6,2 | -5,7 | -5,5 | |
| Argentina | -2,4 | -3,9 | -2,3 | -2,4 | -3,1 | -3,5 | -3,6 | -3,9 | -3,2 | -3,6 | |
| Brasil | -6,0 | -10,4 | -4,5 | -6,0 | -7,6 | -8,0 | -9,2 | -10,4 | -9,7 | -10,0 | |
| México | -3,2 | -3,5 | -3,4 | -3,2 | -3,3 | -3,7 | -3,3 | -3,5 | -3,2 | -2,1 | |
| Chile | -1,6 | -2,2 | -1,4 | -1,6 | -1,9 | -2,0 | -2,1 | -2,2 | -1,7 | -1,8 | |
| Colombia | -2,6 | -3,1 | -3,4 | -2,6 | -3,0 | -2,5 | -2,8 | -3,1 | -3,1 | -3,2 | |
| Perú | -0,5 | -2,9 | 0,0 | -0,5 | -1,0 | -1,5 | -2,1 | -2,9 | -3,2 | -3,2 | |
| Deuda pública (% del PIB) | | | | | | | | | | | |
| América Latina-6 (a) | 45,2 | 50,1 | 43,8 | 45,3 | 46,8 | 47,6 | 49,7 | 50,3 | 51,4 | 52,2 | |
| Argentina | 39,3 | 35,3 | 35,3 | 39,4 | 38,1 | 38,0 | 38,7 | 35,3 | 38,8 | 41,8 | |
| Brasil | 57,2 | 66,5 | 55,8 | 57,2 | 60,5 | 61,8 | 64,7 | 66,5 | 67,4 | 68,7 | |
| México | 41,9 | 46,5 | 41,1 | 41,9 | 43,5 | 44,0 | 45,8 | 46,5 | 48,3 | 48,4 | |
| Chile | 15,1 | 17,5 | 14,5 | 15,1 | 15,7 | 16,3 | 16,9 | 17,5 | 18,7 | 19,1 | |
| Colombia | 37,7 | 41,3 | 35,6 | 37,7 | 39,6 | 40,3 | 43,1 | 41,3 | 42,3 | 41,8 | |
| Perú | 20,0 | 23,3 | 18,5 | 20,0 | 20,0 | 19,9 | 21,2 | 23,3 | 22,9 | 22,2 | |
| Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (c) | | | | | | | | | | | |
| América Latina-6 (a) | -3,2 | -3,4 | -3,1 | -3,2 | -3,3 | -3,3 | -3,5 | -3,3 | -3,0 | -2,7 | |
| Argentina | -1,4 | -2,5 | -2,0 | -1,4 | -1,3 | -1,8 | -2,2 | -2,5 | -2,5 | -2,6 | |
| Brasil | -4,3 | -3,3 | -3,8 | -4,3 | -4,4 | -4,2 | -4,0 | -3,3 | -2,5 | -1,8 | |
| México | -2,0 | -2,9 | -2,3 | -2,0 | -2,1 | -2,1 | -2,6 | -2,9 | -2,8 | -2,9 | |
| Chile | -1,3 | -2,0 | -1,7 | -1,3 | -0,9 | -1,1 | -1,5 | -2,0 | -2,0 | -2,2 | |
| Colombia | -5,1 | -6,5 | -4,2 | -5,1 | -5,7 | -6,0 | -6,7 | -6,5 | -6,1 | -5,8 | |
| Venezuela | 0,6 | — | 1,4 | 0,6 | -1,2 | -1,7 | -2,2 | — | — | — | |
| Perú | -4,0 | -4,8 | -3,8 | -4,0 | -4,3 | -4,0 | -4,6 | -4,8 | -4,5 | -4,3 | |
| Deuda externa (% del PIB) | | | | | | | | | | | |
| América Latina-6 (a) | 22,1 | 26,5 | 21,2 | 22,1 | 22,8 | 23,8 | 25,3 | 26,4 | 28,7 | — | |
| Argentina | 25,7 | 24,2 | 25,3 | 25,7 | 25,4 | 25,7 | 25,4 | 24,2 | 26,9 | 32,1 | |
| Brasil | 14,6 | 18,9 | 13,9 | 14,6 | 14,9 | 16,0 | 17,5 | 18,7 | 20,0 | 20,6 | |
| México | 22,1 | 26,1 | 21,4 | 22,1 | 22,5 | 23,8 | 25,0 | 26,0 | 28,7 | 29,8 | |
| Chile | 57,9 | 64,7 | 53,4 | 57,9 | 58,3 | 59,7 | 63,2 | 64,6 | 67,2 | — | |
| Colombia | 26,8 | 37,9 | 25,5 | 26,8 | 29,1 | 31,2 | 34,7 | 37,8 | 40,9 | 42,8 | |
| Venezuela | 19,5 | — | 22,7 | 19,5 | 16,9 | 14,9 | 13,6 | — | — | — | |
| Perú | 31,8 | 35,5 | 31,1 | 31,8 | 32,4 | 32,2 | 34,5 | 35,5 | 36,9 | 36,4 | |

FUENTE: Estadísticas nacionales.

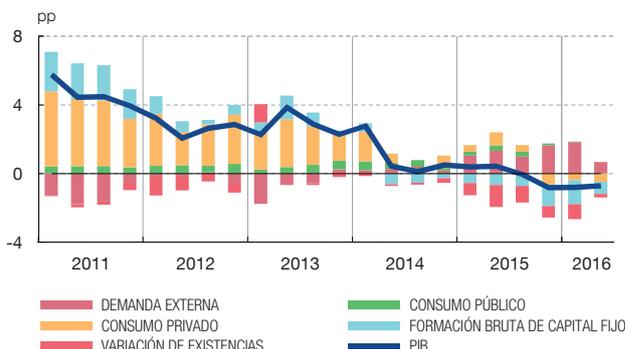
- a América Latina-6: todos los países representados, excepto Venezuela. América Latina-5: todos los representados, excepto Argentina y Venezuela.
b Ajustado de estacionalidad.
c Media móvil de cuatro trimestres.

(donde el consumo cayó un -5 % interanual en el segundo trimestre) y, en menor medida, de Argentina (-0,1 % interanual), ya que en el resto de los países el consumo anotó avances, aunque más moderados que en 2015 (Chile, 1,7 %; México y Colombia, 2,6 % interanual). La debilidad del mercado de trabajo, que ha sido especialmente acusada en Brasil en los

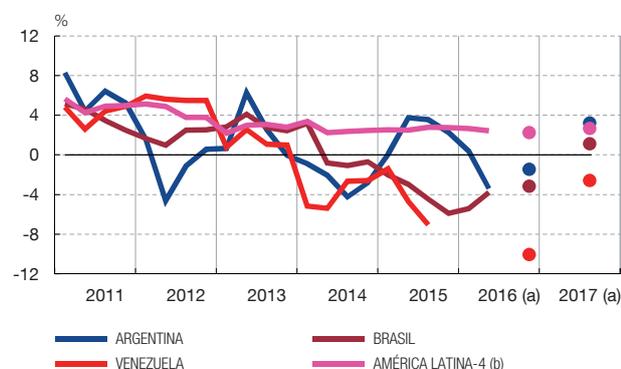
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas trimestrales



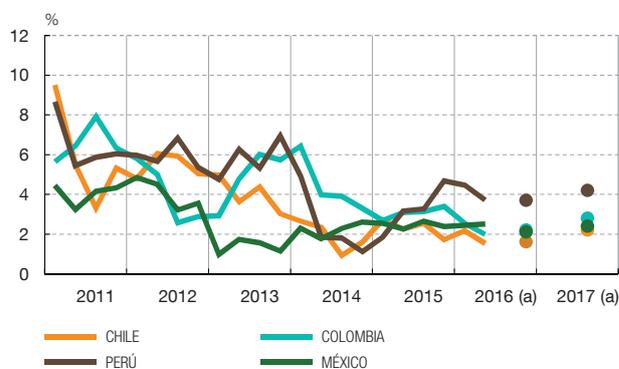
2 APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB.
AMÉRICA LATINA-6



3 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



4 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



FUENTES: Datastream y estadísticas nacionales.

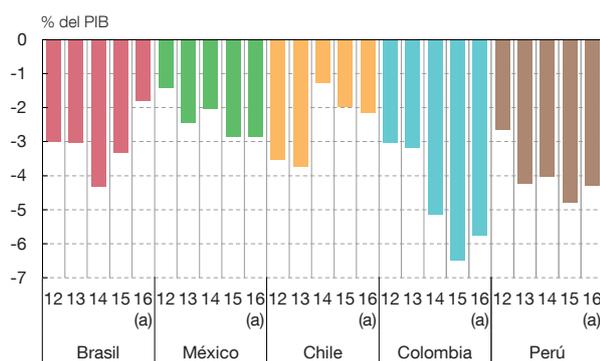
a Los puntos representan las previsiones de septiembre de 2016 de *Latin American Consensus Forecasts* para 2016 y 2017.
b México, Chile, Colombia y Perú.

dos últimos años, parece haberse extendido en cierta medida a otros países, como muestra el aumento de las tasas de paro en Chile (hasta el 7,1 % de la población activa), Colombia (cercano al 10 %) y Perú (7 %) (véase gráfico 5).

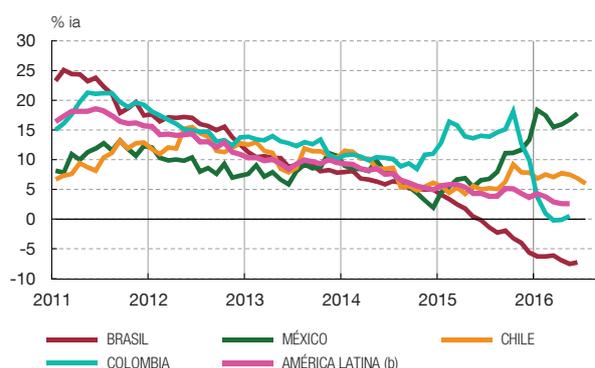
Por su parte, la inversión siguió reduciéndose en el promedio regional (-4,1 % interanual en el segundo trimestre), siendo la principal causa de la debilidad de la demanda interna en la región. No obstante, el comportamiento menos adverso en Brasil y la estabilización en México y en Chile podrían estar señalizando un punto de inflexión en el segundo trimestre, que, junto con los indicadores de confianza más recientes (véase gráfico 5), sostendrían una perspectiva más positiva de cara a 2017, aunque todavía con importantes riesgos. Por su parte, el crédito interno al sector privado siguió una evolución muy dispar por países, con una caída de más del 5 % en términos reales en Brasil, una desaceleración muy fuerte en Colombia y, en cambio, un crecimiento muy elevado —superior al 10 %— en México, donde parecen confluir un efecto sustitución de financiación externa por interna y el impacto de la agenda de liberalización financiera.

En la vertiente externa, el déficit por cuenta corriente del conjunto de la región siguió reduciéndose, hasta situarse por debajo del 2,7 % del PIB (véase gráfico 5). Esta evolución fue resultado, sobre todo, de la reducción de las importaciones asociada al ajuste de la

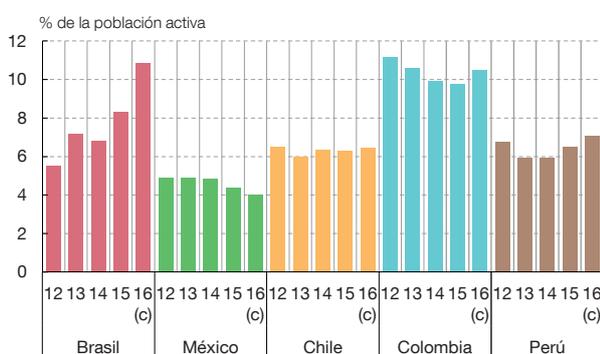
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



2 VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



3 TASA DE PARO



4 ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



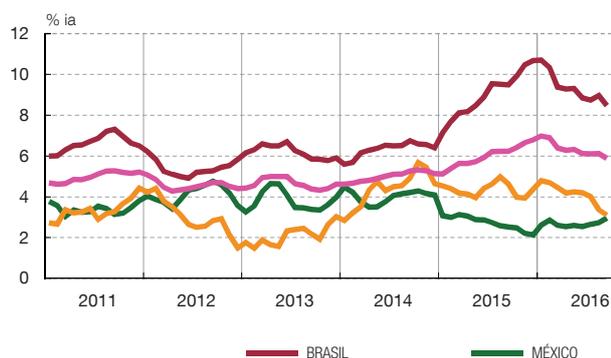
FUENTE: Datastream.

- a Suma de cuatro trimestres hasta el segundo de 2016.
 b Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
 c Promedio enero-julio de 2016.
 d Argentina, Brasil, Chile, México y Perú.
 e Brasil, Chile, México y Perú.

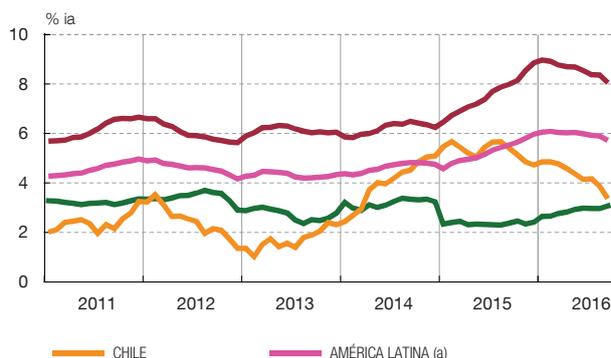
demanda interna y a la depreciación cambiaria. La recuperación de las exportaciones, como ya se ha señalado, fue mucho más modesta, en un contexto internacional poco favorable, lo que plantea algunas dudas sobre la sostenibilidad del ajuste exterior si se produce una recuperación de la demanda interna. El ajuste del saldo exterior en Brasil fue especialmente significativo (hasta el $-1,8\%$ del PIB), mientras que en Chile se mantuvo relativamente controlado (en torno al $-2,1\%$), con un ligero deterioro en los últimos meses. Por su parte, en Colombia el déficit corriente se redujo hasta el $-4,8\%$ en el segundo trimestre de 2016, tras haberse acercado al -7% del PIB a finales de 2015, y en Perú hasta el $-4,3\%$. En México, el déficit corriente se mantuvo en el 3% del PIB, tras ampliarse en un punto en 2015, como consecuencia de la caída de las exportaciones petroleras.

Los modelos de predicción de corto plazo apuntan a un panorama diverso en el tercer trimestre. Por un lado, se estima una cierta recuperación de la actividad en México, que, sin embargo, no evita una revisión a la baja de las previsiones para el conjunto del año. En Argentina, los datos apuntarían a un estancamiento del PIB, de modo que la previsión para el conjunto del año se situaría claramente en terreno negativo. Para Chile se espera un crecimiento débil en el tercer trimestre, que se fortalecería hacia final de año, y en Brasil la actividad tenderá a estabilizarse, tras la caída del primer semestre, pero la recuperación de la actividad se retrasaría al cuarto trimestre.

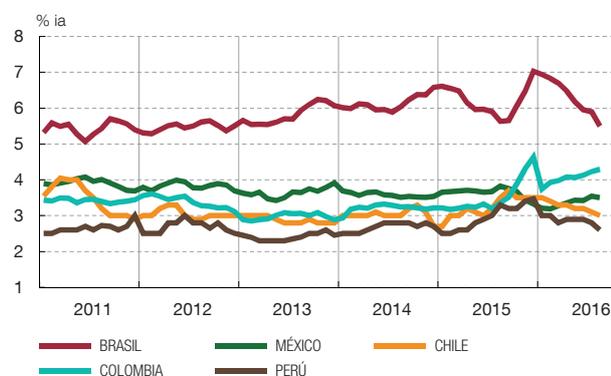
1 TASA DE INFLACIÓN



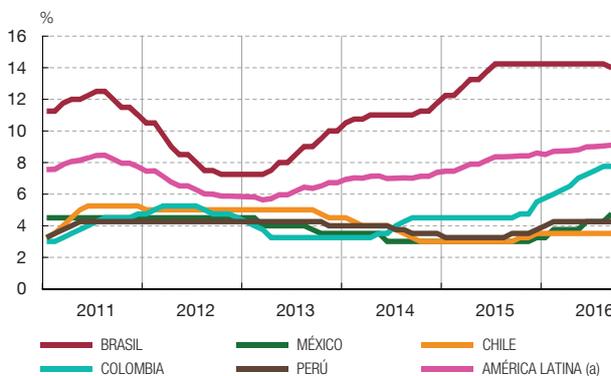
2 TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE



3 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES



4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTE: Datastream.

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

POLÍTICAS Y PERSPECTIVAS

La evolución de la inflación en la región en los últimos seis meses se ha caracterizado por la tendencia a la baja, aunque a un ritmo más lento de lo esperado. El promedio ponderado de la inflación en los cinco países que mantienen regímenes de objetivos de inflación se situó en septiembre en un 5,9 % interanual, ocho décimas menos que a principios de año, con una importante disparidad por países (véase gráfico 6). Por un lado, en Brasil y en Colombia se registraron tasas del 8,5 % y del 7,3 % en septiembre, respectivamente, aún muy por encima de los objetivos de sus bancos centrales, mientras que en México, Perú y Chile la inflación se situó en el 3 %, 3,1 % y 3,1 % interanual, respectivamente, dentro de las bandas objetivo en todos los casos. Por su parte, en Argentina el nuevo índice oficial de precios, que comenzó a publicarse en junio, registró una inflación del 2 % mensual en ese mes, aunque después se ha moderado de forma transitoria (un 1,1 % mensual en septiembre), como consecuencia de la suspensión de la subida de algunos precios regulados.

Las políticas monetarias han reaccionado de manera diferenciada. En Brasil, a pesar de la moderación gradual de las expectativas de inflación desde comienzos de 2016, la necesidad de reforzar la credibilidad en el objetivo del 4,5 % llevó al banco central a retrasar hasta mediados de octubre el recorte del tipo de interés oficial, que se ha situado en el 14 %, desde el 14,25 % anterior (véase gráfico 6). El mercado sigue descontando un recorte de los tipos de interés oficiales, más acusado en el año próximo, a medida que las expectativas de inflación retornen hacia al objetivo (véase cuadro 2). La situación en

| País | 2015 | | | 2016 | | 2017 |
|----------|----------|-----------|--------------|------------|------------------|------------------|
| | Objetivo | Diciembre | Cumplimiento | Septiembre | Expectativas (a) | Expectativas (a) |
| Brasil | 4,5 ± 2 | 10,7 | No | 8,5 | 7,3 | 5,3 |
| México | 3 ± 1 | 2,1 | Sí | 3,0 | 3,2 | 3,4 |
| Chile | 3 ± 1 | 4,4 | No | 3,1 | 3,4 | 3,0 |
| Colombia | 3 ± 1 | 6,8 | No | 7,3 | 6,5 | 4,1 |
| Perú | 2 ± 1 | 4,4 | No | 3,1 | 3,0 | 2,8 |

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

a *Consensus Forecasts* de septiembre de 2016 para final de año.

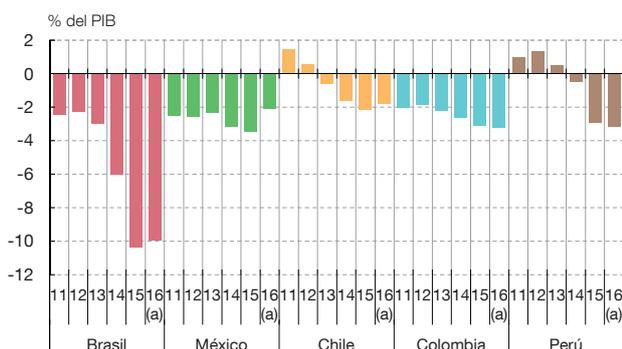
México es, en cierto modo, la contraria, puesto que, a pesar de la estabilidad de la inflación por debajo del objetivo durante los seis últimos meses y del anclaje de las expectativas, el Banco de México elevó los tipos de interés en 50 pb a finales de julio, inmediatamente después del *Brexit*, y en otros 50 pb en septiembre, hasta el 4,75 %. La intensa depreciación del peso mexicano, la falta de corrección del déficit corriente y, más recientemente, la percepción de un mayor riesgo asociado al posible desenlace de las elecciones presidenciales en Estados Unidos han inclinado la balanza a favor del endurecimiento preventivo de la política monetaria. Por su parte, el banco central de Colombia instrumentó un proceso de intensa subida del tipo de interés oficial (350 pb en dos años, hasta el 7,75 % a finales de julio), hasta que la inflación alcanzó un punto de inflexión; no obstante, la inflación general (y la subyacente) se encuentra aún muy por encima de la banda de objetivos, debido a la incidencia de factores climáticos adversos y a la depreciación del tipo de cambio. Finalmente, ni en Chile ni en Perú se han modificado los tipos de interés en los seis últimos meses.

En Argentina, la política monetaria se ha relajado en línea con la mejora de las expectativas de inflación, y el tipo de interés oficial se ha reducido desde el 38 % en mayo al 26,75 % en septiembre. La introducción de un régimen de objetivos de inflación está prevista para principios de 2017, con una banda entre el 12 % y el 17 %, que parece bastante exigente, para ese año; a partir de aquí, se prevé un período de reducción progresiva de los objetivos, hasta converger a cifras alrededor del 5 % en 2019.

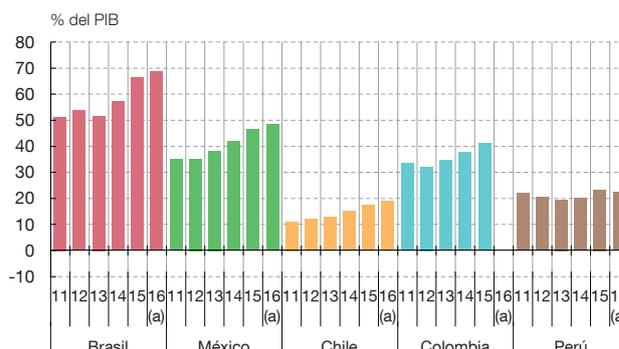
En el ámbito de la política fiscal, tanto la situación cíclica como la falta de medidas decisivas para la consolidación o la preferencia por un ajuste fiscal gradual se han traducido en que la reconducción de los déficits fiscales a lo largo de 2016 en la mayoría de los países esté siendo muy moderada (véase gráfico 7). De hecho, dejando aparte la situación de Brasil, que se aborda en mayor profundidad en la sección siguiente, tan solo en México se observó una reducción significativa del déficit público en el primer semestre de 2016. En el promedio regional, los ingresos públicos siguen cayendo, aunque la tasa parece estar estabilizándose, tras el fuerte descenso de 2015, y los gastos han moderado su crecimiento. En este contexto, tras el recorte del *rating* de Brasil por una de las agencias en mayo (BB), la calificación crediticia del propio Brasil, así como las de Colombia y México, han sido puestas en perspectiva negativa por las agencias de calificación. Los planes presupuestarios confirman un mantenimiento del esfuerzo gradual de consolidación en 2017.

Por países, cabe destacar que la estrategia de consolidación fiscal en Argentina, que preveía un ajuste gradual (déficit primario del 4,8 % del PIB en 2016), está encontrando

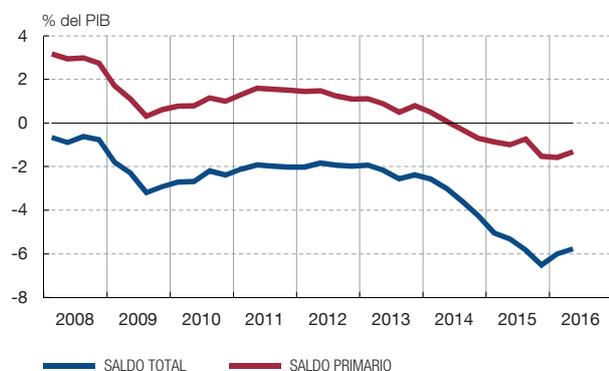
1 SUPERÁVIT O DÉFICIT PÚBLICO



2 DEUDA PÚBLICA



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



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



FUENTE: Datastream.

a Acumulado de cuatro trimestres hasta el segundo de 2016
b Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

dificultades en su cumplimiento, entre ellas la decisión judicial que suspendió los aumentos de tarifas del gas, lo cual reducirá transitoriamente los ingresos; además, los compromisos de actualización de las pensiones y de establecimiento de una pensión mínima no contributiva tendrán efectos permanentes sobre el gasto, que se prevé sean compensados con un programa de incentivos para la revelación de los patrimonios en el exterior. Por estos motivos, el objetivo de déficit primario para 2017 se ha revisado al alza en septiembre, hasta el 4,2 % del PIB. Por su parte, México ha presentado al Congreso un presupuesto para 2017 con un superávit primario del 0,4 %, mayor de lo anunciado inicialmente, que sería el primer saldo positivo desde 2008. De cumplirse, permitiría reducir el déficit público desde el 3 % esperado en 2016 al 2,4 % en 2017, con un recorte de gastos que recae en PEMEX, y la estabilización de la deuda pública, cuyo peso en el PIB ha aumentado significativamente en los últimos años.

En Colombia, el déficit se amplió en los últimos años hasta el 3,9 % previsto en 2016 como consecuencia de la caída de los precios del petróleo. Aunque la aplicación mecánica de la regla fiscal permitiría un déficit del 4 % en 2017 y del 3,2 % en 2018, el Comité Consultivo para la regla fiscal limitó al 3,3 % y al 2,7 % el déficit para esos años, con un aumento del gasto del 6,6 % en 2017. El Gobierno prevé compensar la caída de ingresos procedentes del petróleo con el aumento de otros impuestos, probablemente el IVA, si bien estas medidas

están pendientes de aprobación. El Gobierno de Chile presentará el presupuesto de 2017 en las próximas semanas, condicionado por un cierre de 2016 con un déficit en torno al 3,2 % (que supone un deterioro de más de tres puntos en tres años), manteniéndose el compromiso de ir reduciendo el déficit estructural en un 0,25 % cada año (1,4 % en 2017). Por tanto, se espera que el presupuesto para 2017 sea relativamente restrictivo, con un crecimiento del gasto inferior al 3 % en términos reales. Finalmente, en Perú los objetivos fiscales para 2016 (3 %) y 2017 (2,2 %) se han relajado algo, y el presupuesto para el año próximo prevé un aumento nominal del gasto del 4,7 %.

Las perspectivas para la región apuntan a una recuperación muy moderada del crecimiento, con mucha heterogeneidad por países. En Venezuela, la recesión se profundizará y en Brasil se espera un crecimiento muy reducido, mientras que en México, Chile, Colombia y Perú se prevén tasas de crecimiento por encima del 2,5 %. Respecto a la inflación, en general se proyecta un descenso hasta los rangos objetivo. El balance de riesgos parece orientarse a la baja tanto en la perspectiva externa como en la interna. Entre los primeros, destaca la posibilidad de una reversión de las entradas de capital, en un contexto de cambio en el sentimiento de los mercados. También pueden aparecer nuevas tensiones en el proceso de reequilibrio de China, que planteen dificultades debido al carácter sistémico de esta economía. En el ámbito interno, los principales riesgos están asociados a impactos mayores de lo esperado de las medidas de consolidación fiscal y de la desaceleración del crédito.

Brasil: evolución reciente y cambio de políticas económicas

En esta sección se analizan las perspectivas y riesgos de la economía brasileña tras el reciente cambio de gobierno, prestando especial atención a la situación fiscal, donde radica su principal reto en el corto plazo.

Entre 2004 y 2008 la economía brasileña alcanzó un crecimiento muy por encima de su media histórica, a la vez que conseguía una mejoría significativa de los indicadores sociales⁵, como resultado de la aplicación de políticas de inclusión social. Dicho crecimiento estuvo apoyado decisivamente por un entorno exterior favorable, incluido el ciclo alcista de las materias primas, y una mejor gestión de la política macroeconómica. Este último factor permitió que, tras el estallido de la crisis financiera global, Brasil tuviera por primera vez espacio fiscal suficiente para realizar una política contracíclica, que condujo a una rápida recuperación de la actividad en 2010.

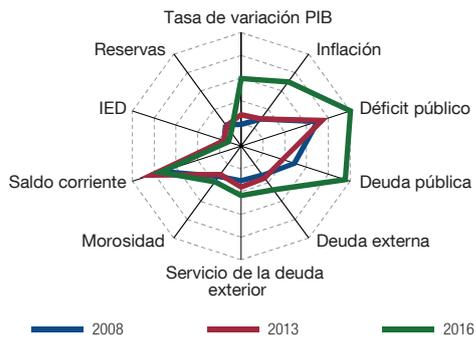
No obstante, durante la época de bonanza no se afrontaron las debilidades estructurales de la economía (la obsolescencia de las leyes del mercado laboral, aranceles, un elevado coste de establecimiento de nuevas empresas y un intrincado sistema impositivo), que provocaban un bajo crecimiento de la productividad; además, se introdujeron una serie de reglas fiscales que hacían muy difícil abordar ajustes en el gasto público. A ello se añadieron las respuestas expansivas de la política económica desde finales de 2011, que no hicieron sino agravar los desequilibrios⁶, sin conseguir impulsar el crecimiento, en un contexto en que los mercados financieros no ejercieron tampoco un efecto de disciplina⁷.

5 Entre 2004 y 2008 el crecimiento medio del PIB fue del 5 %, con lo que el PIB per cápita aumentó un 20 %. En ese período, la tasa de pobreza se redujo a la mitad, la clase media aumentó su peso en 15 puntos y el índice de Gini se redujo en más de seis puntos.

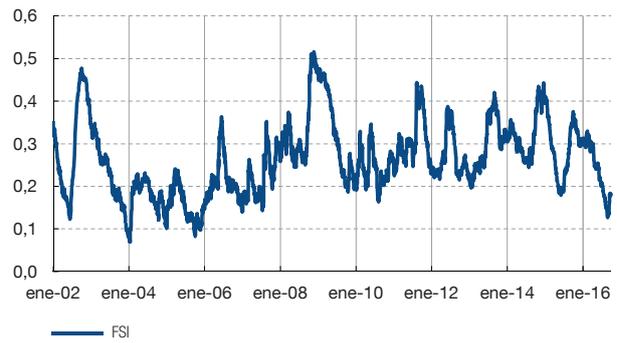
6 Estas medidas incluyeron recortes agresivos del tipo de interés oficial, exenciones del impuesto sobre sociedades y elevación de los gastos permanentes en tres puntos; y expansión de los préstamos subvencionados por el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social de Brasil (BNDES).

7 Brasil recibió capitales por una cuantía del 9 % del PIB anualmente, lo que alimentó una fuerte apreciación de la moneda que redujo la competitividad externa. La producción industrial se estancó y el consumo se disparó, y así el déficit por cuenta corriente se amplió desde el 1,7 % del PIB en 2009 hasta el 4,5 % en 2015.

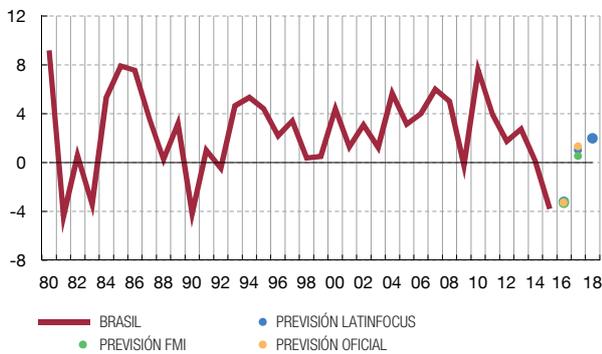
1 VULNERABILIDAD



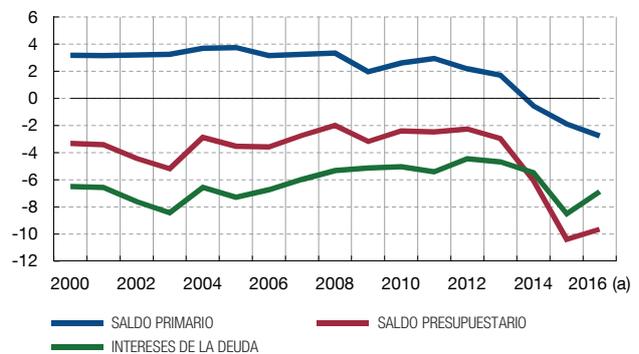
2 INDICADOR DE TENSIONES FINANCIERAS (FSI)



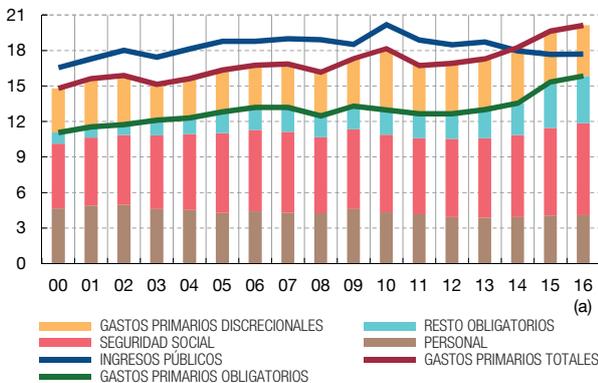
3 CRECIMIENTO A LARGO PLAZO



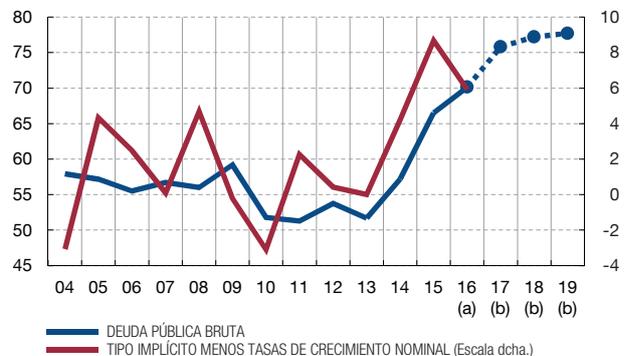
4 SALDOS PÚBLICOS



5 INGRESOS Y GASTOS PÚBLICOS



6 DEUDA PÚBLICA BRUTA



FUENTES: Datastream, FMI (WEO), JP Morgan, Latinfocus y estadísticas nacionales.

a Acumulado hasta agosto de 2016.
b Estimaciones.

El cambio en las expectativas sobre la política monetaria de Estados Unidos en mayo de 2013 afectó singularmente a los mercados brasileños, sacando a la luz las vulnerabilidades externas y fiscales acumuladas previamente (véase recuadro 1, sobre el índice de tensiones financieras representado en el gráfico 8). El cambio en la orientación de la política económica tras las elecciones presidenciales de finales de 2014, con un sesgo más restrictivo, llevó a una fuerte contracción de la actividad que deterioró aún más la situación del país y agravó las tensiones en los mercados brasileños. Estas tensiones alcanzaron un máximo a comienzos de 2016, en un contexto de profundización de la crisis

política que culminó con la destitución de la presidenta a finales de agosto. No obstante, desde abril la anticipación de un cambio de gobierno y de las políticas económicas aplicadas, junto con un entorno exterior de búsqueda generalizada de rentabilidades, han permitido una fuerte recuperación de los indicadores de confianza y de los mercados financieros brasileños.

En los dos primeros trimestres de 2016, el PIB retrocedió de nuevo (un $-0,4\%$ y un $-0,6\%$ trimestral, respectivamente), confirmando que en 2015-2016 Brasil registrará la peor recesión desde 1980 (véase gráfico 8). La actividad se ha visto lastrada sobre todo por el consumo privado (con caídas trimestrales del $-1,3\%$ y del $-0,7\%$ en la primera mitad de 2016), compensado, en parte, por un comportamiento aceptable de las exportaciones y, más recientemente, por la incipiente recuperación de la inversión, que en el segundo trimestre aumentó por primera vez desde 2013 (un $0,4\%$). Los indicadores de alta frecuencia para el tercer trimestre proporcionan resultados en general favorables, aunque la mayoría son cualitativos. De hecho, la situación del mercado laboral ha seguido deteriorándose, con caídas del empleo del $1,5\%$ interanual desde comienzos de año y aumentos de la tasa de paro hasta el $11,8\%$ en agosto —un máximo desde 2004—. De la misma forma, el crédito a las empresas descendió, incluso en términos nominales, en el segundo trimestre del año, y las compañías brasileñas redujeron las emisiones de deuda en los mercados internacionales, mientras Petrobras anunciaba nuevas desinversiones y recortes de gastos.

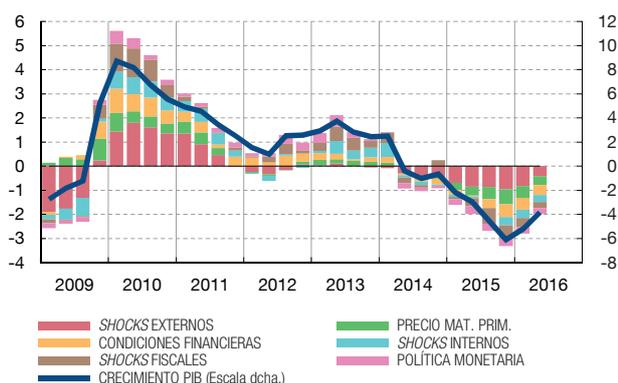
La inflación ha descendido desde los máximos de finales de 2015 —cuando alcanzó el $10,7\%$ — hasta el entorno del $8,5\%$ interanual, pero lo ha hecho a un ritmo inferior al esperado, lo que ha retrasado la relajación de la política monetaria hasta octubre. La resistencia a la baja se centra en los precios de los bienes comerciables, impulsados por la depreciación del real hasta enero de 2016, y en un descenso inferior al previsto de los precios regulados. Finalmente, el ajuste del déficit de cuenta corriente está siendo muy rápido (al pasar de un máximo del $-4,5\%$ del PIB en 2015 al $-1,8\%$ a mediados de 2016), por la mejora del saldo de la balanza comercial (que ha pasado de un déficit del $0,2\%$ a un superávit del $2,5\%$).

La descomposición de los determinantes del crecimiento de la economía brasileña con ayuda de un modelo econométrico tipo BVAR⁸ permite cuantificar estos efectos (véase gráfico 9). Como se puede observar, la política expansiva contribuyó sustancialmente a la salida de la crisis a partir de 2009, desempeñando un papel igualmente relevante las favorables condiciones externas⁹. Según este análisis, la desaceleración de la actividad a partir de 2011 fue consecuencia del colapso de la aportación de la demanda exterior y de los precios de las materias primas, mientras que la respuesta de política económica apenas tuvo impacto sobre el crecimiento. La recesión actual vendría explicada en mayor medida por factores externos (precios de las materias primas y otros *shocks*), junto con el encarecimiento de las condiciones de financiación exteriores, aunque también por factores internos (entre ellos, el endurecimiento de la política monetaria).

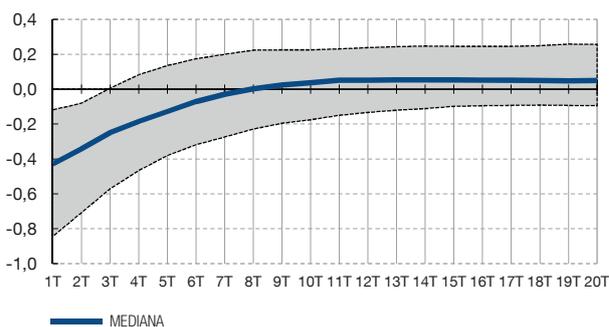
8 El modelo, estimado en colaboración con el Banco Central Europeo, incluye siete variables (la demanda externa, los precios de las materias primas no energéticas, el índice de tensiones financieras —que se describe en el recuadro 1—, el PIB, los ingresos y gastos públicos como porcentaje del PIB, la tasa de inflación y el tipo de interés oficial); las dos primeras variables se consideran exógenas. No se incluye por el momento el efecto de la segmentación del mercado de crédito. El modelo se ha estimado con datos trimestrales desde el primer trimestre de 2002 e incluye restricciones de signo para poder identificar las perturbaciones estructurales.

9 El efecto de los precios de las materias primas es reducido, dado que Brasil es una economía relativamente cerrada (las exportaciones representan únicamente el $11,3\%$ del PIB), y donde la soja y el mineral de hierro (sus principales materias primas de exportación) solo representan un 20% de la cesta de exportación.

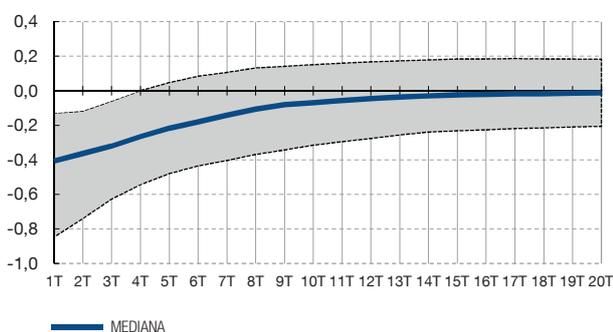
1 DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DEL CRECIMIENTO



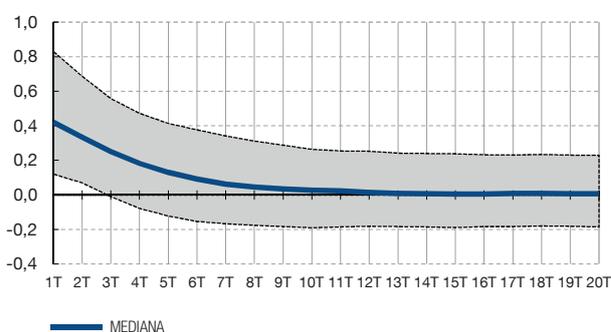
2 REACCIÓN DEL PIB A UN RECORTE DEL GASTO PÚBLICO (a)



3 REACCIÓN DEL PIB A UN AUMENTO DE LOS INGRESOS PÚBLICOS (a)



4 REACCIÓN DEL PIB A UN RECORTE DE LOS TIPOS OFICIALES (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y estadísticas nacionales.

a Reacción de la tasa de variación interanual del PIB ante un *shock* a cada variable de una unidad (un punto del PIB para ingresos y gastos públicos, un 1 % para el tipo de interés).

EL PROBLEMA FISCAL Y EL CAMBIO DE ESTRATEGIA DEL NUEVO GOBIERNO

En los meses transcurridos de 2016, las cuentas del sector público se han deteriorado adicionalmente, de modo que el déficit primario alcanzó el 2,8 % del PIB en agosto (frente al superávit del 3 % del PIB en 2008), aunque el déficit total haya disminuido del 11 % al 9,6 % del PIB entre enero y agosto, gracias al menor pago de intereses de la deuda (véase gráfico 8). La pauta de evolución de los ingresos y los gastos públicos se mantiene inalterada, con los primeros cayendo cerca de un 5 % en términos reales y los segundos aumentado a ritmos superiores a la inflación, debido sobre todo a los gastos obligatorios¹⁰, y pese a la contracción de los gastos de inversión.

El problema fiscal de Brasil, en cuyo origen están unas reglas de presupuestación de muchas partidas de gasto que generan un claro sesgo a la inflexibilidad con independencia del ciclo¹¹, se ha visto agravado por la fuerte caída cíclica de los ingresos, debida a la recesión (véase gráfico 8). La mayor parte del incremento del gasto primario entre 2011 y 2015 (2,9 puntos del PIB) se concentró en los denominados «gastos obligatorios» (2,7 puntos del PIB¹², según el gráfico 5), reflejando factores demográficos (aumento de la población de más de 65 años, reducción de la renta por debajo de los límites de acceso de los programas, etc.), pero también la relajación de los criterios de elegibilidad y el aumento

¹⁰ Esta rúbrica incluye Seguridad Social (incluidas pensiones), salarios de funcionarios públicos, prestaciones por desempleo y pensiones no contributivas.

¹¹ Se estimaba que en 2015 alrededor del 85 % del presupuesto de gastos primarios era inflexible.

¹² De esta cifra, 0,7 pp corresponden al reconocimiento de obligaciones que aparecían en los balances de los bancos públicos y que fueron consolidadas en 2015, origen del procesamiento político de la presidenta Rousseff.

de las cuantías de los programas. La indicación de algunos de ellos al salario mínimo (pensiones y pensiones no contributivas) o a los ingresos (educación y salud) ha sido especialmente importante a este respecto¹³. La indicación al salario mínimo ha introducido una inercia fuertemente alcista en estos gastos, dado que su incremento se rige por una ley del año 2011 orientada a aumentar el poder adquisitivo del salario mínimo, y no solo a compensar su desvalorización por la inflación¹⁴.

Dada la evolución negativa de la actividad y del saldo primario en los últimos años, la deuda pública bruta ha aumentado hasta máximos históricos (70,1 % en agosto). A pesar de su composición (mayoritariamente a tipos fijos o ligados a la inflación) y de sus vencimientos (que se han alargado respecto a los del pasado), el porcentaje de deuda a tipo de interés variable o a corto plazo hizo que la carga de intereses se disparase en 2014 y 2015, a consecuencia del endurecimiento de la política monetaria, y que el déficit subiese por encima del 9 % del PIB a comienzos de 2016. Esto, junto con la recesión, puso en duda la sostenibilidad fiscal (véase gráfico 8).

En este contexto, el nuevo Gobierno nombrado en mayo de 2016 optó por un cambio en la gestión fiscal, reconociendo, en primer lugar, el origen estructural del problema. Por ello, se propuso una enmienda constitucional (PEC 241) para limitar el crecimiento del gasto primario nominal al de la inflación del año anterior —lo que implica un crecimiento real nulo— durante 20 años, revisable a los 10 años¹⁵. Además, se logró que el Congreso aprobara la liberación del 30 % de los ingresos impositivos cuyo destino estaba predeterminado, con objeto de aumentar la flexibilidad presupuestaria. En segundo lugar, la nueva política de contención de gastos se extendió a los estados, mediante una ley que impone la congelación del gasto en términos reales a cambio de un alivio de la carga de la deuda¹⁶. En tercer lugar, se ha primado un ajuste gradual del saldo fiscal, de forma que para 2017 el presupuesto prevé un déficit primario del 2 % del PIB, 0,5 pp inferior al de 2016, que se alcanzaría con la venta de activos estatales, el otorgamiento de concesiones para nueva infraestructura¹⁷ y un crecimiento más elevado de la actividad en 2017 (del 1,6 %, frente al 1,2 % anticipado previamente); en 2018, el déficit primario sería del 0,9 % del PIB y solo en 2019 se alcanzaría un superávit primario (0,2 %). El aumento de los impuestos solo se plantea como último recurso, pues estos ya son bastante elevados para un país de las características de Brasil (34,4 %, frente al 32,5 % de Turquía o el 26,8 % de Corea).

Esta nueva estrategia ha sido bien recibida tanto por los inversores internacionales como por los locales. Los indicadores de riesgo de crédito y los índices de Bolsa se recuperaron proporcionalmente más que en el resto de América Latina, y las tensiones financieras

13 Desde 2011, se destinan un mínimo del 10 % de los ingresos del Tesoro, un 12 % de los recursos de los estados y otro 15 % de los municipios a gastos en salud, mientras que la financiación del sistema educativo está regulada por la Constitución, que fija que un mínimo del 18 % de los ingresos federales y un 25 % de los de los estados y municipios se destinen a aquel.

14 El aumento del salario mínimo se calcula con la inflación del año anterior y el crecimiento del PIB de dos años antes.

15 El Ministerio de Finanzas ha señalado que la aplicación del techo a gastos en salud y educación se aplazaría hasta 2018. Quedan excluidos algunos gastos estratégicos, como las transferencias a los estados y municipios y las aportaciones al Fondo de Desarrollo de la Educación Básica.

16 Los estados y municipios presentan cuentas equilibradas, aunque muy deterioradas desde los superávits cercanos al 0,4 % del PIB de 2013-2014. Hay estados en situación financiera muy comprometida, como Río de Janeiro, que fue declarado en *default* selectivo por no afrontar un pago de 46 millones de dólares al BID. Otros estados han dejado de pagar a sus funcionarios por falta de ingresos.

17 A mediados de septiembre, el Gobierno presentó el programa *Crececer*, que modifica las reglas de las concesiones para infraestructuras, servicios públicos y explotaciones mineras, eliminando la necesidad de que la empresa pública de cada sector tenga una participación mínima en la concesión. Se plantea también la venta de loterías, empresas públicas de distribución de energía y del sistema de saneamiento de algunas ciudades.

mostraron una tendencia descendente desde mediados de abril de 2016, que se aceleró a partir del mes de agosto, hasta alcanzar un mínimo desde 2006 (véase gráfico 8).

No obstante, la estrategia no está exenta de riesgos. En primer lugar, si la congelación del gasto en términos reales no consiguiera el apoyo parlamentario más allá del presupuesto de 2017, se produciría una pérdida de credibilidad en el programa económico propuesto¹⁸. En segundo lugar, el ajuste descansa en gran medida en una previsión de recuperación de la actividad y de la recaudación fiscal en 2017 que podría no materializarse, y sobre un programa de privatizaciones y concesiones que necesita el mantenimiento de condiciones favorables en los mercados. En tercer lugar, la dinámica de la deuda pública sigue siendo preocupante y, de acuerdo con el proyecto de presupuestos enviado al Congreso, en el mejor de los casos se estabilizaría en torno al 80 % del PIB alrededor de 2021, lo que muestra el reducido margen de maniobra del Gobierno ante posibles perturbaciones (véase gráfico 8). Por último, una de las reformas clave para estabilizar las finanzas públicas a largo plazo, la del sistema de pensiones público, cuyo texto no se discutirá en el Congreso hasta 2017, es políticamente muy sensible. Sin reforma, las proyecciones oficiales muestran que el gasto de la Seguridad Social pasaría del 8 % al 17,2 % en los próximos cincuenta años, haciendo imposible su financiación. El primer paso necesario consistiría en establecer una edad mínima de jubilación; actualmente la edad efectiva media de retiro se sitúa en torno a los 52 años. Su desvinculación del salario mínimo se facilitaría si el Congreso finalmente diera el visto bueno a la PEC 241.

Por último, dados el frágil apoyo en el Parlamento y el contexto de elevada contestación social, el Gobierno ha pospuesto el planteamiento de otras reformas estructurales necesarias para elevar la productividad a medio plazo, en ámbitos como el mercado laboral, los aranceles, el coste de establecer nuevas empresas o la reforma del sistema impositivo.

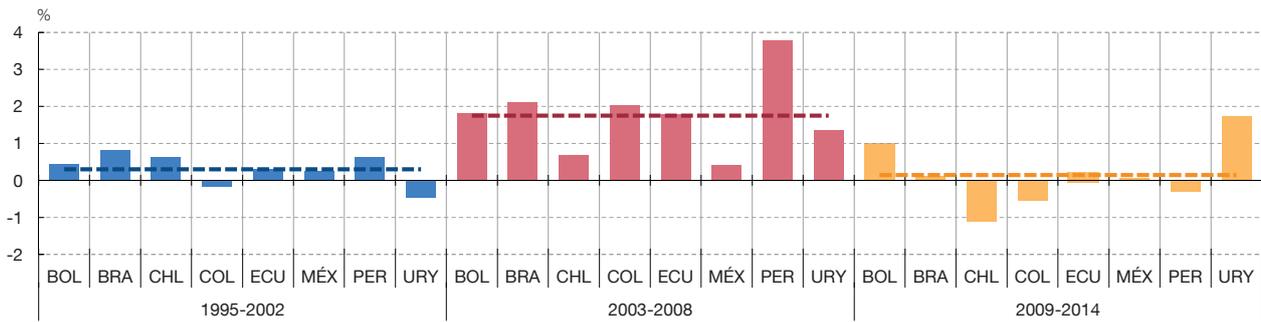
¿Cuáles serían los efectos sobre la actividad del ajuste fiscal diseñado? Las funciones de impulso-respuesta derivadas del modelo presentado previamente (representadas en el gráfico 9) muestran que una reducción del gasto de aproximadamente un punto del PIB reduciría el crecimiento en un rango de 0,2 a 0,5 puntos en los primeros años, lo que indica un multiplicador fiscal reducido. Si, simultáneamente, el Gobierno se viera obligado a elevar los ingresos en un punto del PIB (una desviación estándar), el efecto adicional sería de una caída entre 0,3 y 0,5 puntos de la tasa de crecimiento. No obstante, el efecto estimado de este ajuste fiscal sería menor si la política monetaria fuera más expansiva y las autoridades monetarias recortaran más agresivamente el tipo de interés oficial, que, según el modelo, podría elevar la tasa de crecimiento entre 0,2 y 0,5 puntos en los dos primeros años; de la misma forma, una mejoría de las condiciones de financiación externas también aliviaría los efectos de una política fiscal más contractiva. En definitiva, la estrategia de ajuste elegida por el Gobierno (reducción de los gastos en porcentaje del PIB para 2017 en 0,4 puntos, y a medio plazo, mediante la introducción de una enmienda constitucional) tendría unos efectos desfavorables en el PIB moderados, que, además, podrían verse compensados si las condiciones financieras internas y externas mejoran en los próximos meses.

La productividad en América Latina tras el fin del «superciclo» de materias primas

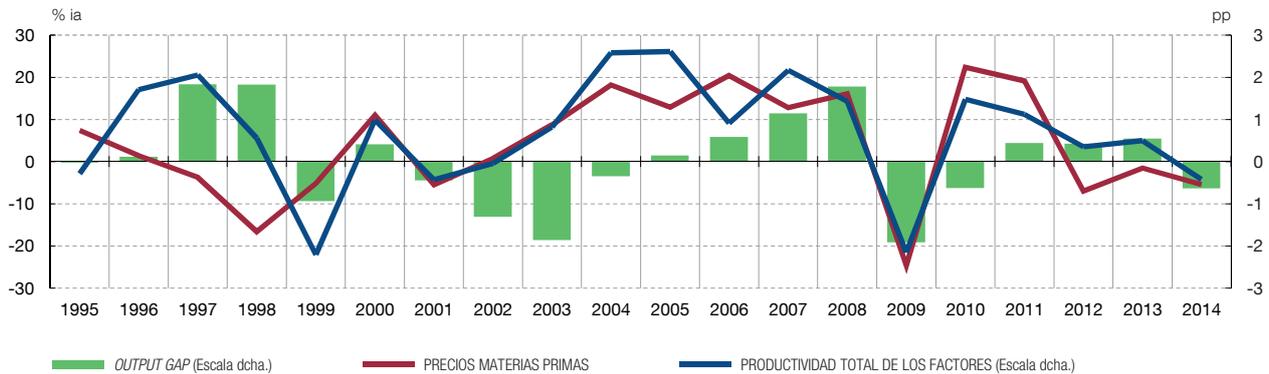
En los últimos años, gran parte de las economías emergentes han experimentado una revisión a la baja de su crecimiento potencial. De todas ellas, el ajuste está siendo particularmente significativo en las economías exportadoras de materias primas, cuyo dinamismo se ha visto mermado no solo por la debilidad de la economía mundial y en algunos casos por unos costes de financiación crecientes, sino también por el importante descenso de los precios de

¹⁸ En este sentido, a mediados de octubre la PEC 241 había superado la primera votación en el Congreso.

1 CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES POR PAÍSES Y PERÍODOS (a)



2 CORRELACIÓN ENTRE CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS, BRECHA DE PRODUCTO Y CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD



FUENTES: Banco de España, *Conference Board*, estadísticas nacionales y Banco Mundial.

a En línea discontinua, promedio de cada período.

las materias primas ocurrido desde 2011. Esta situación ha desembocado en una caída de la inversión en estas economías y, por tanto, en un menor ritmo de acumulación de capital. En este contexto, la literatura económica ha mostrado cómo, una vez que el crecimiento asociado a la acumulación de factores (tanto de trabajo como de capital) alcanza su límite, el principal motor de crecimiento económico reside en las mejoras en la productividad¹⁹.

En los últimos treinta años, las economías de América Latina han mantenido, en general, tasas de crecimiento moderadas, asociadas en mayor medida a la acumulación de capital o trabajo que a incrementos en la productividad, lo que ha limitado la capacidad de convergencia de la región hacia niveles de vida más altos. Dentro de esta pauta general, el período de fuerte incremento de los precios de las materias primas de la primera década de este siglo fue una excepción, pues durante esos años el ritmo de crecimiento de la región se elevó significativamente —y también su velocidad de convergencia— sin un aumento correlativo en el ritmo de acumulación de factores²⁰. Posteriormente, la productividad total de los factores (PTF) ha retornado a una senda de estancamiento en algunos países latinoamericanos (véase gráfico 10), siendo esta la principal causa que subyace tras la revisión a la baja del crecimiento de la región²¹.

19 W. Easterl y R. Levine (2001), «What have we learned from a decade of empirical research on growth? It's Not Factor Accumulation: Stylized Facts and Growth Models», *World Bank Economic Review*, 15 (2), pp. 177-219.

20 Véase Banco de España (2016), «Situación y perspectivas de la economía mundial a principios de 2016», *Boletín Económico*, marzo.

21 Véase S. Sosa, E. Tsounta y Hye Sun Kim (2013), *Is the growth momentum in Latin America sustainable?*, IMF Working Paper 13/109.

En esta sección se analiza la productividad en América Latina, con el propósito de explicar las causas de su evolución reciente, identificando cuantitativamente la contribución de factores transitorios y permanentes. La división por países en el gráfico 10.1 permite observar que, a pesar de los diferentes niveles de desarrollo de la región —que llevarían a esperar divergencias en el crecimiento de la productividad por países—, el incremento medio de la productividad ha sido relativamente bajo en todos ellos, en comparación, por ejemplo, con el registrado en Asia emergente. Por el contrario, el aumento de la productividad entre 2003 y 2008 fue en promedio más elevado, pero también más heterogéneo por países; así, llama la atención el continuado estancamiento de México. Dado que este comportamiento coincide con fases diferenciadas de los precios de las materias primas, que en muchos de estos países constituyen una de las principales exportaciones, cabe plantearse si existe alguna relación entre ambos fenómenos.

Tradicionalmente, el efecto sobre el crecimiento potencial de una mayor dependencia de los recursos naturales se ha considerado negativo²² —un efecto conocido como «enfermedad holandesa»²³—. Sin embargo, estudios recientes han puesto en duda esta visión²⁴, evidenciando que, bajo determinadas circunstancias —esencialmente, una mejor calidad institucional—, los efectos positivos pueden dominar a los negativos, especialmente en el corto plazo. En este sentido, la correlación de corto plazo entre el crecimiento de la productividad y del precio de las materias primas ha resultado particularmente elevada en América Latina en los últimos años (véase gráfico 10.2). Así, la fase de fuerte crecimiento que experimentaron los precios de las materias primas desde el comienzo de la década pasada —el llamado «superciclo» de materias primas— coincidió con un período de aumentos de la productividad, mientras que, tras la crisis, ambas variables se han mantenido débiles. El nulo crecimiento de la productividad de México en este período sería coherente, con la orientación de la economía mexicana hacia la exportación de manufacturas, con una dependencia menor de las materias primas que el resto de países analizados.

Entre las posibles causas de esta correlación positiva, se han citado algunas de índole estructural y otras de carácter más coyuntural. Entre las primeras, un aumento de precios de materias primas podría relajar las condiciones de financiación, permitiendo nuevas inversiones en innovación o capital humano, que permitan aumentar la diversificación de la economía y mejorar el nivel educativo de la población. Además, la mejora de las instituciones y la estabilización de las economías en los últimos veinte años —a través de, por ejemplo, la adopción de reglas fiscales, la introducción de regímenes de objetivos de inflación o la creación de fondos soberanos— habría podido mitigar los efectos negativos de la «enfermedad holandesa»²⁵. Entre las razones de origen coyuntural, se han citado los posibles efectos complementarios de la producción de materias primas sobre otros sectores de la economía²⁶, de forma que un aumento del precio de las materias primas podría

22 J. D. Sachs y A. M. Warner (2001), «The Curse of Natural Resources», *European Economic Review*, 45, pp. 827-838.

23 Este es el nombre comúnmente utilizado para describir una situación en la que, tras un *boom* de precios de materias primas, los recursos productivos tienden a reasignarse, desde el sector manufacturero hacia el sector de materias primas y no comercializables. La entrada de divisas por exportaciones de materias primas aprecia el tipo de cambio real y elimina a medio plazo la competitividad del resto de los sectores.

24 Véanse, por ejemplo, C. N. Brunnschweiler y E. H. Bulte (2008), «The Resource Curse Revisited and Revised: A Tale of Paradoxes and Red Herrings», *Journal of Environmental Economics and Management*, 55 (3), pp. 248-264, o H. Alcott y D. Kenniston (2014), *Dutch Disease or Agglomeration? The Local Economic Effects of Natural Resource Booms in Modern America*, NBER Working Paper n.º 20508, entre otros.

25 J. Frankel (2012), «The natural resource curse: A survey of diagnoses and some prescriptions», en R. Arezki, C. Pattillo, M. Quintyn y M. Zhu (eds.), *Commodity Price Volatility and Inclusive Growth in Low-Income Countries*, International Monetary Fund.

26 D. Ferraro y P. F. Peretto (2014), *Commodity Prices and Growth*. Para un acercamiento a esta hipótesis en el caso de Chile, véase de C. de la Huerta y J. García Cicco (2016), *Commodity Prices, Growth and Productivity: a Sectoral View*, Documentos de Trabajo, Banco de Chile, n.º 777.

significar un mayor uso en el corto plazo de los factores de producción. Además, otra posible causa tiene que ver con una cuestión de medición; si la función de producción que se considera para estimar la productividad no incluye la dotación de recursos naturales, un mayor uso de estos se reflejaría en una mayor PTF, al ser el factor que se obtiene de forma residual.

Para analizar estas cuestiones, se ha estimado un modelo empírico para la PTF, que incluye, además de los precios de las materias primas, otros factores explicativos más tradicionales utilizando datos de 43 economías en el período 1993-2014. Entre estos determinantes se incluyen aspectos tanto estructurales de las economías (innovación tecnológica, calidad institucional, apertura comercial o absorción tecnológica, que depende del nivel educativo) como transitorios (brecha de producto o capacidad utilizada de las economías).

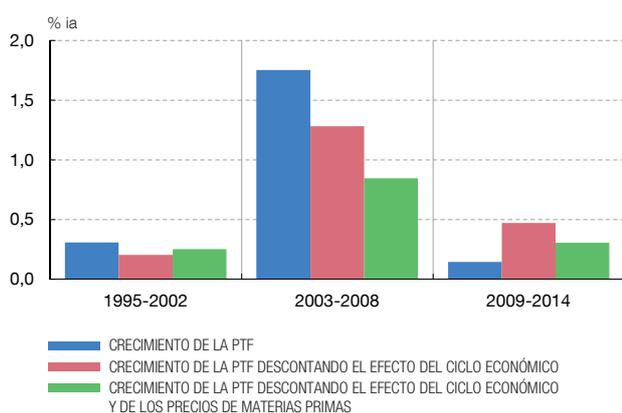
La principal conclusión de este ejercicio es que el impacto positivo de las variaciones de los precios de las materias primas sobre la productividad es robusto a diferentes especificaciones econométricas y a la presencia de efectos específicos por país. En cambio, el nivel de precios de las materias primas no resulta significativo. Por tanto, a corto plazo, las variaciones de los precios de las materias primas desempeñan un papel muy relevante en las economías exportadoras de estos productos, que se añade al habitual comportamiento procíclico de la productividad. El carácter transitorio del efecto de los precios de las materias primas parece apoyar la existencia de efectos de aglomeración en el corto plazo que implican una mayor utilización de los factores de producción o bien el uso de factores de producción no incluidos en la medición de la productividad, como los recursos naturales.

Resulta interesante observar que, aunque el efecto de los precios de las materias primas en la productividad se circunscribe a variaciones en el corto plazo, la naturaleza persistente de los ciclos de precios de materias primas hace que se relacione con períodos relativamente largos de crecimiento de la productividad en América Latina. En el gráfico 11.1 se muestra el crecimiento medio de la PTF en América Latina una vez descontados los factores transitorios del ciclo económico y el precio de las materias primas, o, dicho de otra manera, cuál hubiese sido el crecimiento de la PTF en un escenario de estabilidad de estas variables en el largo plazo²⁷. En el gráfico se observa que más de la mitad del aumento del crecimiento de la PTF en América Latina en el período 2003-2008 vino explicado por el sostenido aumento de precios de materias primas y un ciclo económico favorable, que, al menos en parte, fue resultado del comportamiento de los precios de estos productos.

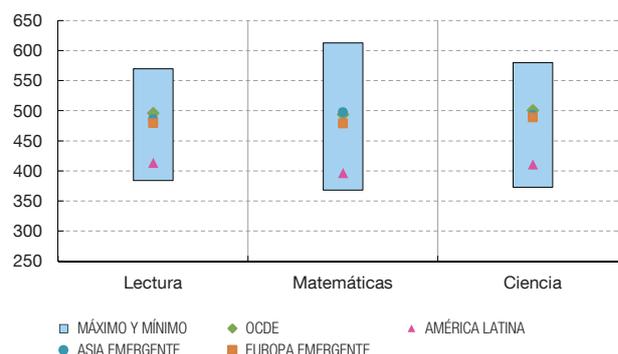
En la coyuntura actual, el reto para América Latina se encuentra en mejorar aquellos aspectos estructurales que puedan impulsar su competitividad y, de esta forma, elevar el nivel de productividad en un contexto de precios de materias primas más bajo que en los últimos años. El ejercicio realizado muestra que, en el largo plazo, el crecimiento de la productividad estaría determinado por la capacidad de las economías de incorporar nuevas tecnologías en el capital y por la velocidad de convergencia hacia la frontera del conocimiento. Para mejorar en estos ámbitos, dos líneas de actuación resultan esenciales. Por una parte, la mejora del nivel de educación se relaciona con un mayor ritmo de absorción tecnológica. Así, simulando un escenario contrafactual, América Latina podría aumentar el crecimiento de la productividad anual en torno a 0,4 pp si su población activa alcanzara

27 Para más detalles, véase I. Kataryniuk y J. Martínez-Martín (2016), *TFP growth and commodity prices in Emerging Economies*, Documentos de Trabajo, Banco de España (de próxima publicación).

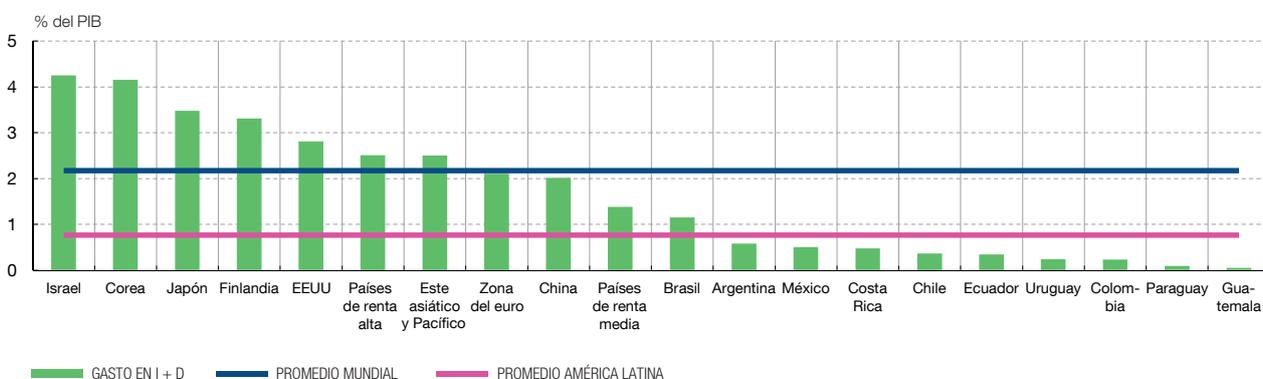
1 PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES



2 RESULTADOS DEL INFORME PISA 2012 (ESTUDIANTES DE ENSEÑANZA SECUNDARIA)



3 GASTO EN INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO. AÑO 2013



FUENTES: Banco de España, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y Banco Mundial.

el porcentaje de finalización de educación secundaria registrado en China. Por ello, es necesaria la extensión de la educación secundaria a más estratos de la sociedad. Adicionalmente, la región debe mejorar su calidad a la vista de los resultados obtenidos en el informe del programa internacional para la evaluación de estudiantes (PISA) (véase gráfico 11.2)²⁸. Por otra parte, la inversión en investigación y desarrollo (I + D) y la incorporación de nuevas tecnologías resultan factores imprescindibles para aumentar la complejidad de los productos manufactureros y así obtener rendimientos sustanciales en términos de crecimiento de la productividad. En este sentido, el promedio de inversión en innovación en América Latina se sigue situando muy por debajo del promedio mundial (véase gráfico 11.3), por lo que el margen de mejora de los niveles actuales resulta más que amplio. De acuerdo con los resultados del ejercicio, si aumentara la inversión en innovación en la región en un punto, acercándose a la media mundial, se produciría un aumento de la productividad de tres décimas.

20.10.2016.

28 Para más detalles, véase «Bridging the Skills and Innovation Gap to Boost Productivity in Latin America. The Competitiveness Lab: A World Economic Forum Initiative», del *World Economic Forum* (2015).

A la hora de analizar las tensiones financieras que afronta un país se suelen utilizar indicadores individuales, referidos a mercados concretos o fuentes de financiación específicas, que no siempre evolucionan de la misma forma, por lo que es complicado obtener un diagnóstico común. Para evitar esto, recientemente se han popularizado los índices de tensiones financieras (FSI, por sus siglas en inglés), que tratarían de resumir en un solo indicador las señales procedentes de un amplio conjunto de variables de mercado¹. En este recuadro se muestra un FSI elaborado para Brasil, basado en 18 indicadores de 6 segmentos del mercado —bolsa, deuda pública y privada, bancos, mercados de dinero, tipos de cambio y precios de materias primas— considerados relevantes para la economía brasileña. El índice agrega estos indicadores teniendo

en cuenta las correlaciones cruzadas entre ellos². Las 18 variables utilizadas en el FSI brasileño aparecen en el cuadro adjunto.

Como se observa en el gráfico 8.2, el FSI para Brasil aumentó considerablemente tanto en el verano de 2002 (turbulencias en los mercados tras la primera victoria electoral del PT) como en septiembre de 2008, dos de la crisis documentadas para el país. La evolución reciente del FSI muestra una clara disminución de las tensiones desde comienzos de 2016, tras el aumento registrado cuando los problemas políticos arreciaban, acentuada tras la resolución de la crisis política del país, hasta mínimos desde 2006.

1 Véase D. Hollo, M. Kremer y M. Lo Duca (2012), *CISS - a composite indicator of systemic stress in the financial system*, ECB Working Paper Series 1426.

2 Esta corrección capta el hecho de que en períodos de estrés los subíndices estarían altamente correlacionados, mientras que en los períodos de tranquilidad la correlación sería menor, con lo que el FSI sin ajustar podría sobreestimar la tensión en tiempos tranquilos.

Cuadro 1
BRASIL. INDICADORES EMPLEADOS EN LA ELABORACIÓN DEL FSI

| |
|---|
| 1 Renta variable |
| Volatilidad histórica de la bolsa de São Paulo |
| C-MAX (máxima pérdida acumulada del índice bursátil en dos años) |
| Ratio de precios sobre garantías (PER) de la bolsa |
| 2 Renta fija pública y privada |
| Diferencial soberano (EMBI) |
| Diferencial corporativo (CEMBI) |
| Diferencial <i>bid-ask</i> del tipo de interés de la deuda pública externa |
| 3 Bancos |
| Desviación estándar de la variación diaria del índice bursátil de los bancos |
| CDS del sector bancario (Banco Bradesco) |
| PER del índice bursátil de la banca |
| 4 Mercado de dinero |
| Desviación estándar de las variaciones diarias del tipo de interés a corto |
| Diferencial entre el interbancario a corto y el tipo oficial |
| Diferencial entre el interbancario a nueve meses y las letras del tesoro a nueve meses |
| 5 Tipo de cambio |
| Volatilidad histórica del tipo de cambio real/dólar |
| Volatilidad histórica del tipo de cambio real/euro |
| Diferencial entre el tipo de cambio <i>forward</i> (corto plazo) y el tipo de cambio <i>spot</i> del real frente al dólar |
| 6 Materias primas |
| Volatilidad histórica del precio del petróleo |
| Volatilidad histórica del precio de la soja |
| CDS Petrobras |

FUENTE: Banco de España.

