

**Informe de economía  
latinoamericana.  
Primer semestre de 2019**

## Resumen

Este artículo realiza un repaso del comportamiento reciente de las principales economías de América Latina, en un entorno exterior complicado, por la desaceleración de la economía mundial y por la incertidumbre asociada a las tensiones comerciales. El crecimiento en 2018 se situó por debajo del de 2017 y del proyectado a principios de año, principalmente por la fuerte recesión en Argentina y por una recuperación más lenta de lo esperado en Brasil. En 2019 se espera una evolución más positiva de la actividad en estos países, pero una desaceleración en México. Además, los riesgos se siguen situando predominantemente a la baja. Entre los riesgos internos, destaca la incertidumbre sobre las políticas económicas que se llevarán a cabo en Brasil y en México, que serán objeto de un análisis más pormenorizado en el presente documento.

Junto con este artículo se publicarán otros dos referidos a aspectos específicos del comportamiento de las economías latinoamericanas: «Flujos de capitales a emergentes: evolución reciente y determinantes» y «El impacto de China sobre América Latina: los canales comerciales y de inversión extranjera directa».

**Palabras clave:** incertidumbre política, bajo crecimiento, espacio fiscal.

**Códigos JEL:** F01, F21, F30, F41.

## Introducción

Desde la publicación del anterior informe semestral de economía latinoamericana, en noviembre de 2018, la economía mundial ha seguido desacelerándose, lo que ha llevado a los bancos centrales de las principales economías desarrolladas, y especialmente a la Reserva Federal de Estados Unidos, a frenar la normalización del tono de sus políticas monetarias. Este giro ha propiciado que las condiciones financieras a las que hacen frente las economías emergentes hayan retornado, en general, a niveles más favorables, tras las turbulencias registradas en la segunda mitad de 2018. En este entorno, el crecimiento en el conjunto de las principales economías latinoamericanas<sup>1</sup> en 2018 se situó en el 1,4 %, tres décimas menos que en 2017 y notablemente por debajo del 3 % esperado a principios de año. Este peor desempeño se debe, sobre todo, a la fuerte recesión experimentada por Argentina y a una recuperación notablemente lenta en Brasil. Ambas economías, además de México, cerraron el año 2018 y comenzaron 2019 con un reducido dinamismo.

Las previsiones para 2019 se han revisado a la baja y se espera que el crecimiento en el conjunto de la región se sitúe ligeramente por debajo del 2 % (gráfico 1). La economía argentina saldría de la recesión, aunque seguiría mostrando un crecimiento negativo en el conjunto del año; se proyecta que la economía brasileña crezca en 2019 algo por debajo del 2 %, una tasa superior a la mexicana (ligeramente por encima del 1,5 %) por primera vez desde 2013.

Los riesgos para la región provienen tanto del entorno exterior —derivados del menor crecimiento global y de su posible efecto sobre el precio de las materias primas, de un posible endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y de las tensiones comerciales— como de problemas específicos en algunos países. Entre estos últimos, destaca el riesgo de que el ajuste monetario y fiscal en Argentina no logre anclar las expectativas de inflación y deba intensificarse, agravando la recesión y comprometiendo el éxito del programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>2</sup>. La incertidumbre sobre la reforma del sistema de pensiones en Brasil y las dudas generadas por las políticas del nuevo Gobierno en México, que en algunos casos han supuesto reversiones de reformas estructurales previas, constituyen también elementos de preocupación y se abordan de manera específica en un recuadro de este artículo (véase recuadro 1). Cabe señalar, además, el limitado margen de actuación de las políticas monetarias y, especialmente, fiscales ante la materialización de estos riesgos.

## Evolución reciente de la economía latinoamericana

EL ENTORNO EXTERIOR Y LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

La economía mundial se ha venido desacelerando, en un contexto de deterioro de la confianza y de elevada incertidumbre, alentada por las persistentes tensiones comerciales y por otros riesgos de índole política. El PIB mundial creció un 3,6 % en 2018, dos décimas menos que en 2017, con una tendencia decreciente a lo largo del año que se mantuvo a principios de 2019 y se ha reflejado en una revisión a la baja casi generalizada de las perspectivas de crecimiento. En las economías emergentes también se observaron signos de debilidad como resultado del deterioro de la confianza y del comercio mundial, aunque con diferencias por áreas. Tras las medidas de estímulo adoptadas por las autoridades chinas, los indicadores económicos de esa economía han mostrado una mejora en los

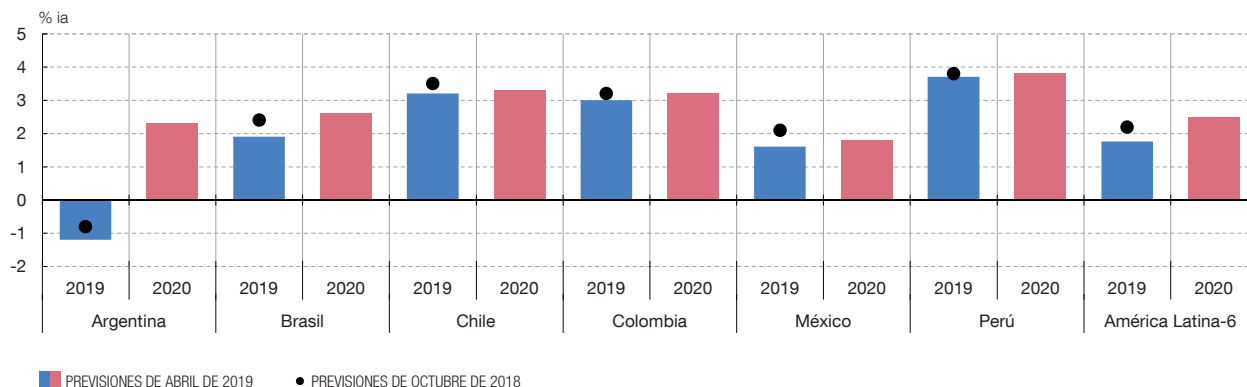
<sup>1</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, a las que el artículo se refiere, en términos agregados, como «la región». No se dispone de datos para Venezuela.

<sup>2</sup> Véase el artículo analítico «Argentina: los retos económicos frente a un entorno internacional adverso» (<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/2018/T4/descargar/Fich/beaa1804-art31.pdf>).

## A LA REVISIÓN A LA BAJA DE MÉXICO Y, EN MENOR MEDIDA, DE BRASIL Y ARGENTINA

Después del fuerte deterioro de las previsiones que se mostraba en el informe de octubre de 2018, la previsión de crecimiento para la región en 2019 disminuye de nuevo 0,4 puntos porcentuales (pp), hasta el 1,8 %, motivada por los riesgos del entorno global y especialmente por la incertidumbre en el desarrollo del programa económico en Brasil y México, su desaceleración en el último trimestre de 2018, y los efectos del ajuste monetario y fiscal en Argentina. Las restantes economías mantienen estables, o con ligeras disminuciones, sus previsiones de crecimiento.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN AMÉRICA LATINA PARA 2019 y 2020



FUENTE: *Latin American Consensus Forecasts*.



últimos meses que no se ha trasladado a otras economías asiáticas, que, aunque mantienen un dinamismo mayor que otras regiones, han seguido desacelerándose.

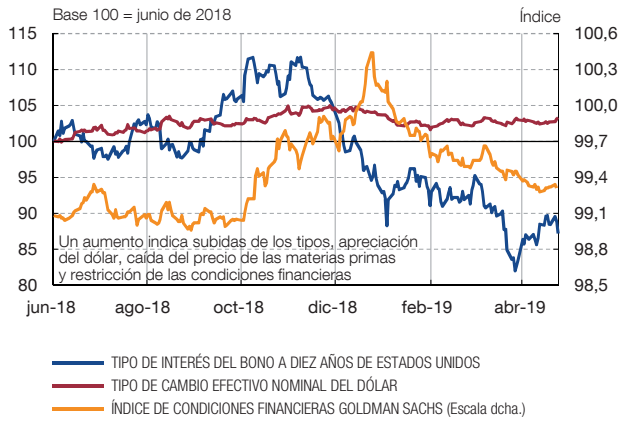
El deterioro general de las perspectivas de crecimiento provocó un ajuste en los mercados financieros —especialmente, en los desarrollados— a finales de 2018, y los bancos centrales de las principales economías avanzadas han revisado sus planes de normalización del tono de sus políticas monetarias. En particular, la Reserva Federal ha suavizado la senda proyectada de subidas de tipos de interés, al tiempo que ha anunciado el fin del proceso de reducción de su balance, en septiembre de este año. El Banco Central Europeo (BCE) ha extendido el período durante el cual espera que los tipos oficiales se mantengan en sus actuales niveles y anunció la reinversión íntegra de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos, así como una nueva ronda de operaciones de refinanciación a largo plazo, con el objetivo de mantener unas condiciones favorables de acceso al crédito.

Los mercados financieros emergentes se comportaron a finales de 2018 mejor que los desarrollados, sostenidos, en buena medida, por factores idiosincrásicos. Tras el cambio en el tono de política monetaria de la Reserva Federal, nada más comenzar 2019, se observó una sustancial mejoría (gráfico 2.1), a la que contribuyeron también las medidas de estímulo adoptadas en China y las perspectivas de alcanzar un acuerdo comercial con Estados Unidos, que, no obstante, han vuelto a percibirse más negativas recientemente (gráfico 2.2). Sin embargo, volvieron a producirse algunos episodios de ajuste en aquellos mercados con mayores vulnerabilidades exteriores (Argentina y Turquía).

Los mercados financieros latinoamericanos registraron un comportamiento algo más favorable que el resto de emergentes, por la menor conexión de la región con las cadenas globales de valor, más expuestas a las tensiones proteccionistas, la recuperación del precio del petróleo y la buena acogida inicial de las medidas anunciadas por los nuevos Gobiernos de Brasil y México, que llevaron a apreciaciones de las divisas y subidas de las bolsas, especialmente en el primer caso (gráficos 2.3 y 2.4). Argentina, sin embargo, registró

Los mercados avanzados y emergentes se vieron influidos por las perspectivas sobre el proteccionismo, el crecimiento mundial y la política monetaria en economías avanzadas, de modo que desde comienzos de año se observó una sostenida mejoría, tras la tregua comercial y el cambio de tono en la comunicación de la Reserva Federal. Los mercados latinoamericanos se beneficiaron, además, del aumento del precio de las materias primas y de la buena acogida inicial de las nuevas políticas del Gobierno de Brasil. Las condiciones financieras se tensionaron inicialmente, para relajarse después a los niveles previos, y siguen siendo muy laxas, sobre todo en Brasil.

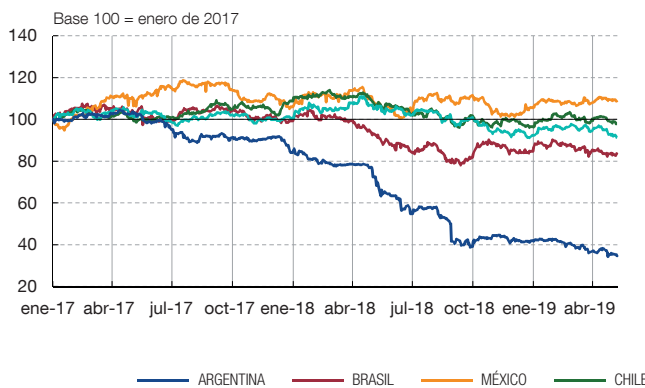
1 CONDICIONES FINANCIERAS EN ESTADOS UNIDOS



2 MERCADOS EMERGENTES. PRINCIPALES INDICADORES



3 TIPO DE CAMBIO NOMINAL FREENTE AL DÓLAR



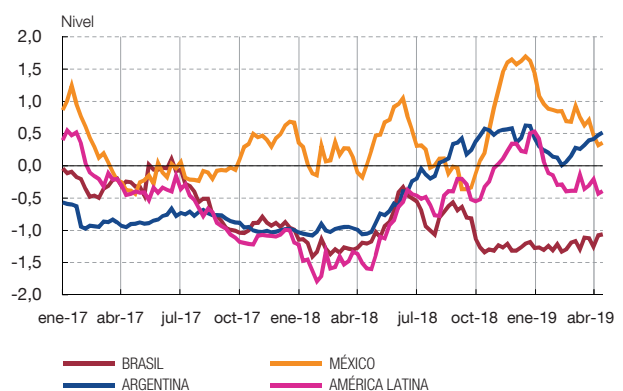
4 ÍNDICES DE BOLSA



5 DIFERENCIALES SOBERANOS



6 ÍNDICES DE CONDICIONES FINANCIERAS



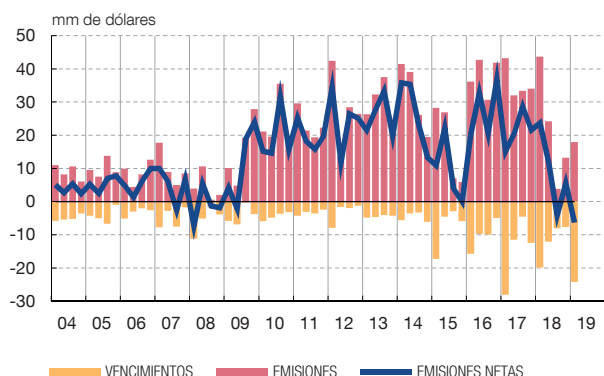
FUENTES: Banco de España, Thomson Reuters y JP Morgan.



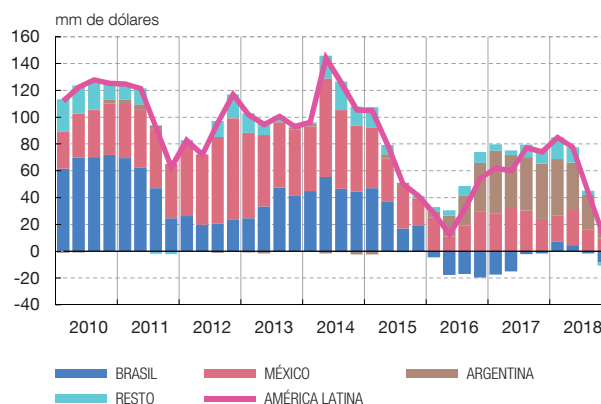


El proceso de desapalancamiento exterior de la región se mantuvo, con emisiones netas negativas de renta fija en mercados internacionales. Se registró un aumento de la financiación más estable (IED) y menores entradas de flujos de cartera. Las reservas apenas variaron durante el semestre, con la salvedad de Argentina.

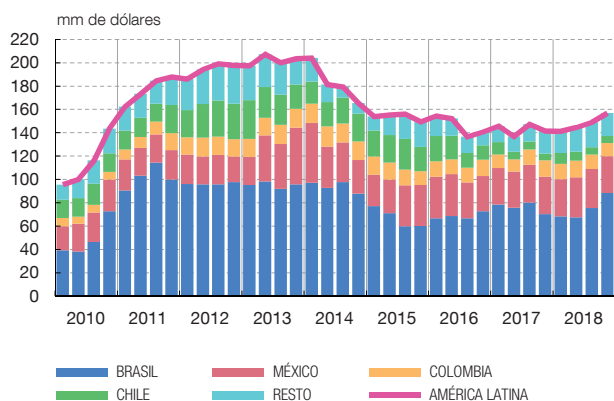
1 AMÉRICA LATINA: EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES



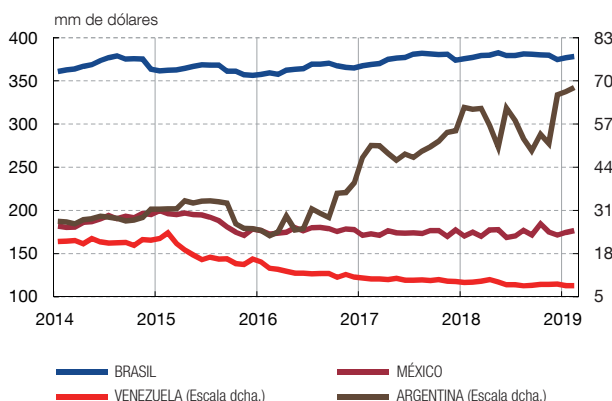
2 AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA (a)



3 AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA (a)



4 AMÉRICA LATINA: RESERVAS INTERNACIONALES



FUENTES: Datastream, Dealogic, Institute of International Finance, JP Morgan, FMI y estadísticas nacionales.

a Acumulado de cuatro trimestres.



una nueva oleada de turbulencias desde mediados de marzo, reflejada en depreciaciones adicionales del peso y subidas de la prima de riesgo (gráfico 2.5), relacionadas principalmente con el deterioro en los indicadores de inflación y el aumento del riesgo político asociado a la incertidumbre sobre los resultados de las elecciones presidenciales que se celebrarán el próximo otoño. Los problemas de la petrolera estatal PEMEX produjeron un deterioro en los mercados mexicanos hacia el final del período examinado. Con todo, las condiciones financieras desde principios de año han sido más relajadas (gráfico 2.6).

Las emisiones netas de renta fija en mercados internacionales fueron negativas en la segunda mitad de 2018, por primera vez desde 2007 (gráfico 3.1), mientras que las entradas brutas de cartera disminuyeron hasta niveles mínimos desde comienzos de 2016, debido fundamentalmente a las salidas registradas en Brasil (gráfico 3.2). Por el contrario, la financiación exterior más estable, en forma de inversión extranjera directa, repuntó a lo largo del segundo semestre, especialmente en Brasil (gráfico 3.3). Las reservas internacionales se mantuvieron en niveles históricamente elevados (gráfico 3.4).

La actividad en el conjunto de las principales economías latinoamericanas siguió avanzando a ritmos reducidos en el segundo semestre de 2018, con tasas intertrimestrales de crecimiento del 0,4 % y del 0,3 % en el tercer y cuarto trimestres del año (véanse cuadro 1 y gráfico 4)<sup>3</sup>. No obstante, tras estas tasas hay comportamientos diferenciados. La actividad siguió contrayéndose en Argentina en la segunda mitad del año (cuatro trimestres consecutivos), si bien con menor intensidad que en el segundo trimestre. En Brasil y México, tras un tercer trimestre de relativo dinamismo, el PIB volvió a desacelerarse notablemente a finales de año; por el contrario, en Chile y Perú el PIB se aceleró en el cuarto trimestre, tras el bache del tercer trimestre. La evolución de la actividad en Colombia fue más estable, alrededor de su tasa de crecimiento potencial. De esta manera, en el conjunto del año 2018 el PIB agregado de la región creció un 1,4 %, por debajo del registrado el año anterior (1,7 %) y de lo previsto a principios de año: Brasil creció a la misma tasa que en 2017 (1,1 %), México tres décimas menos (2 %) y el mayor dinamismo en las economías andinas se vio más que compensado por la caída del 2,5 % en Argentina. Los datos correspondientes al primer trimestre del año apuntan a que se mantuvo la debilidad de la actividad<sup>4</sup>.

Por componentes, la notable vitalidad de la demanda interna en las economías andinas, donde también la inversión ha recuperado cierto dinamismo, no fue suficiente para compensar la desaceleración en México, la debilidad en Brasil (sobre todo, en el último trimestre) y la caída en Argentina; la inversión, en particular, no supera su atonía en estas economías. El crédito al sector privado en términos reales refleja la evolución de la demanda, destacando el debilitamiento en México y las tasas negativas en Brasil, si bien con un perfil de mejora (gráfico 5.2).

La demanda exterior neta contribuyó positivamente al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre (después de siete trimestres consecutivos de contribución negativa) por su fuerte mejora en Argentina (+10,3 pp), explicada en gran medida por el desplome de las importaciones. De hecho, el déficit de la balanza por cuenta corriente se contrajo notablemente en Argentina en el cuarto trimestre de 2018<sup>5</sup> por la evolución de la balanza comercial, mientras que Brasil, México y Perú siguieron presentando déficits reducidos, en términos históricos, por el comportamiento favorable de los saldos comerciales. En Colombia, el déficit exterior se mantiene elevado, si bien se financia de manera confortable con la entrada neta de inversión extranjera directa, mientras que en Chile aumentó en la segunda mitad de 2018, al reducirse el superávit de la balanza de bienes y aumentar el déficit de la balanza de rentas, por los beneficios transferidos a empresas extranjeras (gráfico 5.3). Los términos de intercambio, definidos como la ratio entre los precios de exportación y de importación de un país, variable fundamental en estas economías mayoritariamente exportadoras de materias primas, mostraron cierta tendencia al empeoramiento (gráfico 5.4).

En los mercados laborales de la región no se apreciaron cambios relevantes en las tasas de paro, donde sigue destacando el elevado desempleo de Brasil (gráfico 5.1).

La inflación ha venido reduciéndose en los últimos meses (gráfico 6.1), como consecuencia del componente no subyacente, que ha tenido una evolución favorable,

<sup>3</sup> En Venezuela, donde se sigue sin disponer de datos oficiales, los indicadores señalan que la economía continúa sumida en una profunda recesión y en una situación de hiperinflación, de acuerdo con las definiciones habituales.

<sup>4</sup> Por ejemplo, la estimación preliminar del PIB de México en el primer trimestre de 2019 registró una tasa de crecimiento intertrimestral de -0,2 %.

<sup>5</sup> En el cuadro 1 y en el gráfico 4 no se percibe este ajuste, dado que se recoge en la forma habitual de media móvil de cuatro trimestres.

	2017	2018	2017	2017	2017	2017	2018	2018	2018	2018	
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	Abril
<b>PIB (tasa intertrimestral) (a)</b>											
América Latina-6 (b)			0,7	0,5	0,3	0,7	0,6	-0,3	0,4	0,3	
Argentina			0,4	1,3	1,5	1,0	-0,2	-4,7	-0,5	-1,2	
Brasil			1,5	0,3	0,1	0,3	0,4	0,0	0,5	0,1	
México			0,4	0,4	-0,4	1,1	1,0	-0,2	0,6	0,2	
Chile			-0,9	0,9	2,3	0,8	1,1	0,6	0,2	1,3	
Colombia			-0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	1,0	0,8	0,6	
Perú			-0,1	0,6	1,4	0,4	1,2	1,6	-0,5	2,5	
<b>PIB (tasa interanual)</b>											
América Latina-6 (b)	1,7	1,4	1,2	1,7	1,8	2,2	2,2	1,2	1,4	1,0	
Argentina	2,7	-2,5	0,3	2,1	3,8	4,5	4,1	-3,8	-3,7	-6,2	
Brasil	1,1	1,1	0,1	0,6	1,4	2,2	1,2	0,9	1,3	1,1	
México (a)	2,3	2,0	3,2	3,1	1,6	1,5	2,1	1,5	2,6	1,7	
Chile	1,3	4,0	-0,4	0,4	2,0	3,0	4,7	5,3	2,6	3,6	
Colombia (a)	1,4	2,7	1,1	1,9	1,4	1,0	2,2	2,6	2,9	2,9	
Perú	2,5	4,0	2,3	2,6	2,7	2,3	3,2	5,5	2,4	4,8	
<b>IPC (tasa interanual)</b>											
América Latina-5 (b)	4,3	3,8	4,7	4,4	4,0	4,1	3,6	3,5	4,2	4,1	4,3
Brasil	3,5	3,7	4,9	3,6	2,6	2,8	2,8	3,3	4,4	4,1	4,9
México	6,0	4,9	5,0	6,1	6,5	6,6	5,3	4,6	4,9	4,8	4,4
Chile	2,2	2,7	2,8	2,3	1,7	2,0	2,5	2,6	3,1	2,9	2,0
Colombia	4,3	3,2	5,1	4,3	3,7	4,1	3,4	3,2	3,1	3,3	3,2
Perú	2,8	1,3	3,4	3,2	3,0	1,7	0,9	1,0	1,3	2,1	2,6
<b>Saldo presupuestario (% del PIB) (c)</b>											
América Latina-6 (b)	-4,7	—	-5,2	-5,5	-5,0	-4,7	-5,0	-4,8	-4,8	-4,5	
Argentina	-5,9	-5,0	-4,6	-5,2	-5,5	-5,9	-5,7	-5,1	-4,8	-5,0	
Brasil	-7,8	-7,1	-9,1	-9,5	-8,8	-7,8	-7,4	-7,3	-7,2	-7,1	
México	-1,0	-2,1	-1,3	-1,9	-1,1	-1,0	-2,8	-2,7	-2,5	-2,1	
Chile	-2,7	-1,7	-3,3	-2,9	-2,7	-2,7	-2,7	-2,6	-2,1	-1,7	
Colombia	-3,3	—	-4,2	-4,2	-3,2	-3,3	-3,0	-3,8	-4,6	-3,1	
Perú	-3,2	-2,0	-2,2	-2,6	-3,0	-3,2	-3,4	-2,4	-2,1	-2,0	
<b>Deuda pública (% del PIB)</b>											
América Latina-6 (b)	56,0	60,4	53,7	53,8	54,8	55,4	56,0	58,4	60,1	59,2	
Argentina	56,8	85,9	47,6	46,0	48,0	51,6	54,3	66,3	83,8	74,6	
Brasil	74,0	76,7	71,3	72,8	73,8	74,0	75,3	77,4	77,2	76,7	
México	46,9	46,8	47,2	45,9	46,7	46,9	46,7	47,4	46,5	46,8	
Chile	23,6	24,0	21,9	22,5	23,0	23,6	24,6	23,5	23,9	24,0	
Colombia	43,4	47,1	42,8	43,0	43,5	43,4	43,5	45,0	45,9	47,1	
Perú	24,9	25,7	23,0	24,2	24,3	24,9	23,8	23,7	23,9	25,7	
<b>Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (c)</b>											
América Latina-6 (b)	-1,7	-2,0	-2,0	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,9	-2,1	-2,0	
Argentina	-4,9	-5,4	-3,0	-3,6	-4,3	-4,9	-5,5	-6,2	-6,4	-5,4	
Brasil	-0,4	-0,8	-1,0	-0,7	-0,5	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-0,8	
México	-1,7	-1,8	-2,4	-1,9	-1,8	-1,7	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	
Chile	-2,1	-3,1	-2,2	-2,4	-2,0	-2,1	-1,6	-1,8	-2,2	-3,1	
Colombia	-3,3	-3,8	-4,1	-4,0	-3,7	-3,3	-3,0	-3,1	-3,2	-3,8	
Perú	-1,2	-1,5	-2,0	-1,2	-0,7	-1,2	-1,2	-1,4	-1,7	-1,5	
<b>Deuda externa (% del PIB)</b>											
América Latina-6 (b)	34,4	—	35,4	34,7	35,0	34,4	35,3	34,7	35,2	37,0	
Argentina	36,5	53,6	34,5	34,4	35,2	36,5	41,2	45,0	46,8	53,6	
Brasil	32,5	35,6	35,2	33,5	33,6	32,5	33,3	32,2	33,3	35,5	
México	28,7	27,9	28,7	28,5	28,9	28,7	29,1	28,5	28,2	27,9	
Chile	65,4	—	64,4	65,3	65,3	65,3	63,6	59,4	60,1	61,8	
Colombia	40,0	39,9	40,9	40,0	40,6	40,0	39,9	38,9	38,6	39,9	
Perú	35,9	34,7	37,7	38,6	38,0	35,9	34,8	33,6	33,6	34,8	

FUENTES: Thomson Reuters y estadísticas nacionales.

a Series ajustadas de estacionalidad.

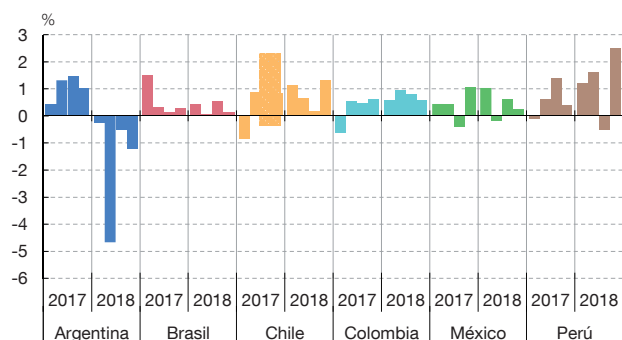
b América Latina-6: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. América Latina-5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

c Media móvil de cuatro trimestres.

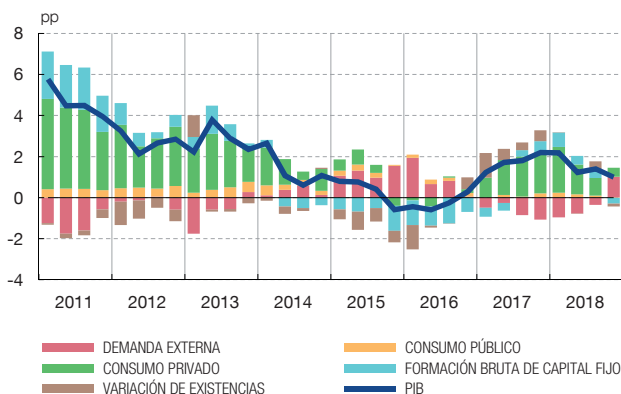


El crecimiento de la región se redujo hasta el 1,4% en 2018, desde el 1,7% de 2017. Argentina registró cuatro trimestres consecutivos de caídas del PIB y en Brasil y México se produjo una fuerte desaceleración en el cuarto trimestre. Por el contrario, Chile y Perú aceleraron su crecimiento en el último trimestre del año, tras la desaceleración del tercero, y Colombia mantuvo un comportamiento estable. Por componentes, destacan la reversión de la demanda externa (Argentina), que pasó a tener una aportación positiva en el cuarto trimestre, y la disminución paulatina en la aportación de los componentes de la demanda interna (consumo privado e inversión principalmente), a pesar del buen comportamiento de estos factores en las economías andinas.

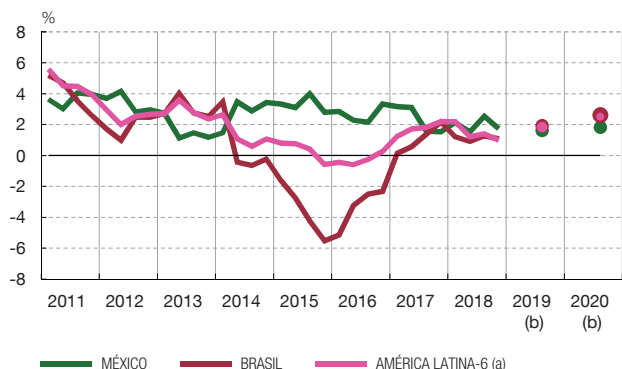
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas trimestrales



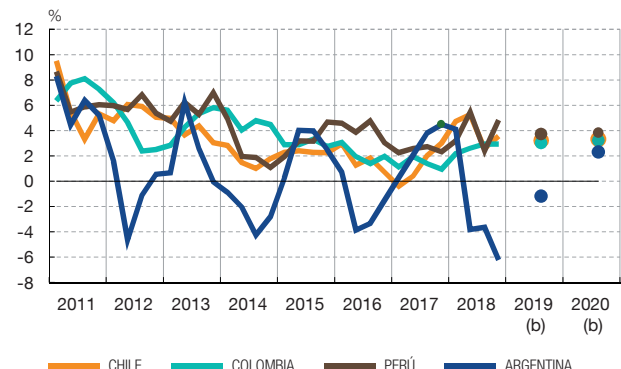
2 APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB.  
AMÉRICA LATINA-6 (a)



3 PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



4 PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



FUENTES: Thomsom Reuters y estadísticas nacionales.

a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

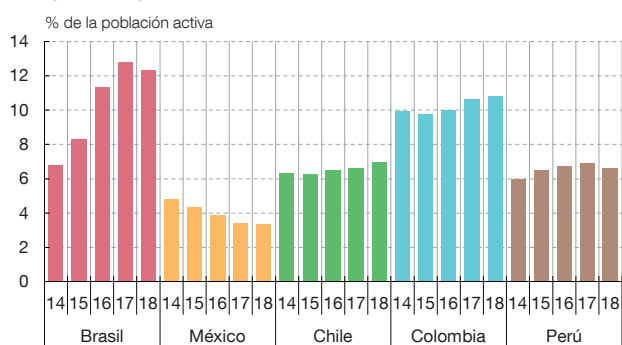
b Los puntos representan las previsiones de abril de 2019 de *Latin American Consensus Forecasts* para 2019 y 2020.

[Descargar](#)

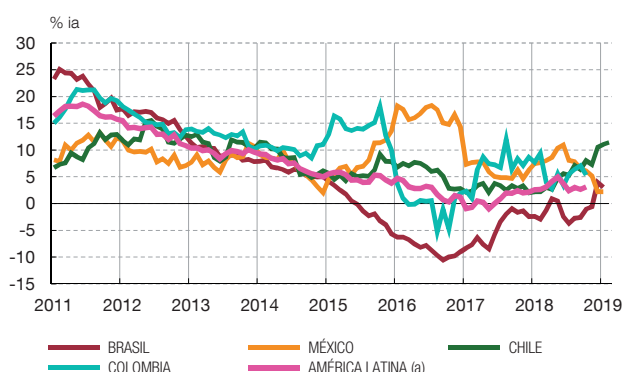
mientras que la inflación subyacente se ha mantenido estable (gráfico 6.2). En los países con objetivo de inflación, esta se ha situado dentro de los intervalos objetivo, con la excepción de México. El incumplimiento del objetivo explica el tono restrictivo de la política monetaria, con dos subidas de 25 puntos básicos (pb) del tipo de interés oficial en noviembre y diciembre del pasado año, y el sesgo restrictivo en los comunicados del Banco de México. También el banco central de Chile elevó 25 pb su tipo de interés oficial en enero, tras un aumento similar en octubre, aunque no se esperan nuevas subidas en el futuro cercano, dados el comportamiento de la inflación (debido, en parte, a cambios metodológicos en su cálculo) y el cambio de tono de la política monetaria de la Reserva Federal. Asimismo, los bancos centrales de Brasil, Colombia y Perú mantienen sus tipos de interés inalterados desde hace un año. Cabe señalar que las expectativas de inflación para finales de 2019 son coherentes con el cumplimiento de los objetivos para este grupo de países (cuadro 2).

Las tasas de paro permanecieron, en general, estables durante 2018, con una ligera reducción de la elevada tasa de Brasil. El crédito real al sector privado se recuperó, en términos interanuales, en Chile y Brasil, y disminuyó en México. El déficit de la balanza por cuenta corriente aumentó de forma generalizada en el año 2018, si bien en Argentina presentó una reducción notable en el cuarto trimestre. Los términos de intercambio presentaron un empeoramiento en la segunda mitad del año.

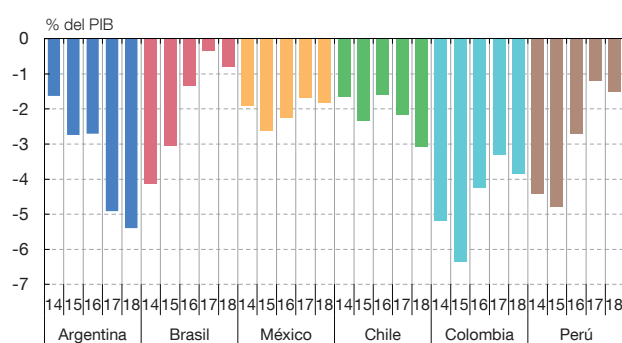
1 TASA DE PARO



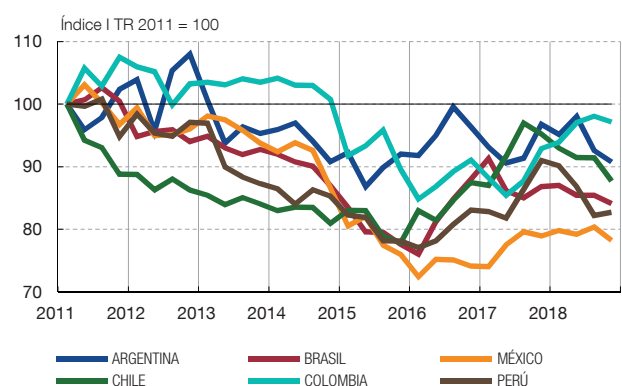
2 VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



3 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



4 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



FUENTE: Thomson Reuters.

a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.



En Argentina, la inflación ha seguido evolucionando al alza, hasta situarse en el 54,7 % en marzo, como consecuencia de la depreciación del peso, que se traslada rápidamente a los precios, la reducción de los subsidios al transporte y el continuado deterioro de las expectativas. Por ello, el banco central anunció medidas de endurecimiento adicional de la política monetaria, reduciendo en un 10 % el objetivo de la base monetaria a fin de año, sobre la meta establecida originalmente, que ya era muy restrictiva<sup>6</sup>. Adicionalmente, para reafirmar su compromiso con el objetivo de estabilidad de precios, el banco central se comprometió a sostener un tipo de interés mínimo de 62,5 % durante el mes de abril, absorbiendo para ello la liquidez necesaria. Y desde finales de abril puede realizar ventas de dólares, aun si el tipo de cambio del peso frente al dólar se sitúa dentro de la anteriormente conocida como «zona de no intervención» y el monto de pesos resultante de estas ventas será descontado del objetivo de base monetaria. Finalmente, y para enfrentar las presiones depreciatorias sobre el peso, el Gobierno ha pasado a subastar

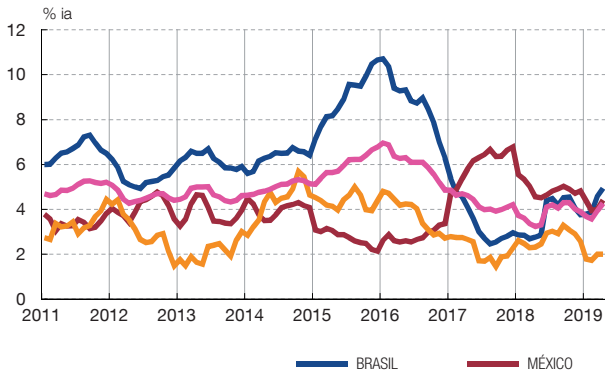
6 Entre las medidas anunciadas por el banco central se encuentran: i) extensión del objetivo de crecimiento cero de la base monetaria hasta finales de 2019 (anteriormente, existía el compromiso hasta junio de 2019); ii) permanencia en el sobrecumplimiento de crecimiento cero de la base monetaria alcanzado en febrero (el crecimiento mensual fue negativo), y iii) eliminación del ajuste (aumento) por estacionalidad de la base monetaria previsto para junio.

**REDUCCIÓN GENERALIZADA DE LA INFLACIÓN DURANTE LOS ÚLTIMOS MESES, CON UN NUEVO REPUNTE EN MARZO Y ABRIL. EN ARGENTINA CONTINÚA AUMENTANDO DE FORMA PERSISTENTE. SUBIDAS MODERADAS DE TIPOS EN MÉXICO Y CHILE, Y ESTABILIDAD EN BRASIL, COLOMBIA Y PERÚ**

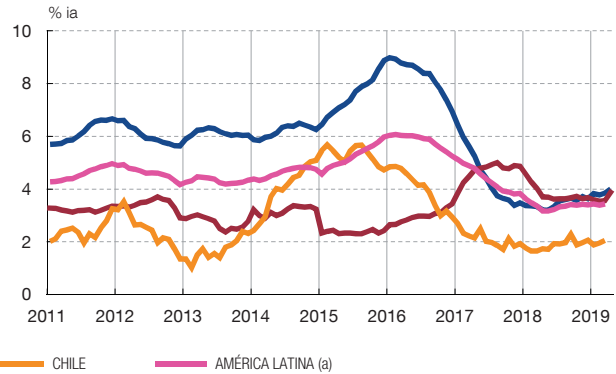
GRÁFICO 6

La inflación se ha ido reduciendo durante los últimos meses en la región, hasta los meses de marzo y abril, en los que se ha producido un repunte generalizado por el componente no subyacente. En Argentina continúa aumentando de forma persistente. La inflación subyacente se mantiene estable en los cinco países con objetivos de inflación, donde se sitúa dentro de los intervalos objetivo. Los tipos de interés oficiales permanecen estables en Brasil, Colombia y Perú desde hace un año, y los de México y Chile han ido aumentando de forma moderada. Las expectativas de inflación para 2019 son compatibles con los objetivos fijados por los bancos centrales.

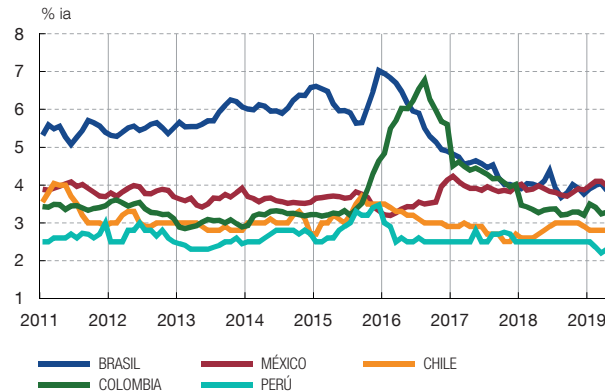
1 TASA DE INFLACIÓN



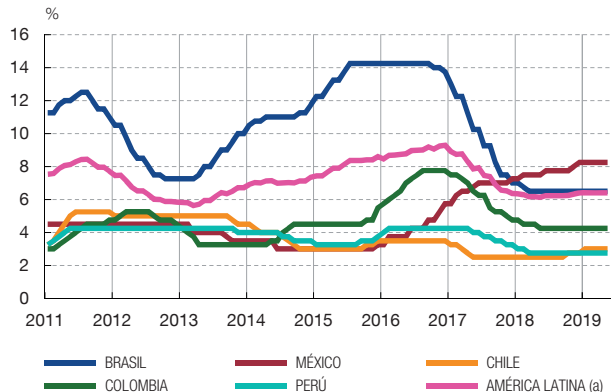
2 TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE



3 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES



4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTE: Thomson Reuters.

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

[Descargar](#)

**INFLACIÓN**

**Tasas de variación interanual**

CUADRO 2

País	Objetivo	2018		2019		2020
		Diciembre	Cumplimiento	Abril	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Argentina	- (b)	47,6	No	—	36,6	24,0
Brasil (c)	4,5 ± 1,5	3,8	Sí	4,9	4,0	4,1
México	3 ± 1	4,8	No	4,4	3,6	3,6
Chile	3 ± 1	2,6	Sí	2,0	2,7	2,9
Colombia	3 ± 1	3,2	Sí	3,2	3,3	3,2
Perú	1 - 3	2,2	Sí	2,6	2,3	2,4

FUENTES: Thomson Reuters, estadísticas nacionales y Consensus Forecasts.

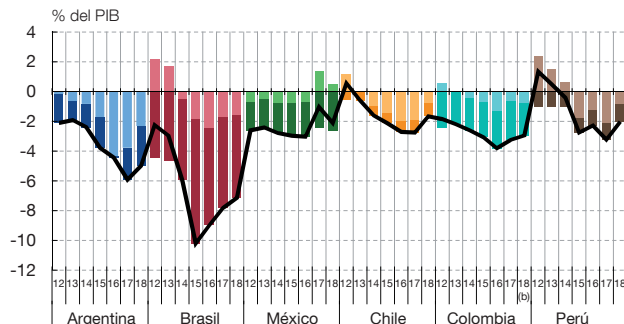
a Consensus Forecasts de abril de 2019 para final de año.

b En Argentina se suspendió el marco de política monetaria basado en las metas de inflación, para pasar de forma temporal a una política monetaria basada en límites al crecimiento de la base monetaria (techo del 0% im para la base monetaria hasta diciembre de 2019, mes en el cual se incorpora un cierto crecimiento positivo por motivos estacionales).

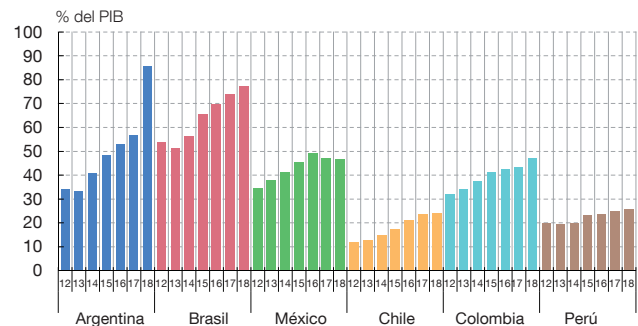
c El objetivo de inflación en Brasil para 2019 es del 4,25% ± 1,5, y para 2020, del 4,00% ± 1,5.

Brasil cerró 2018 con un déficit público muy elevado (7,1 % del PIB), a pesar de la reducción de casi 3 puntos del PIB en los tres últimos años, y con una deuda pública del 77 % del PIB. Argentina continúa con el ajuste fiscal. El elevado incremento de su deuda pública obedece a la fuerte depreciación del peso, dado el elevado porcentaje que supone la deuda pública en moneda extranjera. México registró de nuevo un superávit primario en 2018.

1 SUPERÁVIT O DÉFICIT PÚBLICO (a)



2 DEUDA PÚBLICA



FUENTE: Thomson Reuters.

- a En color claro, déficit primario; en color oscuro, carga de intereses.  
b Tercer trimestre de 2018.



dólares, por una suma de hasta 9.600 millones de dólares, con un tope de 60 millones diarios, hasta finales de año<sup>7</sup>.

En el ámbito de la política fiscal (gráfico 7), Brasil cerró 2018 con un déficit público aún muy elevado (7,1 % del PIB, con una carga de intereses de 5,5 pp), a pesar de la corrección de los tres últimos años, y con una ratio de deuda pública que superó el 77 % del PIB, tras haber aumentado más de 25 pp en los cinco últimos años. La aprobación de la reforma de las pensiones presentada por el nuevo Gobierno en el Congreso (véase recuadro 1) resulta imprescindible para poder cumplir con el límite de gasto público fijado para los próximos años, aunque se mantienen las dudas sobre la reforma que finalmente pudiera aprobar el Congreso.

En México, se perciben riesgos fiscales relacionados fundamentalmente con la situación de la empresa petrolera pública PEMEX, dada la percepción existente de que el Gobierno mexicano la apoyaría financieramente en caso de ser necesario. Con todo, México registró un superávit primario en 2018 y el presupuesto contempla mantenerlo en 2019 (en el 1 % del PIB) y 2020 (en el 1,3 %), aunque con supuestos optimistas sobre el crecimiento del PIB y la producción de petróleo<sup>8</sup>, y la deuda pública se mantiene estable. Los problemas de PEMEX, que han llevado a rebajas en la calificación de varias agencias de *rating*, tienen naturaleza estructural y proceden de su elevado endeudamiento (la ratio de deuda sobre activos alcanza casi el 100 %), de la carga impositiva que soporta (más de un 80 % de sus beneficios son transferidos al Gobierno en forma de impuestos y otras obligaciones) y de la baja productividad. En ese sentido, las decisiones adoptadas por el nuevo Gobierno, que suspenden temporalmente la inversión conjunta de PEMEX con el sector privado y reorientan el negocio hacia el refino en lugar de la extracción de petróleo, agravan el problema.

7 Una parte de estos dólares proviene de los desembolsos realizados por el FMI tras la firma del acuerdo, y otra, de las emisiones de deuda pública a corto plazo en dólares (LETES o Letras del Tesoro de la Nación).

8 A principios de abril, el Gobierno mexicano anunció que reducirá el gasto público el 0,5 % del PIB en 2019, congruente con los menores ingresos esperados, de la misma magnitud.

En Argentina, prosigue el fuerte ajuste fiscal para el período 2018-2020 incluido en el programa con el FMI. No obstante, el objetivo de saldo primario nulo en 2019 se alcanzaría con menores ingresos y gastos de lo anteriormente anticipado. La deuda pública se situó cerca del 80 % del PIB a finales de 2018, un aumento de más de 20 pp en el año, por el efecto de la depreciación del peso, al estar más de un 75 % de la deuda pública denominada en moneda extranjera. En otros países de la región no se han producido grandes cambios en los saldos fiscales, aunque el espacio fiscal para realizar estímulos, si fueran necesarios, es reducido. En Chile se sigue discutiendo la propuesta de reforma fiscal, y la aprobada en Colombia es menos incisiva que la propuesta original, lo que plantea dudas sobre el cumplimiento de la regla fiscal en los próximos años<sup>9</sup>, más aún teniendo en cuenta el aumento de gasto público asociado a la recepción de emigrantes venezolanos, cercano a 0,5 pp del PIB.

#### PERSPECTIVAS

Las previsiones de crecimiento para la región en 2019 se han revisado a la baja respecto al anterior informe semestral en 0,4 pp, hasta el 1,8 % (gráfico 1). Las revisiones afectan a todos los países y reflejan, en parte, el menor dinamismo con el que se cerró 2018. La reducción en 0,5 pp del crecimiento esperado en México está ligado, en parte, a la incertidumbre sobre las políticas del nuevo Gobierno y, en parte también, a unas condiciones monetarias más restrictivas desde principios de 2018. Por primera vez desde 2013, se proyecta que la economía brasileña crezca a una tasa superior a la mexicana (algo por debajo del 2 %). En Argentina, el efecto arrastre de 2018 dará lugar a un crecimiento medio negativo para 2019, aun cuando se registraran tasas intertrimestrales positivas en todos los trimestres de este año. En 2020, la previsión de crecimiento para la región se sitúa en el 2,5 %, por el repunte esperado en Argentina y Brasil. Este crecimiento estaría próximo al crecimiento potencial de la región, aunque todavía resultaría insuficiente para impulsar la convergencia hacia unos niveles de renta más elevados.

El balance de riesgos está sesgado a la baja. En el ámbito externo, desde la publicación del informe semestral anterior, las expectativas de crecimiento en las principales economías se han ajustado a la baja y se han vuelto a observar tensiones en los mercados financieros, reavivando los temores sobre la evolución de algunas economías emergentes con fundamentos más débiles, entre las que se encuentran algunas latinoamericanas. En el ámbito comercial, el acuerdo preliminar firmado entre Estados Unidos, Canadá y México no se ha aprobado aún en las cámaras legislativas correspondientes, proceso que podría resultar más difícil de lo esperado, dado el cambio de partido con mayoría en la Cámara de Representantes de Estados Unidos. Además, un aumento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China o una ralentización más intensa de lo esperado de esta última economía podrían tener efectos adversos sobre el crecimiento global<sup>10</sup> y el precio de las materias primas, y desencadenar un ajuste de las condiciones financieras globales. Dicho endurecimiento de las condiciones financieras globales, especialmente si van acompañadas de reducciones en los precios de las materias primas, podría llevar a salidas de capitales<sup>11</sup> y a presiones depreciatorias sobre las monedas, que aboquen a unas políticas fiscales y monetarias procíclicas.

En lo referente a los riesgos internos, persisten los inherentes a la implementación del acuerdo entre el FMI y el Gobierno argentino, especialmente ante la falta de anclaje de las

<sup>9</sup> A partir de 2020 se reduce el impuesto sobre sociedades de forma progresiva.

<sup>10</sup> Véase «El impacto de China sobre América Latina: los canales comerciales y de inversión extranjera directa», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2019, Banco de España, que analiza algunos canales de transmisión de la ralentización de la economía china sobre las economías latinoamericanas.

<sup>11</sup> Véase «Flujos de capitales a emergentes: evolución reciente y determinantes», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2019, Banco de España.

expectativas de inflación y en un entorno electoral cada vez más incierto. En Brasil y México, una vez despejada la incertidumbre electoral, queda por clarificar cuál será el curso de las políticas de los nuevos Gobiernos. En el caso de Brasil, existen dificultades para implementar una agenda reformista y un ajuste fiscal, principalmente la reforma de la Seguridad Social. En México, en un entorno de caída de confianza de los agentes y de desaceleración económica, los riesgos se asocian a la posibilidad de que se reviertan algunas reformas estructurales y a la evolución futura de PEMEX.

Fecha de cierre de datos: 10.5.2019.

Fecha de publicación: 14.5.2019.



Los resultados de las elecciones presidenciales de Brasil y México, celebradas en 2018, supusieron cambios profundos respecto a los Gobiernos previos. El peso de estas dos economías<sup>1</sup> hace que la actuación de los nuevos Gobiernos, y el éxito o fracaso de sus políticas, tengan potenciales efectos sobre toda la región.

En Brasil, Jair Bolsonaro nombró a un equipo económico alineado con la liberalización de la economía —incluida la privatización de algunas empresas públicas—, la racionalización y simplificación del sistema impositivo federal, la dotación de mayor independencia al banco central y una reforma del sistema de pensiones. Cabe recordar que la mayor vulnerabilidad de Brasil está en el terreno fiscal, con un déficit público muy elevado desde 2014, que, junto con el bajo crecimiento, ha generado un aumento de la deuda (de 26 puntos del PIB en cinco años, hasta el 77 % a finales de 2018) (gráfico 1). La remuneración de la deuda, denominada mayoritariamente en reales, está ligada al tipo de interés oficial —que alcanzó niveles mínimos en 2018, tras descender casi 8 pp desde finales de 2016— y se ha colocado en los mercados internos (los fondos de inversión y los fondos de pensiones acaparan el 52 % de la deuda en circulación), al tiempo que la proporción de la deuda en manos de inversores externos ha caído a mínimos desde 2012. El mayor deterioro del saldo primario se ha registrado en la Seguridad Social (gráfico 1), debido a factores demográficos, a la relajación de los criterios de elegibilidad, al aumento de las cuantías de algunos programas sociales y a la indiciación de algunos de ellos al salario mínimo (pensiones) o a los ingresos (educación y salud)<sup>2</sup>.

El nuevo Gobierno brasileño presentó una propuesta de reforma del sistema de pensiones a finales de febrero, cuyos ejes son: i) aumento de la edad de jubilación y del tiempo de cotización necesario para cobrar la prestación; ii) disminución de las pensiones por invalidez y viudedad; iii) límites a la acumulación de beneficios en el núcleo familiar; iv) límites a los programas de Seguridad Social en los estados y municipios, reglas para un mejor control del fraude y una actuación más efectiva contra los grandes deudores de la Seguridad Social; v) eliminación del vínculo entre el salario mínimo y ciertos beneficios sociales; vi) aumento de las cotizaciones de los trabajadores públicos y disminución de las de los empleados que cobren el equivalente a un salario mínimo, y vii) creación de un sistema de capitalización, con la garantía de un ingreso mínimo (financiado por el sector público en caso necesario), con libre elección, portabilidad y titularidad pública o privada de los fondos de pensiones.

Se estima que la reforma supondría un ahorro del 15 % del PIB en 10 años. Según los cálculos del Gobierno, la reforma permitiría estabilizar la ratio de deuda pública en el 75 % del PIB en 2030 y llevar el crecimiento del PIB 1 pp por encima del escenario base en 2023 (3,3 %). El Ejecutivo pretendía discutir también en el senado una enmienda constitucional para eliminar la obligatoriedad de ciertos gastos presupuestarios, que limitan la capacidad de maniobra del Ejecutivo para hacer ajustes fiscales, pero el Congreso ha aprobado la obligatoriedad de muchos gastos de inversión, haciendo el presupuesto aún más inflexible.

La victoria de Bolsonaro fue bien recibida en los mercados, con fuertes descensos del coste de la deuda externa e interna (gráfico 2). Sin embargo, el Gobierno tiene dificultades para aprobar las reformas, pues se apoya en grupos de presión con cuyos intereses podría entrar en contradicción, especialmente en lo que se refiere a las privatizaciones<sup>3</sup> y a la liberalización exterior<sup>4</sup>; estas tensiones se han visto reflejadas en los indicadores de riesgo geopolítico (gráfico 2). En este sentido, la aprobación de la reforma del sistema de pensiones requiere una mayoría cualificada de 3/5 de los diputados (al ser una reforma constitucional), en un Congreso sumamente fragmentado; esto podría resultar en una versión atenuada sobre la propuesta de reforma original y, por tanto, una rebaja del ahorro previsto.

El 1 de julio de 2018, Andrés Manuel López Obrador<sup>5</sup> fue elegido presidente de México, apoyado por una coalición de partidos que respalda un programa de gobierno con tres ejes principales. El primero es promover un crecimiento económico «inclusivo y sostenible» a través de la modernización de las infraestructuras de transporte y urbanas, el incremento de la producción de petróleo con la reforma de la gobernanza de PEMEX y de su plan de inversiones, así como promover sectores como el turismo. El segundo es «mejorar el bienestar y reducir las desigualdades» elevando las pensiones, el salario mínimo y ciertos subsidios, y expandiendo el alcance del sistema sanitario y educativo. El tercero se centra en las instituciones y en reducir la criminalidad y la corrupción.

Con esos objetivos, el Gobierno ha aprobado una serie de reformas en distintos ámbitos, que en algunos casos revierten las aprobadas por la anterior administración, con posibles consecuencias sobre el crecimiento potencial del país. Por ejemplo, en el sector de la energía, los esfuerzos del Gobierno se han concentrado en alcanzar un superávit en la balanza comercial petrolera (hoy deficitaria, ya que México importa gran parte de los productos secundarios, como

1 En 2018, el PIB en paridad de poder adquisitivo de Brasil equivalía al 39 % del agregado de las seis economías consideradas en este informe, por el 30 % de México.

2 Para un análisis más detallado, incluida una descripción de la reforma propuesta por el anterior Gobierno y una estimación del multiplicador fiscal en Brasil, véase el «Informe de Economía Latinoamericana. Segundo semestre de 2018» (<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/descargar/16/oct/Fich/be1610-art4.pdf>).

3 En ese sentido, cabe recordar que se habló de privatizar Petrobras, Electrobras y los grandes bancos públicos, mientras que ahora las privatizaciones se refieren a la venta de participaciones en 24 empresas, básicamente de infraestructuras.

4 El Gobierno pretendía llevar a cabo la apertura mediante la firma de acuerdos de comercio bilaterales, pero esto parece haberse aplazado hasta después de la aprobación de la reforma de las pensiones.

5 Su toma de posesión del cargo fue el 1 de diciembre de 2018.

gasolina, para abastecer la demanda de su mercado interno), a través de un «plan nacional de aumento del refino», y ayudas al presupuesto de PEMEX. Sin embargo, esta intervención no aborda los problemas estructurales de la empresa, que pueden acabar repercutiendo en la sostenibilidad de la situación fiscal y, eventualmente, en la estabilidad macroeconómica (graficos 3 y 4). Además, el Gobierno suspendió de forma indefinida las subastas de proyectos de exploración y explotación de petróleo y gas, con la justificación de averiguar la transparencia de los contratos ya otorgados. Esto puede suponer restricciones adicionales para la inversión extranjera directa y obstaculizar sus efectos positivos en la producción de petróleo.

De alcance más transversal es la medida que reduce los recursos disponibles por las autoridades autónomas sectoriales de regulación y vigilancia, que incluye un techo salarial. Otras reformas que se han implementado o están en discusión afectan

aspectos de fiscalidad, de justicia y seguridad, y de políticas sociales. Entre ellas, destaca la subida del salario mínimo un 16 % en 2019 (hasta, aproximadamente, 5 dólares diarios), y un 100 % (hasta, aproximadamente, 9 dólares diarios) en las zonas de frontera con Estados Unidos. En el sector financiero, el partido de gobierno<sup>6</sup> avanzó una propuesta con el objetivo de aumentar la tasa de inclusión financiera de la población, a través de restringir las comisiones bancarias, lo que causó una caída en la bolsa mexicana del 6 % en noviembre. Sin embargo, tras algunas modificaciones, la reforma ha alcanzado un consenso entre los actores involucrados (los reguladores y órganos de competencia, el banco central y la mayoría de los bancos comerciales).

El uso de consultas públicas por parte del Gobierno ha dado lugar a incrementos en la incertidumbre financiera. En particular, la

6 Movimiento de Regeneración Nacional (Morena).

**REFORMA DE LAS PENSIONES Y PEMEX, RESPECTIVAMENTE, ENTRE LAS PRINCIPALES PREOCUPACIONES DE LOS NUEVOS GOBIERNOS DE BRASIL Y MÉXICO**

En Brasil, la vulnerabilidad fiscal se deriva de la situación de la Seguridad Social, para la que el nuevo Gobierno ha planteado una reforma que pretende ahorrar casi el 15 % del PIB, pero cuya aprobación en el Congreso será ardua. En México, la delicada situación de PEMEX (producción en descenso y alta deuda) puede acabar repercutiendo en la sostenibilidad de la política fiscal y, eventualmente, en la estabilidad macroeconómica, vista la estrecha vinculación entre los bonos de PEMEX y el soberano, y la importancia de los impuestos derivados de la actividad petrolera (4 % del PIB).

Gráfico 1  
BRASIL: SALDO PRIMARIO Y DEUDA PÚBLICA (% DEL PIB)



Gráfico 2  
BRASIL: TIPOS DE INTERÉS Y RIESGO POLÍTICO



Gráfico 3  
INGRESOS PÚBLICOS

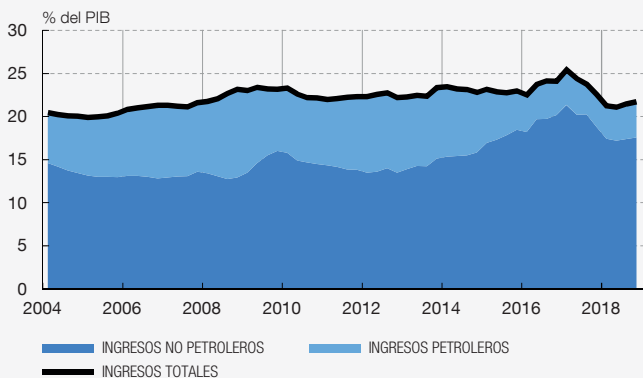


Gráfico 4  
PEMEX: CREDIT DEFAULT SWAPS



FUENTES: Banco Central de Brasil y Thomsom Reuters Datastream.

cancelación del proyecto del nuevo aeropuerto de Ciudad de México, como consecuencia del resultado de una consulta en la cual participó menos del 1 % de la población, derivó en un aumento de la volatilidad en los mercados financieros, aunque esta se frenó tras el acuerdo alcanzado con los acreedores afectados.

En definitiva, una vez disipada la incertidumbre electoral tanto en Brasil como en México, persisten dudas sobre las políticas

que desarrollarán los nuevos Gobiernos; en el caso brasileño, por la dificultad de aprobar reformas necesarias, pero con un elevado coste político; y, en el caso mexicano, por los cambios posteriores sobre las políticas inicialmente anunciadas y porque algunas de ellas suponen una involución de las reformas estructurales llevadas a cabo por el anterior Gobierno, que podrían tener efectos negativos sobre el crecimiento potencial.

---