

**Informe de economía
latinoamericana.
Segundo semestre de 2018**

Resumen

Este artículo, como es habitual, realiza un repaso del comportamiento reciente de las principales economías de América Latina, en un entorno en el que las economías emergentes se han enfrentado a una serie de perturbaciones negativas. Se ha producido una importante revisión a la baja del crecimiento previsto para la región en 2018, determinada principalmente por factores idiosincrásicos: la fuerte recesión en Argentina y una recuperación más lenta de lo esperado en Brasil. Los riesgos, además, se siguen situando predominantemente a la baja. Uno de esos riesgos, un endurecimiento del ritmo de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, es analizado de forma más pormenorizada en el artículo.

Palabras clave: condiciones financieras globales, tensiones comerciales.

Códigos JEL: F41, F42, F47.

Introducción

Desde la publicación del anterior «Informe semestral de economía latinoamericana», en abril, la recuperación de la economía mundial ha mostrado algunas señales de fatiga y se observan divergencias crecientes entre países. La economía de Estados Unidos ha alcanzado mayor dinamismo que otras economías desarrolladas. Y las economías emergentes se han enfrentado a una serie de perturbaciones negativas —el endurecimiento de las condiciones financieras globales, la intensificación de las tensiones comerciales y el aumento de los precios del petróleo—, con diferentes grados de resistencia. En este entorno, también las principales economías latinoamericanas han mostrado comportamientos diferenciados, condicionados por múltiples factores idiosincrásicos.

El crecimiento previsto para el conjunto de la región¹ en 2018 ha sufrido una importante revisión a la baja, debido, sobre todo, a la fuerte recesión en Argentina y a una recuperación más lenta de lo esperado en Brasil. El segundo trimestre fue especialmente negativo, con una contracción de la actividad en la región, aunque el comportamiento por países fue heterogéneo; de hecho, Chile, Colombia y Perú mantuvieron un elevado dinamismo. En concreto, se espera que el crecimiento de América Latina en 2018 se sitúe en el 1,5%, por debajo del crecimiento potencial y del que registran otras economías y otras regiones emergentes, y que en 2019 esté algo por encima del 2%, con diferencias notables entre países (véase gráfico 1).

Los riesgos siguen situándose predominantemente a la baja, tanto los que provienen del entorno global —derivados de una posible normalización más rápida de lo esperado de la política monetaria en Estados Unidos (véase recuadro 1), de los efectos de las tensiones comerciales o del aumento del precio del petróleo— como los específicos de cada país —los problemas fiscales en Brasil, el ajuste monetario y fiscal en Argentina, o, en el caso de México, la relación comercial con Estados Unidos—. Cabe señalar que las economías de la región afrontan la actual situación de endurecimiento de las condiciones financieras globales desde la flexibilidad de los tipos de cambio, lo que les proporciona un elemento de amortiguación de los choques externos. No obstante, como ya sucedió entre 2015 y 2017, las depreciaciones cambiarias pueden limitar la capacidad de las políticas monetarias para operar anticíclicamente si se trasladan a los precios; además, las políticas fiscales apenas cuentan con margen para dar soporte al crecimiento. Junto con este informe se publica un artículo analítico sobre la evolución reciente de la economía argentina y el acuerdo negociado entre Argentina y el FMI.

Evolución reciente de la economía latinoamericana

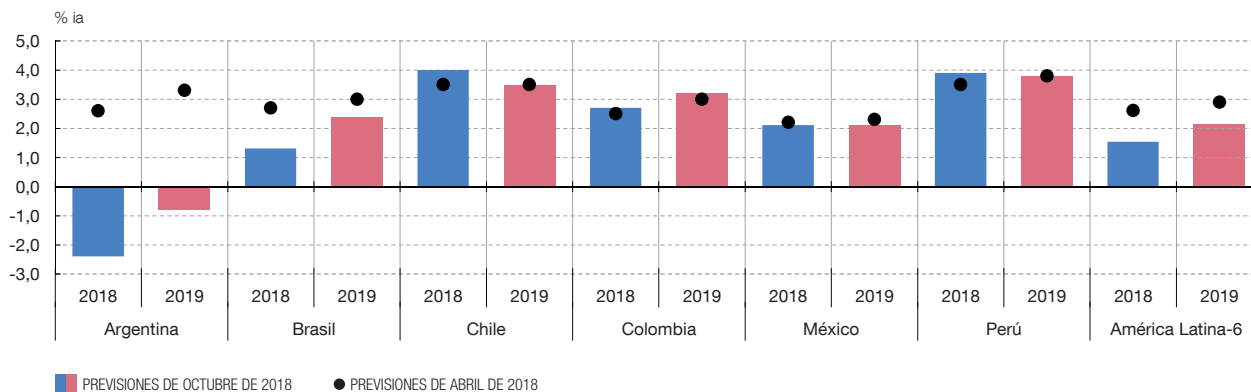
EL ENTORNO EXTERIOR
Y LA EVOLUCIÓN
DE LOS MERCADOS
FINANCIEROS

Se estima que en 2018 la economía mundial crecerá a una tasa del 3,7%, impulsada por Estados Unidos y por Asia emergente, sobre todo China. Las autoridades chinas han relajado las políticas fiscal y monetaria para suavizar el impacto de las tensiones comerciales con Estados Unidos y del proceso de ajuste hacia unos menores niveles de deuda. En Estados Unidos, el estímulo fiscal está contribuyendo a mantener el crecimiento por encima del potencial, mientras la Reserva Federal continúa el proceso de normalización de su política monetaria. Todo ello ha dado lugar a una apreciación del dólar y un endurecimiento de las condiciones financieras globales, que han afectado a las economías emergentes (véanse gráficos 2.1 y 2.2), muchas de ellas con elevados niveles de deuda en moneda extranjera, provocando situaciones críticas en las más dependientes de la financiación exterior y con políticas económicas de menor credibilidad, como Argentina y Turquía. No obstante,

¹ El agregado de la región incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Para Venezuela, no se dispone de datos.

Las previsiones de crecimiento para la región han disminuido considerablemente en relación con el último informe de abril de 2018, debido principalmente a una recuperación más débil de lo esperado en Brasil y especialmente a la fuerte recesión de la economía argentina, que sitúa sus previsiones en tasas negativas en 2018 y 2019. Para el resto de las economías, se mantienen estables las estimaciones de crecimiento, e incluso mejoran ligeramente, como en el caso de Chile.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN AMÉRICA LATINA PARA 2018 y 2019



FUENTE: *Latin American Consensus Forecasts*.

[Descargar](#)

por el momento no ha habido un contagio significativo al conjunto de mercados emergentes, como apunta el hecho de que las depreciaciones de los tipos de cambio y las ampliaciones de los diferenciales de crédito se han concentrado en las economías más vulnerables. Por otra parte, los índices bursátiles de aquellas economías con importantes conexiones con las cadenas de valor global (China, Corea del Sur y Hong Kong) también se han visto afectados. En términos comparativos, este episodio de inestabilidad ha tenido un impacto en los mercados financieros de las economías emergentes similar al del conocido como «*taper tantrum*»², en 2013.

Entre abril y septiembre de 2018, los mercados financieros latinoamericanos se han comportado algo peor que otros emergentes, aunque con gran heterogeneidad. Además del peso argentino (47%), el real brasileño registró una fuerte depreciación, cercana al 19% (véase gráfico 2.3), debido fundamentalmente a las vulnerabilidades fiscales de esta economía. Por el contrario, las monedas de los países andinos se han mantenido relativamente estables, mientras que el peso mexicano se apreció significativamente tras las elecciones presidenciales y los avances en la renegociación del acuerdo comercial con Estados Unidos y Canadá. Finalmente, el resultado de la primera vuelta de las elecciones presidenciales en Brasil dio lugar a una fuerte apreciación del real³. También ha habido diferenciación en las bolsas (véase gráfico 2.4), donde los sectores relacionados con la energía han registrado un mejor comportamiento; el mayor peso de las empresas de este sector en los índices latinoamericanos puede explicar el comportamiento algo menos negativo respecto de las bolsas asiáticas, que registraron fuertes descensos tras el anuncio de los nuevos aranceles a China. En cambio, el deterioro de los diferenciales soberanos de los países latinoamericanos ha superado al de

2 Este episodio se refiere a las turbulencias que sufrieron los mercados financieros a raíz del anuncio del presidente de la Reserva Federal, en mayo de 2013, en el que informaba de que la Reserva Federal podría comenzar a reducir el ritmo de compras de activos. La declaración llevó a un aumento en los rendimientos de los títulos en los plazos más largos del Tesoro estadounidense y a un movimiento de huida hacia la calidad y de salida de capitales de los mercados emergentes.

3 Cabe destacar, también, la reforma monetaria aplicada en Venezuela, con la unificación de los tipos de cambio y la creación de una nueva divisa, el bolívar soberano, con un tipo de cambio inicial frente al dólar de 60 bolívars por dólar, una devaluación del 95% respecto al valor de la moneda anterior.

EL DETERIORO DE LOS INDICADORES FINANCIEROS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES FUE MÁS ACUSADO EN PAÍSES COMO ARGENTINA O TURQUÍA, Y MOSTRÓ CIERTA DISCRIMINACIÓN POR MERCADOS BASADA EN LOS FUNDAMENTOS ECONÓMICOS
Índices y puntos básicos

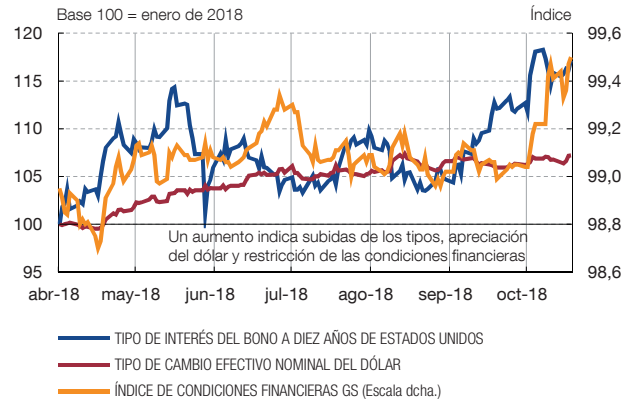
GRÁFICO 2

Los indicadores de mercado de las economías emergentes se deterioraron a partir de mayo, en un contexto de endurecimiento de las condiciones financieras en Estados Unidos. Dos de los países más afectados fueron Argentina y Brasil, con fuertes depreciaciones del tipo de cambio, mientras que el peso mexicano se recuperó ante las perspectivas de un nuevo acuerdo comercial con Estados Unidos y Canadá. Al igual que en el resto de las economías emergentes, se observó cierta discriminación por mercados, como mostraría la evolución divergente de los indicadores de tensiones financieras.

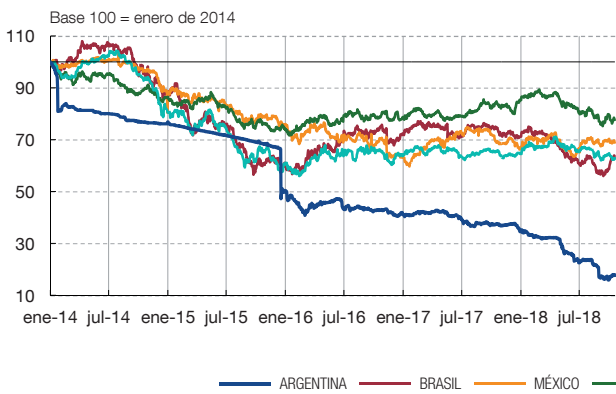
1 MERCADOS EMERGENTES. PRINCIPALES INDICADORES



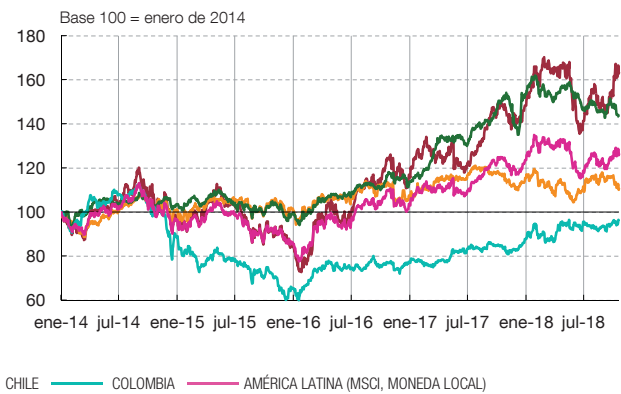
2 CONDICIONES FINANCIERAS EN ESTADOS UNIDOS



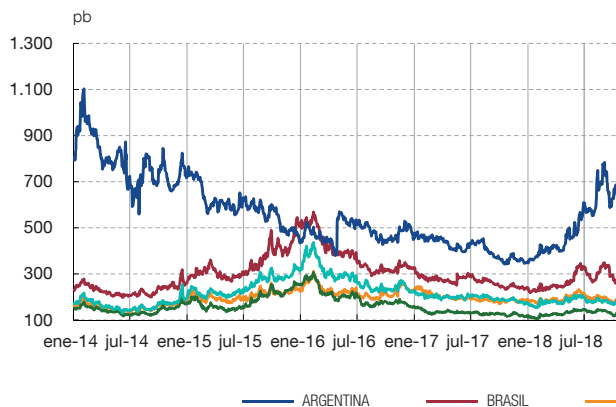
3 TIPO DE CAMBIO NOMINAL FREENTE AL DÓLAR



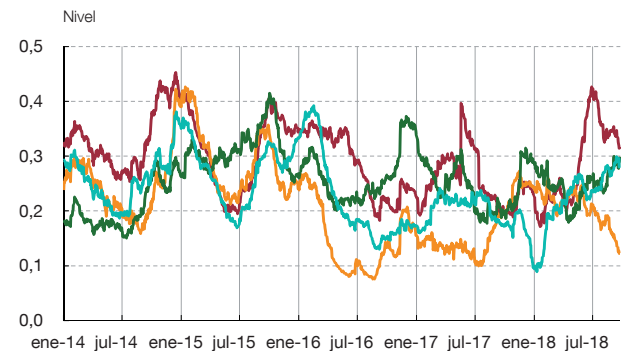
4 ÍNDICES DE BOLSA



5 DIFERENCIALES SOBERANOS



6 ÍNDICES DE TENSIONES FINANCIERAS

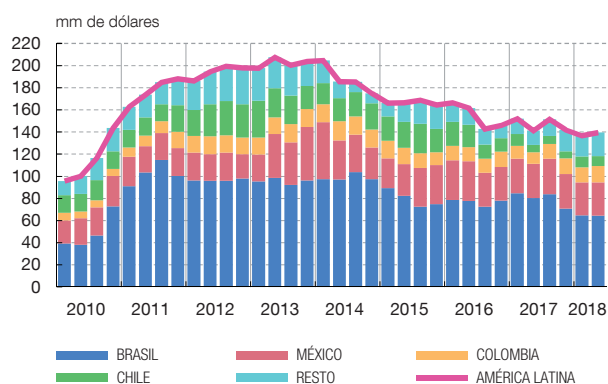


FUENTES: Banco de España, Datastream y JP Morgan.

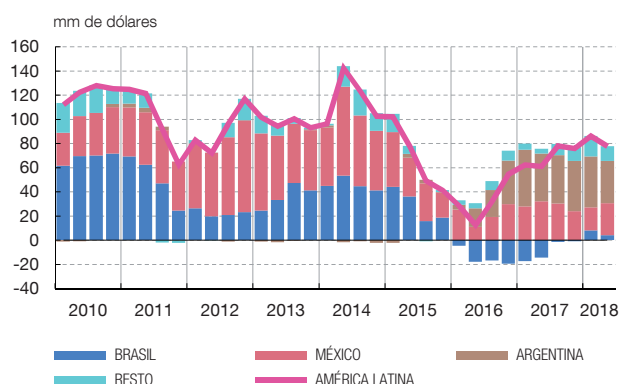
[Descargar](#)

Las entradas de capitales en la región se estabilizaron en el segundo trimestre en niveles reducidos, si bien las cifras de emisiones del tercer trimestre apuntarían a un descenso de las entradas en dicho período. La caída de las emisiones se derivó de la ausencia de Argentina y del fuerte retroceso de las colocaciones de Brasil. A pesar de ello, las Reservas Internacionales no disminuyeron en el semestre.

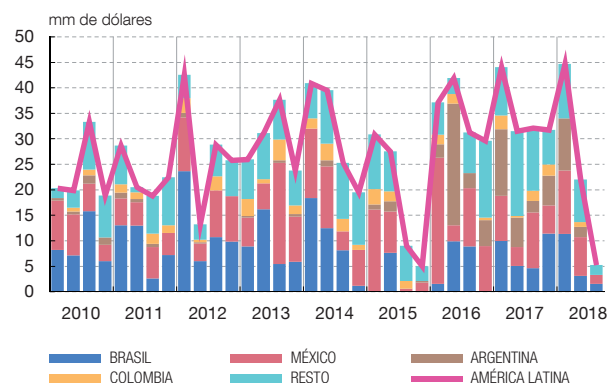
1 AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA (a)



2 AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA



3 AMÉRICA LATINA: EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES



4 AMÉRICA LATINA: RESERVAS INTERNACIONALES



FUENTES: Datastream, Dealogic, Institute of International Finance, JP Morgan, Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

a Acumulado de cuatro trimestres.

[Descargar](#)

otros mercados emergentes (véase gráfico 2.5), principalmente en el caso de Argentina y, en menor medida, en el de Brasil. Las divergencias en el comportamiento de los distintos mercados financieros latinoamericanos quedan reflejadas en la evolución de los índices de tensiones financieras⁴ (véase gráfico 2.6), que han subido en Brasil y Colombia, han caído en México y mantienen niveles similares a los de comienzos de año en Chile.

Los flujos de capitales hacia América Latina han experimentado un cambio de signo en 2018, igual que en otras regiones emergentes. Las entradas brutas de inversión extranjera directa (IED) en la región se contrajeron ligeramente en el primer semestre de 2018, por Colombia y Brasil, y las entradas de cartera disminuyeron en casi 10 mm de dólares, por las salidas netas en Argentina, Brasil y Chile, en el segundo trimestre (véanse gráficos 3.1 y 3.2). En los mercados primarios, las colocaciones de renta fija, boyantes hasta abril, disminuyeron un 86 % entre junio y septiembre respecto al mismo período de 2017, debido a las escasas emisiones

4 En el recuadro 1 del «Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2016», *Boletín Económico*, octubre de 2016, se describe la construcción del índice.

de Brasil (véase gráfico 3.3). Destaca el elevado peso de las emisiones de bancos realizadas en Chile y en México, y las de empresas energéticas y soberanos. Las reservas internacionales disminuyeron, aunque se mantienen por encima de la media histórica (véase gráfico 3.4).

ACTIVIDAD Y DEMANDA

Después de registrar un crecimiento intertrimestral del 0,7 % en el primer trimestre de 2018, el PIB de las principales economías latinoamericanas⁵ se contrajo un 0,3 % en el segundo trimestre (véanse cuadro 1 y gráfico 4). La caída fue debida al fuerte descenso del PIB argentino (-4 %) —causado en parte por la sequía y sus efectos sobre la actividad agropecuaria—, al retroceso de la actividad en México, que se espera que sea transitorio⁶, y al bajo crecimiento en Brasil, debido en parte a la huelga de camioneros de mayo y junio. Por su parte, en Colombia, Chile y Perú el PIB se aceleró, alcanzando tasas interanuales por encima del 5 % en los dos últimos países. Por componentes, se mantiene la contribución positiva de la inversión, mientras que se apreció una desaceleración del consumo privado en el segundo trimestre. La demanda exterior neta siguió presentando una contribución negativa al PIB, si bien ligeramente menor que la registrada en el segundo semestre de 2017, como consecuencia de cierta reducción en las importaciones.

Las balanzas por cuenta corriente siguieron presentando déficits reducidos, en términos históricos, por el comportamiento favorable de los saldos comerciales, salvo en Colombia —donde, sin embargo, se redujo ligeramente— y en Argentina (véase gráfico 5.1). Los términos de intercambio presentaron un comportamiento diferenciado, con mejoras en Colombia (por el aumento del precio del petróleo), estabilidad en México y descensos en el resto de los países. En Chile y en Perú el retroceso se debió a la caída del precio del cobre, consecuencia de las tensiones comerciales y de la desaceleración de China (véase gráfico 5.2). En los mercados laborales de la región solo se apreciaron pequeñas reducciones en la tasa de paro en Brasil y en México, si bien desde niveles muy diferentes (véase gráfico 5.3). Por último, el crédito al sector privado en términos reales retrocedió en las principales economías (véase gráfico 5.4).

INFLACIÓN Y POLÍTICAS ECONÓMICAS

Tras alcanzar mínimos en los primeros meses del año, la inflación ha comenzado a elevarse de forma gradual (véase gráfico 6.1), como consecuencia del aumento de los precios energéticos, el cierre de las brechas de producción y, en menor medida, las depreciaciones de las monedas y su traslación a los precios finales. En Chile, Colombia y Perú, la inflación se sitúa dentro de los intervalos objetivos de sus bancos centrales y las presiones inflacionistas procedentes de la depreciación de las monedas son bajas. En Brasil, la inflación ha aumentado en mayor medida por el efecto (temporal) de la huelga de camioneros, si bien no se esperan efectos de segunda ronda.

La inflación subyacente ha aumentado solo ligeramente (véase gráfico 6.2) y las expectativas para finales de 2018 son consistentes con el cumplimiento de los objetivos de inflación (véase cuadro 2). Las excepciones a este comportamiento son México, donde la inflación —y las expectativas para 2018— se mantienen por encima del intervalo objetivo, y Argentina, donde la inflación interanual se situó en el 40,5 % en septiembre, como consecuencia principalmente de la depreciación del peso y la reducción de los subsidios al transporte (véase el artículo analítico sobre Argentina que acompaña a este informe).

5 En Venezuela, donde sigue sin disponerse de datos oficiales, a pesar de los intentos para estabilizar la economía (cambio de unidad de cuenta en el sistema monetario, depreciación del tipo de cambio oficial, aumentos de impuestos, ajustes en el precio de los combustibles e incremento del salario mínimo), los indicadores señalan que su economía continúa sumida en una profunda recesión y que los precios aumentan a un ritmo que se puede calificar de hiperinflación de acuerdo con los indicadores habituales.

6 El dato preliminar del PIB de México del tercer trimestre muestra un aumento del 0,9 % intertrimestral.

	2016	2017	2016		2017				2018		
			III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	Septiembre
PIB (tasa intertrimestral) (a)											
América Latina-6 (b)			0,2	0,4	0,6	0,7	0,4	0,5	0,7	-0,3	
Argentina			0,1	0,7	0,7	1,9	0,5	0,8	0,7	-4,0	
Brasil			-0,8	-0,3	1,0	0,4	0,6	0,0	0,1	0,2	
México			1,2	1,0	0,3	0,5	-0,1	0,8	1,0	-0,2	
Chile			0,3	0,2	-0,5	0,8	2,4	0,7	1,2	0,7	
Colombia			0,4	1,2	0,0	0,7	0,0	1,0	0,9	0,6	
Perú			1,2	0,5	0,4	0,9	0,5	0,0	2,4	1,4	
PIB (tasa interanual)											
América Latina-6 (b)	-0,3	1,8	-0,4	0,2	1,2	1,8	1,9	2,2	2,2	1,2	
Argentina	-1,8	2,9	-3,3	-1,1	0,6	3,0	3,8	3,9	3,9	-4,2	
Brasil	-3,5	1,0	-2,7	-2,5	0,0	0,4	1,4	2,1	1,2	1,0	
México (a)	2,6	2,3	2,2	3,3	3,0	3,0	1,7	1,6	2,3	1,6	
Chile	1,3	1,5	1,2	0,3	-0,4	0,5	2,5	3,3	4,4	5,3	
Colombia (a)	2,0	1,8	0,8	1,4	1,4	2,2	1,8	1,6	2,6	2,5	
Perú	4,0	2,5	4,7	3,1	2,3	2,6	2,7	2,3	3,1	5,4	
IPC (tasa interanual)											
América Latina-5 (b)	6,0	4,3	6,0	5,2	4,7	4,4	4,0	4,1	3,5	3,5	4,3
Brasil	8,7	3,4	8,7	7,0	4,9	3,6	2,6	2,8	2,8	3,3	4,5
México	2,8	6,0	2,8	3,2	5,0	6,1	6,5	6,6	5,3	4,6	5,0
Chile	3,8	2,2	3,5	2,8	2,8	2,3	1,7	2,0	2,0	2,2	3,1
Colombia	7,5	4,3	8,1	6,1	5,1	4,3	3,7	4,1	3,4	3,2	3,2
Perú	3,6	2,8	3,0	3,3	3,4	3,2	3,0	1,6	0,9	0,9	1,2
Saldo presupuestario (% del PIB) (c)											
América Latina-6 (b)	-5,6	-4,7	-5,5	-5,6	-5,2	-5,6	-5,0	-4,7	-5,0	-4,8	
Argentina	-4,5	-6,0	-3,6	-4,5	-4,6	-5,2	-5,6	-6,0	-5,7	-5,1	
Brasil	-9,0	-7,8	-9,3	-9,0	-9,1	-9,5	-8,8	-7,8	-7,4	-7,3	
México	-3,0	-1,0	-2,6	-3,0	-1,3	-1,9	-1,1	-1,0	-2,9	-2,7	
Chile	-2,7	-2,8	-2,5	-2,7	-3,3	-2,9	-2,7	-2,8	-2,7	-2,6	
Colombia	-3,8	-3,2	-3,8	-3,8	-4,2	-4,1	-3,2	-3,2	-2,9	-3,7	
Perú	-2,3	-3,2	-3,0	-2,3	-2,2	-2,6	-3,0	-3,2	-3,4	-2,4	
Deuda pública (% del PIB)											
América Latina-6 (b)	54,1	55,3	53,0	54,1	53,9	54,2	55,0	55,3	55,9	—	
Argentina	49,7	50,3	44,0	49,7	49,1	48,9	49,5	50,4	51,4	—	
Brasil	70,0	74,0	70,1	70,0	71,3	72,8	73,8	74,0	75,3	77,2	
México	49,4	47,2	48,0	49,4	47,3	46,0	46,9	47,2	46,9	47,6	
Chile	21,0	23,6	20,2	21,0	21,9	22,5	23,0	23,6	24,6	23,5	
Colombia	42,4	43,0	41,7	42,4	42,8	42,9	43,3	43,0	43,2	44,6	
Perú	23,8	24,9	22,8	23,8	23,0	24,2	24,2	24,9	23,8	23,7	
Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (c)											
América Latina-6 (b)	-2,1	-1,7	-2,3	-2,1	-2,0	-1,8	-1,7	-1,7	-1,6	-1,8	
Argentina	-2,7	-4,9	-2,7	-2,7	-2,9	-3,5	-4,2	-4,9	-5,2	-5,6	
Brasil	-1,3	-0,5	-1,4	-1,3	-1,1	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,7	
México	-2,2	-1,7	-2,5	-2,2	-2,4	-1,9	-1,8	-1,7	-1,5	-1,6	
Chile	-1,4	-1,5	-2,0	-1,4	-2,0	-2,1	-1,7	-1,5	-1,1	-1,2	
Colombia	-4,2	-3,4	-4,8	-4,2	-4,1	-4,0	-3,7	-3,4	-3,1	-3,2	
Perú	-2,7	-1,1	-3,6	-2,7	-2,0	-1,1	-0,7	-1,1	-1,2	-1,4	
Deuda externa (% del PIB)											
América Latina-6 (b)	36,7	34,5	37,6	36,5	35,7	35,0	35,1	34,5	34,8	34,2	
Argentina	32,7	36,8	31,5	32,7	34,3	34,1	35,2	36,8	39,3	41,6	
Brasil	37,6	32,5	40,0	37,4	35,2	33,5	33,6	32,5	33,1	32,7	
México	29,3	29,0	29,1	29,3	29,6	29,6	29,6	29,0	28,7	28,4	
Chile	66,7	65,5	69,1	66,7	64,6	65,4	65,4	65,5	63,8	59,5	
Colombia	42,5	39,6	42,1	42,4	40,9	39,9	40,4	39,6	39,4	38,4	
Perú	38,4	35,9	39,1	38,3	37,7	38,6	38,0	35,9	35,1	33,8	

FUENTE: Datastream y estadísticas nacionales.

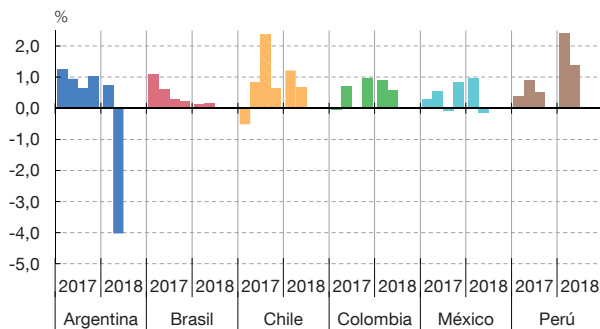
a Series ajustadas de estacionalidad.

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

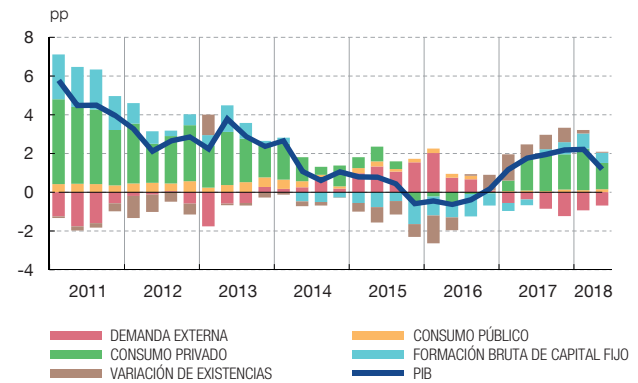
c Media móvil de cuatro trimestres.

El crecimiento agregado en la región se redujo hasta el 1,2% interanual en el segundo trimestre del año —desde el 2,2% del primero—, lastrado principalmente por el fuerte descenso del PIB argentino (-4% trimestral), el retroceso de la actividad en México y el débil crecimiento de Brasil. En Chile y Perú el crecimiento alcanzó tasas interanuales superiores al 5%. Continúa la aportación negativa del sector exterior en el segundo trimestre, si bien más moderada que en el primero, y se reducen ligeramente las aportaciones positivas del consumo privado y la inversión.

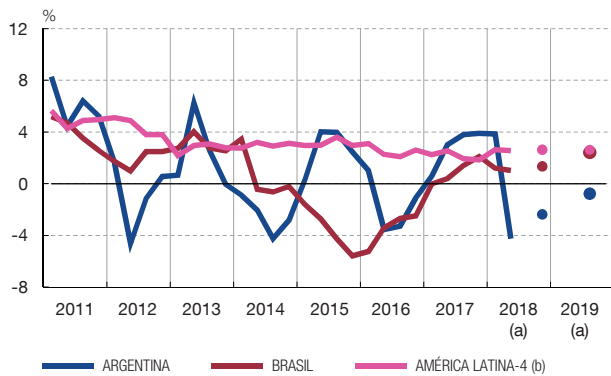
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas trimestrales



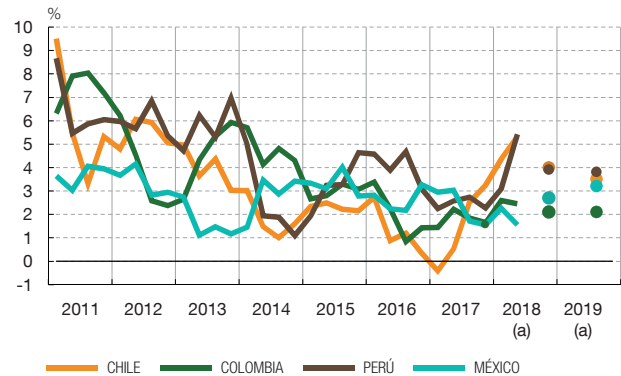
2 APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB.
AMÉRICA LATINA-6



3 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



4 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



FUENTES: Datastream y estadísticas nacionales.

- a Los puntos representan las previsiones de octubre de 2018 de *Latin American Consensus Forecasts* para 2018 y 2019.
- b México, Chile, Colombia y Perú.

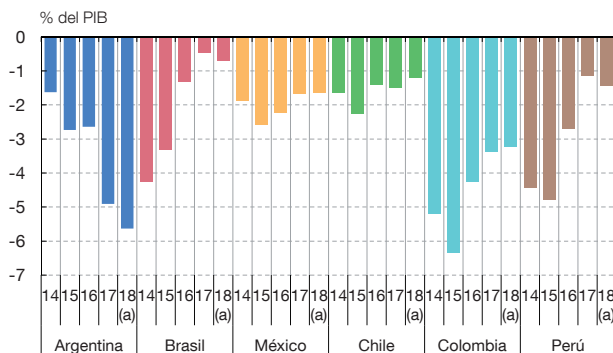
[Descargar](#)

En este entorno de mayor incertidumbre, endurecimiento de las condiciones financieras e inflación bajo control, los bancos centrales de la región —con la excepción del de Argentina⁷— han realizado pocos movimientos en sus políticas monetarias desde abril. El banco central de Colombia redujo el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos (pb) (hasta el 4,25%) en abril y el de México lo incrementó en la misma magnitud (hasta el 7,75%) en junio, continuando en ambos casos con ciclos monetarios iniciados en meses anteriores. A finales de octubre el banco central de Chile elevó 25 pb el tipo de interés oficial (hasta el 2,75%), iniciando de esta manera un ciclo de endurecimiento monetario que se espera que en los próximos meses se extienda a Colombia y a Perú, dado el cierre en las brechas de producción; estas economías se incorporarían así al grupo de economías emergentes de Asia y Europa del Este ya que han iniciado un endurecimiento

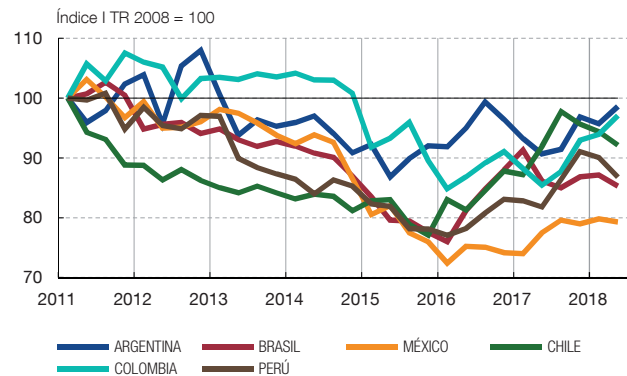
7 El banco central de Argentina elevó el tipo de interés oficial desde el 27,25% donde se situaba a finales de abril hasta el 60% en agosto.

En general, las balanzas por cuenta corriente siguieron presentando déficits reducidos en términos históricos, con la notable excepción de Argentina. Los términos de intercambio presentaron un comportamiento diferenciado, dependiendo, principalmente, de la evolución de los precios de las materias primas exportadas. Las tasas de paro registraron pequeñas variaciones y el crédito al sector privado en términos reales retrocedió en las principales economías.

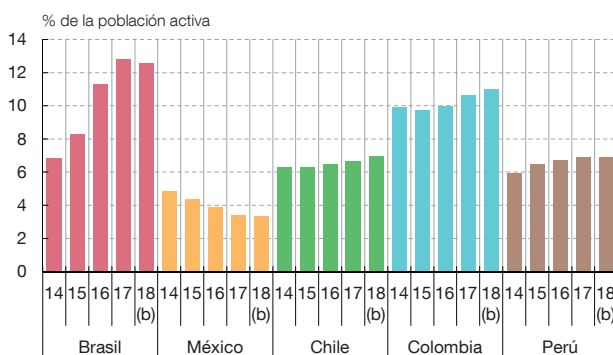
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



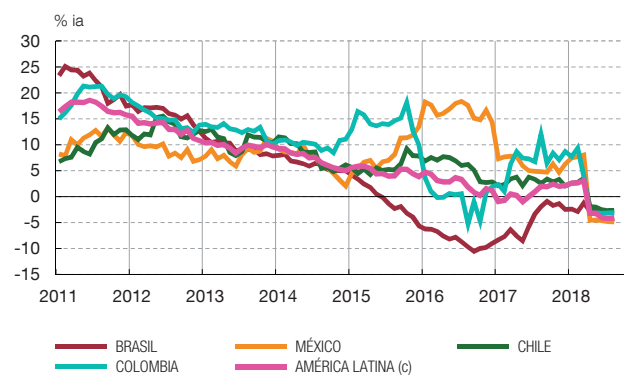
2 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



3 TASA DE PARO



4 VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



FUENTE: Datastream.

a Segundo trimestre de 2018.

b Agosto de 2018.

c Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

[Descargar](#)

monetario. En el caso de Brasil, el esperado inicio del ciclo de subidas estaría ligado a la evolución del real y a su impacto inflacionista, pues la brecha de producción sigue siendo notablemente negativa y no se esperan efectos de segunda ronda de la huelga de los camioneros. De acuerdo con reglas de Taylor convencionales⁸, la política monetaria mantiene un sesgo expansivo en Chile y en Perú, y contractivo en Brasil y en Colombia. En México, los próximos movimientos del tipo de interés oficial vendrán determinados por la evolución de las expectativas de inflación. En Argentina, dentro del acuerdo renegociado con el FMI, el banco central ha abandonado el objetivo de inflación como ancla nominal de la economía y ha optado por fijar un objetivo de crecimiento nulo de la base monetaria, con el fin de recuperar la credibilidad de su estrategia de reducción de la inflación. Asimismo, se han establecido bandas cambiarias (que son modificadas a diario de acuerdo con una regla) dentro de las cuales el banco central no intervendrá en el mercado de divisas.

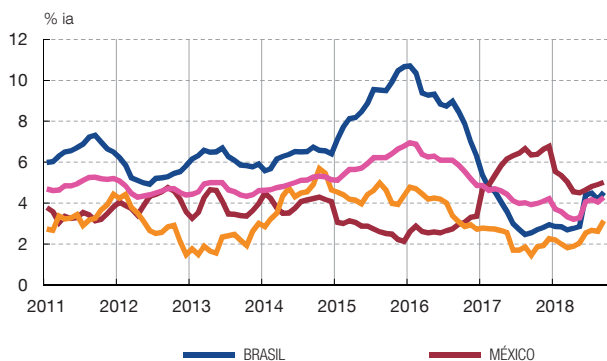
⁸ Véase la sección "Tipos de interés naturales y el tono de la política monetaria en América Latina", en el «Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2017», *Boletín Económico*, 4/2017.

GRADUAL REPUNTE DE LA INFLACIÓN SALVO EN ARGENTINA DONDE SE APRECIAN FUERTES PRESIONES INFLACIONISTAS. CON LA EXCEPCIÓN DE ESE PAÍS, LOS BANCOS CENTRALES DE LA REGIÓN REALIZARON POCOS MOVIMIENTOS EN SUS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

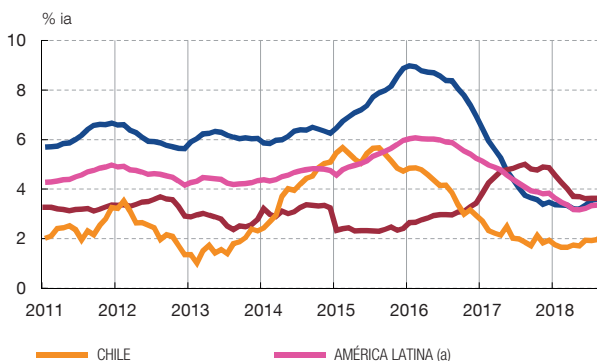
GRÁFICO 6

La inflación ha comenzado a elevarse de forma gradual en Brasil, Chile, Colombia y Perú (aumento de los precios energéticos, cierre de las brechas de producción, depreciaciones de las monedas y algunos factores idiosincrásicos), mientras que la inflación subyacente y las expectativas de inflación han aumentado solo ligeramente. En México, la inflación se mantiene por encima del intervalo objetivo y no se ha reducido como se esperaba, y en Argentina la inflación interanual se situó en el 40,5 % en septiembre, como consecuencia principalmente de la depreciación del peso y de la reducción de los subsidios al transporte. Salvo en Argentina, se han registrado movimientos de pequeña magnitud en los tipos de interés oficiales fijados por los bancos centrales de la región.

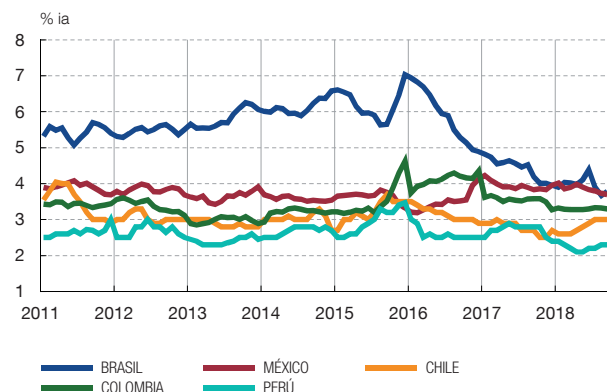
1 TASA DE INFLACIÓN



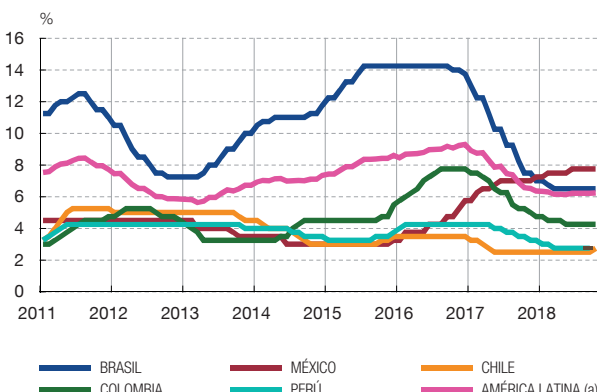
2 TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE



3 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES



4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTE: Datastream.

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

[Descargar](#)

INFLACIÓN
Tasas de variación interanual

CUADRO 2

País	2017			2018		2019
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Septiembre	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Argentina	- (b)	24,8	No	40,5	45,3	27,4
Brasil (c)	4,5 ± 1,5	2,9	No	4,5	4,3	4,2
México	3 ± 1	6,8	No	5,0	4,6	3,7
Chile	3 ± 1	2,3	Sí	3,1	3,0	3,2
Colombia	3 ± 1	4,1	No	3,2	3,3	3,3
Perú	1 - 3	1,4	Sí	1,2	2,3	2,5

FUENTES: Datastream, estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

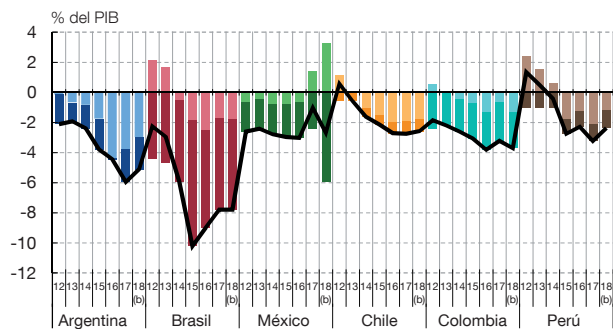
a *Consensus Forecasts* de octubre de 2018 para final de año.

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 junio de 2019 —salvo cierto crecimiento positivo en diciembre de 2018 y junio de 2019 por motivos estacionales— o hasta que la inflación y las expectativas de inflación tengan una clara senda descendente, y del 1 % im en la segunda mitad de 2019).

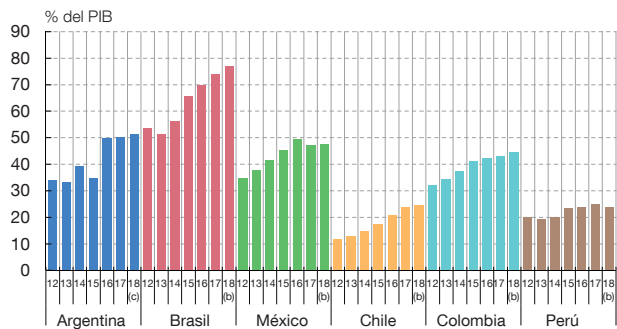
c El objetivo de inflación en Brasil para 2019 es del 4,25 % ± 1,5, y para 2020, del 4,00 % ± 1,5.

Existen notables déficits públicos en Argentina y en Brasil. No hay grandes cambios en los saldos fiscales del resto de los países. Se registran aumentos de la deuda pública sobre PIB en casi todos los países de la región.

1 SUPERÁVIT O DÉFICIT PÚBLICO (a)



2 DEUDA PÚBLICA



FUENTE: Datastream.

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

Descargar

En el ámbito de la política fiscal (véase gráfico 7), Brasil sigue presentando desequilibrios importantes, y se espera que el déficit público alcance el 8% del PIB a finales de 2018 [con una carga de intereses de 7 puntos porcentuales (pp)] y que la ratio deuda pública se sitúe alrededor del 80% del PIB. La aprobación de la reforma de las pensiones resulta imprescindible para poder cumplir con el límite de gasto público fijado para los próximos años, aunque se mantienen las dudas sobre el alcance de los planes que pueda poner en marcha el presidente electo. En Argentina, se prevé un fuerte ajuste fiscal para el período 2018-2020, con un objetivo de saldo primario nulo en 2019 y positivo en 2020. La deuda pública se situará por encima del 80% del PIB en 2018, un aumento cercano a los 30 pp en el año, por el efecto valoración de la deuda en moneda extranjera (que representa un elevado porcentaje del total), derivado de la depreciación del peso. No obstante, con el ajuste fiscal y el elevado crecimiento nominal del PIB se espera que se reduzca en los próximos años. En otros países de la región no se han producido grandes cambios en los saldos fiscales, aunque el espacio fiscal para generar estímulos —si estos fueran necesarios— es reducido. En Chile y en Colombia se presentarán sendas propuestas de reforma fiscal en los próximos meses, orientadas a incentivar la inversión.

PERSPECTIVAS

Las previsiones de crecimiento para la región se han visto notablemente revisadas a la baja respecto al anterior informe semestral: 1,1 pp en 2018, hasta el 1,5%, y 0,7 pp en 2019, hasta el 2,2%, de acuerdo con el consenso (véase gráfico 1). Estas revisiones se deben a Argentina, donde se espera un crecimiento negativo en ambos años, y Brasil, especialmente por la debilidad de la primera mitad de 2018; por el contrario, las perspectivas de Chile, Colombia y Perú se han revisado al alza. En México se han producido reducciones ligeras a la baja, y el crecimiento esperado se mantiene algo por encima del 2%. El crecimiento potencial de la región sigue siendo bajo —reflejo de la baja productividad, el reducido gasto en infraestructuras y el escaso rendimiento de la educación— e insuficiente para impulsar la convergencia de la región hacia unos niveles de renta más elevados.

El balance de riesgos está sesgado a la baja. El endurecimiento de las condiciones financieras globales ya ha tenido efectos especialmente negativos en Argentina, que podrían

agudizarse y extenderse a otros países como Brasil, muy vulnerable por su situación fiscal. Una depreciación más intensa de las monedas podría elevar las presiones inflacionistas y derivar en políticas fiscales y monetarias procíclicas, y en una contracción de la inversión de aquellas empresas con elevado endeudamiento externo. En el ámbito comercial, tras el acuerdo preliminar firmado entre Estados Unidos, Canadá y México, las tensiones comerciales podrían transmitirse a la región a través de dos canales principales: i) un endurecimiento adicional de las condiciones financieras, y ii) el menor crecimiento global, incluida una reducción en los precios de las materias primas, de los que la región es muy dependiente. En lo referente a los riesgos internos, destacan los inherentes a la implementación del acuerdo entre el FMI y el Gobierno argentino, y los que enfrentará el nuevo Gobierno de Brasil, dadas las desfavorables perspectivas de esta economía, incluso si se priorizan una agenda reformista y un ajuste fiscal, pues su aprobación por parte del Congreso parece compleja.

6.11.2018.

Tras haber mantenido el tipo de interés oficial cercano a cero —en el intervalo 0 %-0,25 %— desde diciembre de 2008 y haber llevado a cabo varios programas de compras de activos financieros, para aumentar el tono expansivo de su política monetaria, en diciembre de 2015 la Reserva Federal de Estados Unidos decidió iniciar el proceso de normalización monetaria, elevando el intervalo del tipo de interés oficial en 25 pb. Desde entonces, ha realizado diversas subidas de 25 pb, que han situado ese intervalo en el 2 %-2,25 % actual, y desde octubre de 2017 está reduciendo el tamaño de su balance de forma gradual. Los mercados financieros descuentan que el proceso de aumentos del tipo de interés oficial continúe en los próximos trimestres, pero a un ritmo inferior al que proyecta el propio FOMC¹, el comité de la Reserva Federal que toma las decisiones

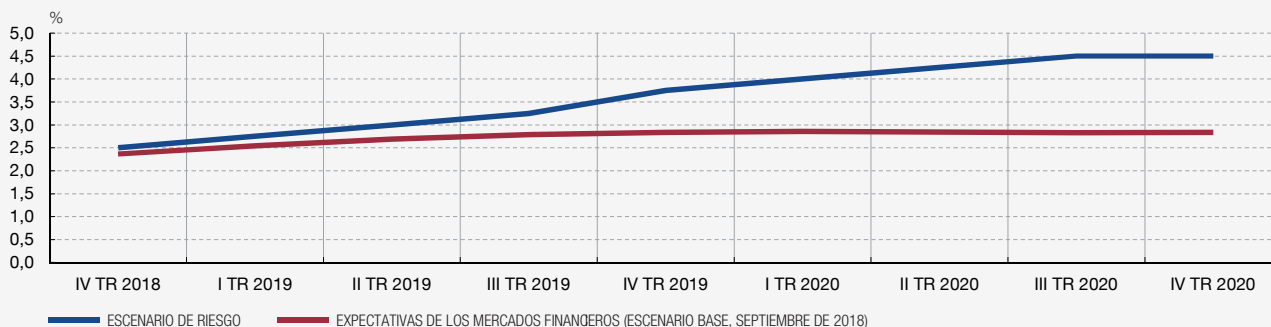
política monetaria. La apreciación del dólar y el aumento del rendimiento de los títulos de deuda pública de Estados Unidos que se han producido desde principios de 2018 en este contexto han llevado a un endurecimiento de las condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes. Este recuadro analiza el impacto que tendría una normalización de la política monetaria en Estados Unidos más abrupta de lo descontado en los mercados financieros sobre una serie de economías emergentes (Brasil, Chile y México en América Latina, y Corea del Sur, Indonesia y China en Asia).

Desde el punto de vista teórico, el endurecimiento de las condiciones financieras en Estados Unidos se puede propagar al resto del mundo a través de dos canales principales: el canal comercial, que depende de la reacción de las importaciones estadounidenses a los movimientos del tipo de cambio (con el efecto correspondiente sobre el consumo y la inversión), y el canal financiero,

1 <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20180926.pdf>.

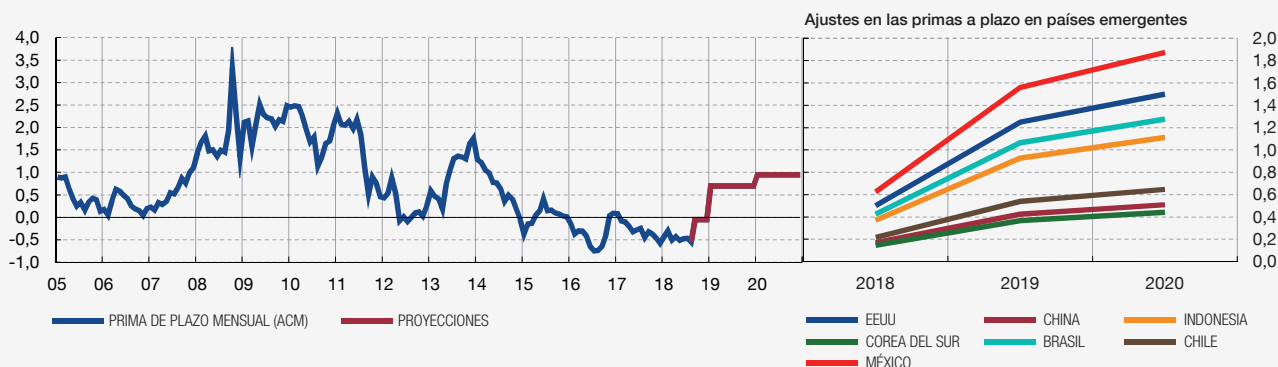
El escenario base incorpora la trayectoria para los tipos de interés oficiales en Estados Unidos descontada en los mercados financieros en septiembre de 2018 y el escenario de riesgo considera que los tipos de interés oficiales ascienden con mayor rapidez, de manera inesperada, más en línea con lo sucedido en otros episodios de normalización monetaria por parte de la Reserva Federal.

Gráfico 1
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ESTADOS UNIDOS



En el escenario de riesgo se hace el supuesto de que la prima de plazo de los rendimientos de la deuda pública a diez años en Estados Unidos aumenta en los próximos años para situarse más cercana a su media histórica. Este incremento en la prima a plazo en Estados Unidos se transmite a las economías emergentes en función de sus fundamentos macroeconómicos, de acuerdo con elasticidades estimadas en trabajos empíricos.

Gráfico 2
PRIMAS A PLAZO EN EEUU



FUENTES: Elaboración propia, Datastream, Reserva Federal de Nueva York y Borrallo *et al.* (2016).



que depende de la transmisión de los tipos de interés más elevados en Estados Unidos al resto del mundo (ciclo financiero global) y de la depreciación de otras monedas, lo que llevará a un deterioro de los balances de los agentes que hayan acumulado deuda en dólares pero que tengan sus ingresos en moneda local. La deuda en dólares aumentó notablemente durante el período en el que la Reserva Federal mantuvo los tipos de interés oficiales de Estados Unidos en niveles muy reducidos, mientras llevaba a cabo la expansión de su balance.

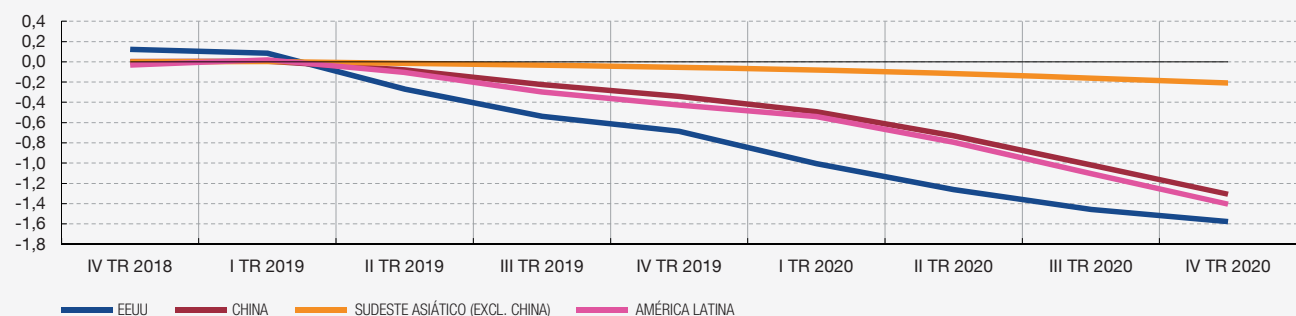
El modelo NiGEM para la economía mundial permite realizar simulaciones del impacto global que tendría un endurecimiento de la política monetaria más rápido de lo esperado en Estados Unidos. El escenario base incorpora la trayectoria para los tipos de interés oficiales en Estados Unidos descontada en los mercados financieros en septiembre de 2018 (véase gráfico 1). Como escenario de riesgo

se considera uno en el que los tipos de interés oficiales ascienden con mayor rapidez, de manera inesperada, de forma que se sitúan en el 4,5% a finales de 2020, es decir, unos 165 pb por encima del nivel descontado en los mercados financieros para esa fecha, y más en línea con lo sucedido en otros episodios de normalización monetaria por parte de la Reserva Federal. Además, en ese escenario de riesgo tiene lugar el supuesto en el que la prima de plazo de los rendimientos de la deuda pública a diez años en Estados Unidos se sitúa en 100 pb a finales de 2020, desde el nivel de -50 pb en septiembre de 2018² (aumento de 50 pb en 2018, 75 pb en 2019 y 25 pb en 2020), como se puede apreciar en el gráfico 2. La literatura empírica sugiere que, por término medio, el tipo de interés oficial de las

2 Véase https://www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term_premia.html para el cálculo de la prima a plazo en la curva de rendimientos de Estados Unidos.

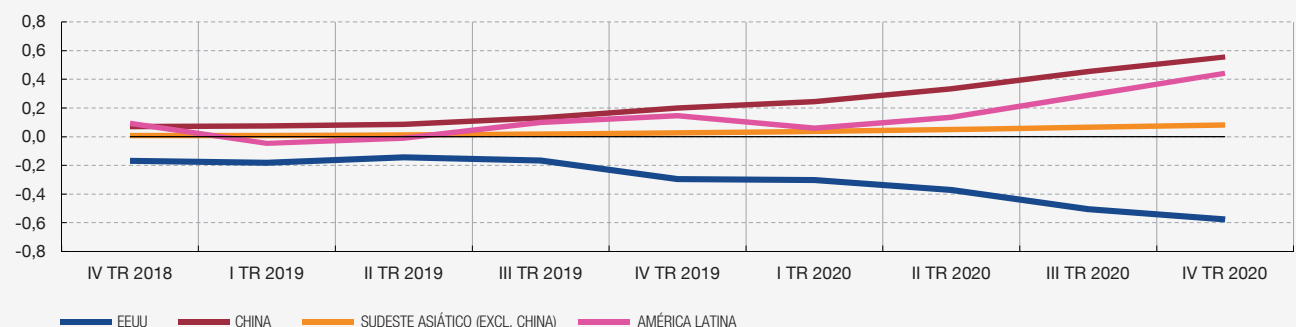
El crecimiento del PIB en Estados Unidos y en las economías emergentes es menor en el escenario de riesgo, siendo la diferencia mayor respecto al escenario base en los países de América Latina y en China que en el resto de Asia. En los países latinoamericanos de la muestra viene explicado por el mayor aumento de la prima a plazo, que lleva a una mayor caída de la inversión.

Gráfico 3
PRODUCTO INTERIOR BRUTO



En el escenario de riesgo el dólar se aprecia en mayor magnitud como respuesta al mayor endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos. La cuenta corriente de ese país empeora, mientras que el saldo exterior de las economías emergentes mejora en mayor medida en los países de América Latina y en China

Gráfico 4
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Elaboración propia, Datastream, Reserva Federal de Nueva York y Borrallo *et al.* (2016).



economías emergentes aumenta diez veces más que el tipo oficial de la Reserva Federal ante un incremento no esperado de este³. Por su parte, de acuerdo con las elasticidades estimadas por Borrallo *et al.* (2016)⁴, el incremento en la prima a plazo en Estados Unidos se transmite a las economías emergentes en función de sus fundamentos macroeconómicos (véase gráfico 2)⁵.

Los resultados de la simulación se pueden observar en los gráficos 3 y 4. Como el dólar se aprecia en respuesta al endurecimien-

to de la política monetaria en Estados Unidos, la cuenta corriente de ese país empeora, mientras que el saldo exterior de las economías emergentes mejora⁶, en mayor medida en los países de América Latina que en los de Asia, donde es de pequeña magnitud si se excluye China. A pesar de la mayor contribución de la demanda externa al crecimiento del PIB en las economías emergentes, la actividad se reduce en el escenario de riesgo, siendo de mayor magnitud la caída en los países de América Latina (1,3 pp al final del período considerado) y en China (-1,1 pp) que en el resto de Asia. Por tanto, las simulaciones sugieren que, si se produjera una normalización de la política monetaria en Estados Unidos más abrupta que la descontada por los mercados, el efecto negativo sobre las economías latinoamericanas sería algo mayor que sobre las asiáticas. En las simulaciones, este resultado viene explicado por el mayor aumento de la prima a plazo en los países latinoamericanos, que lleva a una mayor caída de la inversión. Los mejores fundamentos de las economías asiáticas y la disponibilidad de mayores colchones, como las reservas internacionales, las hacen menos vulnerables a un endurecimiento de las condiciones financieras globales.

3 Véase, por ejemplo, B. Mackowiak (2007), «External shocks, U.S. monetary policy and macroeconomic fluctuations in emerging markets», *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 54(8), pp. 2512-2520, que estima esta relación para una muestra de economías emergentes. No obstante, en episodios anteriores las respuestas de los bancos centrales en América Latina han sido de mayor magnitud que los de Asia. Por ello, los impactos negativos sobre el PIB de América Latina (Asia) podrían ser mayores (menores) que los recogidos en nuestras simulaciones.

4 F. Borrallo, I. Hernando y J. Vallés (2016), «Los efectos en América Latina de las políticas monetarias no convencionales de Estados Unidos», *Monetaria*, jul-dic, pp. 297-347, CEMLA.

5 Las elasticidades de transmisión de la prima a plazo de Estados Unidos a las economías emergentes se calculan utilizando como variables explicativas la inflación, las reservas Internacionales como porcentaje del PIB y los diferenciales de los CDS soberanos a cinco años de las economías. La muestra fue actualizada incluyendo datos hasta finales de 2017.

6 El escenario base incluye los aumentos aprobados de aranceles de las importaciones estadounidenses procedentes de China.