

Introducción

La desaceleración de la actividad que venía produciéndose en América Latina desde mediados de 2011, en un contexto de menor dinamismo de la economía china y de caída de los precios de las materias primas, se intensificó en el segundo trimestre de 2015 por el inesperado agravamiento de la recesión en Brasil. Los datos de contabilidad nacional disponibles para las seis principales economías¹ indican que el crecimiento de la región en el segundo trimestre fue un 0,3 % interanual, frente al 0,7 % del primer trimestre, el menor registro desde la crisis (véase gráfico 1). Sin embargo, el dato agregado está muy sesgado por la caída del PIB brasileño (un -2,6 % interanual en el trimestre). Entre los restantes países, Perú y Colombia anotaron crecimientos relativamente sólidos, del 3 % interanual, mientras que México, Chile y Argentina crecieron a ritmos en el entorno del 2 %.

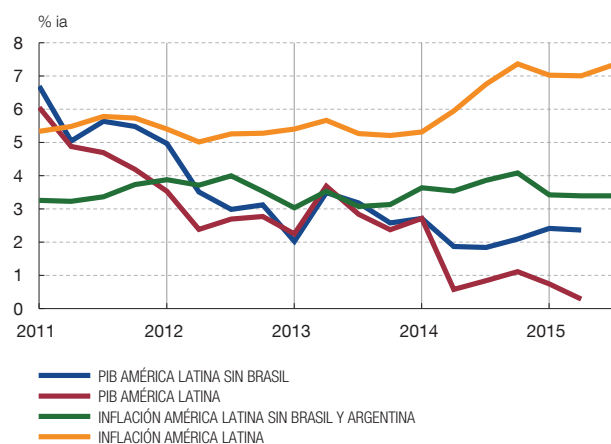
A partir de los meses de verano, las turbulencias ocasionadas por la caída de la bolsa china y la posterior devaluación del yuan, los nuevos descensos de los precios de las materias primas, hasta mínimos cercanos a los alcanzados en 2008, y, como elemento singular, la pérdida de la calificación crediticia de grado de inversión por parte Brasil, contribuyeron a debilitar adicionalmente las perspectivas de crecimiento en la región, lo cual tuvo su reflejo en la evolución desfavorable de los mercados financieros (véase gráfico 1). Las previsiones de crecimiento del PIB para 2015 y 2016 en América Latina se han venido revisando a la baja en los últimos meses, situándose en torno al 0 % para 2015 y en el 1 % para 2016, las más bajas de los últimos siete años.

La inflación, por su parte, repuntó hasta el 6,3 % en septiembre según el promedio de los cinco países que mantienen objetivos de inflación, prácticamente un punto más que a principios de año. Con la excepción de México, donde el impacto de las reformas estructurales se está dejando notar en forma de reducción de los precios de algunos bienes y servicios, la tendencia al alza fue relativamente generalizada en todos los países, aunque mucho más acusada en Brasil (donde alcanzó el 9,5 % interanual), principalmente como consecuencia de la subida de los precios administrados. En Chile, Colombia y Perú los precios del consumo crecieron por encima del 4 % interanual, situándose en la parte superior de la banda de objetivos de los bancos centrales o por encima de ella. A pesar de la debilidad cíclica, la significativa depreciación de los tipos de cambio está teniendo un efecto relevante en la inflación observada y, en algunos países, está empezando a trasladarse a las expectativas de inflación.

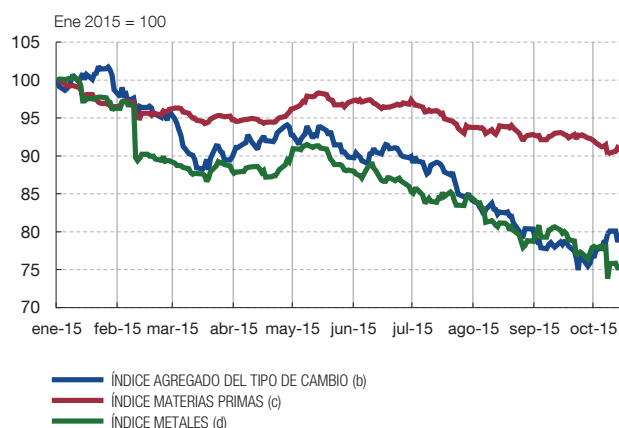
En términos generales, el tono de las políticas económicas no está respondiendo a la ralentización económica. Por un lado, el margen de corto plazo de las políticas monetarias parece haberse agotado por el repunte de los precios de consumo. En particular, Brasil ha elevado los tipos de interés hasta el 14,25 %, lo que supone una subida de más de 7 puntos porcentuales (pp) en el conjunto del ciclo alcista de los dos últimos años. Del resto de los bancos centrales que operan con objetivos de inflación, tres subieron los tipos de interés oficiales (Perú, Colombia y Chile) y México los mantuvo sin cambios. Por otro lado, las políticas fiscales siguen ajustándose a un escenario de precios de las materias primas más bajos en la mayoría de los países. Brasil no consigue completar el ajuste fiscal previsto para 2015 y el déficit público a mitad de año se aproximaba al 9 % del PIB. En otros

¹ Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú. No se dispone de datos oficiales de Venezuela desde el tercer trimestre de 2014; la evidencia indirecta apunta a una recesión aguda.

CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB Y TASA DE INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA (a)



TIPOS DE CAMBIO Y MATERIAS PRIMAS



FUENTES: Fuentes nacionales y Datastream.

- a Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú en media ponderada por el peso en el PIB de la región.
 b Media ponderada de los índices de los tipos de cambio frente al dólar de América Latina sin Argentina.
 c CRB Índice BLS de materias primas
 d CRB Índice de metales

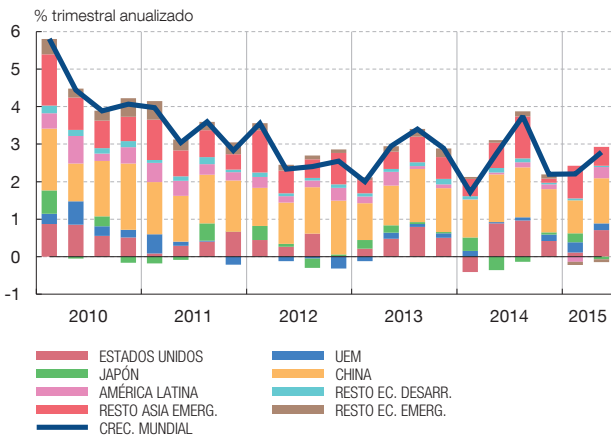
países también se han producido deslizamientos del déficit público sobre lo inicialmente previsto, en gran medida por los menores ingresos.

Así, en un contexto en el que la corrección de los desequilibrios cobra protagonismo como objetivo de política económica, las perspectivas apuntan a un entorno de bajo crecimiento en el conjunto de la región, aunque con diferencias importantes por países. Los riesgos para el crecimiento se mantienen a la baja, tanto por la posibilidad de una desaceleración mayor que la esperada en China como por la incertidumbre que sigue generando la futura normalización de los tipos de interés de la Reserva Federal, pero también por el tono que deban adoptar las políticas económicas domésticas. En cambio, el ajuste de la demanda interna y la depreciación de los tipos de cambio están apoyando la corrección de los desequilibrios por cuenta corriente, que eran un foco de vulnerabilidad relevante. Además, los países latinoamericanos han acumulado defensas durante la etapa expansiva que pueden utilizar ahora (por ejemplo, las reservas internacionales) y sus fundamentos para enfrentar una etapa de crecimiento bajo son mejores que en el pasado.

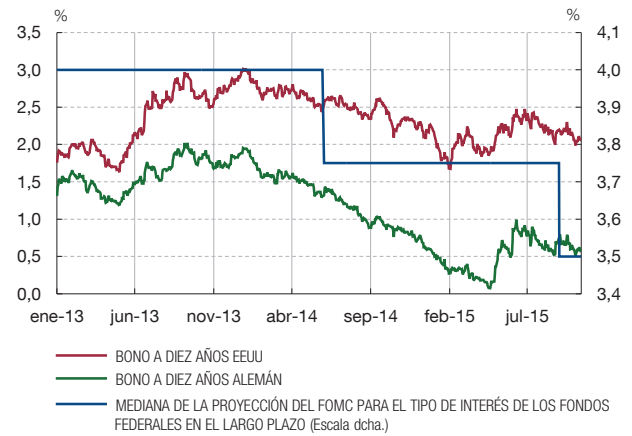
Entorno internacional

El crecimiento de la economía mundial se ha reducido en los meses transcurridos de 2015, debido fundamentalmente a un nuevo debilitamiento de la actividad en las economías emergentes (véase gráfico 2). Además, con la excepción del área del euro, la recuperación de las economías avanzadas ha sido más modesta de lo anticipado a comienzos del año, en lo que han influido la hasta el momento reducida incidencia de la caída del precio del petróleo en el gasto de los hogares, la debilidad de la demanda externa y algunos factores transitorios —como los que afectaron a Estados Unidos en el primer trimestre del año—. La inflación ha registrado descensos adicionales en estas economías, hasta niveles muy bajos, y las tasas subyacentes han mostrado una mayor estabilidad, pero se encuentran por debajo de los objetivos de los bancos centrales. En este contexto, prosiguen las divergencias en el tono de las políticas monetarias de las principales economías avanzadas: el BCE y el Banco de Japón continúan con sus programas de expansión cuantitativa, mientras que se sigue anticipando la normalización de los tipos de interés por parte de la

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



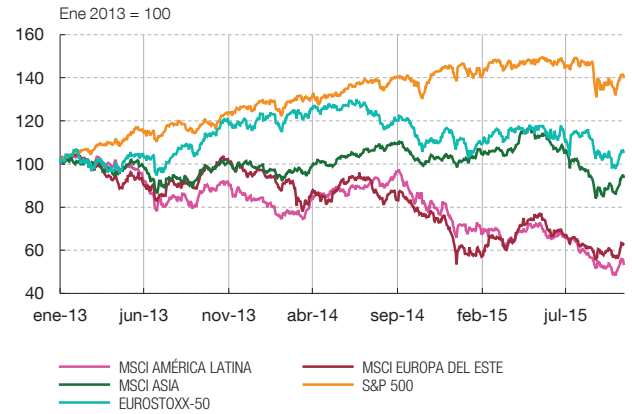
TIPOS DE INTERÉS



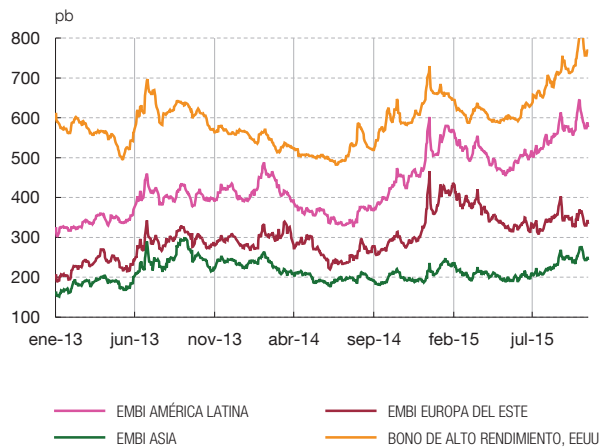
BOLSA EN CHINA: COMPARACIÓN DE DOS CICLOS



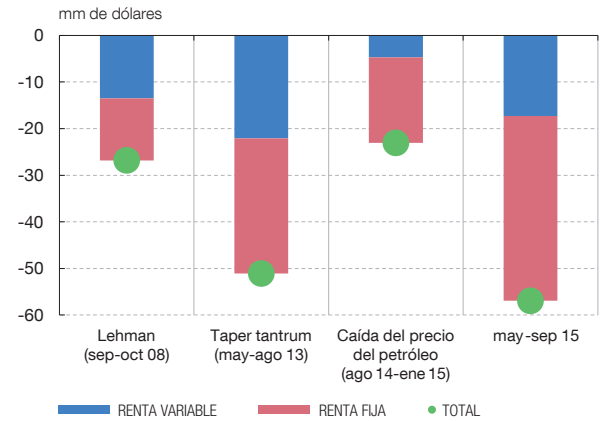
BOLSAS MUNDIALES (c)



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS



FLUJOS DE CAPITALES A EMERGENTES



FUENTES: Datastream y JP Morgan.

- a Base 100 el 1 de agosto de 2006.
- b Base 100 el 1 de agosto de 2014.
- c Índices de bolsas en dólares.

Reserva Federal y del Banco de Inglaterra, si bien el debilitamiento global está retrasando y añadiendo complejidad a la decisión de estos bancos centrales.

Las economías emergentes han continuado desacelerándose, como viene sucediendo desde 2011. Esta tendencia parece responder tanto a la debilidad de la demanda procedente de las economías avanzadas en la salida de la crisis como a un conjunto de factores estructurales, desde un menor avance de la productividad a una demografía menos favorable. A estos factores se añaden, además, tres desarrollos relevantes que han estado vigentes, con intensidad variable, a lo largo de los dos últimos años. En primer lugar, la desaceleración de la economía china, como resultado del proceso de reequilibrio de su modelo de crecimiento. En segundo lugar, la caída de los precios de las materias primas (ligada en buena medida a la menor demanda procedente de China), que se ha reactivado desde finales de junio y ha afectado severamente a las rentas e inversiones de los exportadores de estos productos. Finalmente, el tensionamiento de las condiciones financieras globales ante la proximidad del comienzo del ciclo alcista de tipos de interés en Estados Unidos. La inflación ha permanecido en niveles reducidos en parte de las economías emergentes, si bien en América Latina y en otros casos, como Rusia y Turquía, ha mostrado una elevada resistencia a la baja, en parte como consecuencia de la depreciación de sus monedas.

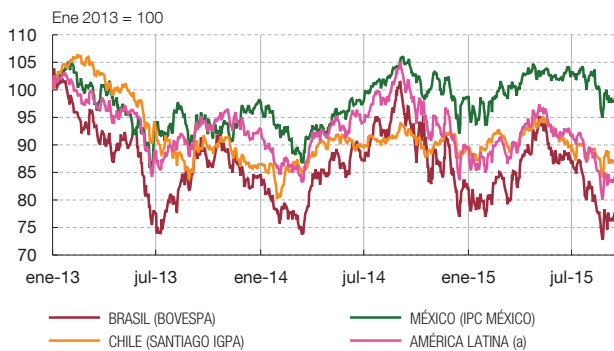
La evolución en los mercados financieros internacionales ha estado marcada por las tensiones en los mercados bursátiles de China. En concreto, la bolsa de Shanghai experimentó dos episodios de fuerte corrección (véase gráfico 2). El primero de ellos, a mediados de junio, fue controlado con fuertes medidas por parte de las autoridades, incluidos el recorte de los tipos de interés oficiales y las inyecciones de liquidez a las empresas que financiaban la compra de acciones. El segundo, que ocurrió tras la modificación del régimen cambiario del yuan, fue menos intenso pero tuvo mayor trascendencia para los mercados financieros de las economías, emergentes y desarrolladas, al coincidir con indicadores desfavorables sobre la economía china que generaron crecientes dudas sobre su fortaleza. Este episodio se trasladó a los mercados bursátiles de los países avanzados con aumentos de la volatilidad y fuertes retrocesos en las bolsas. El resto de los mercados registró un nivel de volatilidad mayor que en el pasado pero sin repuntes de la misma virulencia que los observados en la renta variable (véase gráfico 2). Además, las dudas en torno al desenlace de las negociaciones entre Grecia y sus acreedores, al principio del verano, y la incertidumbre ante la posible subida del tipo de interés en Estados Unidos en septiembre —que no tuvo lugar finalmente— contribuyeron al aumento de la aversión al riesgo en los mercados financieros.

Los mercados financieros emergentes registraron un período de cierta estabilidad en los meses de mayo y junio, favorecidos por la estabilización temporal de los precios de las materias primas (véase gráfico 2). Sin embargo, la tendencia negativa retornó a partir de la segunda mitad de junio, tras el primer desplome de la bolsa de Shanghai, y se acentuó con la segunda corrección. El deterioro registrado por los indicadores financieros de los mercados emergentes resultó, en términos agregados, de intensidad superior al de otros episodios de turbulencias financieras previas, incluido el de mayo de 2013, como se refleja en las salidas de capitales de los fondos de bolsa y deuda (véase gráfico 2).

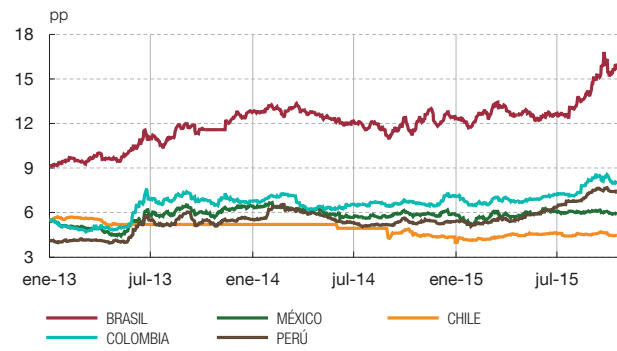
Los mercados financieros latinoamericanos

La evolución de los mercados financieros de América Latina ha sido más desfavorable que la de otras regiones emergentes (véase gráfico 2), al ser una región productora de materias primas, cuyos precios son determinantes importantes de su relación real de intercambio. Además, han operado factores específicos, como el comportamiento adverso de los mercados financieros de Brasil, que se agravó tras la pérdida del grado de inversión

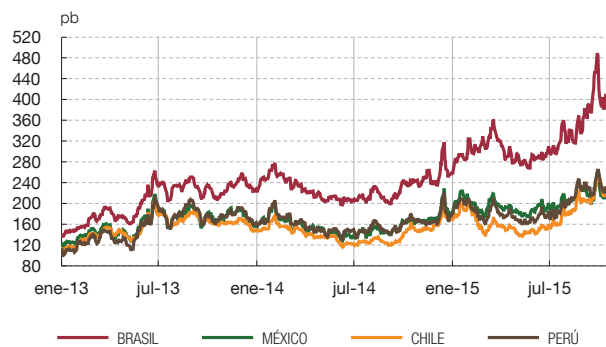
ÍNDICES DE BOLSA



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



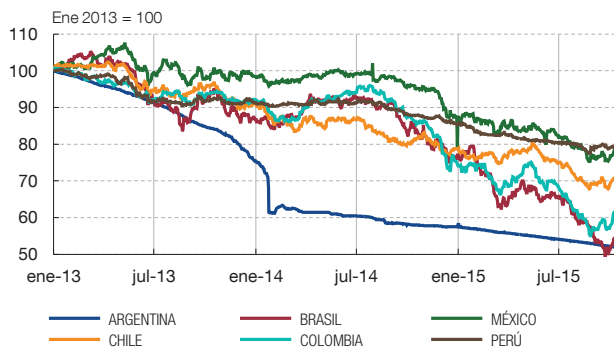
DIFERENCIALES SOBERANOS



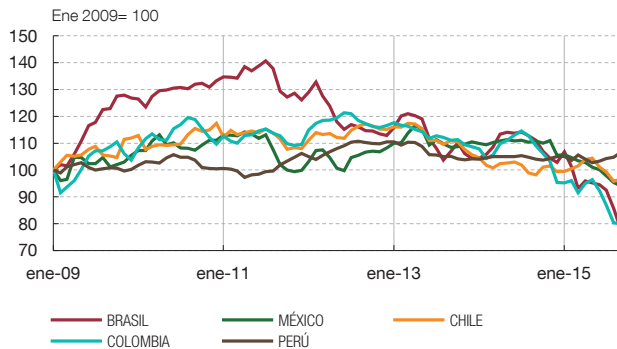
DIFERENCIALES SOBERANOS



TIPO DE CAMBIO NOMINAL FRENTE AL DÓLAR



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



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

- a Índice MSCI América Latina en moneda local.
- b Deuda pública en moneda local a diez años.

de su calificación crediticia por una agencia de calificación. En cambio, la bolsa de México registró un descenso mucho menos acusado (-2,9%), asociado a las mejores perspectivas de la economía de Estados Unidos y a su menor exposición a China (véase gráfico 3). En conjunto, el índice de bolsa MSCI en dólares de América Latina cayó un 25% entre mayo y septiembre de 2015, más que los de Europa del Este (-18%) o Asia emergente (-20%), siendo el sector de petróleo y gas el que registró una caída mayor (-48%).

Los tipos de interés de los bonos a largo plazo en los mercados locales repuntaron, con aumentos significativos en Colombia y Perú [170-180 puntos básicos (pb)], asociados en parte

a la depreciación del tipo de cambio y, también, al deterioro de las expectativas de inflación (véase gráfico 3). En cualquier caso, las especiales circunstancias de Brasil y las decisiones de política monetaria hicieron que sus tipos de interés registraran la elevación más importante (más de 300 pb). El diferencial soberano, medido por el EMBI de América Latina, mantuvo una tendencia a la ampliación, con un incremento de más de 100 pb desde abril, hasta alcanzar los 600 pb, un máximo desde el primer trimestre de 2009. Esta evolución también fue más desfavorable que la del resto de las áreas emergentes. Se produjo un empeoramiento generalizado de las primas de riesgo soberano, con un aumento especialmente importante en Brasil (190 pb, hasta alcanzar los 490 pb), seguido de Colombia, Chile y Perú (entre 95 pb y 100 pb); en México el incremento fue menor (75 pb). Además, el diferencial soberano de Venezuela aumentó en más de 820 pb, y llegó a alcanzar los 3.500 pb, en un contexto de elevada vulnerabilidad por la escasez de reservas y la frágil situación fiscal. Por el contrario, el diferencial de Argentina se mantuvo estable alrededor de los 600 pb.

Los tipos de cambio mantuvieron una tendencia general a la depreciación frente al dólar entre mayo y septiembre, más acusada en Brasil (-25,6%), Colombia (-22%) y Chile (-12%). De esta forma, el real se ha depreciado un 59,4% desde mediados de 2011, hasta marcar un mínimo histórico en su cotización frente al dólar, superando los 4 reales por dólar, a pesar de la fuerte subida de los tipos de interés oficiales. Ello llevó al Banco de Brasil a anunciar, a mediados de septiembre, nuevas intervenciones en los mercados de divisas, tras haber interrumpido el programa de *swaps* cambiarios en marzo del presente año. Los países con menores vulnerabilidades, como México y Perú, registraron depreciaciones de menor cuantía, si bien el Banco de México amplió la intervención diaria en los mercados cambiarios para moderar la volatilidad del tipo de cambio. En Venezuela, el tipo de cambio negociado en el nuevo mercado cambiario libre (SIMADI) se situó un 97% más depreciado que la paridad oficial, con un volumen de transacciones que apenas alcanzó el 5,5% del total; el tipo de cambio del mercado paralelo se depreció fuertemente.

Este comportamiento de los tipos de cambio nominales ha compensado el diferencial de inflación del área y ha dado lugar a una depreciación significativa de los tipos de cambio reales. Estos se han situado en algunos casos en niveles previos a los de 2005, casi al inicio del *boom* de los precios de las materias primas (véase gráfico 3). De esta forma, la ganancia de competitividad exterior debería configurarse como uno de los ejes en los que se sustente una posible recuperación de la actividad en el área.

En consonancia con la evolución de los tipos de cambio, las estadísticas de flujos de capital indican que durante el primer semestre de 2015 tuvo lugar una menor entrada de flujos de cartera (véase gráfico 4). En el conjunto de la región, las entradas brutas de cartera cayeron 21 mm de dólares respecto al semestre anterior, situándose en 73 mm de dólares, en términos anualizados. La mayor parte de este descenso se concentró en México, seguido de Brasil, en ambos casos por las menores compras de valores a corto plazo. Asimismo, se produjo una moderación similar de los flujos brutos de inversión directa, sobre todo en los sectores energético y financiero, atribuible a unas menores entradas en Brasil (por 82 mm de dólares, el 3,8% del PIB), y en México y Colombia.

Por lo que respecta a las emisiones de renta fija de la región, entre abril y septiembre de 2015 se situaron en 35,7 mm de dólares, un 45% menos que en el mismo período de 2014. Los principales actores en este mercado fueron el sector público (37% del total) y las empresas relacionadas con las materias primas (35% del total), mientras que las empresas con mayor exposición local tuvieron más dificultades para emitir (véase recuadro 1). El descenso de las emisiones fue debido, fundamentalmente, a la caída de las de Brasil

Una de las principales características que define la evolución de los mercados financieros tras la crisis financiera global es el crecimiento de la financiación obtenida por las empresas a través de los mercados internacionales de bonos. Este proceso puede deberse, en parte, al menor papel intermediador del sector bancario y, por otro lado, a la búsqueda de rentabilidades por parte de los inversores ante los bajos tipos de interés inducidos por políticas monetarias laxas. Los mercados emergentes no han sido ajenos a este fenómeno, lo que ha provocado un incremento sustancial del volumen de sus emisiones de deuda corporativa en los mercados internacionales. Este proceso ha atraído mucha atención, identificándose un aumento en el volumen de deuda emitido por las empresas no financieras de las economías emergentes, un alargamiento de los plazos de emisión, y el predominio del dólar como moneda de denominación a partir del año 2009¹. Estudios regionales sugieren tendencias similares en el caso de América Latina². No obstante, la evidencia disponible tiene alguna limitación estadística que puede introducir sesgos. En particular, los datos de financiación obtenida por las empresas o no se compilan a nivel consolidado o no tienen en cuenta si existe dependencia financiera explícita de las filiales con sus matrices, a pesar de que con frecuencia muchas empresas emplean sus filiales para obtener financiación en los mercados de capitales. Además, estos trabajos no suelen analizar la situación financiera de las empresas emisoras.

Este recuadro examina los riesgos que surgen de la financiación en mercados internacionales de bonos de las empresas de

América Latina³, desde el año 2000, utilizando una compilación de datos individuales de bonos y de las cuentas financieras de las empresas que los garantizan, que subsanan las dos limitaciones antes mencionadas⁴. La combinación de ambas fuentes de información a nivel de empresa permite estudiar los patrones de financiación de las empresas a nivel consolidado, al identificarse los bonos garantizados por empresas de mercados emergentes, siguiendo la metodología de Fuertes y Serena (2014) (véase nota 4). Además, la disponibilidad de las cuentas financieras facilita el examen de la solvencia de las empresas que garantizan estos activos.

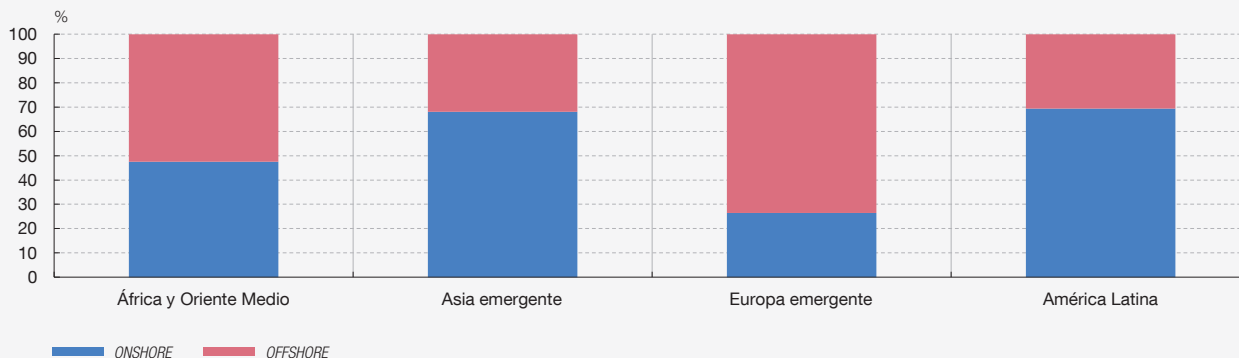
Un primer resultado de interés respecto al modelo de financiación de las empresas de América Latina tras la crisis es el importante volumen de bonos que son emitidos desde filiales domiciliadas fuera del país. El gráfico 1 desglosa el volumen total de la emisión en función del país de domicilio de la entidad emisora. En el caso de las emisiones *onshore*, el país de domicilio de la empresa que garantiza la emisión coincide con el del país de la empresa emisora (se trata de la misma empresa y suele ser matriz). El resto de las emisiones se realizan a través de filiales cuyo país de residencia es diferente al de la empresa matriz que garantiza la emisión; estas emisiones se realizan principalmente a través de filiales en centros *offshore*. El volumen de esta deuda alcanza algo más del 30 % de las emisiones totales de las empresas de América Latina, por lo que no tener en cuenta estas emisiones supondría una

- Véanse R. McCauley, C. Upper y A. Villar (2013), «Emerging market debt securities issuance in offshore centres», *BIS Quarterly Review*, Box 2, septiembre; P. Turner (2014), «The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs», *BIS Working Paper*, n.º 441, y H. Shin (2014), «The changing face of financial intermediation», conferencia en el *BIS 84th Annual General Meeting*.
- Véase IADB (2014), «Global recovery and monetary policy normalization. Escaping a chronicle foretold?», *2014 Latin America and Caribbean Macroeconomic Report*.

- La base de datos se obtiene de Bloomberg e incluye todas las emisiones de bonos de empresas no financieras en un conjunto de países de América Latina. Se incluyen emisiones en mercados locales e internacionales (las emisiones pueden ser en moneda local o moneda extranjera). Además se obtiene información de balance de estas empresas emisoras de bonos. Los países incluidos son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Venezuela.
- A. Fuertes y J. M. Serena (2014), «Firms financial soundness and access to capital markets», *Financial Stability Review*, n.º 27, Banco de España; *How firms borrow in international bond markets: Securities Regulation and Distribution of Credit Risks* (2015), mimeo.

BONOS EMITIDOS EN MERCADOS INTERNACIONALES Y GARANTIZADOS POR SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE ECONOMÍAS EMERGENTES. DESGLOSE POR PAÍS DE DOMICILIO DEL EMISOR

GRÁFICO 1



FUENTES: Bloomberg y Banco de España.

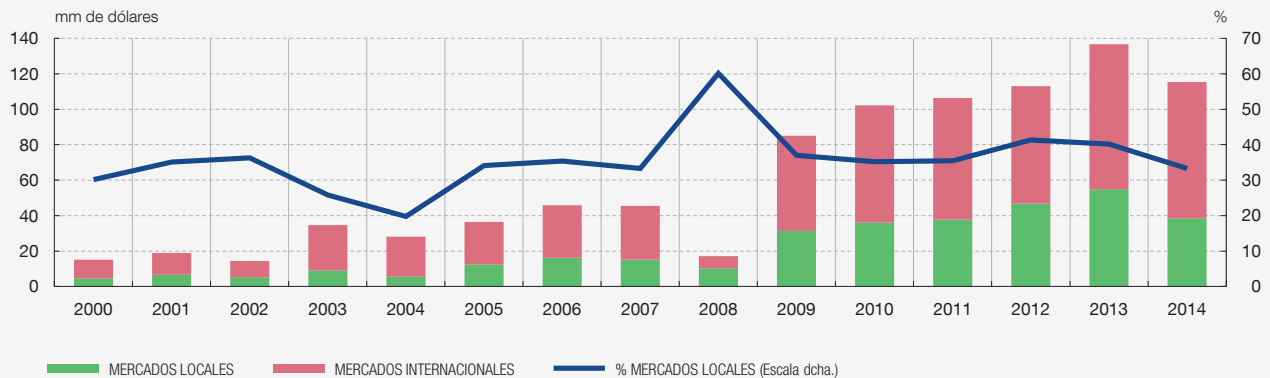
- Los centros *offshore* son aquellos países donde están domiciliados vehículos financieros de empresas cuya matriz pertenece a otra economía: Islas Caimán, Holanda, Luxemburgo, Islas Vírgenes, Singapur, Isla de Man, Irlanda, Islas Marshall, Mauricio, Hong-Kong y Bermuda. Los centros *non-offshore* son países donde están domiciliadas filiales no financieras cuya deuda está garantizada por la matriz de un país emergente.

infraestimación del volumen de deuda emitido (este resultado se repite, con otros porcentajes, en otras regiones emergentes). En segundo lugar, el fuerte incremento en el volumen emitido en mercados internacionales en este período no ha supuesto una merma en las emisiones en mercados locales de deuda; de hecho, la proporción entre ambas se ha mantenido estable (véase gráfico 2).

El gráfico 3 muestra la evolución de las condiciones financieras de las empresas de América Latina que garantizan la deuda emitida en el período 2000-2014. Estas se captan con una serie de ratios que analizan dimensiones de la empresa como el apalancamiento (activos totales sobre el capital común), rentabilidad [rendimiento de los activos (ROA)], solvencia [ratio de cobertura de intereses (ICR)]

EMISIONES DE BONOS GARANTIZADAS POR SNF DE AMÉRICA LATINA: MERCADOS INTERNACIONALES Y LOCALES

GRÁFICO 2

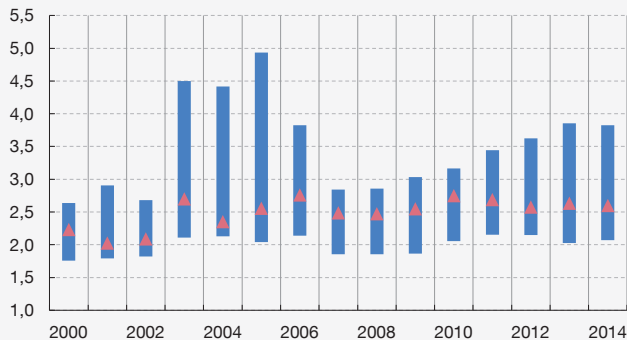


FUENTE: Bloomberg.

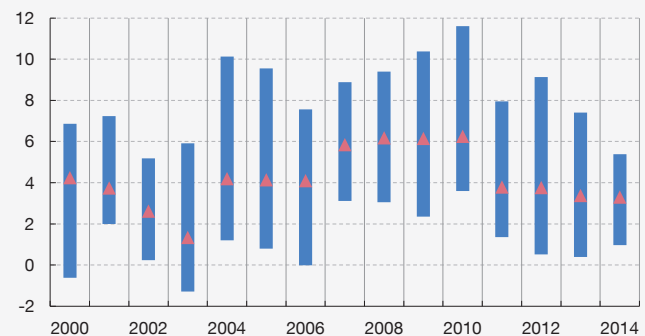
RATIOS FINANCIERAS: EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y DISPERSIÓN

GRÁFICO 3

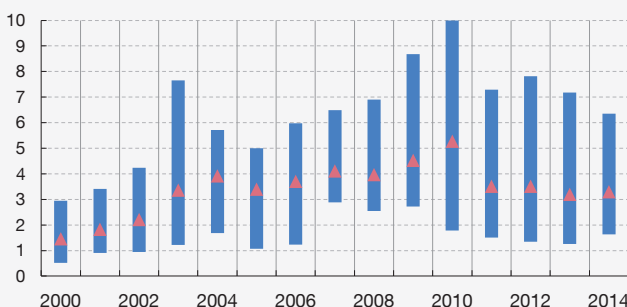
3.1 APALANCAMIENTO



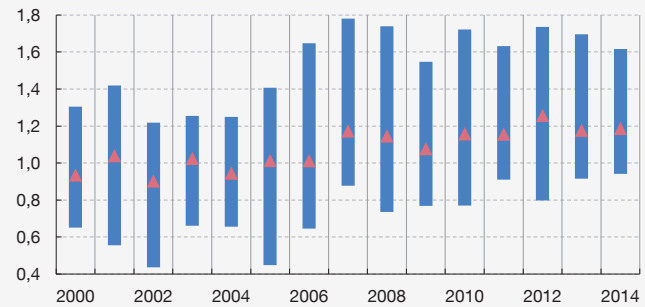
3.2 RENDIMIENTO DE LOS ACTIVOS



3.3 RATIO DE COBERTURA FINANCIERA



3.4 RATIO CORRIENTE



■ RANGO INTERCUARTÍLICO

▲ MEDIANA

FUENTE: Bloomberg.

y liquidez [ratio corriente (CR)]⁵. Destaca el descenso observado en la rentabilidad y la solvencia de las empresas durante los últimos años. En todo caso, el nivel de apalancamiento no ha aumentado y se observa una mejora en la liquidez de los emisores.

No obstante, esta evolución agregada puede ocultar riesgos localizados, asociados al conjunto de empresas con peores condiciones financieras. En efecto, dado que el volumen de deuda ha aumentado significativamente en términos absolutos, también lo ha podido hacer la cantidad que emiten este tipo de empresas. Para explorarlo, el gráfico 4 presenta la cantidad de deuda corporativa emitida en los mercados de capitales por aquellas empresas que presentan ratios financieras con valores comprometidos⁶, así

como su proporción sobre el total de emisiones. Aunque el volumen emitido por empresas con apalancamiento alto y, especialmente, por empresas con rentabilidades negativas ha aumentado, la cantidad emitida por estas últimas no alcanzó el 20 % del total en 2014.

En suma, en los últimos años se ha producido un fuerte aumento en la financiación obtenida por empresas no financieras de América Latina en los mercados de bonos, que en parte se ha canalizado a través de emisiones de filiales domiciliadas en el exterior. Por otro lado, pese a no observarse un deterioro generalizado en las métricas financieras, hay un aumento en el volumen de deuda garantizado por empresas con fundamentales más débiles. Finalmente, cabe mencionar dos aspectos que van más allá del contenido de este recuadro. Por un lado, los riesgos relacionados con el endeudamiento en moneda extranjera ante una depreciación brusca en el tipo de cambio de las monedas locales y las posibles coberturas, finalistas y naturales, existentes. Por otro lado, la identificación de la finalidad de la financiación obtenida —inversión productiva o, por el contrario, operaciones de *carry trade*, compra de acciones de la compañía (*equity buybacks*) o reparto de dividendos—.

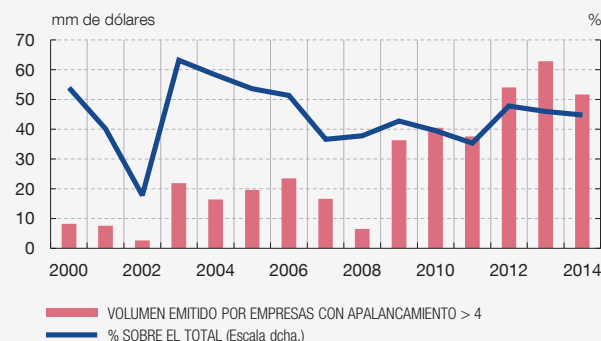
5 La ratio de cobertura de intereses se define como beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA) con respecto del gasto por pago de intereses de la deuda. La ratio corriente se define como activos que se pueden hacer líquidos como máximo en un año con respecto de la deuda con vencimiento como máximo a un año.
6 Los valores de las ratios financieras considerados como comprometidos para la empresa son los mismos que se utilizan en IMF (2014), *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific. Sustaining the Momentum: Vigilance and Reforms*, abril.

VOLUMEN DE EMISIONES DE SNF CON RATIOS FINANCIERAS EN NIVELES COMPROMETIDOS

GRÁFICO 4

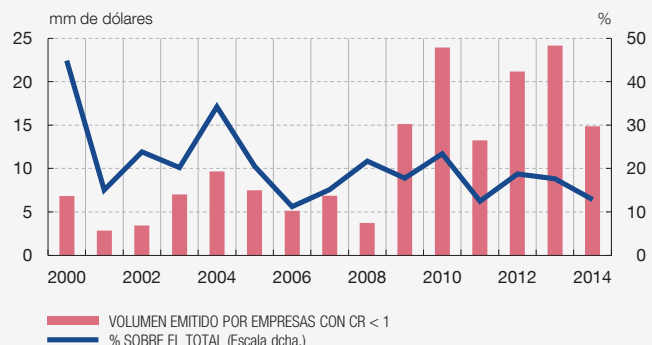
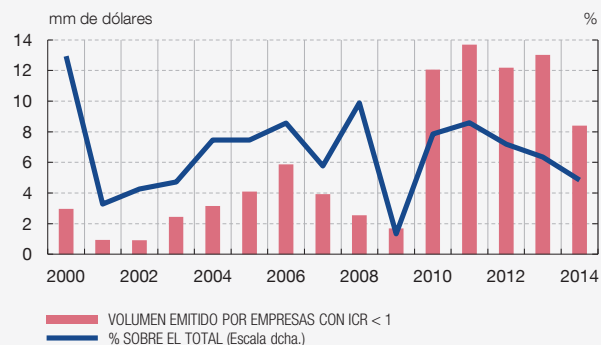
4.1 VOLUMEN EMITIDO POR EMPRESAS CON APALANCAMIENTO ALTO

4.2 VOLUMEN EMITIDO POR EMPRESAS CON RENDIMIENTO DE ACTIVOS BAJO



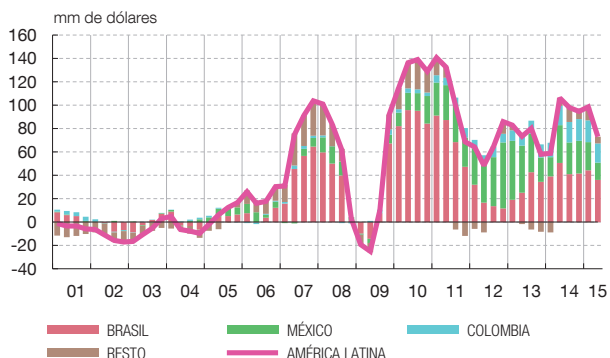
4.3 VOLUMEN EMITIDO POR EMPRESAS CON ICR BAJO

4.4 VOLUMEN EMITIDO POR EMPRESAS CON RATIO CORRIENTE BAJO

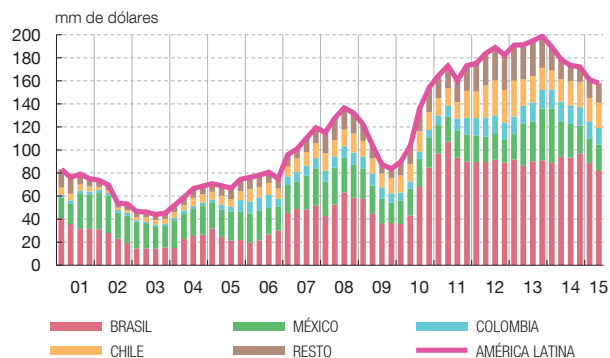


FUENTE: Bloomberg.

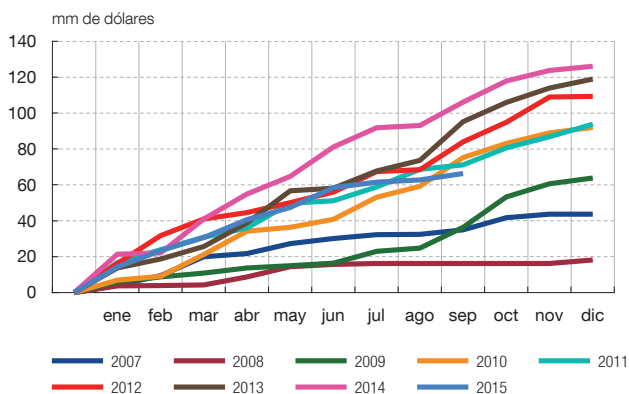
AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



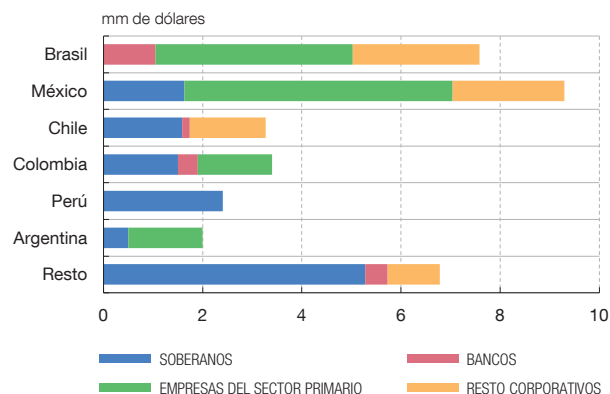
AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS EN DOCE MESES



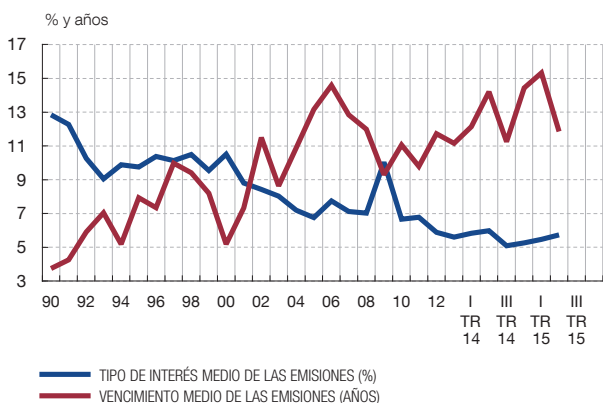
AMÉRICA LATINA: EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES



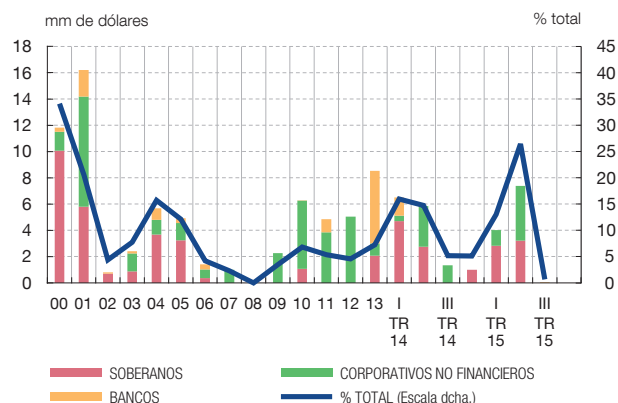
EMISIONES INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA: DE ABRIL A SEPTIEMBRE DE 2015



AMÉRICA LATINA: EMISIONES DE RENTA FIJA DEL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO



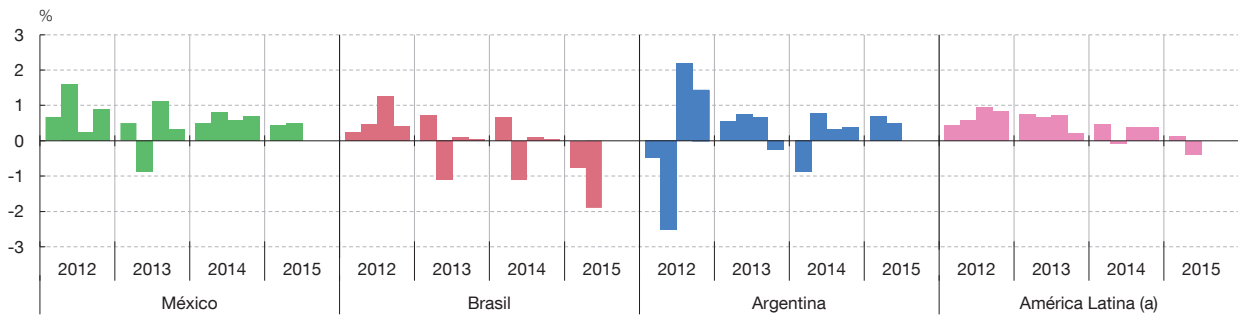
AMÉRICA LATINA: EMISIONES DE RENTA FIJA EN EUROS



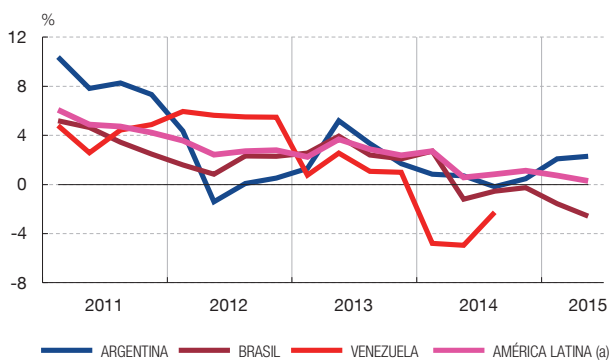
FUENTES: Datastream, Dealogic, JP Morgan, Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

(un 80 % menos que en los nueve primeros meses de 2014), pues el Tesoro brasileño no apeló a los mercados y Petrobras redujo sustancialmente sus emisiones, si bien logró colocar un bono a 100 años en el mes de junio. Las condiciones de las emisiones de la región han empeorado en términos de precio (los tipos de interés aumentaron 65 pb desde el tercer trimestre de 2014), pero no en plazos de vencimiento (véase gráfico 4). En relación con la moneda de emisión, cabe destacar el aumento reciente de las denominadas en euros,

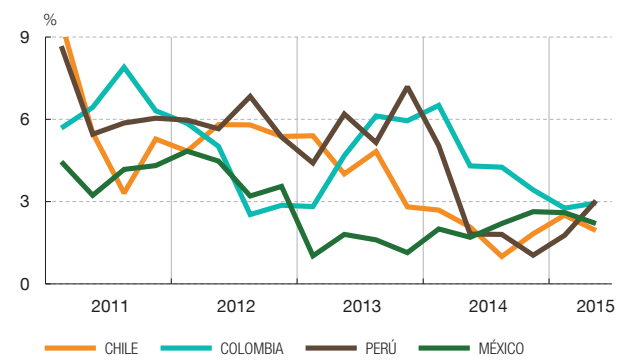
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas trimestrales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



FUENTE: Estadísticas nacionales.

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

hasta alcanzar un 20 %-25 % del total en el segundo trimestre de 2015, posiblemente en respuesta a las divergencias en el tono esperado de la política monetaria de Estados Unidos y la zona del euro, aunque en el último trimestre la emisión internacional se paralizó.

Actividad y demanda

Tras un primer trimestre en el que el PIB² en el promedio de la región creció muy débilmente (0,1 % trimestral) (véanse gráfico 5 y cuadro 1), el segundo trimestre del año anotó un retroceso del 0,4 %, la mayor caída del PIB en un trimestre desde la crisis financiera global. La tasa interanual descendió hasta el 0,3 %, tras el 0,7 % del primer trimestre, aunque con una importante heterogeneidad por países. De hecho, la contracción del PIB en términos trimestrales fue reflejo del intenso retroceso de Brasil (que restó 1,1 pp al crecimiento interanual de la región), frente a la aportación positiva de México, de 0,6 pp, y de los demás países. Perú registró un crecimiento del 1,2 % en el segundo trimestre (3 % interanual); Colombia, un 0,6 % (3 % interanual), y en Argentina se vislumbró cierta recuperación de la actividad al crecer un 0,5 % (2 % interanual), apoyada en el gasto público. En cambio, en Chile la actividad se estancó en tasa trimestral, después de que mostrase indicios de recuperación entre finales de 2014 y 2015.

El análisis del PIB por componentes muestra que el proceso de reequilibrio de demanda interna a demanda externa que se inició en 2014 continuó, en paralelo con la moderación

2 Para el agregado de los seis principales países (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

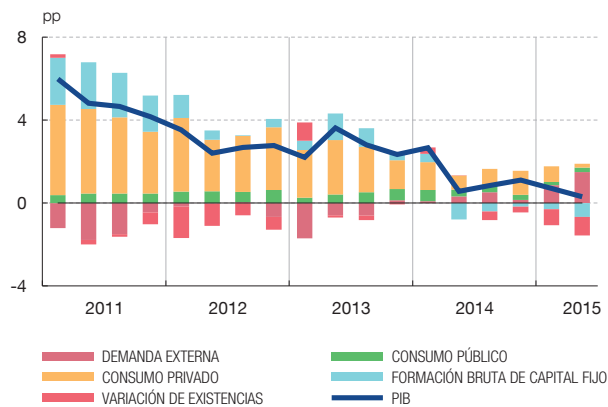
	2013	2014	2013		2014				2015		2015
			III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	Septiembre
PIB (tasa interanual)											
América Latina-6 (a)	2,8	1,3	2,9	2,4	2,7	0,6	0,8	1,1	0,7	0,3	
Argentina	2,9	0,5	3,3	1,7	0,8	0,7	-0,2	0,5	2,1	2,3	
Brasil	2,7	0,1	2,4	2,1	2,7	-1,2	-0,6	-0,2	-1,6	-2,6	
México	1,4	2,1	1,6	1,1	2,0	1,7	2,2	2,6	2,6	2,2	
Chile	4,2	1,9	4,8	2,8	2,7	2,1	1,0	1,8	2,5	1,9	
Colombia (b)	4,9	4,6	6,0	5,9	6,5	4,3	4,3	3,4	2,8	3,0	
Venezuela	1,3	—	1,1	1,0	-4,8	-5,0	-2,3	—	—	—	
Perú	5,8	2,4	5,2	7,2	5,0	1,8	1,8	1,0	1,8	3,0	
IPC (tasa interanual)											
América Latina-5 (a)	4,6	5,0	4,4	4,4	4,7	4,9	5,2	5,2	5,4	5,8	6,3
Argentina (c)	10,6	22,6	10,5	10,7	6,9	13,5	18,2	22,6	18,4	15,4	14,4
Brasil	6,2	6,3	6,1	5,8	5,8	6,4	6,6	6,5	7,7	8,5	9,5
México	3,8	4,0	3,4	3,7	4,2	3,6	4,1	4,2	3,1	2,9	2,5
Chile	2,1	4,4	2,3	2,5	3,2	4,5	4,7	5,3	4,4	4,2	4,6
Colombia	2,0	2,9	2,3	1,8	2,3	2,8	2,9	3,5	4,2	4,5	5,4
Venezuela	38,5	57,3	43,4	52,9	53,3	55,6	57,5	61,3	—	—	—
Perú	2,8	3,2	3,1	3,0	3,4	3,5	2,9	3,2	3,0	3,3	3,9
Saldo presupuestario (% del PIB) (d)											
América Latina-6 (a)	-2,4	-4,1	-2,5	-2,4	-2,6	-2,9	-3,5	-4,0	-5,0	-5,2	
Argentina	-1,9	-2,5	-1,8	-1,8	-2,0	-2,0	-2,1	-2,2	-3,2	-3,3	
Brasil	-3,1	-6,2	-3,3	-3,3	-3,0	-3,4	-4,6	-6,2	-7,8	-8,1	
México	-2,3	-3,2	-2,8	-2,3	-2,8	-3,2	-3,4	-3,0	-3,4	-3,6	
Chile	-0,7	-1,5	-0,5	-0,7	-1,0	-0,8	-1,1	-1,2	-1,4	-1,3	
Colombia	-2,2	-2,6	-2,7	-2,2	-2,7	-3,6	-3,4	-2,6	-3,0	-2,7	
Venezuela	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
Perú	0,5	-0,4	0,5	0,5	0,4	0,0	0,0	-0,5	-1,0	-1,5	
Deuda pública (% del PIB)											
América Latina-6 (a)	39,4	43,7	40,2	38,6	41,3	40,7	42,2	43,0	—	—	
Argentina	32,6	40,8	32,5	33,2	37,9	36,1	36,7	38,2	—	—	
Brasil	53,3	58,9	58,2	56,7	53,7	55,0	57,6	58,9	62,1	63,0	
México	31,1	33,2	30,3	29,9	31,6	31,8	32,6	31,8	33,8	33,5	
Chile	12,8	15,1	12,6	12,8	12,8	13,5	13,7	15,1	14,3	16,2	
Colombia	34,5	37,7	34,9	34,6	35,9	35,1	35,6	37,7	39,6		
Venezuela	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
Perú	19,1	19,5	17,7	19,0	17,8	18,3	18,4	19,4	18,9	20,0	
Balanza cuenta corriente (% del PIB) (d)											
América Latina-6 (a)	-2,8	-3,2	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9	-2,8	-3,2	-3,3	-3,2	
Argentina	-0,8	-1,4	-0,6	-0,7	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-1,2	-1,4	
Brasil	-3,4	-4,5	-3,4	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5	-4,4	-4,5	-4,3	
México	-2,4	-2,1	-2,3	-2,3	-2,6	-2,4	-2,2	-1,9	-2,2	-2,2	
Chile	-3,7	-1,2	-3,8	-3,7	-3,2	-2,7	-1,8	-1,2	-0,5	-0,1	
Colombia	-3,3	-5,2	-3,2	-3,2	-3,5	-3,9	-4,2	-5,2	-5,7	-6,0	
Venezuela	2,4	—	1,2	1,5	2,8	2,9	2,2	—	—	—	
Perú	-4,2	-4,0	-4,3	-4,4	-4,1	-4,3	-3,7	-4,0	-4,2	-3,6	
Deuda externa (% del PIB)											
América Latina-7	20,7		19,8	20,4	23,5	21,9	21,8				
Argentina	22,7	26,5	22,9	21,8	28,6	26,5	25,9	24,8	27,0		
Brasil	12,9	15,0	13,7	13,8	13,6	14,5	14,4	15,0	15,3	16,2	
México	20,4	21,9	19,3	20,6	20,8	20,9	20,9	21,9	24,3	24,9	
Chile	47,3	56,8	44,4	47,2	48,7	50,4	52,3	56,8	58,5		
Colombia	24,2	26,8	23,7	24,2	25,0	25,6	26,1	26,8	32,9		
Venezuela	36,3	—	34,6	32,8	31,0	28,5	26,9	—	—	—	
Perú	29,2	31,7	29,3	29,3	30,1	30,5	31,1	31,8	32,4		

FUENTE: Estadísticas nacionales.

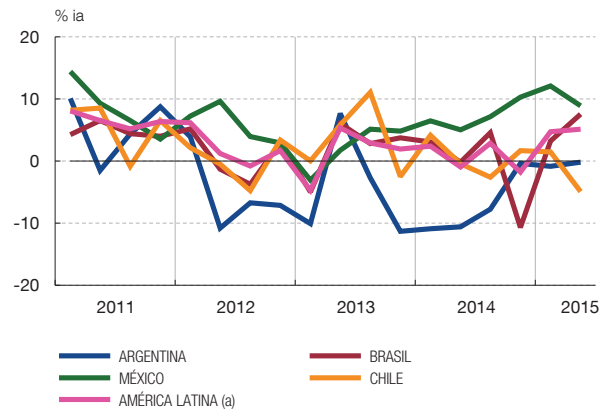
- a América Latina-6: todos los países representados, excepto Venezuela; América Latina-5: todos los países representados, excepto Argentina y Venezuela.
b Ajustado de estacionalidad.
c Para 2014 la inflación se calcula como el acumulado desde diciembre de 2013.
d Media móvil de cuatro trimestres.

del crecimiento (véase gráfico 6). Prácticamente todo el crecimiento del segundo trimestre vino de la mano de la aportación positiva de la demanda externa (1,4 pp), que fue generalizada por países, con la excepción de Argentina. Un aspecto favorable es que, a diferencia de 2014, la aportación positiva del sector exterior no reflejó únicamente la contracción

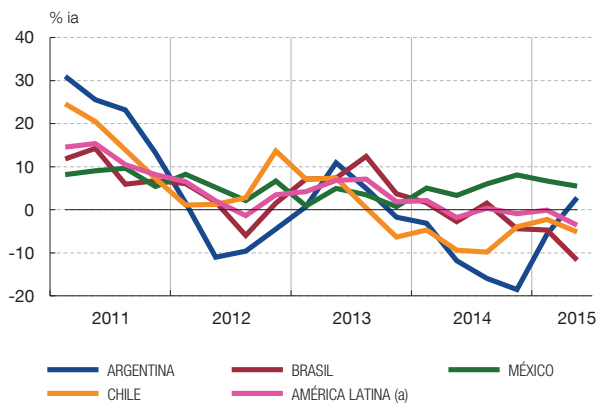
APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB (a)



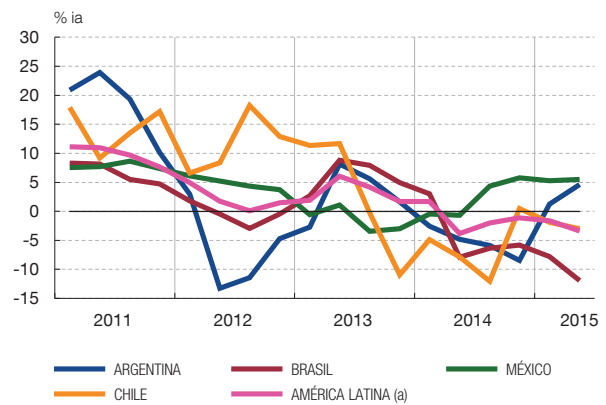
EXPORTACIONES



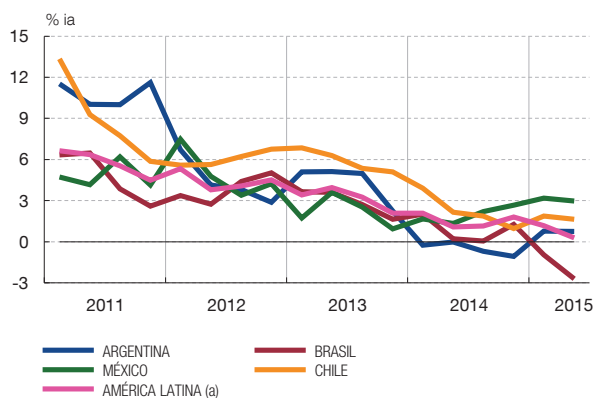
IMPORTACIONES



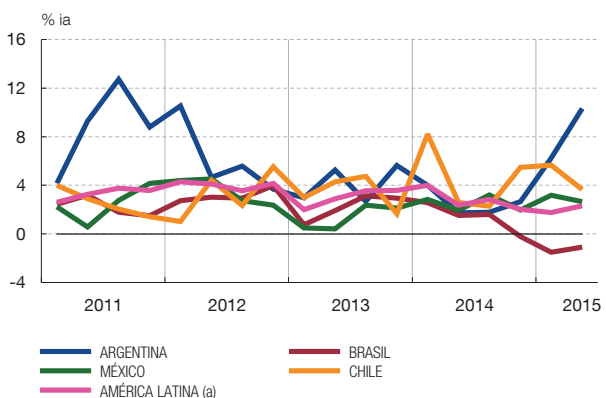
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



CONSUMO PRIVADO



CONSUMO PÚBLICO



FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

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

de las importaciones, sino un aumento de las exportaciones, que crecieron un 4,7 % interanual en el primer trimestre y un 5,1 % interanual en el segundo, sugiriendo que la depreciación de los tipos de cambio está empezando a tener efectos estabilizadores. Aunque esta evolución de las exportaciones no fue generalizada por países, sí se observó en las dos mayores economías, México y Brasil.

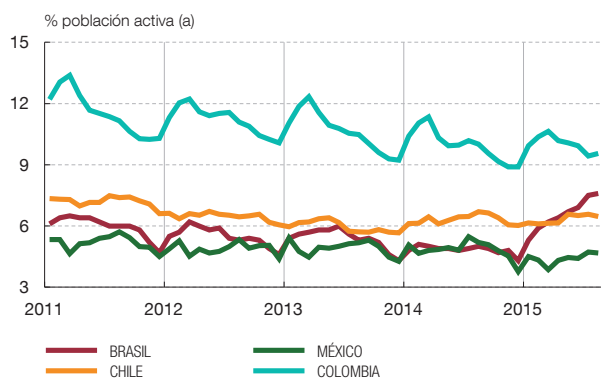
Por el contrario, la demanda interna restó 1,1 pp al crecimiento interanual de la región en el segundo trimestre. De nuevo, fue el ajuste de Brasil (donde detrajo más de 5 puntos) el principal responsable, ya que en los demás países la aportación de la demanda interna fue positiva. Dentro de la demanda interna, la formación bruta de capital (véase gráfico 6) intensificó su contracción (-3,4 % interanual, frente al -1,6 % de los tres primeros meses del año). Este deterioro de la inversión se concentró en tres países: Brasil (-11,9 % interanual), Perú (-9,7 %) y Chile (-3 %). Entre las principales causas de esta evolución están la caída en los términos de intercambio, el retroceso de la inversión extranjera directa, el descenso de los indicadores de confianza empresarial y, en algún caso, el retraso de la ejecución de proyectos de inversión y unas condiciones más estrictas de financiación. En México, en cambio, la inversión anotó una tasa positiva, superior al 5 % interanual por cuarto trimestre consecutivo. En el ámbito financiero, el crédito al sector privado no fue ajeno a este panorama, al registrar un crecimiento en torno al 5 % interanual en términos reales, frente al 10 % de comienzos de 2014 (véase gráfico 7). De nuevo, es necesario diferenciar por países, pues en Brasil el crédito dejó de crecer en términos reales, especialmente el otorgado por entidades financieras públicas, mientras que en México crecía por encima del 5 %.

El consumo privado ha tardado más en ajustarse, pero el impacto del deterioro de la relación real de intercambio en las rentas de los hogares, el cambio de tendencia del mercado de trabajo y, en algún caso, el endurecimiento de las condiciones de financiación ya se están dejando notar. En el segundo trimestre de 2015 el consumo registró el menor crecimiento de los últimos siete años, un 0,3 % interanual, frente al 1,2 % del trimestre previo. La tendencia a la moderación fue generalizada por países, de nuevo con importantes disparidades: el consumo retrocedió en Brasil (-2,7 % interanual) y se recuperó algo en Argentina (0,7 %) y Chile (1,6 %), mientras que en el resto de los países registró tasas de crecimiento superiores al 3 %.

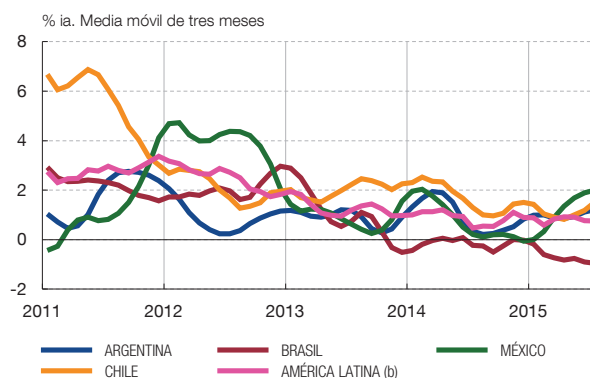
El mercado de trabajo de la región se había mostrado muy resistente a la desaceleración de la actividad en los últimos años, pero ha dado muestras de una mayor debilidad en 2015 (véase recuadro 2). De hecho, la tasa de paro repuntó hasta el 6,3 % de la población activa, desde niveles mínimos históricos del 5,3 % a finales de 2014 (véase gráfico 7). Por su parte, la creación de empleo se moderó hasta el 0,8 % en julio, con evoluciones contrapuestas en Brasil (-1 %) y México (2 %). En Brasil, además, la destrucción de empleo se concentró en el segmento formal de la industria y la construcción, con lo que la tasa de paro repuntó drásticamente (7,7 %) y los salarios reales comenzaron a resentirse, mientras que en México el empleo se vio favorecido por el programa de formalización del empleo en el sector de la construcción. La tasa de paro alcanzó niveles mínimos (4,4 %) y los salarios reales aumentaron ligeramente. En el resto de los países también hubo disparidad: en Argentina y Colombia las tasas de paro cayeron al 6,6 % y al 9,4 %, respectivamente; en Chile repuntó moderadamente, hasta el 6,6 %, y en Perú se mantuvo estable.

En cuanto a las balanzas comerciales, a pesar del repunte de las exportaciones en términos reales, la caída del precio de las materias primas (-20 %, desde comienzos de año, en el caso de los metales; -10 % en el de la energía —en mínimos desde 2009—, y -2 % en el de los alimentos; véase gráfico 8) ha seguido dando lugar a caídas de las exportaciones nominales en el conjunto de la región (-15 %). De esta forma, la contracción que están registrando las importaciones —con diferentes grados de intensidad por países—, favorecida por la depreciación de los tipos de cambio y la caída de la demanda final, no está permitiendo revertir el déficit de la balanza comercial, que ha seguido ampliándose en el conjunto de la región (véase gráfico 8). Por países, las situaciones difieren: en Chile el superávit comercial se situó por encima del 3 % del PIB, y en Brasil la balanza comercial se ha

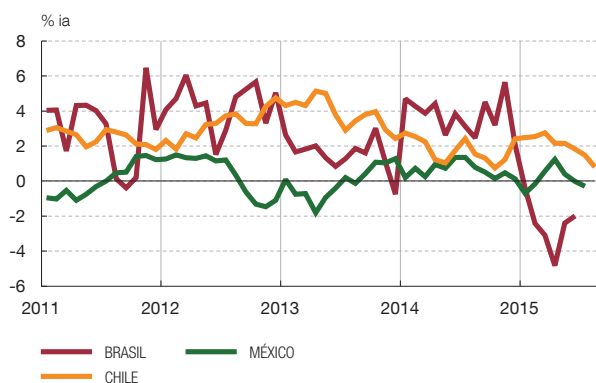
DESEMPLEO



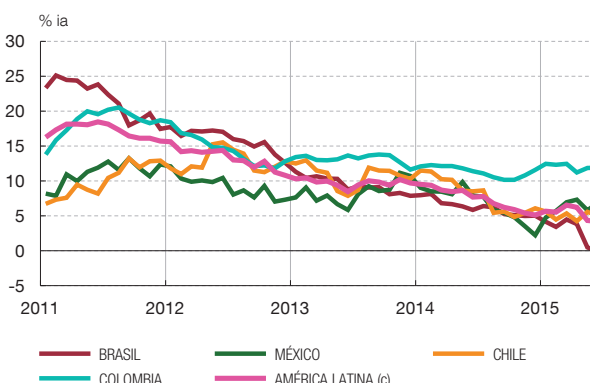
CREACIÓN DE EMPLEO



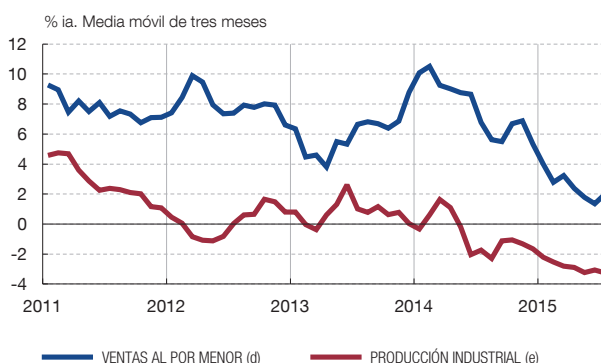
SALARIOS REALES



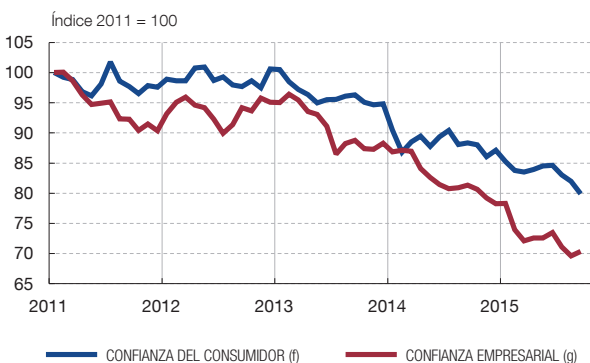
VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



INDICADORES DE DEMANDA Y ACTIVIDAD



ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

- a Excepto para Brasil y México (% de la población en edad de trabajar).
- b Agregado de Argentina, Brasil, Chile y México.
- c Agregado de Brasil, Chile, Colombia y México.
- d Agregado de Brasil, Chile, Colombia y México.
- e Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- f Agregado de Argentina, Brasil, Chile, México y Perú.
- g Agregado de Brasil, Chile, México y Perú.

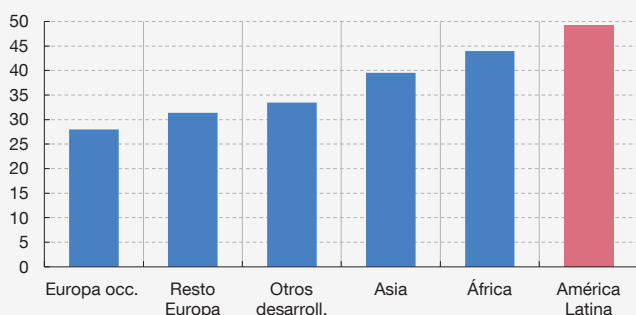
En una perspectiva histórica, América Latina ha registrado los mayores niveles de desigualdad en el ámbito internacional (véase gráfico 1); de hecho, un nivel un 25 % mayor que el que correspondería a su nivel de desarrollo económico¹. En este contexto, la reducción de la desigualdad se ha convertido en las últimas décadas en eje de la discusión de política económica, al considerarse requisito imprescindible para alcanzar la estabilidad económica y lograr la convergencia real con las economías desarrolladas. Este objetivo se materializó en la adopción de una serie de políticas inicialmente dirigidas a eliminar la pobreza extrema, llamadas «políticas de transferencias condicionadas»². Estas políticas,

junto con algunos factores estructurales —como la caída de la prima de educación³— y otros coyunturales —particularmente, la recuperación de la actividad tras las crisis de la década anterior y el aumento del empleo—, se tradujeron en el desarrollo de una incipiente clase media⁴ en la primera década del siglo XXI, con la incorporación a esta de más de 50 millones de personas. Asimismo, la incidencia de la pobreza se redujo cerca de un 30 %, aunque se amplió el segmento de población en tramos de renta donde persiste el riesgo de recaer en la pobreza en caso de inestabilidad económica o cambio en las políticas públicas. El resultado de la confluencia de estos factores ha sido la reducción generalizada de la desigualdad en la distribución de la renta en los últimos años, que

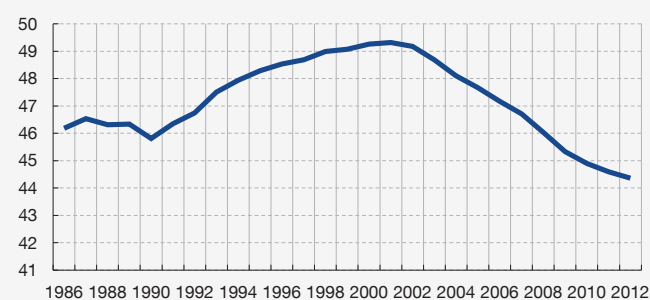
- 1 F. Alvaredo y L. Gasparini (2013), *Recent Trends in Inequality and Poverty in Developing Countries*, Working Papers n.º 0151, CEDLAS, Universidad Nacional de La Plata.
- 2 Los programas de transferencias condicionadas, que comenzaron a desarrollarse en México a finales de los años noventa con la aparición del programa «Progresa» y que se extendieron posteriormente al resto de la región, se basan en dos principios. Por una parte, la focalización de las ayudas en familias en percentiles de renta y riqueza bajos con niños a su cargo. Por otra, en el condicionamiento de las ayudas al cumplimiento de compromisos en materia de nutrición, salud o educación.

- 3 En este trabajo, la prima de educación se refiere al rendimiento medio de un año de educación terciaria adicional. Para más detalle, véase Claudio E. Montenegro y Harry A. Patrinos (2014), *Comparable estimates of returns to schooling around the world*, World Bank Policy Research Working Paper 7020.
- 4 Según un estudio del Banco Mundial (2014), la pobreza en América Latina se sitúa en unos ingresos inferiores a 4 dólares por día; la clase «vulnerable», en unos ingresos entre 4 y 10 dólares, y la clase media, entre 10 y 50 dólares.

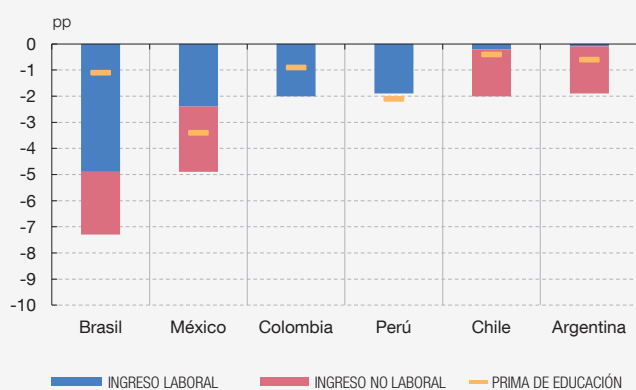
1 COMPARACIÓN INTERNACIONAL DEL ÍNDICE DE GINI, 2002



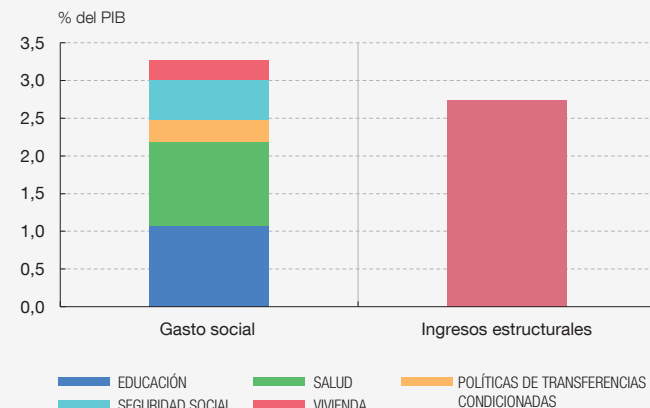
2 EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE GINI EN AMÉRICA LATINA



3 DESCOMPOSICIÓN DE LA REDUCCIÓN DE LA DESIGUALDAD DE INGRESOS DE LOS HOGARES Y DE LA PRIMA DE EDUCACIÓN (a)



4 GASTO SOCIAL E INGRESOS ESTRUCTURALES EN AMÉRICA LATINA (b)



FUENTES: SWIID y CEPAL.

- a Fuente: L. O. Cord, Barriga, L. Lucchetti, C. Rodríguez-Castellón, L. Sousa y D. Valderrama (2014), *Inequality stagnation in Latin American in the aftermath of the global financial crisis*, y Montenegro et al. (2014) (véase nota 3 más arriba). Período comprendido entre 2003 y 2013. La caída de la desigualdad se mide en puntos de Gini.
- b Fuente: E. Alberola, I. Kataryniuk, A. Melguizo y R. Orozco (2015), *Fiscal policy and the cycle in Latin America: the role of financial conditions and fiscal rules*, documento de trabajo de próxima aparición, Banco de España. Entre 2004 y 2010.

ha supuesto un punto de inflexión en la historia de América Latina (véase gráfico 2). Este recuadro revisa los determinantes del proceso de reducción de la desigualdad de renta en América Latina, poniendo énfasis en la educación.

La compresión de las rentas salariales fue el principal factor común de la caída de la desigualdad de la renta en América Latina⁵, especialmente a través de la reducción de la prima de educación en América Latina, que cayó en torno al 20 % entre 2003 y 2012 (véase gráfico 3). Este hecho se podría explicar, bien por un aumento de la oferta de mano de obra cualificada, bien por una disminución de su calidad. Aunque el gasto en educación en América Latina se ha acercado al de las economías avanzadas, al aumentar desde el 4,2 % hasta más del 5 % del PIB en los últimos 13 años —debido a la práctica universalización de la escolarización primaria—, existe escasa evidencia de su efectividad, como reflejan los resultados educativos medidos según el informe PISA, en los que las puntuaciones de los países de América Latina son inferiores a las de otros países en el mismo nivel de desarrollo. Según la OCDE, la baja calidad de la educación en América Latina supone un diferencial de rendimiento educativo equivalente a dos años de escolarización con respecto a la media de los países de la OCDE. Por otra parte, el número de personas cualificadas ha seguido aumentando en los últimos años a un ritmo similar al de décadas pasadas y, además, sigue existiendo escasez de trabajadores con las habilidades requeridas en el mundo laboral [OCDE-CAF-CEPAL (2014)].

Hay, además, otros factores que ayudan a explicar la reducción de la «prima de educación». Entre ellos, la caída que se observa en los salarios de los trabajadores con educación terciaria de mayor edad, que podría estar apuntando hacia una obsolescencia más rápida de las habilidades y que habría reducido el salario relativo de los trabajadores con mayor formación. Además, el aumento del comercio con China, que se ha reflejado en una mayor demanda de productos comerciables con reducido valor añadido, como los relacionados con las materias primas, lo que ha podido provocar una mayor demanda relativa de trabajadores no cualificados y, por tanto, un aumento de sus salarios.

5 Para más detalle, véase Banco Mundial (2015), *Jobs, wages and the Latin American slowdown*.

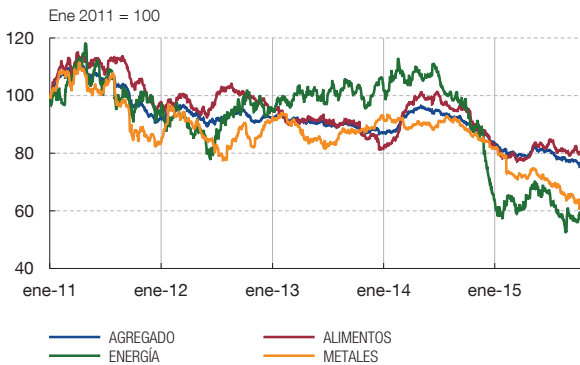
Otros autores señalan también la importancia del aumento de los ingresos no laborales como factor de descenso de la desigualdad (véase gráfico 3), especialmente en aquellos países donde se impulsaron políticas públicas redistributivas en forma de programas de transferencias fiscales más ambiciosos y progresivos, como Brasil o México. Este papel de la política fiscal se vio reflejado en una mayor cobertura, que alcanza al 22 % de la población de América Latina según datos de la CEPAL, un aumento del gasto social sin precedentes, la reducción de la pobreza extrema y la mejora en la matriculación y asistencia a la escuela. Sin embargo, el impacto de los programas de transferencias sobre indicadores finales de salud y aprendizaje ha sido heterogéneo [CEPAL (2011)], pudiendo, además, introducir incentivos perversos, que reducen la tasa de participación y aumentan la informalidad. Por tanto, estos programas deben parametrizarse correctamente para no resultar un obstáculo para la incorporación al mundo laboral formal.

A pesar de la reducción experimentada por la desigualdad en América Latina, esta sigue siendo elevada y las perspectivas para los próximos años resultan inciertas. Por un lado, las condiciones externas, con un descenso de los precios de los productos de exportación de la región, han provocado que algunos de los factores coyunturales que habían contribuido a la reducción de la desigualdad se disipen. Por otra parte, el margen para conseguir rápidas mejoras en la desigualdad facilitando el acceso a la educación se ha reducido. De este modo, surgen dos retos importantes. El primero, el hecho de que el aumento de los salarios reales de trabajadores de poca cualificación se haya basado en una mayor demanda por parte de los sectores ligados al ciclo de las materias primas y en un fortalecimiento de las instituciones laborales (salarios mínimos, sindicatos) podría haber provocado una pérdida de competitividad de los sectores manufactureros, por lo que, en un escenario internacional adverso, los incrementos futuros en los salarios deberían ir vinculados a mejoras en la productividad. En segundo lugar, la expansión de las políticas de gasto social ha avanzado a mayor ritmo que el crecimiento económico y los ingresos fiscales estructurales (véase gráfico 4), y conlleva mayores demandas sociales de redistribución. Por lo tanto, en adelante, las propuestas redistributivas deberían venir acompañadas de reformas impositivas y de mejoras en la efectividad de los programas existentes.

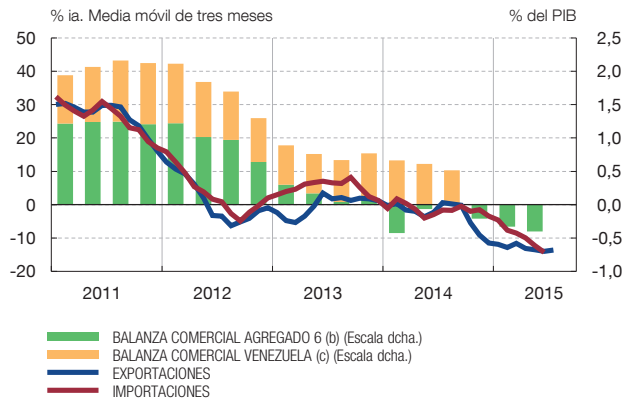
equilibrado prácticamente, tras registrar un ligero déficit en 2014; en México, el déficit aumentó (-0,5 % del PIB), igual que en Perú y Colombia, mientras que en Argentina el superávit se redujo.

Por su parte, el déficit corriente del conjunto de la región apenas se redujo en 2 décimas, del 3,3 % al 3,1 % del PIB entre el primer y el segundo trimestre, aunque esa estabilidad oculta las mejorías de las balanzas corrientes de Chile —que está prácticamente en equilibrio,

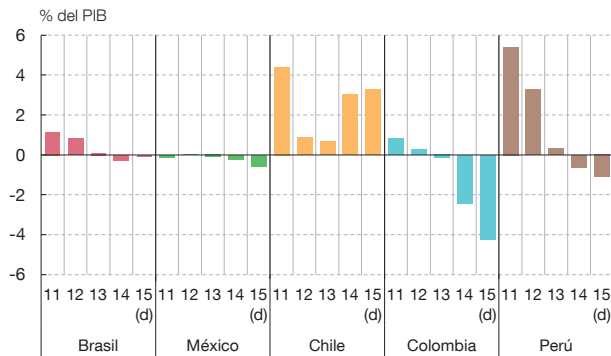
PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



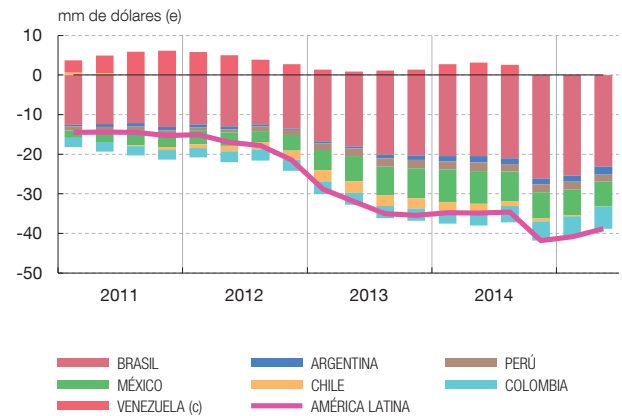
BALANZA COMERCIAL (a)



BALANZA COMERCIAL



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Datastream, estadísticas nacionales y bancos centrales.

- a Datos de aduanas en dólares.
- b América Latina-6: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- c Desde el cuarto trimestre de 2014 no se publican datos en Venezuela.
- d Acumulado de cuatro trimestres, hasta el segundo de 2015.
- e Media móvil de cuatro trimestres.

después de dos años de ajuste desde un déficit del -4% , Perú —por una mejor evolución de la balanza de rentas— e, incipientemente, Brasil, si bien sus cifras suscitan dudas por coincidir un cambio metodológico en los dos últimos trimestres, que dificulta la comparación con 2014. En cambio, los saldos corrientes registraron cierto deterioro en Argentina ($-1,4\%$), México ($-2,2\%$) y, sobre todo, Colombia (-6%).

No parece que las tendencias de la actividad se hayan visto significativamente alteradas en el tercer trimestre. La producción industrial ha seguido arrojando registros interanuales negativos en el promedio de la región y de forma relativamente generalizada por países, a excepción de México (véase gráfico 7). Por su parte, las ventas al por menor, que se habían mantenido relativamente resistentes en años previos, han mostrado también una pronunciada moderación, como consecuencia sobre todo de los registros negativos que ha habido en Brasil y de la moderación del crecimiento en Colombia, en parte compensados por el mejor comportamiento de Argentina, México y Chile. Los indicadores de confianza también mostraron un retroceso, especialmente en el caso de las empresas, situándose

Precios y políticas económicas

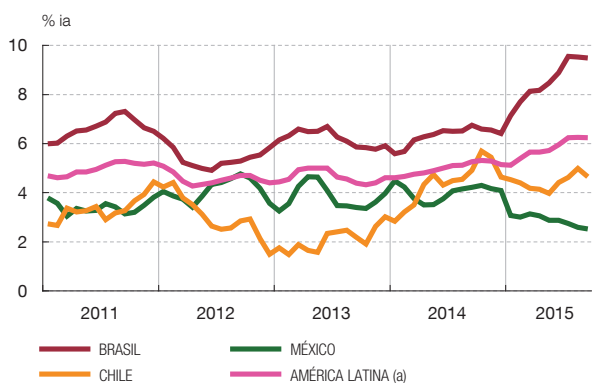
en mínimos desde 2011 (véase gráfico 7). En el caso de las empresas, la caída es generalizada por países, salvo en Perú, mientras que los índices de confianza del consumidor muestran mayores divergencias: importantes descensos en Brasil, Chile y Colombia, pero evolución al alza en México, Perú y Argentina.

Con la excepción de México, la inflación repuntó en los últimos seis meses en los países de América Latina cuyos bancos centrales tienen objetivos de inflación. El promedio de las tasas interanuales del IPC en los cinco países se situó en un 6,3 % en el mes de septiembre, prácticamente 1 punto por encima del nivel alcanzado a comienzos de año (véase gráfico 9). Buena parte de ese repunte se explica por la aceleración de los precios de consumo en Brasil (9,5 % interanual), si bien en casi todos los países se ha detectado una tendencia al alza, a pesar de la ralentización de la actividad; sin duda, las depreciaciones cambiarias se están empezando a notar en la cesta de la compra. Así, la inflación repuntó en Chile hasta un 4,6 % en septiembre, en Colombia se situó en un 5,4 %, y en Perú, en un 3,9 % —en los tres casos en torno a 1 punto por encima del límite superior de la banda de objetivos—. México, en cambio, se benefició de la dilución de los efectos alcistas que provocaron los cambios fiscales de 2014 y las reformas en los sectores de telecomunicaciones y energía, así como del abaratamiento de las importaciones de gas de Estados Unidos, y su inflación se situó en el 2,5 % interanual, en la parte baja de la banda de objetivos del banco central. En Argentina, la inflación oficial se moderó hasta un 14,4 % interanual, y el crecimiento mensual, al 1 %, ritmo similar a la depreciación del peso. No obstante, las mediciones privadas siguen situando la inflación en el rango del 25 %-28 %. Venezuela dejó de publicar cifras de inflación desde finales de 2014 (cuando eran superiores al 60 %).

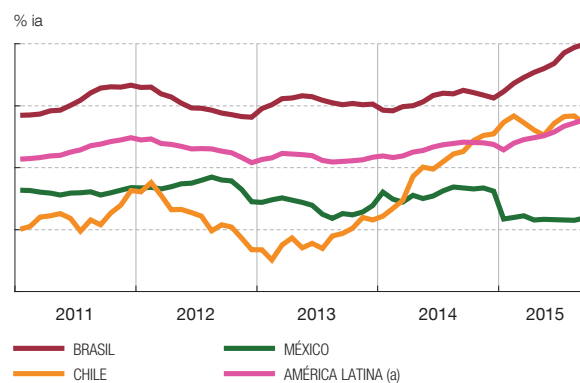
La inflación subyacente tendió al alza también en todos los países menos en México, situándose en el 8 % interanual en Brasil y cerca del 6 % en Chile. En la descomposición en bienes comerciables y no comerciables (véase gráfico 9), se observa que los primeros han mantenido una tendencia al alza continuada en los dos últimos años, hasta alcanzar tasas superiores al 4 % interanual, muy parecidas a las de los bienes no comerciables, en un contexto de depreciación continuada de los tipos de cambio. Si bien la evidencia disponible por países no apunta a un aumento significativo del *pass-through* respecto a la media histórica, la magnitud de las depreciaciones de los tipos de cambio y la percepción de persistencia del *shock* parecen explicar la evolución alcista reciente de los precios internos. De hecho, las perspectivas de inflación para finales del presente año han aumentado en torno a 2 pp en Brasil, y entre 1 pp-1,5 pp en Chile, Colombia y Perú desde la publicación del anterior informe semestral (véase cuadro 2) y las expectativas de inflación a doce meses han tendido a aumentar en Chile, Colombia y Perú (véase gráfico 9). En Brasil, se prevé una significativa reducción de la inflación en 2016, como consecuencia del descuento puramente mecánico del aumento de los precios administrados de 2015, que representan casi un 25 % del IPC, y las expectativas se han reducido desde comienzos de 2015, hasta el 5,8 % en agosto, lo que puede reflejar una recuperación de la credibilidad de la política monetaria, a raíz de su endurecimiento.

En el ámbito de la política monetaria, el banco central de Brasil elevó el tipo de interés oficial en 150 pb en el transcurso de los últimos seis meses, situándolo en el 14,25 %, una subida acumulada de 650 pb en los últimos dos años y medio (véase gráfico 9). Además, con el objetivo de reforzar su credibilidad, las bandas del objetivo de inflación para 2017 se han reducido hasta el 3 %-6 %. El banco central de reserva de Perú subió su tipo de interés oficial en 25 pp hasta el 3,5 % en septiembre, por primera vez en

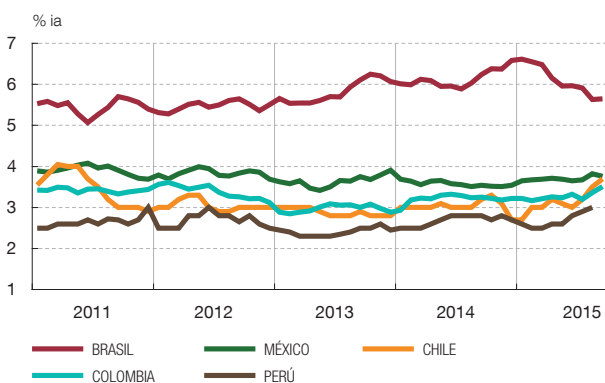
TASA DE INFLACIÓN



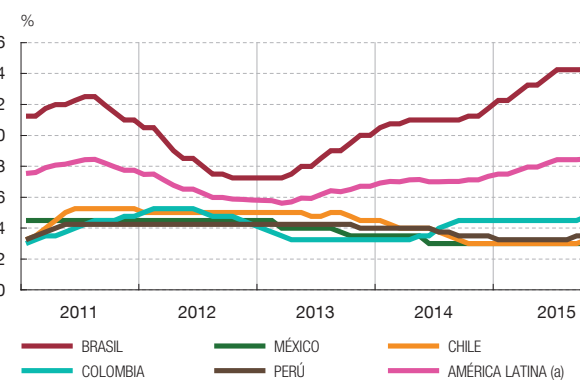
TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE



EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



PRECIOS DE BIENES COMERCIALES Y NO COMERCIALES (b)



FUENTES: Datastream, estadísticas nacionales y Banco de España.

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

cuatro años, al alcanzar las expectativas de inflación el límite superior de la banda de objetivos. Colombia siguió con una elevación de 25 pp, y finalmente Chile subió también el tipo de interés oficial, ambos en octubre. En México, por su parte, el banco central ha continuado relacionando sus decisiones en este ámbito con la política monetaria de la Reserva Federal, si bien recientemente parece apuntarse alguna posibilidad de desvinculación.

País	2014			2015		2016
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Septiembre	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	6,4	Sí	9,5	9,3	5,8
México	3 ± 1	4,1	No	2,5	2,8	3,4
Chile	3 ± 1	4,6	No	4,6	4,5	3,3
Colombia	3 ± 1	3,7	Sí	5,4	4,4	3,4
Perú	2 ± 1	3,2	No	3,9	3,7	3,2

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

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

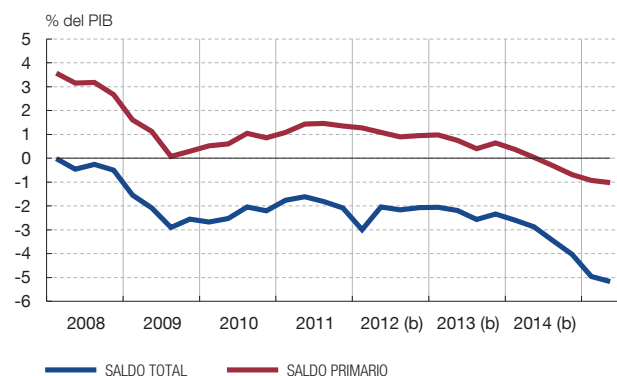
En cuanto a la política fiscal, el rasgo más destacado es la desviación con respecto de los objetivos de déficits definidos a comienzos de año en buena parte de los países, como consecuencia principalmente del descenso de los ingresos, en un contexto general de desaceleración de la actividad. En el promedio de la región, el déficit público se situaba a mediados de 2015 en niveles superiores a los alcanzados durante la crisis (véase gráfico 10), y el saldo primario alcanzaba el terreno negativo por vez primera desde principios de los años 2000, principalmente como consecuencia de la evolución habida en Brasil. El ajuste fiscal en este país está resultando políticamente más complicado de lo esperado y el déficit público se ha situado por encima del 9 % del PIB en la primera mitad de 2015, como consecuencia de una intensa caída de los ingresos y del aumento de los gastos por intereses de la deuda. Todo ello ha ocasionado la pérdida del grado de inversión por parte de una de las agencias. Chile y Perú, aprovechando su mayor margen de maniobra en términos fiscales (bajos niveles de deuda pública y amplios recursos externos), previeron cierto impulso fiscal de carácter contracíclico en 2015. En Argentina, por su parte, el déficit primario aumentó hasta el -1,5 % del PIB y el déficit público por encima del -3 %, como consecuencia de la fuerte expansión del gasto. El resultado, con diferentes grados de intensidad por países, es que la política fiscal está siendo bien más expansiva bien menos restrictiva de lo previsto, pues con carácter general los gastos crecen más de lo esperado, mientras que los ingresos crecen por debajo de lo previsto.

Comercio y reformas

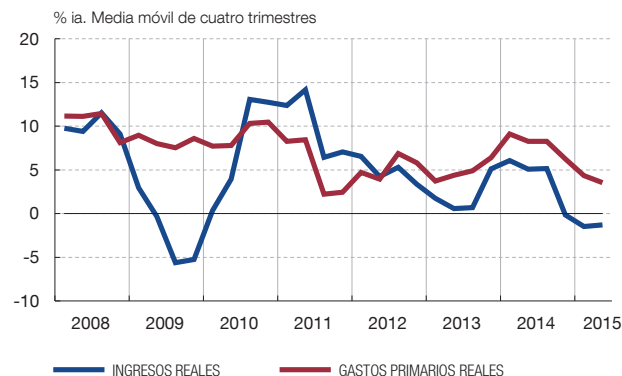
En Mercosur, tras el cambio en las Administraciones de Brasil y Uruguay a raíz de los procesos electorales de finales de 2014, se ha anunciado una revisión en menos de seis meses de algunas de las barreras no arancelarias vigentes entre los miembros del bloque, con objeto de eliminarlas. También se ha ratificado el compromiso de presentar a la Unión Europea en noviembre una oferta de reducción de aranceles por cerca del 87 % del total de bienes y servicios intercambiados, a liberalizar en 15 años, que incluiría probablemente cláusulas de salvaguarda para Argentina en algunos productos. Este último país y Brasil han flexibilizado, además, el acuerdo que restringía desde 2008 el comercio del sector automovilístico entre ambos.

Por su parte, los miembros de la Alianza del Pacífico han señalado su intención de aumentar el comercio intrarregional —que apenas representa un 5 % del total— y avanzar en la libre circulación de trabajadores, y forjar vínculos con la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN). Asimismo, se han iniciado trámites, se han firmado o han entrado en vigor acuerdos comerciales diversos entre Centroamérica y Corea del Sur, Colombia y Costa Rica, Honduras y Perú, Panamá y México, y Colombia y China. En el caso de que este último

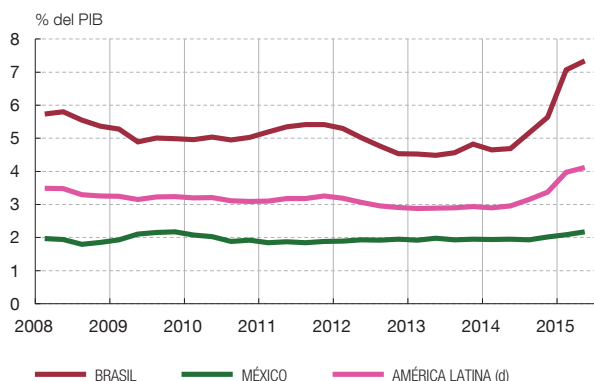
SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) PRESUPUESTARIO EN AMÉRICA LATINA (a)



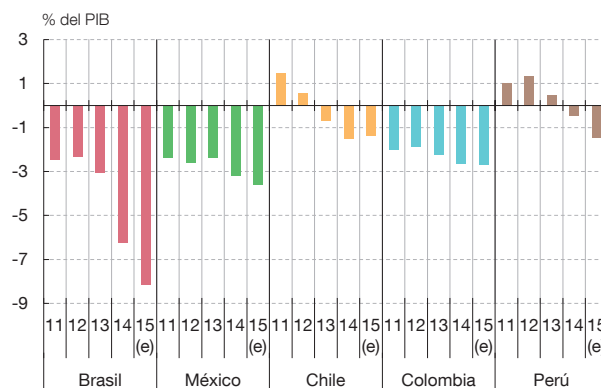
INGRESOS Y GASTOS PRIMARIOS REALES EN AMÉRICA LATINA (c)



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



SUPERÁVIT O DÉFICIT PÚBLICO



FUENTES: Datastream y estadísticas nacionales.

- a Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.
- b En Venezuela, datos trimestrales estimados en 2012 a partir del dato anual. A partir de 2013, agregado sin Venezuela.
- c América Latina-5. Media ponderada.
- d América Latina-6. Media ponderada.
- e Acumulado de cuatro trimestres, hasta el segundo de 2015.

acuerdo fructificara, Colombia se convertiría en el cuarto país de la región, tras Chile (2006), Perú (2010) y Costa Rica (2011), en tener un acuerdo de libre comercio con China. Este tipo de acuerdos suelen suponer la liberalización inmediata de entre un 60% y un 90% de las exportaciones de los países firmantes hacia China, manteniéndose salvaguardas y plazos más largos para la reducción de aranceles para importaciones de manufacturas de bajo valor añadido. A finales de septiembre se firmó, además, el Acuerdo de Asociación Transpacífico (TPP, por sus siglas en inglés), que pretende liberalizar en dos años el comercio entre 12 países de la Cuenca del Pacífico —entre ellos, Estados Unidos, Japón, Canadá y Australia, pero no a Corea o China—, y que incluye México, Chile y Perú, países que, en todo caso, ya tienen acuerdos bilaterales firmados con la mayor parte de los miembros del TPP.

En el ámbito de las reformas estructurales, en México se han llevado a cabo la primera y segunda licitación de contratos de producción compartidos bajo la nueva legislación aprobada en 2013, con resultados mixtos, en conjunto. Los primeros resultados de la reforma energética por el lado no petrolero se han visto reflejados en una menor inflación derivada del menor aumento en los precios de las gasolinas, del efecto favorable de los

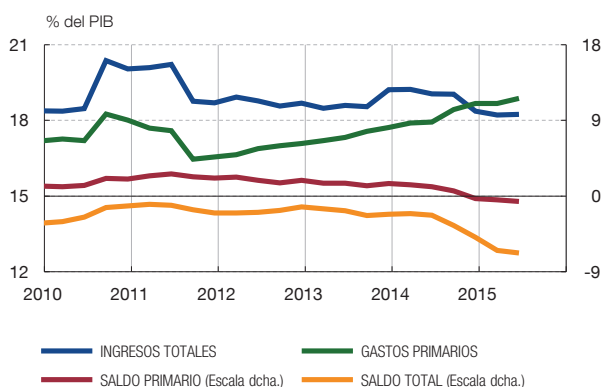
menores precios del gas natural y de las reducciones de las tarifas eléctricas. Por su parte, la reforma de telecomunicaciones —aprobada en julio de 2014— ha favorecido también reducciones de distintas tarifas para los usuarios de telefonía, mediante la eliminación de los cobros de larga distancia y la generación de mayor competencia en el sector. En Colombia, el Gobierno anunció la puesta en marcha de un plan de impulso a la productividad y el empleo similar al implementado en 2013, que contempla un aumento de la inversión pública en infraestructuras educativas, obra pública, y construcción de vivienda rural y urbana, y mayores inversiones en las regiones, además de medidas sectoriales dirigidas a la industria, al comercio, al turismo y al sector minero-energético. El Ejecutivo tiene pendiente anunciar, igualmente, una nueva reforma tributaria, que incluiría, probablemente, una subida de la tarifa del IVA, una ampliación de las bases impositivas, el recorte de las subvenciones a los combustibles, la eliminación de determinadas exenciones y nuevos impuestos.

Evolución económica por países

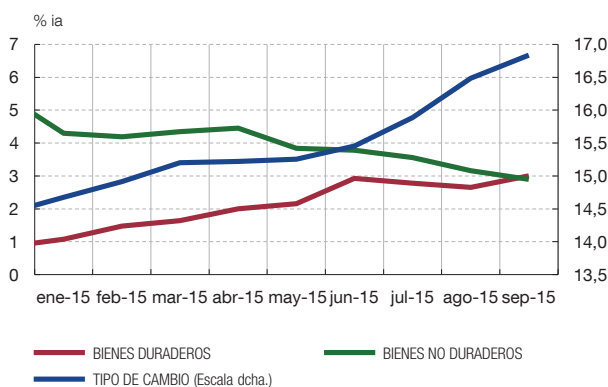
La recesión se agudizó en *Brasil* en el primer y segundo trimestre de 2015 (con descensos del $-0,7\%$ y $-1,9\%$ en tasa trimestral), después de un año de estancamiento. En tasa interanual, el PIB cayó un $-2,6\%$ en el segundo trimestre tras contraerse un $-1,6\%$ en el primero, como consecuencia de un intenso ajuste de la demanda interna, lastrada tanto por el retroceso del consumo privado ($-2,7\%$ interanual en el segundo trimestre) como por la caída de la inversión ($-11,9\%$) en un entorno de intenso deterioro de la confianza empresarial. Por su parte, la depreciación de la moneda apoyó la aportación positiva de la demanda externa al crecimiento, aunque la continuada caída de las importaciones también reflejó el ajuste de la demanda interna ($11,7\%$ interanual en el segundo trimestre). Los indicadores del tercer trimestre de 2015 siguen apuntando a la profundización de la recesión, con signos de deterioro en el mercado laboral. La inflación se situó en septiembre en el $9,5\%$ interanual, tras haberse situado durante todo el año por encima del $6,5\%$, el límite superior del intervalo objetivo del banco central. A pesar de ello, las expectativas de inflación para 2016 se han reducido desde comienzos de año, posiblemente como consecuencia del endurecimiento de la política monetaria, que ha situado el tipo de interés oficial en el $14,25\%$. Además, se ha limitado la financiación de los bancos públicos. Como muestra de su compromiso con una inflación reducida, el banco central bajó el rango meta de inflación hasta el intervalo $3\%-6\%$ para 2017. En el ámbito fiscal, el saldo primario acumulado en los doce meses hasta julio se redujo hasta el -1% del PIB (véase gráfico 11), y el déficit aumentó fuertemente, hasta el $-9,1\%$ del PIB, alimentando un aumento de la deuda pública, que alcanza el 63% del PIB. En este contexto, y ante las dificultades para aprobar las medidas de ajuste fiscal previstas, el Gobierno anunció una reducción del superávit primario para el año en curso hasta el $0,15\%$ del PIB ($1,1\%$ previo). Por otra parte, se ha presentado la propuesta de presupuestos para 2016, que fija un objetivo de superávit primario del $0,7\%$ del PIB y un paquete de ajuste fiscal, cuya aprobación es incierta. Tras la revisión de la calificación crediticia de su deuda soberana, el real brasileño se ha depreciado en torno a un 10% adicional, propiciando que el banco central haya vuelto a intervenir en el mercado cambiario con *swaps* de divisas, programa que había abandonado a inicios de año. En el ámbito del sector exterior, el déficit de la cuenta corriente mejoró hasta el $-4,3\%$ del PIB y las entradas de flujos financieros se redujeron considerablemente, destacando la inversión directa, que cayó en un -24% .

Durante el primer semestre de 2015, la recuperación económica perdió algo de fuerza en *México*, con unas tasas de crecimiento interanual que se situaron en el $2,6\%$ en el primer trimestre y en el $2,2\%$ en el segundo. De la evolución reciente de la actividad, destaca la aportación positiva al crecimiento de la demanda exterior neta, basada en el buen comportamiento

BRASIL. RESULTADO DEL GOBIERNO CENTRAL



MÉXICO: TRASLADO DE LA DEPRECIACIÓN A LOS PRECIOS

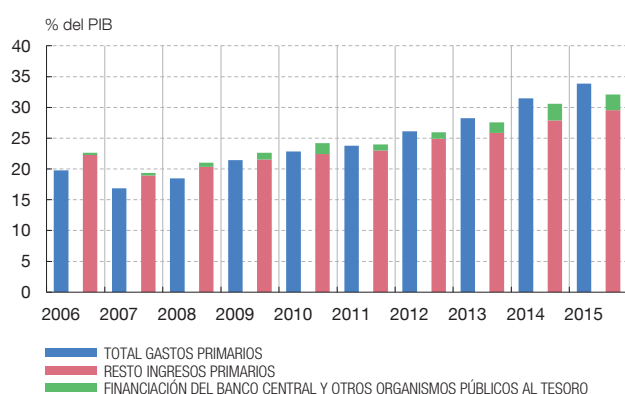


FUENTE: Estadísticas nacionales.

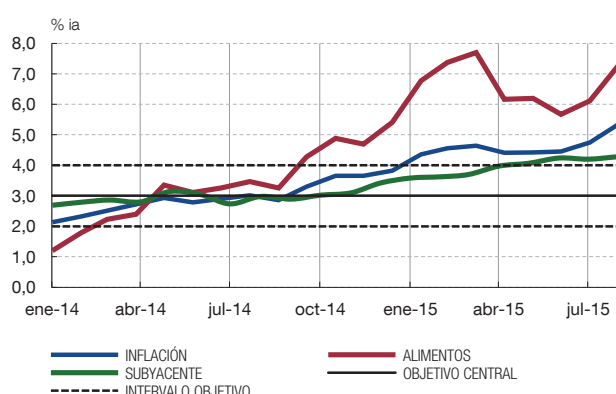
de las exportaciones, que se apoyan en la mayor demanda de productos manufacturados de Estados Unidos y en un peso más depreciado, factores que han compensado los menores ingresos de las exportaciones petroleras. Por el lado de la demanda interna, el componente más dinámico fue la inversión privada, especialmente en bienes de equipo (aumentó cerca de un 10 % en el semestre), aunque también se observó cierta recuperación de la inversión pública. El consumo privado registró un avance del 3 % en el semestre, apoyado en el buen comportamiento del mercado de trabajo, que sigue beneficiándose del programa de formalización del empleo y en un mayor crecimiento del crédito al sector privado. Los datos publicados para el tercer trimestre de 2015 apuntan al mantenimiento de un ritmo de actividad moderado. En este contexto, la inflación ha continuado con una tendencia descendente, alcanzando un 2,5 % interanual en septiembre, en la parte baja de la banda de objetivos del banco central, y la tasa subyacente ha permanecido alrededor del 2,3 %. La holgura de la producción, y los menores precios de la electricidad, las telecomunicaciones y las gasolinas contribuyeron a mantener este panorama favorable, a pesar de la depreciación de la moneda (véase gráfico 11). El banco central mantuvo los tipos oficiales en el 3 %, y en sus comunicados ha continuado apuntando hacia la sincronización con el proceso de normalización de la Reserva Federal. En el plano fiscal, las cuentas públicas experimentaron un ligero empeoramiento, pues el déficit se situó en el -3,6 % del PIB en el segundo trimestre, cuatro décimas más que en 2014, como consecuencia de la aceleración de los gastos en relación con los ingresos. La balanza por cuenta corriente presentó un déficit del -2,2 % del PIB en el primer semestre del año (-1,9 % en 2014) por el aumento del déficit en la balanza comercial, que, con una caída de las exportaciones petroleras del -43 %, alcanzó un déficit del -0,6 % del PIB. La volatilidad observada en el peso y la expectativa de inicio del ciclo de normalización en Estados Unidos llevaron al banco central a reforzar la intervención en los mercados cambiarios, elevando la cantidad diaria para vender hasta 200 millones de dólares (52 millones previamente) y a rebajar del 1,5 % al 1 % la depreciación necesaria para activar el mecanismo de subasta. Con esto, las reservas internacionales se redujeron en 3.459 millones de dólares.

En *Argentina*, el PIB en el segundo trimestre de 2015 creció un 0,5 % en tasa intertrimestral (2,3 % interanual), después del 0,7 % en el primer trimestre. El rasgo más destacable fue la fortaleza del consumo público, que se mantuvo de nuevo como el principal motor del crecimiento, aumentando un 10,3 % interanual, aunque también la inversión experimentó un fuerte dinamismo, con un crecimiento en tasa interanual del 4,6 % en el segundo

ARGENTINA: INGRESOS Y GASTOS PRIMARIOS



COLOMBIA: INFLACIÓN



FUENTE: Fuentes nacionales.

trimestre de 2015, impulsada por el buen comportamiento de la construcción. El consumo privado mantuvo un tímido crecimiento en el primer semestre del 0,8 % interanual. La aportación del sector externo pasó a ser negativa en 0,4 pp, como consecuencia de la reactivación de las importaciones, principalmente en el componente de bienes de equipo, que se beneficiaron, en parte, de la lenta devaluación del tipo de cambio nominal, y del retroceso de las exportaciones. De esta forma, el déficit por cuenta corriente aumentó en el primer semestre de 2015 por la fuerte reducción del superávit comercial. La situación de Brasil, la pérdida de competitividad frente a otros países emergentes y el bajo precio de las exportaciones agrícolas —en especial, la soja— sugieren importantes presiones externas para el futuro. La inflación oficial ha disminuido paulatinamente durante el año hasta situarse en el 14,4 % en septiembre, como consecuencia del reducido ritmo de devaluación del peso. Por su parte, las reservas internacionales han aumentado en lo que va de año en casi 2 mm de dólares, debido a las colocaciones de deuda que el Gobierno ha llevado a cabo en el año y a la activación de la mayor parte del *swap* suscrito frente al yuan chino. Los indicadores de coyuntura más recientes muestran un mantenimiento en el ritmo de expansión de la economía, apoyado por un aumento real de los salarios y una política fiscal muy laxa. De esta forma, el fuerte desequilibrio fiscal y su financiación a través de emisión monetaria continúan siendo el principal riesgo de la economía argentina (véase gráfico 12). El déficit primario se ha expandido significativamente en lo que va de año, situándose en el -1,6 % del PIB, con los gastos creciendo por encima del 40 % en términos nominales, especialmente los gastos de seguridad social y subsidios al sector privado, mientras que los ingresos crecieron alrededor del 30 %. El déficit público se habría situado en torno al -3,3 % del PIB en el segundo trimestre (-2,5 % de 2014), mientras que la financiación monetaria se ha mantenido en algo más del 2 % del PIB.

En *Chile*, el PIB se estancó en el segundo trimestre de 2015, después de la recuperación que venía mostrando la actividad desde finales de 2014. Este menor crecimiento cabe atribuirlo sobre todo a una menor aportación de la demanda externa. La demanda interna también dio síntomas de debilidad, pues el consumo privado creció poco, condicionado por el peor comportamiento del mercado de trabajo, y la inversión se contrajo de nuevo, en un entorno de menor confianza empresarial e incertidumbre política y económica; además, la variación de existencias aumentó significativamente. La tasa de inflación truncó en mayo la tendencia descendente que venía mostrando desde inicios de año y volvió a situarse dentro del rango meta del banco central (4 %-2 %). Posteriormente, la depreciación del tipo de cambio impulsó la inflación de nuevo, de forma que en agosto alcanzó un

crecimiento del 5 % interanual, lo que ha elevado las expectativas de inflación de más largo plazo hasta el 3,5 %. En este contexto el banco central ha mantenido el tipo de interés en el 3 % hasta octubre, cuando lo ha subido en 25 pb. En el plano fiscal el déficit fue del -1,8 % del PIB (-1,5 % en 2014), fruto de los menores ingresos procedentes del cobre. Con respecto al sector exterior, la evolución más favorable de los términos de intercambio ha posibilitado que el superávit de la balanza comercial se haya mantenido algo por encima del registrado en 2014. La cuenta corriente, por su parte, redujo su déficit hasta el 0,1 % del PIB, por los menores pagos de rentas mineras al exterior.

En *Colombia*, tras la fuerte moderación del crecimiento que se observó en el transcurso de 2014, la actividad se estabilizó en tasas en torno al 3 % en el primer semestre del año. Cabe destacar que la contribución de la demanda interna pasó a ser de 2,8 pp en el segundo trimestre, desde los 7,4 pp de 2014, como consecuencia sobre todo del ajuste de la inversión (que pasó a anotar un crecimiento muy moderado del 1,9 % interanual), reflejo del empeoramiento de las perspectivas del sector petrolero. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a un mantenimiento de la desaceleración en la segunda mitad del año. La inflación, por su parte, ha mantenido una senda ascendente a lo largo de 2015 hasta alcanzar en septiembre el 5,4 % interanual; en parte, por el fuerte aumento de los precios de los alimentos (véase gráfico 12). Además, la depreciación de la moneda (casi un 30 % respecto al dólar) se ha trasladado parcialmente a la inflación y las expectativas de inflación de medio plazo han comenzado a aumentar hasta situarse en septiembre en el 3,5 %, en la parte superior de la banda de objetivos del banco central. En este contexto, el banco central subió en septiembre la tasa de interés oficial en 25 pb hasta el 4,75 %. Según las últimas previsiones del Gobierno, el déficit público alcanzaría este año el -3 % del PIB (-3,8 % en 2016), 0,8 pp por encima de lo previsto, como consecuencia de los menores precios del petróleo y del menor crecimiento económico. En el ámbito exterior, el déficit por cuenta corriente aumentó hasta el -6 % del PIB en el primer semestre, de nuevo por los bajos precios del petróleo, que han llevado el déficit comercial hasta el máximo histórico del -4,2 % del PIB. La inversión extranjera directa en el primer semestre (4,5 % del PIB) registró una caída del -22,5 %, lastrada por la dirigida al sector minero-energético (-40 %).

En el segundo trimestre de 2015, el PIB en *Perú* aumentó un 1,2 % en tasa intertrimestral (3 % interanual), tras el incremento del 0,5 % registrado en el primer trimestre; sin embargo, habrá que esperar algunos trimestres más para poder vislumbrar una recuperación sostenida de la actividad. El crecimiento se apoyó tanto en el consumo privado (3,3 % interanual en el segundo trimestre) como en el público (9,1 % interanual), mientras que la inversión continuó descendiendo (-9,7 % interanual), como consecuencia de los problemas de ejecución de los Gobiernos subnacionales y de la menor inversión minera. La aportación del sector externo al crecimiento pasó a ser positiva durante el segundo trimestre en 0,2 pp, debido a que la contracción de las importaciones fue mayor que la de las exportaciones, que recortaron algo su ritmo de caída. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a que en la segunda mitad del año la actividad económica mejorará de forma gradual, apoyada en el mejor comportamiento del sector extractivo, aunque un fenómeno de *El Niño* más intenso es un riesgo para el crecimiento. Durante el primer semestre del año el déficit por cuenta corriente se situó en el -3,9 % del PIB debido al mayor déficit comercial ante la fuerte caída de las exportaciones mineras. La inflación ha registrado un aumento continuado hasta alcanzar el 3,9 % en septiembre, en un entorno de depreciación de la moneda que ha terminado aumentando las expectativas de inflación a medio plazo hasta tasas cercanas al 3 %. En este contexto, el banco central elevó el tipo de interés en septiembre en 25 pb hasta el 3,25 % e intensificó sus intervenciones cambiarias.

En *Venezuela*, los últimos datos de PIB disponibles corresponden al tercer trimestre de 2014, pero los escasos indicadores disponibles para el seguimiento de la coyuntura indicarían que la economía en 2015 sigue en una profunda recesión. Tampoco se han publicado datos de inflación desde finales del año pasado. Las estimaciones disponibles del sector privado indican que podría estar creciendo a tasas de tres dígitos, debido a interrupciones en el suministro de productos como consecuencia de la escasez de divisas para importar, el aumento de la oferta monetaria para financiar el déficit público —que, con datos parciales de ejecución presupuestaria del Tesoro, se estima que podría alcanzar el 25 % del PIB— y por la depreciación efectiva del tipo de cambio. Las reservas internacionales se situaron en 16,3 mm de dólares, el nivel más bajo desde comienzos de 2003 —un 3 % del PIB—, de las cuales 6,5 mm podrían ser líquidas, y el resto, oro. Con el fin de preservar el nivel de reservas, el ejecutivo ha tomado varias medidas, entre las que se encuentran la retirada de parte de la posición del país en DEG en el FMI, un control de cambios más restrictivo, la reducción de los envíos de crudo subvencionado al exterior y el cobro a descuento de las deudas acumuladas por países pertenecientes a Petrocaribe, y, fundamentalmente, la firma de varios acuerdos de financiación con China, por un importe cercano a los 15.000 millones de dólares.

23.10.2015.

