

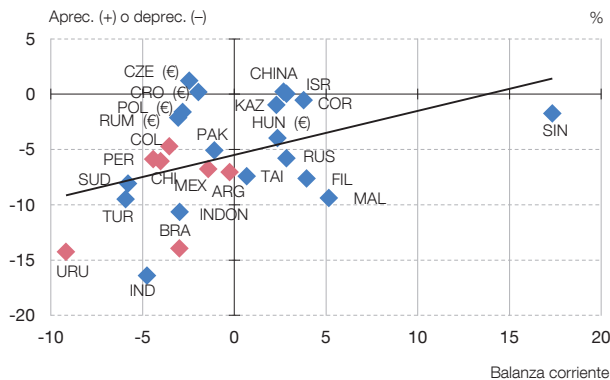
## Introducción

Entre mayo y agosto de 2013, América Latina experimentó un episodio de notable inestabilidad en sus mercados financieros, similar al del resto de las economías emergentes. Este episodio vino desencadenado por el anuncio por parte de la Reserva Federal de una posible retirada gradual de los estímulos monetarios, en un contexto de moderación del crecimiento en la región y de incertidumbre sobre la intensidad de la desaceleración en China. El impacto se materializó en una depreciación significativa de los tipos de cambio de las divisas latinoamericanas —más acusado en las de los países con saldos corrientes deficitarios amplios como Brasil o Chile (véase gráfico 1)— e importantes salidas de capitales de los mercados de bonos y de renta variable durante los meses de verano. Estas tendencias revirtieron parcialmente en septiembre, sobre todo tras la decisión adoptada por la Reserva Federal —en la reunión de su comité de política monetaria de ese mes— de mantener el nivel de los estímulos monetarios, conjurando el riesgo de generar dinámicas negativas en las economías más vulnerables al contexto financiero internacional. Además, la caída de los precios de las materias primas que venía produciéndose desde 2011 se vio interrumpida en agosto por los signos de estabilización del crecimiento en China, y el petróleo llegó a repuntar, en medio de crecientes riesgos geopolíticos en Oriente Medio, lo que introdujo un elemento compensador adicional para la mayoría de los países de América Latina. No obstante, la reacción de los mercados resulta indicativa de los riesgos que el proceso de normalización de las condiciones monetarias puede traer consigo, debido, no solo a los niveles más elevados de tipos de interés, sino a que puede dar lugar a un reequilibrio de los flujos de capital a escala global, reforzando el tránsito hacia unas condiciones de financiación menos benignas para la región.

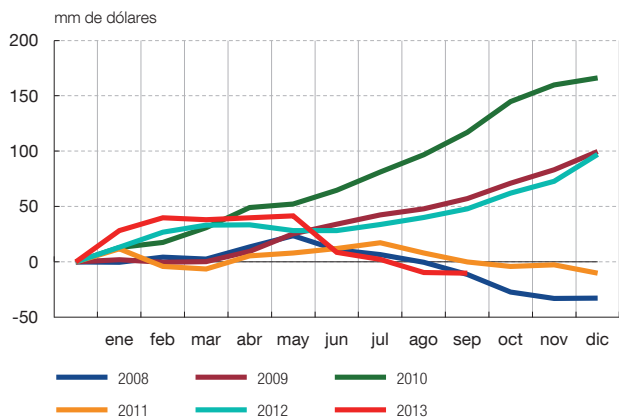
Por la parte real, en el segundo trimestre de 2013 el crecimiento del PIB experimentó una recuperación en el conjunto de la región, alcanzando una tasa del 3,5 % interanual, frente al 1,9 % del primero, si bien ese movimiento está sesgado al alza por la extraordinaria aceleración del PIB en Argentina (véase gráfico 1). Así, si ese país hubiera mantenido un ritmo de crecimiento similar al del primer trimestre, la actividad en la región habría crecido a una tasa del 2,9 % interanual. La ralentización ocurrida en el primer semestre no fue específica de América Latina, también en Asia se observó un pulso menos dinámico a comienzos del año por la desaceleración de China y sus efectos sobre el ciclo industrial asiático, y en última instancia por el peor comportamiento de la demanda externa global. Los indicadores más recientes muestran por ahora señales mixtas, con alguna diferenciación por países (más favorables en México y Colombia, y menos en Argentina o Brasil). De hecho, es probable que, en el promedio de la región, el crecimiento del PIB en 2013 no supere el de 2012 (en torno a un 3 %), uno de los más bajos de la última década. Por otro lado, la inflación en el promedio de la región tendió a repuntar fuertemente hasta el mes de septiembre, aunque la evolución agregada esconde una fuerte dispersión por países, del 46 % interanual en Venezuela, resultado de la devaluación de comienzos de año y de la escasez de divisas, del 10,5 % en Argentina, según las cifras oficiales, y menor —del 5,9 %— en Brasil; en cambio, en el resto de países la inflación registró un comportamiento mucho más estable.

La respuesta de las políticas económicas a la situación cíclica y a la inestabilidad de los mercados financieros ha combinado distintos elementos, apreciándose un cierto contraste entre países. Por un lado, el Banco Central de Brasil consolidó el ciclo alcista de los tipos de interés, con una elevación acumulada de 225 puntos básicos (pb) en el tipo oficial desde abril, hasta el 9,50 %; a la marcada depreciación del real respondió primero con el desmantelamiento de

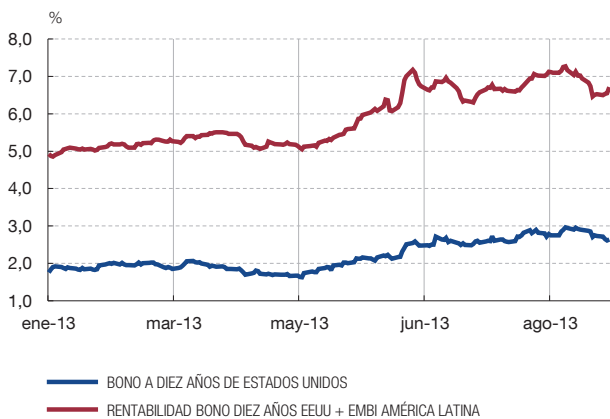
SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (a) Y APRECIACIÓN (+)  
O DEPRECIACIÓN (-) DEL TIPO DE CAMBIO (b)



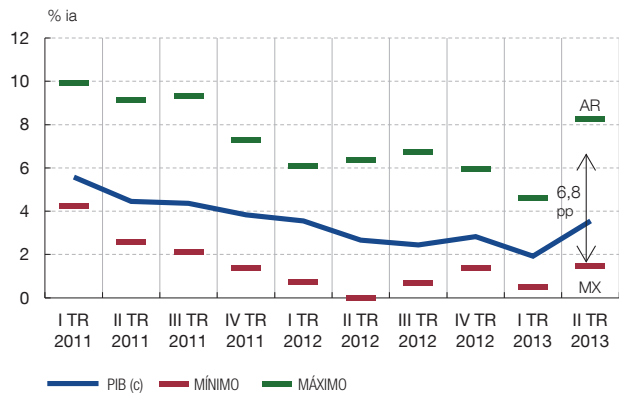
FLUJOS DE CAPITALES A ECONOMÍAS EMERGENTES



COSTE DE FINANCIACIÓN EN DÓLARES EN AMÉRICA LATINA



PIB INTERANUAL DE LA REGIÓN Y RANGOS MÁXIMO Y MÍNIMO POR PAÍSES



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

- a Datos del primer trimestre de 2013, en porcentaje del PIB.
- b Frente al dólar o el euro, y en el período 22 de mayo a 27 de agosto de 2013.
- c Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

los controles de capital que todavía quedaban en vigor, y después con el anuncio de un potente programa de intervención en el mercado de divisas de carácter temporal. México, en cambio, sorprendió con un descenso de 25 pb del tipo de interés oficial, en septiembre, hasta el 3,75 %, justificado por la ampliación de la brecha de producto y el anclaje en las expectativas de inflación. El banco central de Chile también recortó su tipo de interés oficial en 25 pb en octubre. En el resto de los países con objetivos de inflación no se produjeron cambios en los tipos oficiales, si bien el tono de los bancos centrales basculó hacia la posibilidad de una política monetaria más acomodaticia. Este tono, en un momento de depreciación generalizada de los tipos de cambio, muestra que existe margen para enfrentar el *shock*, al menos desde el lado de la política monetaria, y refuerza el fin del «miedo a flotar».

En una perspectiva más general, América Latina se enfrenta a medio plazo a un cambio relevante en su entorno exterior. Por un lado, a medida que las condiciones financieras globales se vuelvan menos expansivas, cabría esperar un menor impulso al crecimiento, sobre todo en las economías más dependientes de la financiación internacional y del cré-

dito. Por otro lado, aunque los indicadores recientes apuntan a que el soporte exterior que brinda China persistirá, es probable que la recomposición de su modelo de crecimiento hacia uno con menor peso de la inversión tenga efectos sobre los países que se han beneficiado en mayor medida de la exportación de materias primas más relacionadas con el ciclo industrial. Por todo ello, la reacción de los mercados debería servir como un aviso para reforzar las fuentes internas de crecimiento en América Latina con reformas estructurales, además de mantener la estabilidad macroeconómica; si ello es así, el período de turbulencia reciente habría resultado, en cierto modo, positivo. De hecho, es en situaciones de inestabilidad en los mercados financieros cuando se pone a prueba la credibilidad generada por las políticas económicas y la solidez de los fundamentos y, en este sentido, los países de América Latina presentan ahora, salvo excepciones, menores vulnerabilidades exteriores, fiscales y financieras que en la década de los noventa, aunque algo mayores que en el período expansivo de 2003 a 2007.

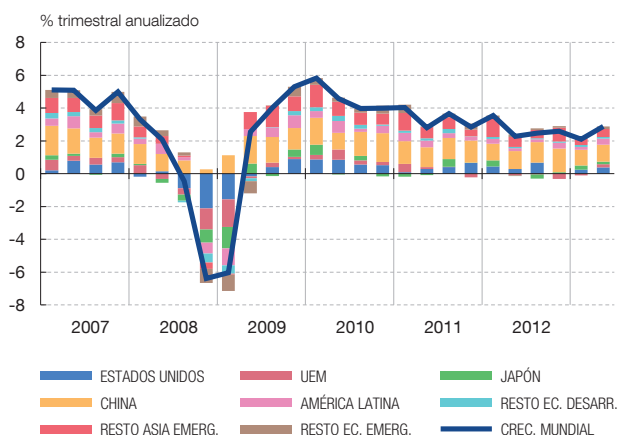
## Entorno exterior

La evolución de la economía mundial en el último semestre ha estado condicionada por dos factores destacados: las dudas sobre la profundidad de la desaceleración de la economía china y los anuncios de la Reserva Federal sobre una posible reducción gradual en el ritmo de compras de activos (el denominado *tapering*) ante la creciente percepción de que la recuperación de la economía de Estados Unidos se consolida. La primera mención pública a esta posibilidad se produjo a finales de mayo y tuvo un impacto rápido y significativo sobre las curvas de rendimientos y los precios de diversos activos, y vino acompañada de un repunte de la volatilidad, que se acentuó durante el verano, por la incertidumbre en torno a la situación en Siria. Los tipos de interés a largo plazo registraron un aumento en Estados Unidos, que se reflejó en un aumento en la prima por plazo y que acabó trasladándose a las rentabilidades de largo plazo en otros países, tanto avanzados como emergentes. No obstante, desde comienzos de septiembre la percepción de que la Reserva Federal podría retrasar el inicio del *tapering* —expectativa que se confirmó en la reunión de ese mes del Comité de Política Monetaria— alivió las tensiones en los mercados financieros, revirtiendo parcialmente las tendencias que se habían observado desde finales de mayo.

En este contexto, se ha apreciado una cierta recomposición del crecimiento global (véase gráfico 2), de modo que las economías emergentes se están desacelerando, aunque continúan creciendo a tasas claramente más elevadas que las economías avanzadas y, a su vez, la incipiente recuperación en estas últimas parece ir consolidándose. En efecto, en el segundo trimestre de 2013 las principales economías avanzadas confirmaron la mejoría que, con la excepción del área del euro, habían experimentado en el primero, superando la debilidad mostrada en el último tramo del ejercicio anterior. Por su parte, la economía de la UEM salió de la recesión registrando un avance intertrimestral del 0,3 %, tras seis trimestres de retroceso. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre apuntan a una prolongación de estas tendencias, si bien la recuperación sigue siendo frágil y el balance de riesgos continúa sesgado a la baja, destacando en el corto plazo los riesgos asociados a la situación fiscal en Estados Unidos, la persistencia de la fragmentación en los mercados europeos, el tensionamiento de las condiciones financieras asociado al posible inicio de la normalización monetaria en Estados Unidos, la intensificación de la desaceleración en emergentes y el agravamiento de la situación en Oriente Medio.

Las principales regiones emergentes han experimentado desde los meses de primavera una desaceleración de la actividad que, con algunas excepciones, se ha situado por debajo de las tasas esperadas. En particular, la economía de China, que se halla inmersa en un proceso de reorientación de su modelo de crecimiento hacia uno más basado en el consumo, viene experimentando una desaceleración gradual. Su ritmo de avance se situó en el

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



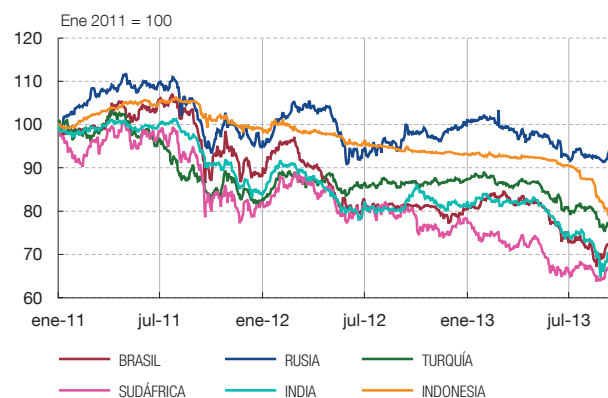
BOLSAS MUNDIALES (a)



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS



TIPOS DE CAMBIO FREENTE AL DÓLAR EN ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTES: Datastream, Dealogic, EPFR y JP Morgan.

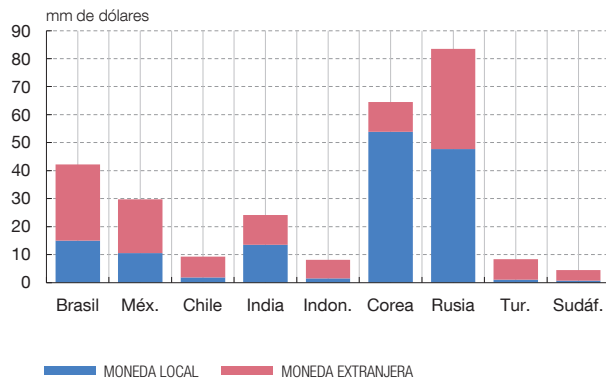
a Índices en dólares.

entorno del 7,5% en el primer semestre de 2013 y las perspectivas son de mantenimiento de ese ritmo de avance, pues los datos publicados en los meses de verano han mitigado los temores a una ralentización más abrupta. El menor dinamismo de la economía china ha tenido efectos *spillover*, especialmente sobre las economías de Asia emergente y sobre las exportadoras de materias primas. En este contexto, el tensionamiento de las condiciones financieras globales, asociadas al posible inicio de la normalización monetaria en Estados Unidos, ha conducido a un deterioro de las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, especialmente de las que son más dependientes de la financiación exterior. Aunque la mayor parte de las economías emergentes cuentan con sólidos fundamentos y con importantes líneas de defensa —tipos de cambio flexibles y abultados colchones de reservas—, los riesgos a corto plazo no son desdeñables, pues las posiciones fiscales y externas son más frágiles que en 2008, por lo que no se pueden descartar episodios de sobre-reacción en los mercados que agudicen los problemas de financiación de algunas de estas economías y lleven a una desaceleración más pronunciada.

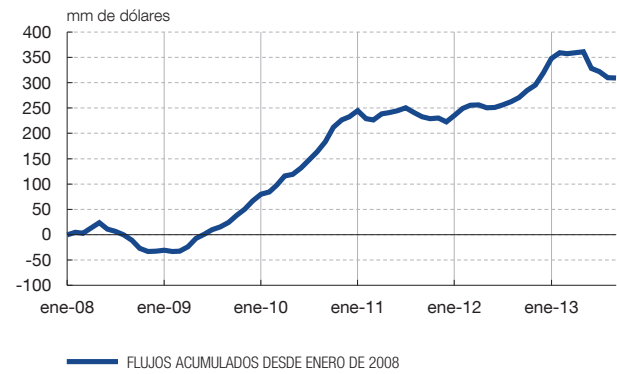
### Mercados financieros y financiación exterior

En los seis últimos meses, la evolución de los mercados financieros emergentes mostró tres fases diferenciadas.

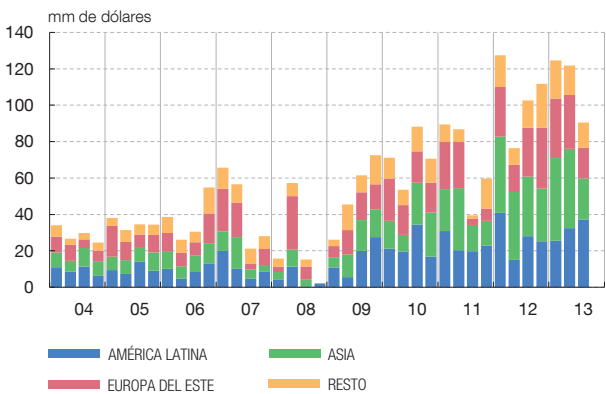
EMISIONES DE RENTA FIJA EN LOS NUEVE PRIMEROS MESES DE 2013



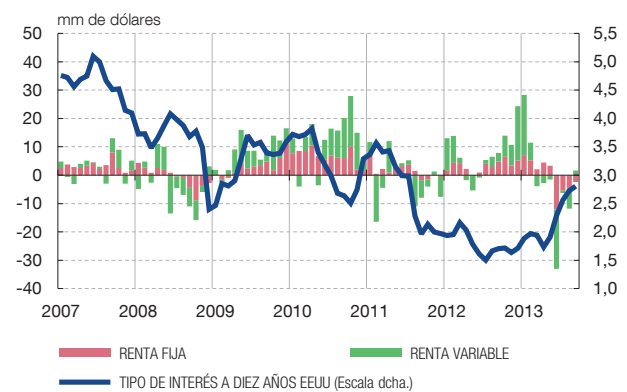
FLUJOS DE CAPITALES A ECONOMÍAS EMERGENTES



EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES



FLUJOS A FONDOS DE BOLSA Y DEUDA DE EMERGENTES Y TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN ESTADOS UNIDOS



FUENTES: Dealogic y EPFR.

Desde abril hasta finales de mayo se produjeron algunos avances de las bolsas, aunque a ritmos inferiores a los observados en los mercados desarrollados, y ligeros descensos en los indicadores de riesgo de crédito, que se situaron cerca de los mínimos alcanzados a principios de año (véase gráfico 2). Las entradas de capitales en fondos de deuda emergente se situaron en niveles cercanos a máximos históricos, en especial en los tramos que ofrecían mayor rentabilidad —deuda emitida en moneda local—, y se mantuvo el ritmo de emisiones de renta fija en mercados internacionales (véase gráfico 3), hasta alcanzar casi los 59 mm de dólares en abril, el máximo histórico de emisiones en un solo mes. Las condiciones de acceso a estos mercados siguieron siendo muy favorables, con diferenciales medios de 270 pb, tipos de interés del 4,7 %, y vencimientos a más de diez años, siendo en su mayoría emisiones en dólares.

Sin embargo, a partir de finales de mayo se produjeron dos acontecimientos que impactaron negativamente sobre el comportamiento de los mercados. Por un lado, se publicaron una serie de datos de actividad peores de lo esperado en algunas grandes economías emergentes —China, México y Brasil—, que apuntaban a un cambio en el patrón de crecimiento mundial en detrimento, en términos relativos, de las economías emergentes. Por otra parte, el cambio de expectativas sobre la retirada de estímulos monetarios en Estados Unidos propició una elevación de los tipos de interés a largo plazo en dicho país, y desencadenó una fuerte reacción en los mercados emergentes, así como en los segmen-

tos de mayor riesgo de los mercados desarrollados. Las bolsas cayeron más de un 8 % en América Latina y Asia, los diferenciales soberanos subieron entre 80 pb y 120 pb —hasta los niveles del verano de 2012—, y los tipos de cambio se depreciaron fuertemente (véase gráfico 2). Además, se registraron importantes salidas de capitales de fondos de bolsa y deuda, hasta revertir las fuertes entradas registradas desde septiembre de 2012, y se pararon las emisiones de renta fija, en especial en el mes de junio, que registró el menor volumen de emisiones desde mayo de 2010 (véase gráfico 3).

La reacción de los mercados emergentes ante el mencionado cambio de expectativas no fue uniforme, sino que fue más intensa en las economías con elevados déficits por cuenta corriente —Indonesia, India, Turquía, Brasil o Sudáfrica— o con mayores necesidades de refinanciación en dólares (véase el recuadro 1 para un análisis de la vulnerabilidad de las economías latinoamericanas, en perspectiva histórica). No obstante, este episodio de salidas de capitales, aunque intenso, fue equiparable a otras puntas de inestabilidad observadas en los mercados financieros emergentes, como las que se produjeron en el verano de 2011, tras la revisión del *rating* soberano de Estados Unidos y de las perspectivas de crecimiento mundiales, o en el verano de 2012, con la intensificación de la crisis bancaria en la zona del euro. Por su parte, la paralización de las emisiones se dio en una situación de elevada cobertura anticipada de la financiación por parte de muchos emisores soberanos, ausencia de grandes vencimientos previstos en el segundo semestre de 2013 y posibilidad de sustituir estas fuentes por crédito bancario interno.

Finalmente, a primeros de septiembre, los inversores comenzaron a descontar una menor probabilidad de que la retirada de estímulos se produjera de forma inmediata, lo que se vio reflejado en fuertes subidas de las bolsas, descenso de los diferenciales soberanos, apreciaciones cambiarias y reanudación de las emisiones de renta fija y de la entrada de capitales en las bolsas, especialmente en los mercados que más habían retrocedido en la fase previa. Estas tendencias se acentuaron tras la decisión de la Reserva Federal de mantener los estímulos monetarios, en septiembre.

En este contexto, los mercados financieros latinoamericanos siguieron la senda general descrita. Los índices bursátiles en moneda local aumentaron cerca de un 3 % entre mediados de abril y la última semana de mayo (véase gráfico 4). Posteriormente, hasta finales de agosto, las bolsas latinoamericanas disminuyeron más de un 8 %, con un peor comportamiento relativo en Brasil (–11 %) y Chile (–15,4 %), que son los mercados más líquidos y tienen economías más expuestas a un cambio en las condiciones financieras globales y a un descenso en los precios de las materias primas. La Bolsa de México, en cambio, registró una caída de tan solo un 2,2 %, al beneficiarse de la mejora de perspectivas de crecimiento en Estados Unidos. Finalmente, en septiembre, los mercados bursátiles se recuperaron, con una subida de más de un 7,5 % del índice regional en moneda local, impulsado por los dos mercados que más habían caído anteriormente, Brasil (+11 %) y Chile (+6,5 %).

Por su parte, los diferenciales soberanos se mantuvieron relativamente estables hasta finales de mayo, y repuntaron a partir de entonces de manera generalizada (entre 50 pb y 70 pb), aumentando inicialmente la correlación entre los distintos países. Sin embargo, sí se observó cierta discriminación posterior, con un aumento superior en los diferenciales de Brasil y algo menor en los de México, Chile, Perú y Colombia. A partir de septiembre, sin embargo, los diferenciales corrigieron de nuevo, cayendo entre 20 pb y 45 pb. Por su parte, los tipos de interés a medio plazo en moneda local aumentaron mucho más, entre 2 puntos porcentuales (pp) y 4 pp en México y Brasil desde mayo, hasta niveles similares a los de finales de 2011, en paralelo con la depreciación de las divisas.

Este recuadro repasa los indicadores de vulnerabilidad más habituales para el conjunto de las principales economías latinoamericanas y los compara con episodios de inestabilidad global previos, en concreto, el de 1998 (antes de que la crisis rusa se contagiara a América Latina) y el de 2008 (antes de la quiebra de Lehman Brothers). Este enfoque está basado en la metodología de alarmas tempranas de crisis, que identifica situaciones de riesgo a través del comportamiento fuera de lo usual de una serie de indicadores<sup>1</sup>.

Los indicadores utilizados reflejan la valoración de los mercados financieros y la evolución de los fundamentos económicos, tanto desde la vertiente del sector exterior como de la actividad, las posiciones fiscales y el sistema bancario<sup>2</sup>. En algunos casos, la información que proporcionan es inequívoca: así, un país será más vulnerable en la vertiente exterior cuanto mayor sea su déficit por cuenta corriente o menores sean sus reservas internacionales de divisas. En otros casos, la valoración es más incierta: por ejemplo, si las entradas de capitales de cartera son demasiado elevadas pueden indicar sobreexposición al capital exterior y un eventual riesgo de reversión, pero si son demasiado bajas pueden apuntar falta de confianza.

El ejercicio identifica un aumento de la vulnerabilidad a partir de la desviación de los indicadores respecto de su media de largo plazo, normalizada por su desviación estándar. Esta normalización permite agregar dichos indicadores y compararlos de manera directa en distintos momentos del tiempo. Los resultados se presentan en forma de gráficos de telaraña, en los que una línea más cercana al origen representa una posición de menor vulnerabilidad en un determinado momento del tiempo.

El gráfico adjunto muestra que, para la región en su conjunto (definida como el agregado de las nueve principales economías: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Venezuela y Uruguay), los niveles de vulnerabilidad en 2013 son menores que en 1998 para aquellos indicadores que históricamente han sido clave en la anticipación de situaciones de crisis: los de sostenibilidad exterior, los bancarios y los fiscales; por el contrario, los indicadores de mercado y del sector real estarían en una situación similar. En concreto, la mejoría de los indicadores externos se deriva de una reducción tanto del nivel de deuda externa como de su servicio, de una mejoría de su posición neta frente al exterior y de un fuerte incremento de las reservas internacionales, uno de los determinantes más robustos de los diferenciales soberanos o las primas de riesgo<sup>3</sup>. En el caso de los in-

dicadores fiscales, la región está hoy en mejores condiciones que en 1998 tanto en nivel de deuda pública como en la carga de intereses<sup>4</sup>. También los indicadores bancarios han mejorado, ya que el sector tiene ahora más capital, mayor rentabilidad, menor morosidad y un crecimiento de los depósitos que eleva las bases de financiación para el crédito de manera sostenible, lo que implica una mejor valoración en bolsa y por las agencias de *rating*. La buena evolución del sector bancario es destacable en una región que ha registrado en el pasado crisis bancarias muy costosas, y posiblemente se haya visto reflejada también en la mejoría de la calificación de las agencias de *rating*.

Sin embargo, la comparación de los principales indicadores de vulnerabilidad entre el presente y 2008 apunta cierto deterioro. Con la única excepción de las calificaciones soberanas, los indicadores de mercado se encuentran en 2013 en peor posición que en 2008. El deterioro en la vulnerabilidad de la región en este último quinquenio proviene principalmente de los indicadores externos, especialmente las exportaciones, el saldo por cuenta corriente y la demanda externa. También han empeorado moderadamente otros indicadores con mayor inercia, como la deuda externa o la deuda de corto plazo. En sentido contrario, las reservas internacionales se situaron en el primer trimestre de 2013 muy por encima de su media de largo plazo.

En la vertiente fiscal, en 2013 se ha registrado un ligero deterioro de la posición fiscal de la región, con un aumento del déficit público y de la deuda pública respecto a 2008, lo que apunta a un menor margen de maniobra para afrontar nuevos *shocks*. En cambio, los indicadores de vulnerabilidad del sector bancario han mejorado desde la quiebra de Lehman Brothers —salvo la rentabilidad por acción—, al contrario de lo que solía ser habitual en la región en momentos de crisis. La causa es la moderación registrada en el crecimiento del crédito, en paralelo con un aumento del ritmo de avance de los depósitos, y el buen comportamiento de otros indicadores estructurales, como las ratios de capital y la valoración del sector tanto por parte de las agencias de *rating* como en bolsa.

Por países, todos se encuentran en una situación de vulnerabilidad igual o mejor que en 1998, pero no respecto a 2008, existiendo una importante heterogeneidad entre ellos (como se desprende del análisis de la sección «Evolución económica por países»). En definitiva, del análisis de estos indicadores se derivaría que la región en su conjunto registra una vulnerabilidad menor que la que presentaba antes de la crisis generada por el impago de la deuda externa rusa, en 1998, pero una fragilidad algo mayor que en 2008, por el deterioro de varios indicadores externos y reales con un mayor componente coyuntural o que dependen en mayor medida de las condiciones financieras globales, que se explicaría, en gran medida, por la evolución de los países de mayor riesgo. Es destacable que los indicadores

1 El fundamento de este tipo de análisis es la literatura sobre indicadores adelantados de crisis, cuya referencia original es el artículo de Kaminsky y Reinhart de 1996, *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, International Finance Discussion Paper, n.º 544, marzo, *Board of Governors of the Federal Reserve System*. Este artículo recogía un número reducido de indicadores, que fue ampliándose a medida que se profundizaba en esta línea de análisis.

2 Para mayor detalle sobre la metodología, los indicadores utilizados y la razón de incluirlos, véase Sonsoles Gallego, Sándor Gardó, Reiner Martín, Luis Molina y José María Serena (2010), *The Impact of the Global Economic and Financial Crisis on Central Eastern and SouthEastern Europe (CESEE) and Latin America*, Documentos Ocasionales, n.º 1002, Banco de España.

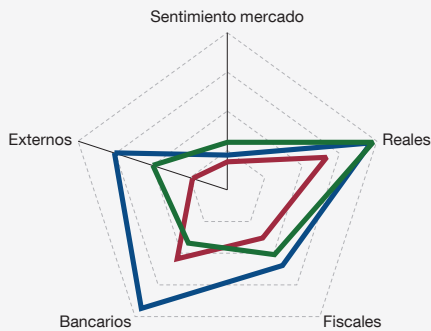
3 Véase, Alberola, Molina y Del Río (2012), *Boom-bust cycles, imbalances and discipline in Europe*, Banco de España DT 1220.

4 El déficit público aparece en una posición peor aunque su nivel actual es claramente más reducido que en 1998 porque la metodología lo compara con su media histórica previa, recogiendo que en 1998 el déficit se redujo considerablemente respecto a aquella media, incluso más de lo que se ha reducido en 2013.

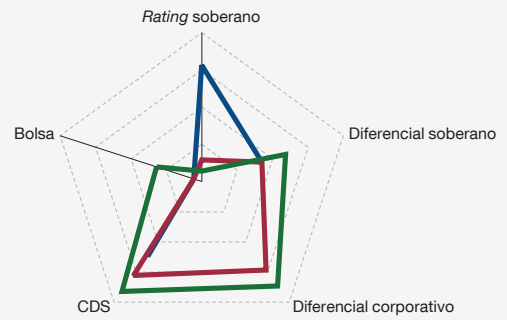
de vulnerabilidad del sector bancario, una de las fragilidades tradicionales de la región, no solo no han empeorado desde 2008, sino que han mejorado en la gran mayoría de los casos. En sentido nega-

tivo, la posición de los indicadores fiscales apunta a que existe menos margen de maniobra en la actualidad que en 2008 para afrontar una reavivación de las turbulencias externas.

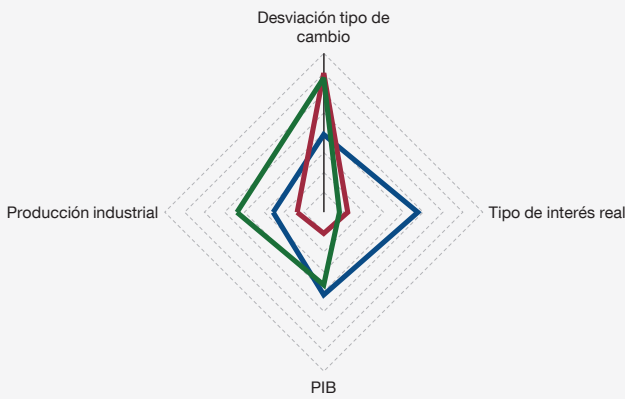
1 INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE AMÉRICA LATINA (a): AGREGADOS



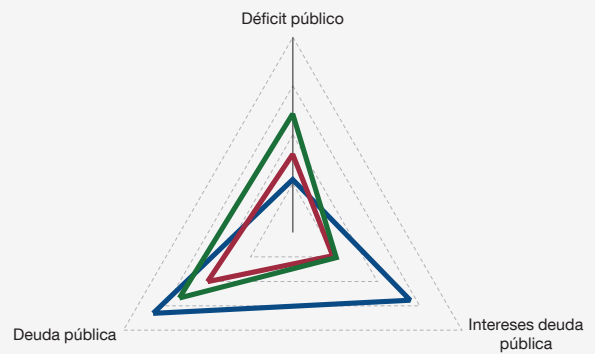
2 INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE AMÉRICA LATINA (a): MERCADO



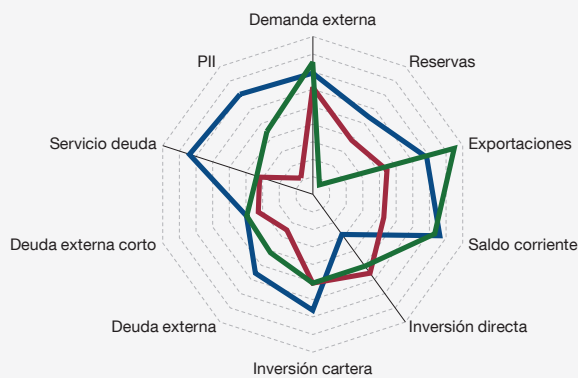
3 INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE AMÉRICA LATINA (a): REALES



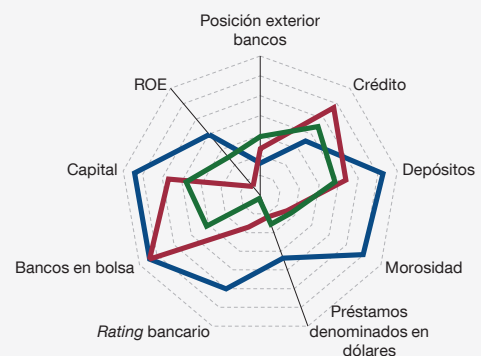
4 INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE AMÉRICA LATINA (a): FISCALES



5 INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE AMÉRICA LATINA (a): EXTERNOS



6 INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE AMÉRICA LATINA (a): BANCARIOS



— 1998 — 2008 — 2013

FUENTE: Datastream.

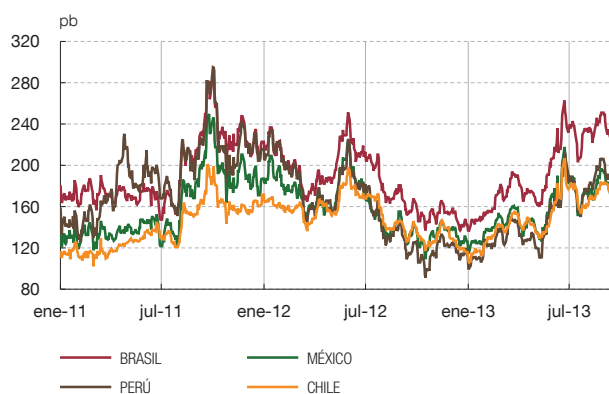
a Media ponderada de las nueve principales economías de la región.



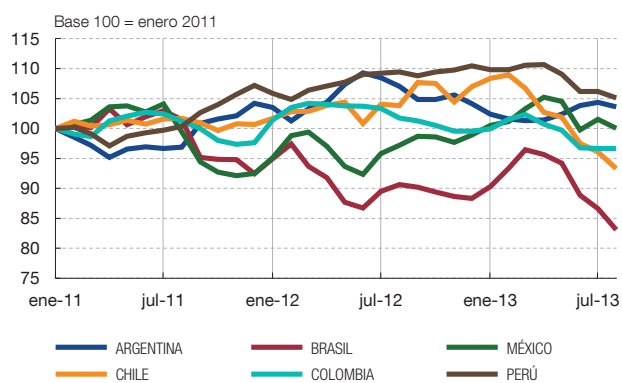
ÍNDICES DE BOLSA



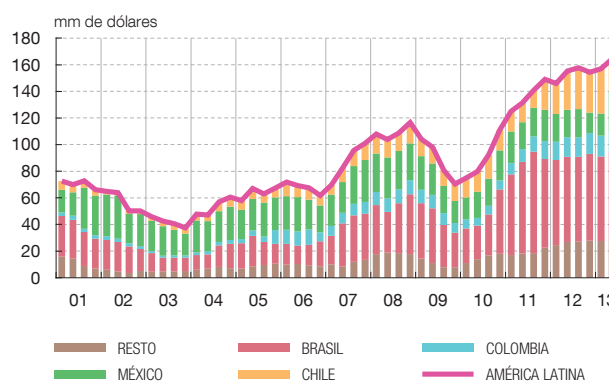
DIFERENCIALES SOBERANOS



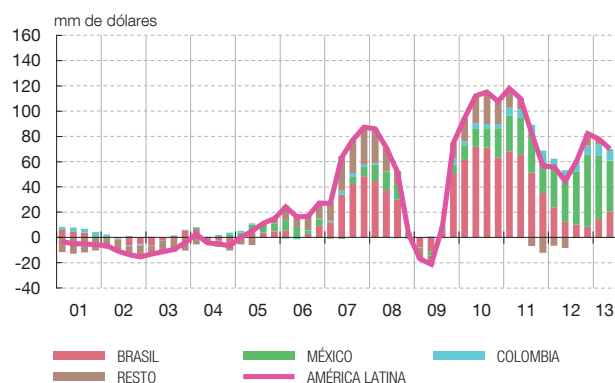
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



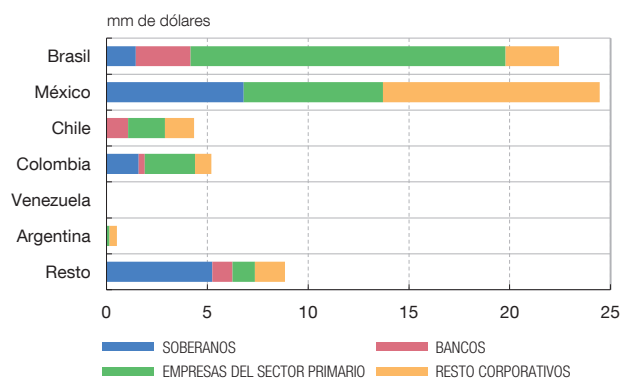
FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS EN DOCE MESES



FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



EMISIONES INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA: DE ABRIL A SEPTIEMBRE DE 2013



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

a Índice MSCI América Latina en moneda local.

Los tipos de cambio de la región registraron cierta tendencia a la depreciación hasta finales de mayo, acentuada fuertemente después, especialmente en Brasil (cerca de un 14 %; véase gráfico 4), lo que llevó a las autoridades a revertir los controles de capitales, a elevar la cuantía de sus intervenciones en el mercado cambiario y, finalmente, a anunciar en agosto un programa de compra regular de divisas por valor de 3 mm de

dólares a la semana hasta final de año. No obstante, en algunos casos, las depreciaciones permitieron cierta corrección de las apreciaciones reales previas, de modo que la mayoría de las divisas latinoamericanas se situaron en niveles de tipo de cambio efectivo real similares a los de 2009 y 2010 (véase gráfico 4). Posteriormente, la recuperación experimentada a partir de septiembre, de mayor entidad en Brasil (8,5 %) y México (4,5 %), ha compensado solo parcialmente la depreciación real registrada a partir de mayo.

Finalmente, cabe destacar que las economías latinoamericanas registraron hasta el segundo trimestre fuertes entradas de inversión exterior directa, que se situaron en un nuevo máximo histórico en el conjunto de la región (163 mm de dólares en términos acumulados de los últimos doce meses), gracias a la reciente recuperación de las entradas de inversión directa en México —derivadas de una gran operación de 14 mm de dólares—, pero también por el aumento de las entradas en Brasil (unos 3 mm de dólares más en el segundo trimestre que en el primero). Por su parte, las entradas de capital de cartera se redujeron respecto al último trimestre de 2012, pero hacia niveles aún elevados en términos históricos. En el caso de México se produjeron salidas de inversión de cartera por la retirada de fondos del mercado bursátil por primera vez desde finales de 2008. En el período de abril a septiembre de 2013, las emisiones de renta fija de la región alcanzaron los 66 mm de dólares (véase gráfico 4), en un mercado dominado por empresas del sector primario (40 % del total), en especial las dos petroleras estatales de México y Brasil, y por las emisiones soberanas, en especial de México. Cabe resaltar, por último, el acceso de países sin experiencia previa en estos mercados, como Bolivia, o con impagos soberanos recientes, como la República Dominicana.

#### Actividad y demanda

En el segundo trimestre de 2013, el PIB de América Latina creció un 3,5 % interanual (1 % trimestral), mostrando una recuperación respecto al 1,9 % (0,5 % trimestral) del primer trimestre (véase gráfico 5). La debilidad del crecimiento en el primer trimestre vino explicada tanto por la ralentización de las economías que habían mostrado previamente un comportamiento más dinámico como, sobre todo, por los avances inesperadamente bajos de Brasil, México y Venezuela (1,5 %, 0,6 % y 0,6 %, respectivamente, en tasas interanuales). Dicha evolución fue consecuencia, en parte, de una demanda externa muy débil. Brasil, entre otros países, experimentó una caída muy significativa de las exportaciones en el primer trimestre, acompañada de una inesperada moderación del consumo privado, mientras que en México a la debilidad de la demanda externa se sumó una caída de la inversión pública y una desaceleración de la privada. Por su parte, en Venezuela la actividad se frenó como consecuencia del desplome de la inversión pública, que hasta las elecciones de finales del pasado año había sido el principal motor del crecimiento. En cambio, la recuperación en el segundo trimestre se debió, principalmente, a un crecimiento superior al esperado en Colombia y Argentina, con tasas del 4,2 % y 8,3 % interanual, respectivamente, aunque también Brasil anotó un crecimiento algo más dinámico, como consecuencia sobre todo del despegue de la inversión. Argentina, en particular, aportó 1 pp al crecimiento interanual regional, casi tanto como Brasil (1,2 pp), siendo una economía tres veces menor. El excepcional comportamiento de la economía argentina refleja el rebote de la inversión, el aumento del consumo privado —apoyado por políticas públicas en los meses previos a las elecciones—, una mejor cosecha y el crecimiento de las exportaciones a Brasil. México, en cambio, experimentó una caída trimestral del PIB, que situó la tasa interanual en el 1,5 %, como consecuencia de la continuada debilidad de la inversión pública y privada, que se estima temporal, y un cambio metodológico en las series de Contabilidad Nacional, que restó algunas décimas adicionales al crecimiento.

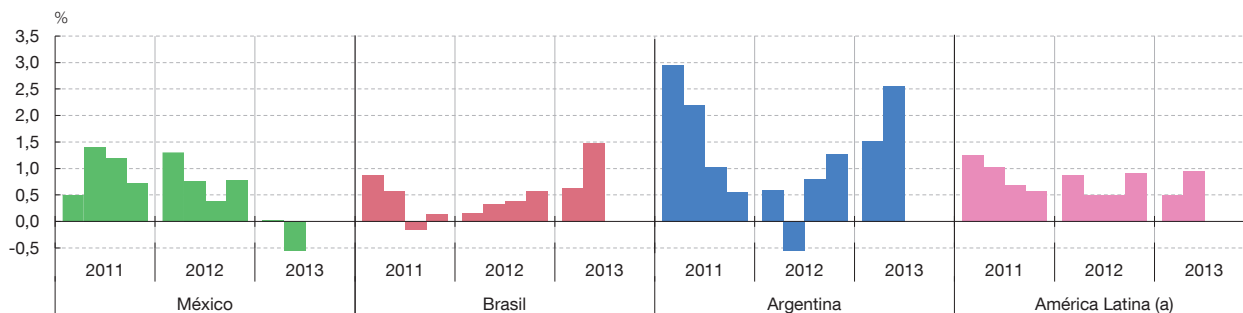
	2010	2011	2012	2011		2012				2013		
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	Septiembre
<b>PIB (tasa interanual)</b>												
América Latina (a)	6,3	4,5	2,9	4,4	3,8	3,6	2,7	2,5	2,8	1,9	3,5	
Argentina (b)	9,2	8,9	1,9	9,3	7,3	5,2	0,0	0,7	2,1	3,0	8,3	
Brasil	7,5	2,7	0,9	2,1	1,4	0,8	0,5	0,9	1,4	1,9	3,3	
México	5,1	4,0	3,8	4,4	3,9	4,6	4,2	3,1	3,3	0,6	1,5	
Chile	5,8	5,9	5,6	3,7	4,5	5,1	5,7	5,8	5,7	4,5	4,1	
Colombia (c)	4,0	6,6	4,2	7,9	6,6	5,4	4,8	2,9	3,3	2,7	4,2	
Venezuela	-1,5	4,2	5,6	4,4	4,9	5,9	5,6	5,5	5,5	0,5	2,6	
Perú	8,8	6,9	6,3	6,7	5,5	6,1	6,4	6,7	5,9	4,5	5,6	
<b>IPC (tasa interanual)</b>												
América Latina (a)	6,3	6,8	6,2	6,9	7,0	6,6	6,1	6,1	6,1	6,4	7,3	7,6
Argentina (b)	10,5	9,8	10,0	9,8	9,6	9,7	9,9	10,0	10,6	10,8	10,4	10,5
Brasil	5,0	6,6	5,4	7,1	6,7	5,8	5,0	5,2	5,6	6,4	6,6	5,9
México	4,2	3,4	4,1	3,4	3,5	3,9	3,9	4,6	4,1	3,7	4,5	3,4
Chile	1,4	3,3	3,0	3,1	4,0	4,1	3,1	2,6	2,2	1,5	1,3	2,0
Colombia	2,3	3,4	3,2	3,5	3,9	3,5	3,4	3,1	2,8	1,9	2,1	2,3
Venezuela	29,0	27,2	21,1	26,5	28,5	25,1	22,3	19,0	18,8	22,6	33,0	46,2
Perú	1,5	3,4	3,7	3,5	4,5	4,2	4,1	3,5	2,8	2,6	2,5	2,8
<b>Saldo presupuestario (% del PIB) (d)</b>												
América Latina (a) (e)	-2,2	-2,1	-2,3	-1,7	-2,1	-2,0	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	
Argentina	0,2	-1,7	-2,6	-0,4	-1,6	-1,9	-1,7	-1,9	-2,4	-2,5	-2,0	
Brasil	-2,5	-2,6	-2,5	-2,5	-2,6	-2,4	-2,6	-2,8	-2,5	-2,9	-2,8	
México	-2,9	-2,5	-2,6	-2,6	-2,4	-2,7	-2,4	-2,2	-2,5	-2,0	-2,2	
Chile	-0,3	1,5	0,6	2,0	1,5	1,6	1,1	0,4	0,6	0,2	-0,7	
Colombia	-3,6	-2,0	-1,9	-1,4	-2,1	-2,5	-1,0	-1,2	-1,9	-1,4	-2,5	
Venezuela	-3,6	-4,0	-4,8	—	—	—	—	—	—	—	—	
Perú	0,1	0,9	1,3	0,9	0,9	1,3	2,4	1,6	1,3	1,2	0,7	
<b>Deuda pública (% del PIB)</b>												
América Latina (a)	38,7	39,1	40,9	39,2	38,6	40,1	40,8	41,0	41,2	—	—	
Argentina	44,6	40,1	41,5	40,8	40,2	39,7	39,5	39,9	41,5	—	—	
Brasil	53,4	54,2	58,7	54,6	54,2	56,2	57,3	58,8	58,7	59,5	59,3	
México	27,2	28,1	28,7	27,6	26,5	28,1	28,0	28,7	27,7	29,5	29,9	
Chile	8,6	11,1	11,9	10,6	11,2	11,2	11,5	11,3	11,9	11,4	12,0	
Colombia	34,9	33,4	32,2	34,1	33,8	32,9	32,4	32,4	32,2	32,4	—	
Venezuela	28,0	36,5	—	34,7	36,6	35,1	—	—	—	—	—	
Perú	23,4	21,7	20,2	20,9	21,7	20,7	19,8	19,5	20,1	18,9	18,0	
<b>Balanza cuenta corriente (% del PIB) (d)</b>												
América Latina (a)	-0,9	-1,0	-1,6	-0,8	-1,0	-0,9	-1,2	-1,3	-1,6	-2,1	-2,3	
Argentina	0,4	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	
Brasil	-2,2	-2,1	-2,4	-2,0	-2,1	-2,0	-2,2	-2,2	-2,4	-3,0	-3,2	
México	-0,3	-1,0	-1,2	-0,9	-0,8	-1,0	-1,0	-0,7	-1,1	-1,4	-1,7	
Chile	1,5	-1,3	-3,5	-0,4	-1,3	-1,7	-2,4	-3,0	-3,5	-4,1	-4,0	
Colombia	-3,1	-2,9	-3,2	-2,8	-2,9	-2,7	-3,1	-3,3	-3,2	-3,5	-2,9	
Venezuela	3,7	7,7	2,9	8,3	8,3	6,9	5,7	4,2	2,9	1,8	1,5	
Perú	-2,5	-1,9	-3,6	-2,0	-1,9	-1,5	-1,8	-3,1	-3,6	-4,5	-5,0	
<b>Deuda externa (% del PIB)</b>												
América Latina (a)	21,0	20,3	21,2	19,9	19,9	20,5	20,2	21,1	21,1	21,6	—	
Argentina	35,1	31,5	29,7	31,1	30,6	33,2	28,1	29,9	29,2	30,6	—	
Brasil	12,0	12,1	13,9	12,0	12,0	12,1	12,7	13,5	13,9	14,6	14,0	
México	18,9	18,2	19,4	18,0	18,2	18,4	19,1	19,3	19,3	19,2	—	
Chile	38,6	39,2	43,9	38,6	39,5	39,4	40,0	42,0	43,9	43,3	42,7	
Colombia	22,4	22,9	21,6	21,7	22,9	21,1	21,0	22,0	21,7	21,0	—	
Venezuela	38,6	35,0	31,1	35,2	35,1	33,3	31,9	31,8	31,1	32,3	—	
Perú	28,4	26,9	29,3	27,6	26,9	28,8	28,9	29,9	29,5	30,6	29,6	

FUENTE: Estadísticas nacionales.

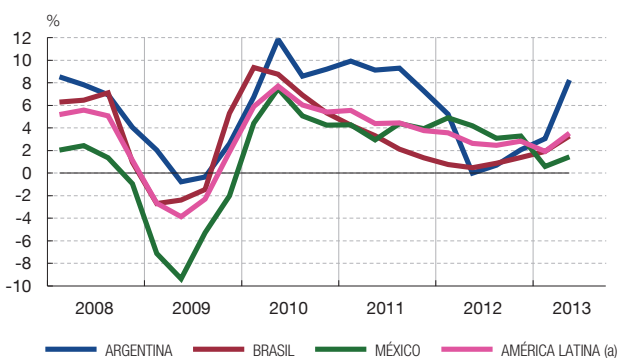
- a Agregado de los siete países representados.  
b Datos oficiales.  
c Ajustado de estacionalidad.  
d Media móvil de cuatro trimestres.  
e Los datos trimestrales del agregado de América Latina no incluyen Venezuela.

Por componentes, la demanda interna y, particularmente, el consumo privado siguieron siendo los principales soportes del crecimiento en la región, contrarrestando en parte la evolución negativa de la demanda externa, sobre todo en el primer trimestre del año. La demanda interna aportó 3,4 pp al crecimiento en el primer trimestre, y 4,2 pp en el

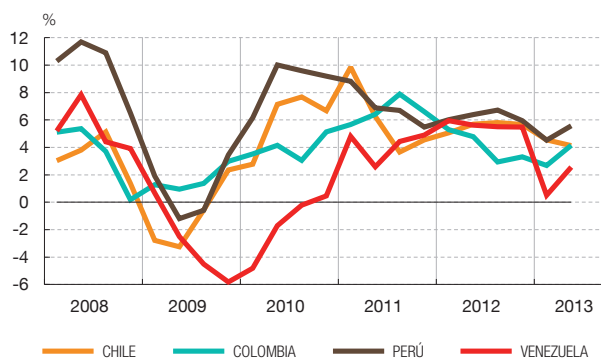
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas trimestrales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



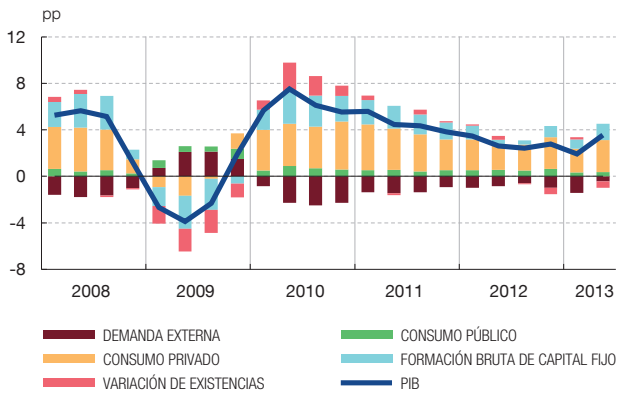
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

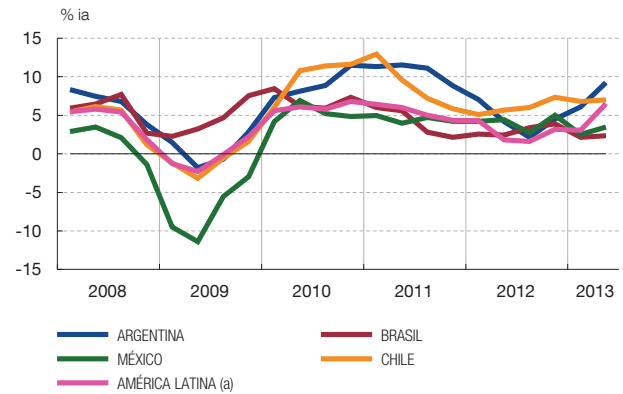
segundo (véase gráfico 6), siendo especialmente robusto su comportamiento en Perú y Chile, con aportaciones de más de 7 pp, y en Argentina en el segundo trimestre (más de 10 pp). Por su parte, el consumo privado creció en promedio regional un 3,3 % interanual en el primer trimestre y un 4,2 % en el segundo, apoyado en la fortaleza del mercado de trabajo (con una tasa de paro en el 6,3 % de la población activa, en torno al mínimo histórico de la región), un aumento de los salarios reales, aunque más moderado que en años anteriores, y un mantenimiento del crecimiento del crédito. Por su parte, la inversión, que había exhibido una significativa debilidad en el último año, especialmente en Brasil y Argentina, se aceleró hasta alcanzar tasas del 6,5 % interanual en el promedio de la región, al hilo de la recuperación en ambos países (véase gráfico 6). En otros casos, como Chile o Perú, la inversión siguió aumentando a tasas elevadas, del 8 %-9 % interanual, aunque más moderadas que en los últimos años, por la maduración del ciclo de inversiones mineras, en un contexto de tendencia a la baja de los precios de los metales.

Por su parte, la demanda externa mostró un comportamiento muy negativo sobre todo en el primer trimestre del año, restando 1,4 pp al crecimiento regional como consecuencia de la debilidad de las exportaciones, que cayeron un 4,5 % en tasa interanual y que solo tendieron a recuperarse (un 4,8 %) en el segundo trimestre, en consonancia con el comercio mundial. Las importaciones, en cambio, mantuvieron un ritmo de crecimiento más sólido (4 % y 7,1 % interanual en el primer y segundo trimestres, respectivamente), aunque lejos de las tasas de dos dígitos observadas en los tres años anteriores.

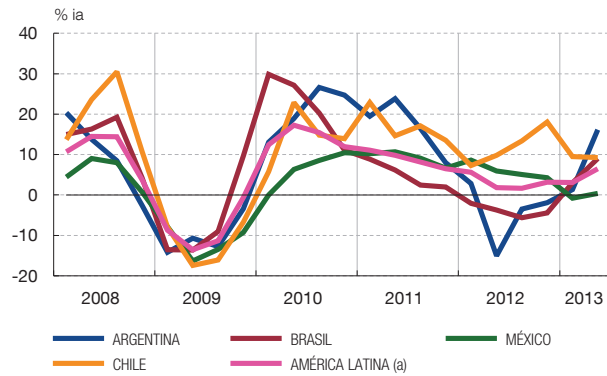
APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB (a)



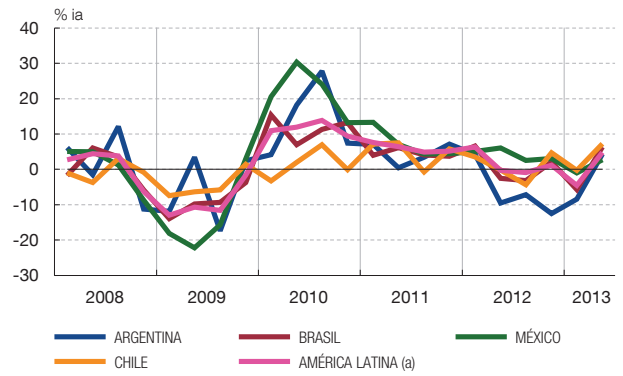
CONSUMO PRIVADO



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



EXPORTACIONES



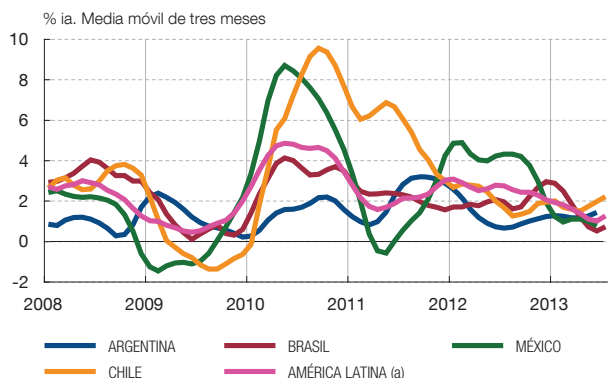
FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

a Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

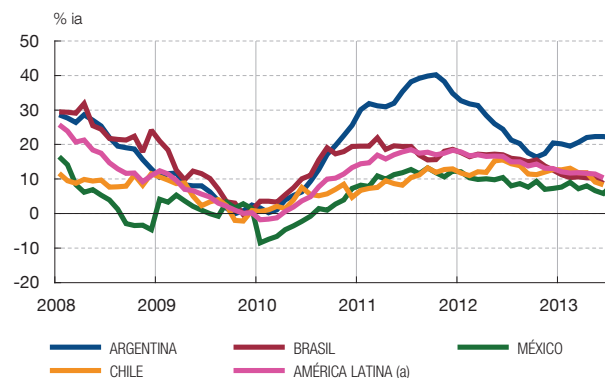
Los indicadores de alta frecuencia apuntan hacia un menor ritmo de expansión en el tercer trimestre en varios países, incluido Brasil, posiblemente con la excepción de México y Colombia. Por el lado de la oferta, la producción industrial, que había registrado una recuperación —relativamente generalizada por países— hacia tasas del 2,5 % interanual el segundo trimestre (véase gráfico 7), retornó en los meses de julio y agosto a tasas cercanas al 0 % interanual, como las registradas en 2012. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor han moderado su ritmo de avance de los últimos años, aunque se mantienen en tasas del 5 % interanual. Por último, los indicadores adelantados de confianza empresarial y del consumidor muestran un cierto empeoramiento hasta agosto en el promedio de la región.

Con todo, se mantienen algunos elementos de fortaleza interna importantes. En el mercado laboral, la creación de empleo ha tendido a moderarse tras la pujanza de los últimos años (véase gráfico 7) y en algunos países empieza a gravitar hacia empleos considerados menos estables, pero las tasas de paro se han mantenido en torno a mínimos históricos. México constituye una excepción a este respecto, pues su tasa de paro, que sigue estando unos 2 pp por encima de los niveles alcanzados antes de la crisis, y los salarios reales han mostrado un comportamiento más estable. Un factor que ha podido contribuir a la firmeza de los mercados de trabajo es el aumento de la capacidad de compra de los hogares, por el

CREACIÓN DE EMPLEO



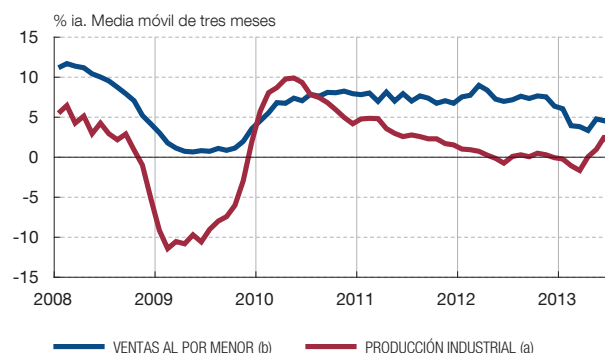
VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



INDICADORES DE DEMANDA Y ACTIVIDAD



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

- a Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.
- b Agregado de Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Venezuela.

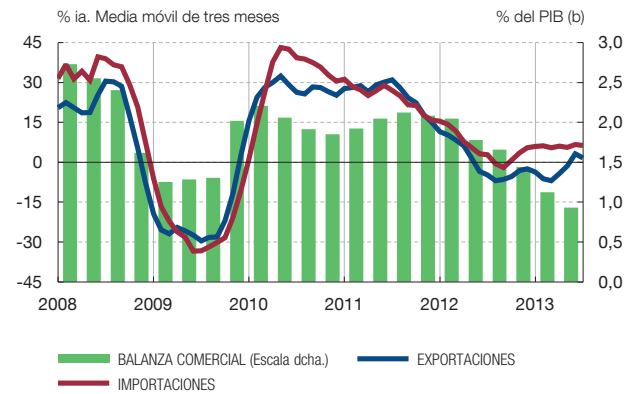
aumento de los salarios reales, que ha impulsado la demanda de servicios, y el empleo, en el sector terciario, frente a la relativa debilidad de la inversión. Por su parte, el crédito al sector privado siguió moderándose suavemente, pero se mantiene en tasas de crecimiento del 10 % interanual en el promedio regional.

En cuanto al sector exterior, destaca la fuerte reducción experimentada por el superávit comercial, que se situó en un 1 % del PIB regional en el segundo trimestre, la mitad que en 2012 (véase gráfico 8). La tendencia a la baja del superávit comercial —que solo se frenó temporalmente en los dos años posteriores a la crisis, cuando se estabilizó en torno al 2 % del PIB— refleja la debilidad de las exportaciones (en cantidades y precio), que registraron tasas interanuales negativas durante casi todo el semestre, recuperándose mínimamente en julio (véase gráfico 8). Por países, la reducción del superávit comercial fue más acentuada en América del Sur y en los países exportadores de materias primas; en México, la balanza comercial volvió a registrar un déficit similar a la media histórica en el primer semestre, después de que en 2011 y 2012 se hubieran registrado superávits. Por destinos, destacan las caídas en las exportaciones de bienes a la Unión Europea (-8 %) y dentro de la propia América Latina (-6 %), seguidas de las dirigidas a Estados Unidos (-3,5 %). Las exportaciones destinadas a Asia mantuvieron tasas de crecimiento positivas (5 %), aunque las de Chile y Perú (principalmente metales) cayeron en el semestre (-5 % y

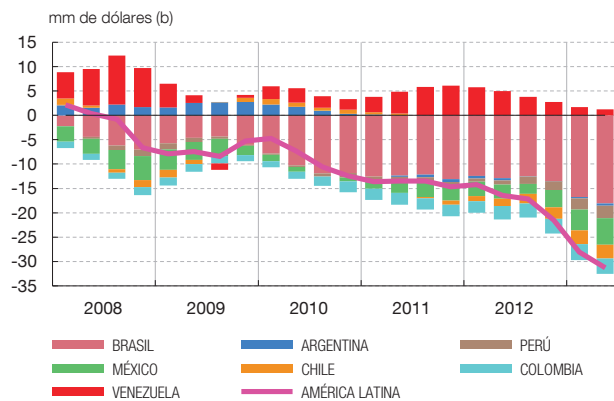
PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



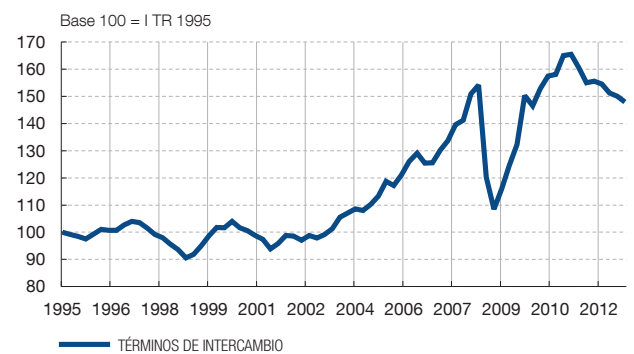
EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (c)



FUENTES: Estadísticas nacionales, bancos centrales y Banco de España.

- a Datos de aduanas en dólares, agregado de las siete principales economías.
- b Media móvil de cuatro trimestres.
- c Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

-12 %, respectivamente). El recuadro 2 analiza el superciclo de materias primas y las implicaciones para América Latina.

En este contexto, el déficit corriente continuó ampliándose en el promedio de la región hasta el 2 % del PIB en el segundo trimestre, el mayor registro de la última década. Aunque este déficit puede considerarse relativamente moderado y se financia mayoritariamente con inversión extranjera directa, hay que destacar la rapidez y generalidad con la que se ha ampliado. En Perú, el déficit corriente alcanzó un 5 % del PIB en el segundo trimestre; en Chile, un 4,5 %, y en Brasil, un 3,2 %, ante la desaparición del superávit comercial y la ampliación de los déficits de servicios y de rentas. Por su parte, en Venezuela siguió reduciendo el superávit corriente (hasta el 2 % del PIB), pese a la contención de las importaciones generada por el control de cambios, y en Argentina se redujo hasta cerca del equilibrio, a pesar de las restricciones a la importación.

**Precios y políticas económicas**

En el promedio de América Latina, la inflación experimentó un repunte en los seis últimos meses, situándose en septiembre en un 7,6 % interanual, el máximo de los últimos cuatro años (véase gráfico 9). Este promedio está muy condicionado por el comportamiento de

Las políticas puestas en marcha en China y otras economías emergentes para reorientar el patrón de crecimiento hacia un modelo menos intensivo en materias primas, junto con la expansión de las reservas viables de hidrocarburos no convencionales, podrían apuntar al fin del período de precios elevados de las materias primas vigente en la última década.

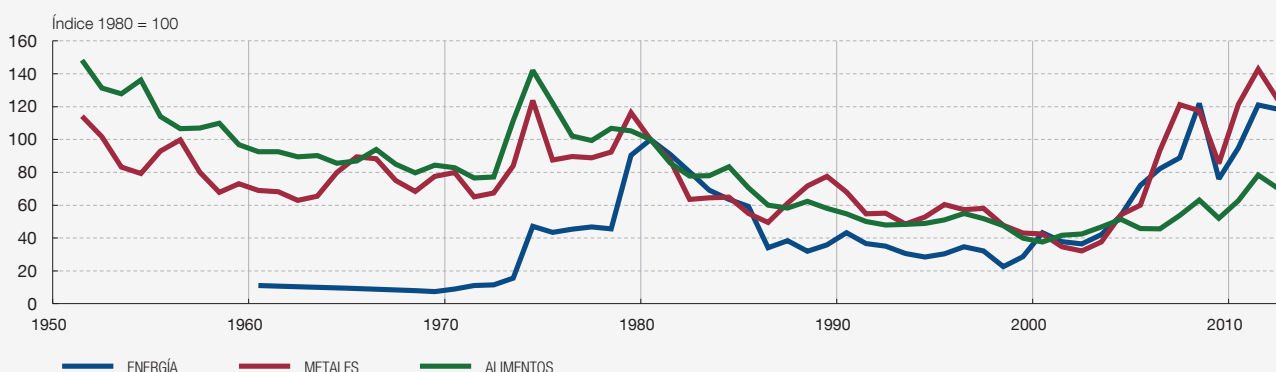
Entre 2001 y 2012, los precios reales del petróleo y los metales se triplicaron, mientras que los de los alimentos aumentaron un 69 % (véase gráfico 1), lo que sería consistente con la fase alcista de un superciclo de materias primas. Por «superciclo de materias primas» se entiende la desviación persistente de los precios reales respecto de la tendencia de largo plazo para una amplia gama de las materias primas cuya duración oscila entre 20 y 70 años. Estos superciclos se originan por el aumento de la demanda de materias primas vinculada a episodios históricos de industrialización y urbanización (recientemente, el de China o la India), que la oferta no puede acomodar de forma inmediata, lo que sitúa los precios reales por encima de la tendencia durante décadas. Los superciclos afec-

tan principalmente a las materias primas que son factores de producción de esas economías en vías de industrialización y urbanización. Las desviaciones sobre la tendencia reversionen cuando las señales de precios son lo suficientemente potentes como para inducir una respuesta de calado de la oferta. El reciente fenómeno de los hidrocarburos no convencionales podría ser un ejemplo de reacción de la oferta en un entorno de precios elevados del petróleo que, unido al avance en las técnicas de extracción, ha permitido hacer económicamente viable el acceso a grandes volúmenes de gas y de petróleo atrapados en explotaciones existentes<sup>1</sup>.

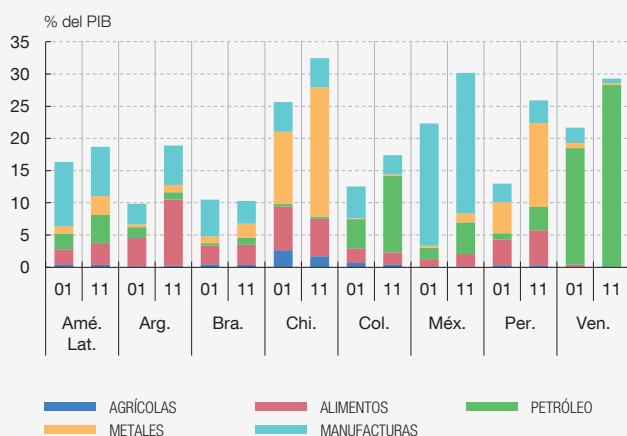
Algunos análisis concluyen que el superciclo actual estaría ahora en un punto de desviación máxima, aunque con un comportamiento heterogéneo por materias primas. Sin embargo, también existen motivos para concluir que el fin del superciclo está aún lejano o que

1 A escala mundial, de acuerdo con la Agencia Internacional de la Energía o el Departamento de Energía de Estados Unidos, las reservas de petróleo no convencional ascenderían en torno al 10 % de las reservas totales.

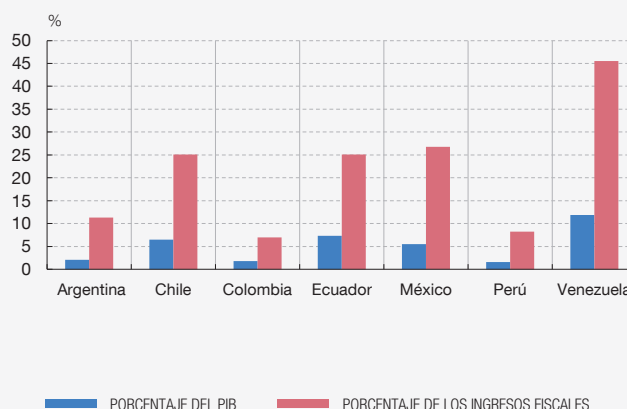
1 PRECIOS REALES DE AGREGADOS DE MATERIAS PRIMAS



2 APERTURA COMERCIAL Y EXPORTACIONES DE MERCANCÍAS. 2001, 2011



3 INGRESOS FISCALES PROCEDENTES DE RECURSOS NATURALES (MEDIA 2005-2010)



FUENTES: Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo, Datastream y fuentes nacionales.

a Agregado de las siete economías representadas.



la corrección de precios sería en todo caso limitada: primero, al proceso de industrialización y urbanización de China y otras economías emergentes le queda aún camino por recorrer, a la vista de las perspectivas demográficas y los planes de urbanización; segundo, la hipótesis del fin del superciclo se sustenta en tecnologías que conlleven costes hundidos elevados y costes marginales reducidos, pero en el caso de los hidrocarburos no convencionales el coste marginal de producción es relativamente elevado; tercero, la oferta podría ser cada vez menos ágil para acomodar la demanda, en un entorno en el que las nuevas explotaciones sean cada vez más complejas y costosas; y, por último, utilizando series históricas largas, y fijándose en los precios reales de algunas materias de la última década, parece más bien una recuperación respecto a la caída secular ocurrida en las últimas dos décadas del siglo anterior.

El auge de las materias primas ha reforzado la especialización productiva y exportadora de América Latina, en línea con su ventaja comparativa. A nivel agregado, las exportaciones de materias primas casi han duplicado su peso en el PIB en la última década, desde el 6 % en 2001 al 11 % en 2011 (véase gráfico 2). Este aumento ha sido generalizado por países, destacando México, Perú, Argentina y Colombia. La participación de las materias primas en el total de exportaciones de bienes ha pasado a ser mayoritaria en todos los países, excepto México, donde las manufacturas siguen constituyendo la principal base de sus exportaciones. Por productos, se observa una especialización en exportaciones de alimentos en Argentina y, en menor medida, Brasil; en petróleo, en Venezuela y Colombia; y en metales, en Chile y Perú. En Brasil, el aumento de las exportaciones de materias primas ha venido acompañado de una mayor variedad por productos, en línea con la diversidad de recursos naturales que posee el país.

Además de su importancia para la actividad y la generación de renta en estos países, las materias primas también desempeñan un papel relevante en la política fiscal. El aumento de la demanda y del precio de estos bienes ha supuesto un incremento muy considerable de los ingresos fiscales. Según datos del Banco Interamericano de Desarrollo<sup>2</sup>, los ingresos fiscales procedentes de materias primas no renovables, en media del período 2005-2010, equivalían al 7,5 % del PIB y el 28 % de los ingresos fiscales de América Latina (véase gráfico 3), siendo en Venezuela, por ejemplo, el 12 % del PIB y el 46 % de los ingresos fiscales, y en México, el 6 % del PIB y el 27 % de los ingresos fiscales. Dada la elevada exposición general de las cuentas públicas a los precios de las materias primas, una eventual caída en su precio tendría un impacto significativo, limitando el margen fiscal de los países para aplicar políticas contracíclicas ante un final del superciclo; solo aquellos países con reglas fiscales bien definidas o que hayan conducido de forma prudente su política fiscal tendrían un margen más amplio de actuación.

De hecho, los principales canales por los que un *shock* de materias primas se transmite al conjunto de la economía son principalmente dos: el canal comercial y el impacto sobre las cuentas fis-

cales (además de posibles efectos confianza y sobre los flujos financieros). Para un país exportador neto, la caída de su precio implica un deterioro de la relación real de intercambio, una caída en las exportaciones, un deterioro de la balanza exterior y una depreciación de la moneda; el proceso de ajuste hacia el nuevo equilibrio implica una depreciación del tipo de cambio real que corregiría el deterioro del saldo exterior y la insuficiencia de la demanda interna. La caída del precio de las materias primas tiene también un efecto importante a través de la reducción de los ingresos fiscales, lo que da un especial protagonismo a la política monetaria, que puede convertirse en la principal herramienta de acción contracíclica. En cualquier caso, el aumento de la demanda mundial por el *shock* favorable de costes moderaría el impacto negativo.

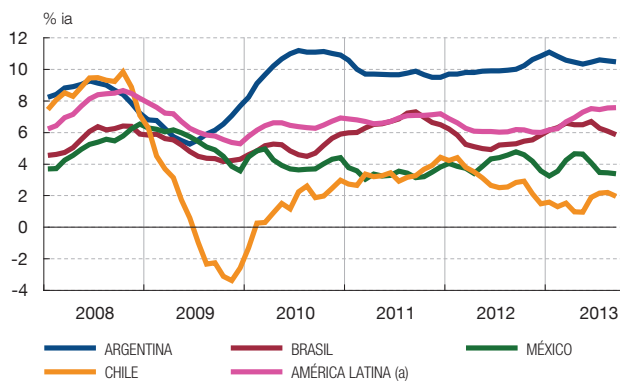
Un sencillo ejercicio de simulación utilizando un modelo global<sup>3</sup> permite valorar las implicaciones económicas de un escenario de corrección generalizada de los precios de las materias primas en América Latina. En concreto se ha simulado una caída exógena permanente de precios del 20 % en términos nominales respecto a los niveles actuales, lo que supone una caída significativa pero no un escenario extremo. El ejercicio permite separar el efecto directo de esta perturbación, sin reacciones de política ni efectos globales, de la reacción de la política monetaria y el efecto inducido como consecuencia del *shock* positivo de oferta sobre la economía mundial. La suma de estos tres efectos determina el impacto total de la perturbación. Hay que señalar que no se tienen en cuenta ni el efecto derivado de la caída de los ingresos fiscales, que puede ser muy relevante bajo restricciones de acceso a financiación externa, ni el deterioro de la confianza de los agentes privados. Los resultados del ejercicio muestran que los efectos de la caída del precio de las materias primas son de reducida magnitud para América Latina en términos de crecimiento del PIB, y algo más significativos sobre el saldo exterior. El impacto directo supondría una reducción del crecimiento del PIB entre 2013 y 2015 de entre 2 y 3 décimas, en el conjunto de la región, aunque las políticas monetarias conseguirían limitar ese impacto hasta en una décima. Adicionalmente, los efectos inducidos por la reducción de costes a escala global —que reduce los precios y aumenta la renta mundial— podrían mitigar sustancialmente el impacto negativo sobre la actividad de las economías latinoamericanas. El impacto directo sobre las balanzas comerciales oscilaría entre 0,25 pp y 1 pp de PIB, en los tres años, aunque, considerando los efectos inducidos, el aumento de la demanda mundial situaría la caída del saldo comercial en cifras ligeramente inferiores.

La composición de las exportaciones de materias primas conllevaría diferencias en el impacto sobre cada economía. Aquí se ha supuesto una caída proporcional del precio de todas las materias primas, sin diferenciar por producto, pero el hecho de que algunas materias primas, como las agrícolas, puedan verse afectadas en menor medida por el posible final del superciclo supondría un impacto más asimétrico entre las distintas economías de América Latina.

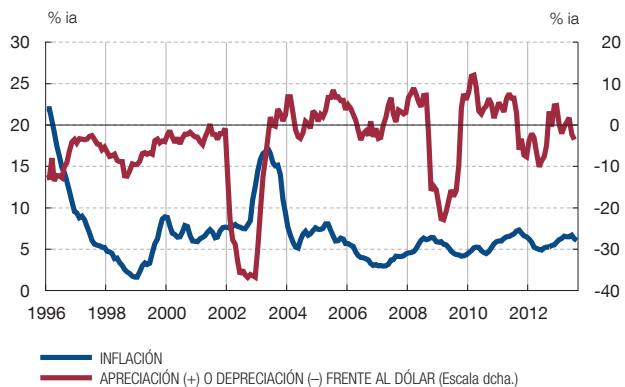
2 Banco Interamericano de Desarrollo (2013), *Recaudar no basta. Los impuestos como instrumento de desarrollo*.

3 En este caso, el modelo NIGEM.

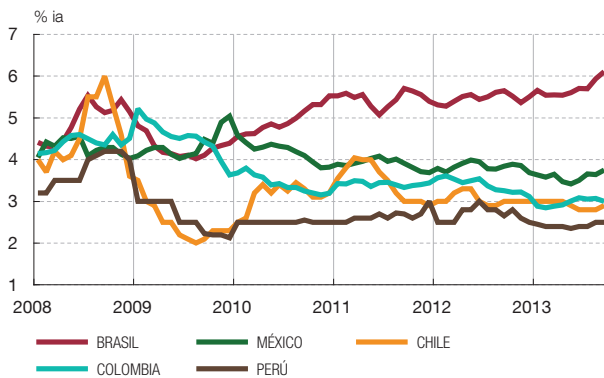
TASA DE INFLACIÓN



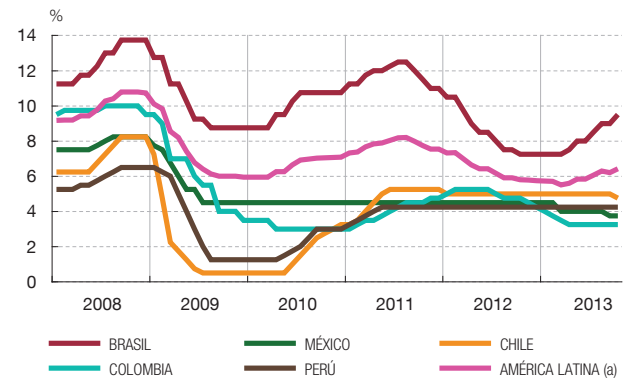
INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (a)



EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

a Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

la inflación en Venezuela (que sobrepasó el 46 % interanual) y, en menor medida, en Argentina (superior al 10 %, según la medición oficial). Entre los cinco países que mantienen objetivos de inflación, tan solo en Brasil se observaron tensiones, pues la inflación llegó a un máximo del 6,7 % interanual en junio, por encima del límite de la banda del banco central (6,5 %), iniciando posteriormente cierta corrección, hasta el 5,9 % en septiembre. En cambio, en los restantes países con objetivos de inflación, con la excepción de Perú, los precios al consumo registraron una tendencia al alza muy moderada, pero dentro de las bandas, y en algunos países como Chile o Colombia se mantuvieron en la parte baja del rango de objetivos (en torno al 2 % interanual).

Las perspectivas de inflación son inciertas. Por un lado, la desaceleración de la actividad debería mitigar las presiones de demanda que se observan en Brasil, Chile o incluso Perú. Por otro, la depreciación cambiaria acumulada en algunos países (principalmente Brasil) podría ser de suficiente entidad como para plantear algún riesgo al alza sobre los precios de los bienes comercializables, entre ellos los alimentos, aunque el *pass-through* se ha moderado apreciablemente en el transcurso de las últimas décadas (véase gráfico 9) y por el momento esos efectos solo son observables en los precios industriales. En este contexto, las expectativas de inflación se han mantenido sin grandes cambios en los seis últimos meses. Cabe destacar que en Brasil no se

País	2012			2013		2014
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Septiembre	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	5,8	Sí	5,9	5,8	5,7
México	3 ± 1	3,6	Sí	3,4	3,6	3,9
Chile	3 ± 1	1,5	Sí	2,0	2,4	2,9
Colombia	3 ± 1	2,4	Sí	2,3	2,7	3,1
Perú	2 ± 1	2,6	Sí	2,8	3,0	2,5

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

a *Consensus Forecasts* de septiembre de 2013 para final de año.

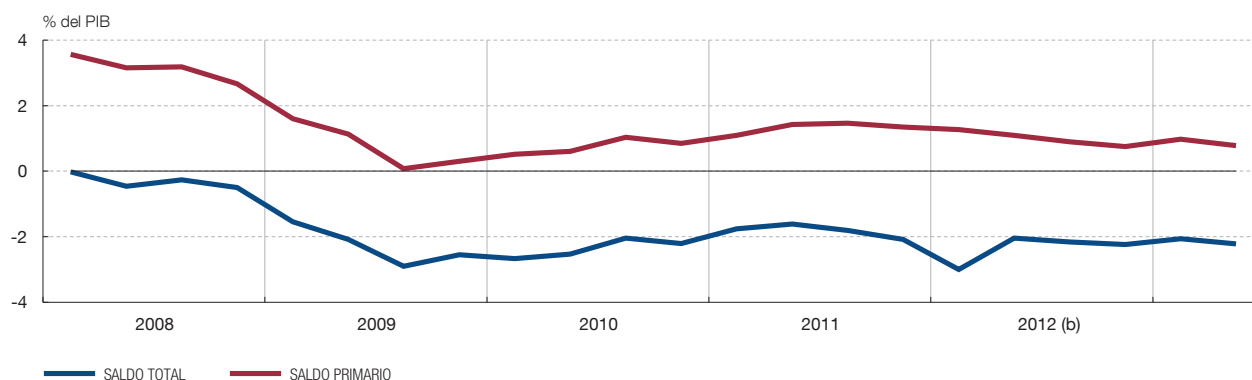
han moderado pese a la elevación de los tipos de interés oficiales (véanse cuadro 2 y gráfico 9).

Las respuestas de política monetaria y cambiaria de los distintos países en los seis últimos meses han sido diversas, en función de la intensidad de la depreciación de los tipos de cambio y de la situación de la inflación y la credibilidad del objetivo. En este sentido, en un extremo se situaría Brasil, donde la depreciación fue muy acusada y la inflación se ha mantenido por encima del objetivo de forma persistente durante los últimos tres años, de forma que las expectativas de inflación han registrado una deriva alcista gradual pero ininterrumpida. El banco central endureció significativamente su política monetaria, con cinco subidas de los tipos de interés oficiales entre abril y octubre, pese a que la recuperación de la economía es todavía incipiente (véase gráfico 9). En el extremo opuesto, en México la inflación subyacente alcanzó nuevos mínimos históricos, cercanos al 2,5 %, y el banco central bajó el tipo de interés oficial en 25 pb en septiembre, de manera inesperada, a pesar de la depreciación del tipo de cambio frente al dólar, de más del 10 % desde mayo a septiembre, y de sus mejores perspectivas de recuperación por la mejora de la economía estadounidense. También Chile recortó su tipo de interés oficial en 25 pb en octubre. Finalmente, ni Colombia ni Perú, con posiciones cíclicas diversas y diferentes grados de depreciación del tipo de cambio, modificaron sus tipos de interés de referencia, aunque sí indicaron una mayor predisposición a relajar sus políticas monetarias si fuera necesario, o utilizaron (como es el caso de Perú) la reducción del coeficiente de reservas bancarias.

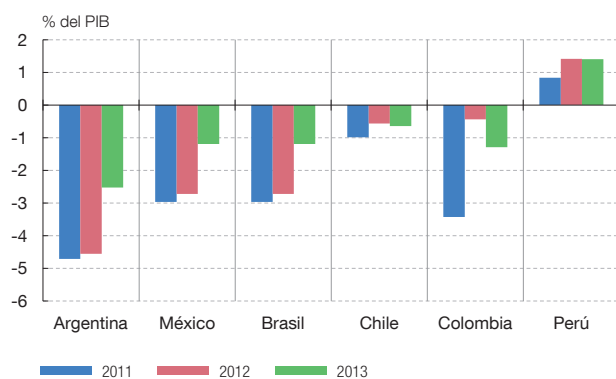
Frente a estas divergencias, un rasgo común ha sido la reacción de las políticas cambiarias: se ha tolerado una notable depreciación de los tipos de cambio en los momentos de tensión, aunque también se ha hecho uso de la intervención cambiaria para mitigar el riesgo de sobre-reacción (sobre todo en Brasil, pero también en Perú). Las reservas —medidas por casi cualquier métrica— son elevadas en los cinco países con objetivos de inflación (entre el 14 % y el 30 % del PIB), aunque en los últimos meses han tendido a reducirse en la mayoría de los casos, como consecuencia de las intervenciones, y las ratios de deuda externa a corto plazo sobre reservas, manejables. En el lado positivo, en muchos países la depreciación nominal acumulada corrige apreciaciones intensas y prolongadas, que habían erosionado la competitividad en ciertos casos. Por ello, es vista como un ajuste, en principio, benigno, que, si se mantuviera en términos efectivos reales, debería permitir una mejora a medio plazo de las balanzas corrientes.

En Argentina y Venezuela la inflación ha tenido un origen diferente y una dinámica más acentuada. La devaluación del bolívar venezolano a comienzos de año y los retrasos en la

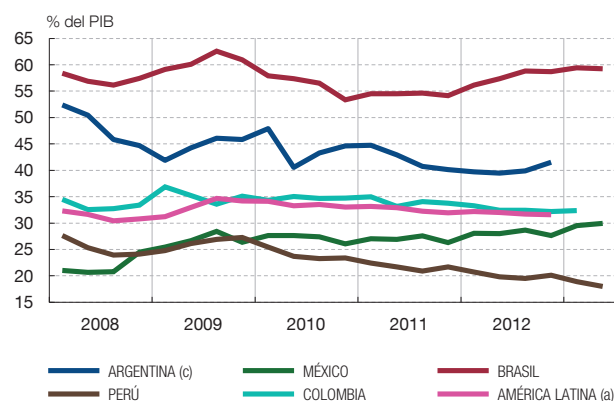
SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) PRESUPUESTARIO EN AMÉRICA LATINA (a)



SALDO AJUSTADO DE CICLO



DEUDA PÚBLICA BRUTA



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (*Fiscal Monitor*, abril de 2013) 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. En 2013, agregado sin Venezuela.
- c Excluida la deuda no presentada al canje en 2005 y 2010.

entrega de divisas para importar, el aumento de las presiones cambiarias contra el peso argentino y una situación de dominación fiscal en ambos países contribuyen a explicar que la inflación se haya mantenido significativamente más elevada que en el resto. Desde el punto de vista de la vulnerabilidad exterior, las posiciones exteriores de estos dos países son relativamente sólidas, pues muestran un superávit o déficit corriente pequeño, pero esta posición externa se ha deteriorado en el último año y, además, las reservas son bajas en una comparación internacional, presentan una tendencia decreciente y, en el caso de Venezuela, la mayor parte de ellas son denominadas en oro.

En el ámbito de la política fiscal, las cuentas públicas muestran una desaceleración generalizada por el lado los ingresos en la mayoría de los países, asociada en unos casos al ciclo, como en Brasil y México, y en otros también a la caída del precio de las materias primas (como Chile, México o Perú). Los gastos, sin embargo, continuaron creciendo más que los ingresos. En el promedio de la región, el déficit presupuestario se mantuvo en el 2% y el superávit primario en el 1% del PIB regional (véase gráfico 11). En este contexto, en Brasil se anunció en el verano un ajuste del gasto del 0,2% del PIB, en un intento de cumplir con un objetivo de superávit primario del 2,3%, que ya había sido revisado a la

baja antes del verano hasta el 2,6 %. El Gobierno de México solicitó al Parlamento la ampliación del objetivo de déficit al 0,4 % en 2013, debido a la debilidad cíclica. En conjunto, los planes de consolidación fiscal trazados tras la crisis se retrasan y los presupuestos para 2014 no presentan cambios respecto a esta tendencia; en algún caso se esperan aumentos en los déficits públicos. De esta forma, la recomposición de los márgenes fiscales se está haciendo a un ritmo lento.

## Comercio y reformas

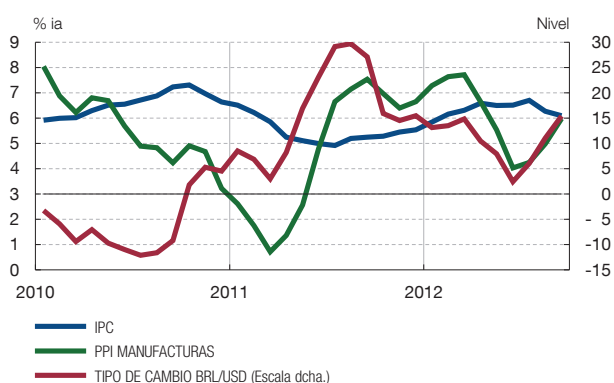
En el ámbito de la integración comercial regional, los principales avances tuvieron lugar en la llamada «Alianza del Pacífico», conformada por México, Chile, Perú y Colombia, que a finales de agosto alcanzó un acuerdo sobre los plazos para eliminar el 100 % de los aranceles entre sus miembros, la mayor parte de ellos antes de finales de 2013. Además, Costa Rica se incorporó a este bloque comercial tras firmar un acuerdo de libre comercio con Colombia y tenerlo ya con los otros tres miembros restantes —condición necesaria para la integración—. En el mismo sentido, Panamá firmó un tratado con Colombia, e inició negociaciones para establecerlo con México. Colombia firmó otro acuerdo para liberalizar el comercio exterior con Israel, en una estrategia de búsqueda de nuevos mercados fuera de la región, mientras que Costa Rica y Panamá también lo hicieron con los países de la EFTA (Noruega, Suiza, Islandia y Liechtenstein). Por su parte, Chile amplió el acuerdo de acceso preferente con la India. En MERCOSUR no se produjo ningún avance en materia comercial, tema que no fue incluido en la agenda de la pasada cumbre de julio, en un contexto de suspensión de inversiones bilaterales y discrepancias entre los dos principales socios del bloque. Brasil solicitó una mayor flexibilidad a sus socios para acelerar las negociaciones con otros actores del comercio mundial, principalmente la Unión Europea, y a finales de septiembre anunció la retirada de los aranceles a 100 productos de importación aplicados el pasado año. Finalmente, Ecuador solicitó su adhesión a MERCOSUR, al que también se reintegró Paraguay, tras haber sido suspendida su presencia en 2011.

En el ámbito de las reformas estructurales, en México se aprobaron las reformas del sector de las telecomunicaciones y del sector bancario, y se encuentran en proceso de tramitación parlamentaria dos de las propuestas más esperadas, la reforma del sector energético y la reforma fiscal, que cuentan con una mayor oposición que las anteriores. En Colombia se aprobó el Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE), que, entre otras medidas, amplía las ayudas al sector de la vivienda y reduce ciertos impuestos y aranceles, mientras que en Perú se anunció un paquete de medidas de reducción de trámites para iniciar proyectos y para la mejora de la financiación de pequeñas y medianas empresas con el fin de promover la inversión. Finalmente, en Argentina se suavizaron algunas de las reglas para la participación de inversores extranjeros en el sector petrolero.

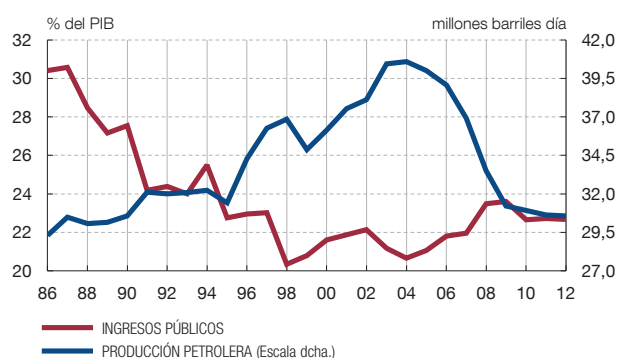
## Evolución económica por países

En *Brasil*, la recuperación prosiguió a ritmo lento, si bien el PIB sorprendió favorablemente en el segundo trimestre al crecer un 1,5 % en tasa trimestral (3,3 % interanual), al contrario que en el primero, cuando creció un 0,6 % trimestral (1,9 % interanual), por debajo de lo esperado. Por componentes de demanda, el consumo privado se desaceleró, situándose en una tasa interanual del 2,3 % en el segundo trimestre, en un contexto de inflación elevada, moderación del crecimiento del crédito al consumo y un tono algo menos favorable del mercado laboral, ya que, aunque la tasa de paro se mantuvo en mínimos (5,3 % en agosto), tanto la creación de empleo como el incremento de los salarios reales se moderaron en el semestre. En cambio, la inversión, que venía contrayéndose durante varios trimestres, repuntó notablemente (hasta una tasa interanual del 9 % en el segundo trimestre). A pesar de ello, existen algunas dudas sobre en qué medida esta recuperación es fruto de la efectividad de las medidas de estímulo (reducción de impuestos, ayudas a la exportación o promoción del crédito dirigido) y también sobre su continuidad, en un

BRASIL. EVOLUCIÓN DE PRECIOS Y TIPO DE CAMBIO



MÉXICO: INGRESOS PÚBLICOS Y PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO



FUENTE: Fuentes nacionales.

contexto de cierto endurecimiento en las condiciones de financiación y debilidad de los indicadores de confianza empresarial. La demanda externa mantuvo una notable aportación negativa en el conjunto del semestre, derivada principalmente de un comportamiento robusto de las importaciones, asociado a la recuperación de la inversión, mientras que las exportaciones se contrajeron con fuerza en el primer trimestre (caída del 5,7 % interanual), pero sorprendieron al alza en el segundo (incremento del 6,3 %). Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a que la actividad podría desacelerarse en la segunda mitad del año.

La inflación aumentó en la primera mitad del año, hasta alcanzar el 6,7 % interanual en junio, por encima del límite superior de la banda objetivo, impulsada por *shocks* de oferta en los precios de los alimentos, la relativa estrechez del mercado de trabajo —la inflación de servicios se mantuvo por encima del 8 % interanual— y la depreciación previa de la moneda. No obstante, esta inflación hubiera podido ser más elevada sin algunos recortes impositivos y de los precios de productos regulados que se introdujeron en este período. Desde junio, la inflación ha comenzado un cierto ajuste (véase gráfico 11), a pesar de que el tipo de cambio se depreció casi un 20 % adicional frente al dólar entre mayo y agosto, en parte por la moderación de los precios de los alimentos y efectos base positivos, situándose en un 5,9 % interanual en septiembre. El crédito siguió mostrando tasas de crecimiento elevadas, del 16 % interanual en términos nominales, como consecuencia del aumento del segmento dirigido, en especial del otorgado a empresas, que compensó la notable moderación del crédito libre. En este contexto, el banco central elevó, entre abril y octubre, el tipo de interés oficial en un total de 225 pb, situándolo en el 9,50 %. La fuerte depreciación de la moneda ante la tendencia de salida de capitales desde mayo condujo a la retirada de la mayoría de medidas macroprudenciales y de control de capitales adoptadas anteriormente (el impuesto IOF sobre la inversión extranjera en renta fija, el impuesto del 1 % sobre los incrementos en las posiciones cortas en USD y los requisitos de reservas con respecto a las posiciones cortas en divisas en manos de los bancos locales). Además, el banco central anunció un amplio programa de subastas de dólares desde agosto a final de año, tras el cual, y con la estabilización de los mercados financieros emergentes, el tipo de cambio se ha recuperado significativamente.

Por otra parte, el déficit por cuenta corriente se amplió a lo largo del año, hasta alcanzar el 3,6 % del PIB en agosto, ante la fuerte caída del superávit de bienes y los crecientes déficits por servicios. Los flujos netos de inversión directa financian la mayor parte del déficit externo, pero, a diferencia de años previos, no su totalidad. En el ámbito fiscal, se

elevó el límite de gastos deducibles del objetivo de superávit primario, reduciéndose este al 2,3 % del PIB. Aún así, debido a la caída de los ingresos, se ha anunciado un recorte fiscal de pequeña magnitud, para cumplir con el objetivo del año. En el proyecto de presupuestos de 2014 se mantiene el objetivo de superávit primario en el 3,1 %, pero con gastos deducibles por inversiones por un 1 %, por lo que el superávit primario objetivo podría reducirse al 2,1 % del PIB.

En *México* la economía registró en el primer semestre un comportamiento peor del esperado, desacelerándose notablemente (1,5 % interanual en el segundo trimestre frente al 3,2 % en promedio del semestre previo). El menor dinamismo se apreció, especialmente, en el segundo trimestre, en el que el PIB cayó un 0,7 % trimestral, aunque este dato estuvo afectado por una revisión metodológica en la elaboración del PIB que incluye un cambio del año base (de 2003 a 2008) y otorga un mayor peso a las actividades de construcción y servicios inmobiliarios, que registraron un mal desempeño por un retroceso temporal en la inversión pública. En este sentido, el componente de la demanda que registró una mayor atonía fue la inversión, que descendió un 0,2 % en el conjunto del primer semestre por la caída de la inversión pública, aunque también por un menor crecimiento de la inversión privada. El consumo privado registró un avance del 3 % en el semestre, con un menor apoyo del crédito al consumo, el lastre que supone el mal comportamiento de las remesas (que se sitúan en niveles reales de 2004) y cierta desaceleración de la creación de empleo (en parte por efecto de la reforma laboral, que a largo plazo puede tener efectos beneficiosos, pero que por el momento ha supuesto un menor ritmo de aumento del empleo informal). Asimismo, la demanda externa tuvo una contribución nula pese a la desaceleración de las importaciones, pues las exportaciones mantuvieron un mal desempeño ante la caída de las petroleras y el crecimiento casi nulo de las manufactureras. Los datos de alta frecuencia apuntan a cierta reactivación de la economía. Así, se observó una mejoría de las exportaciones de manufacturas ante un mayor dinamismo de la demanda externa, especialmente de la procedente de Estados Unidos, e incluso un aumento de las ventas al por menor indicativo de cierta recuperación del consumo privado.

Por su parte, la inflación, tras alcanzar en abril un 4,6 % interanual como consecuencia del incremento en el componente de alimentos y de algunos bienes regulados (eliminación paulatina del subsidio a la gasolina), se moderó rápidamente al desvanecerse estos *shocks* transitorios, situándose en el 3,4 % en septiembre, dentro de la banda objetivo del banco central ( $3\% \pm 1\%$ ). Además, la tasa subyacente ha permanecido en mínimos históricos (en torno al 2,5 %). En este contexto, el Banco Central redujo inesperadamente en septiembre el tipo de interés oficial en 25 pb, situándolo en el 3,75 %. En el plano fiscal, el déficit se mantuvo en el 0,5 % del PIB en el segundo trimestre del año, sin considerar la inversión de PEMEX, pero el descenso de los ingresos por la debilidad de la actividad llevó al Ejecutivo a solicitar al Parlamento una ampliación del déficit hasta el 0,4 % del PIB, frente al 0 % previsto. Para 2014 contempla en el presupuesto un déficit aún mayor, del 1,5 %, por el aumento en los gastos de inversión y de protección social. La balanza por cuenta corriente registró en el segundo trimestre un déficit del 1,7 % del PIB, mayor que en trimestres previos por el deterioro tanto del saldo comercial como de la balanza de rentas.

Finalmente, el impulso dado a las reformas por la actual Administración llevó a que dos agencias de *rating* mejoraran la calificación soberana del país, una aumentándola en un grado y otra mejorando las perspectivas de la misma. En este sentido, el objetivo de la reforma de las telecomunicaciones es aumentar la competencia y reducir los costes del sector, mientras la reforma financiera pretende mejorar los procesos de ejecución de garantías y de liquidación de entidades bancarias y potenciar la banca de desarrollo.

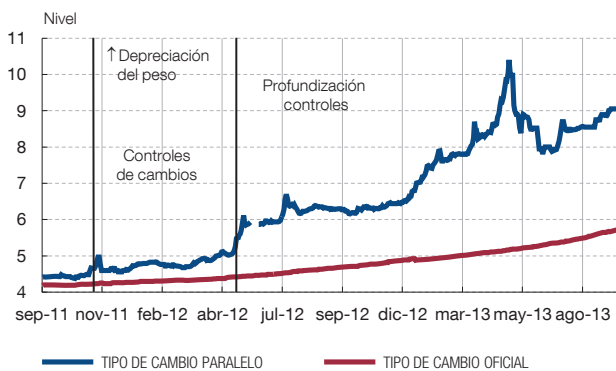
Estimaciones del Banco de México cifran el aumento del PIB potencial como consecuencia de esta última reforma en torno a 1,5 pp en el horizonte de los próximos tres años. Por su parte, la reforma energética, que pretende elevar la producción de crudo en un contexto de caída a niveles de 1998 (véase gráfico 11), permitiría el acceso del sector privado a determinadas actividades de exploración y extracción de crudo, reservando la propiedad del recurso natural al Estado. La reforma fiscal armonizaría los tipos impositivos del IVA entre distintos sectores de actividad, sin ampliar las bases impositivas, además de eliminar deducciones fiscales y elevar las tarifas máximas del impuesto sobre la renta. Se estima que todo ello podría elevar la recaudación en 1,4 pp de PIB a partir de 2014 en un contexto de caída de los ingresos públicos (véase gráfico 11). En la reforma fiscal se incluye también la aplicación, a partir del año que viene, de una regla fiscal estructural que permite desviaciones del equilibrio en momentos en los que el PIB crece por debajo de su tendencia, como sería el caso en 2014, y que aplique un techo al gasto corriente en situaciones de crecimiento por encima de la tendencia, frente a la actual regla de déficit cero para cada año.

La actividad en *Argentina*, tras la fuerte desaceleración del año pasado, mostró según cifras oficiales un apreciable repunte en la primera mitad de 2013, creciendo el PIB un 8,3 % interanual en el segundo trimestre tras el 3 % del primero. La recuperación puede estar sesgada al alza por factores estacionales (una producción agrícola importante) y por el mejor comportamiento del sector automotriz. Por componentes de demanda, el consumo se mantuvo como el principal motor del crecimiento favorecido por políticas públicas (fuerte aumento de subvenciones a hogares de baja renta) y por el aumento del crédito al sector privado (en torno al 30 % interanual en términos nominales), al tiempo que el mercado laboral mantuvo una solidez importante (la tasa de desempleo disminuyó al 7,2 %). Además, se ha producido una notable mejoría de la inversión, especialmente en el componente de bienes de equipo, gracias a la suavización *de facto* de algunas restricciones a la importación y a medidas administrativas que canalizaron el ahorro hacia la inversión. Por el contrario, al reactivarse las importaciones (21,3 %), la contribución de la demanda externa se volvió muy negativa (-1,9 pp en el primer trimestre y -2,2 pp en el segundo).

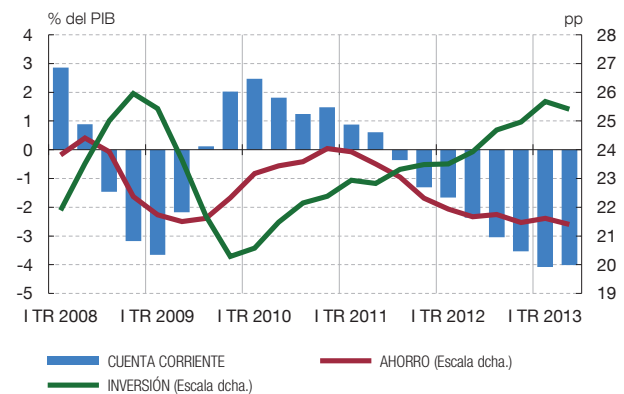
En paralelo a esta reactivación, la inflación oficial ha aumentado hasta el 10,5 % en septiembre, a pesar de una congelación temporal de los precios de los alimentos; el déficit primario se ha situado en un 0,2 % del PIB (pero en un 2 % si se corrige por las transferencias del Banco Central y los fondos de pensiones), y el déficit corriente, en un 0,3 % del PIB. Las reservas internacionales han disminuido en lo que va de año en más de 8 mm de dólares, situándose en torno a 35 mm de dólares como consecuencia de una caída de los depósitos en dólares, el creciente déficit energético y una aparente pérdida de eficacia de los controles de capital (que se endurecieron para el turismo). Así, fue anunciada una amnistía fiscal con el objetivo de aumentar la entrada de dólares en la economía. La prima entre el tipo de cambio oficial y el paralelo alcanzó un 100 % a finales de abril (véase gráfico 12), pero en los últimos meses se ha logrado cierta reducción (hasta el 60 %) por medio de un aumento de las tasas de interés en pesos (la tasa Badlar pasó del 14 % anual en marzo al 19,5 % en la actualidad) y un mayor ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial (en el último mes a una tasa anualizada del 30 %, situándose en 5,80 pesos por dólar). Los indicadores de coyuntura más recientes muestran una moderación en el ritmo de expansión de la economía, si bien una política fiscal más laxa antes de las elecciones legislativas de octubre mantiene cierto impulso. El índice bursátil subió en el semestre más de un 40 %, al actuar como refugio en un contexto de elevada inflación e incertidumbre cambiaria.



ARGENTINA. TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



CHILE: CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Banco Central de Argentina, Banco Central de Chile y Reuters.

Por su parte, el nivel del EMBI y de los CDS se mantuvo muy alto y volátil, pero descendió algo en el semestre, influido por el hecho de que, aunque la Cámara de Apelaciones de Nueva York ratificó la sentencia que obliga al país a pagar a los fondos demandantes que no admitieron el canje de deuda, de momento el fallo queda en suspenso ante posibles apelaciones. Argentina ha venido manteniendo una posición contraria a pagar a los *holdouts*, por lo que, de hacerse efectiva la sentencia, existiría el riesgo de impago técnico, al retenerse los pagos a los bonistas que aceptaron el canje para resarcir también a los fondos litigantes. El Gobierno argentino reaccionó a la sentencia anunciando por tercera vez la reapertura del canje de deuda para los *holdouts* en las mismas condiciones que en 2010, buscando reducir los argumentos para una sentencia negativa y abriendo la opción a los acreedores con títulos bajo leyes externas de que los cambien voluntariamente a jurisdicción doméstica. En principio, las apelaciones hechas por Argentina permiten aplazar el problema, pero si la sentencia se hace firme el canje de cambio de jurisdicción puede ser difícil. Por ello, S&P volvió a reducir la calificación de los bonos argentinos hasta CCC+.

El ritmo de crecimiento de la economía en Chile experimentó durante el primer semestre de 2013 una moderación superior a la esperada, aunque en tasas todavía muy sólidas. Así, en tasa trimestral, el PIB se expandió un 0,8 % el primer trimestre y un 0,5 % el segundo, y en tasa interanual un 4,5 % y un 4,1 %, respectivamente. La demanda interna, tras mostrar un comportamiento muy robusto en trimestres previos, registró una notable corrección (5,8 % interanual en el segundo trimestre frente a 8 % con el que terminó 2012) por la evolución de la inversión (que se moderó debido a la maduración del ciclo de inversiones mineras en un contexto de menor precio del cobre), aunque en el segundo trimestre también por el comportamiento de las existencias. Sin embargo, el consumo privado mantuvo su dinamismo (7 % interanual en el segundo trimestre) apoyado por las favorables condiciones laborales (tasa de desempleo del 5,7 % en agosto y salarios reales creciendo un 4 %, aunque recientemente se ha moderado la creación de empleo asalariado). Al mantener las importaciones también una elevada expansión, la aportación de la demanda externa fue negativa, aunque menos en el segundo trimestre que en el primero (-0,8 pp frente a -2,8 pp), en parte también como consecuencia de un repunte en las exportaciones mineras tras problemas de oferta previos. El superávit comercial ha caído casi un 65 % en el acumulado del año hasta septiembre, fruto de un aumento de las exportaciones del 1,1 % interanual y de las importaciones del 4,2 %, lo que ha ampliado el déficit por

cuenta corriente hasta el 4 % del PIB (véase gráfico 12), pese a una menor remisión de rentas mineras al exterior.

Los indicadores de alta frecuencia apuntan a que el consumo podría experimentar cierto ajuste, lo que se vería favorecido por unas condiciones crediticias más restrictivas y la reciente depreciación del peso (5 % respecto al dólar desde mayo), aunque la economía en conjunto parece estabilizarse. La inflación ha evolucionado de acuerdo con lo esperado, experimentando cierto repunte al diluirse algunos factores transitorios que la impulsaron a la baja (precio de la energía y comportamiento de los precios de bienes comerciables). Aún así, en septiembre se situó en el 2 % interanual, dentro del rango objetivo, y la subyacente se mantiene por debajo del 1,5 %. En este contexto, el banco central ha reducido la tasa de interés oficial hasta el 4,75 % en octubre ante el buen comportamiento de la inflación y la esperada moderación del consumo privado. En el plano fiscal, los menores ingresos anticipan un déficit próximo al 1 % del PIB para 2013.

En *Colombia*, tras la fuerte moderación de 2012, la actividad mantuvo un tono débil en el primer trimestre (2,7 % interanual), pero se recuperó sensiblemente en el segundo (4,2 % interanual). La contribución de la demanda interna fue superior a 3 pp en el conjunto del semestre, siendo principalmente la mejoría de la demanda externa, con una aportación de 0,9 pp, la que explica la recuperación en el segundo trimestre. El consumo privado también repuntó fuertemente (4,4 % interanual), apoyado en la reducción progresiva de la tasa de desempleo (9,9 % en julio), aunque el ritmo de creación de empleo se ha moderado. Por su parte, aunque la inversión creció menos en el segundo trimestre (4,2 % frente a 6,1 %), fue por un efecto base desfavorable y por la desacumulación de existencias. Así, mientras la inversión en obras civiles mantuvo un elevado dinamismo, la inversión no residencial evidenció cierta recuperación. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a la prolongación de este tono favorable. La inflación, que sorprendió a la baja en el primer trimestre por *shocks* transitorios en alimentos y precios regulados, ha iniciado posteriormente una senda ascendente, aunque en niveles reducidos (2,3 % interanual en septiembre). Además, la reciente depreciación (6 % respecto al dólar en términos anuales) parece estar teniendo una limitada transmisión a la inflación, permaneciendo las expectativas de inflación ancladas. En este contexto, el banco central ha mantenido la tasa de interés oficial en el 3,25 %. Asimismo, pese a la depreciación del peso, se mantuvo el programa de compra de dólares, aunque se ha reducido su cuantía para el período entre octubre y diciembre del presente año y se paralizó una propuesta de reforma que busca aumentar el nivel mínimo de activos en el extranjero de los fondos de pensiones nacionales. El déficit del Gobierno central está ampliándose ligeramente respecto al 1,9 % de 2012 como consecuencia de un menor dinamismo de la recaudación tributaria. Además, en abril se presentó un plan de estímulo económico, que incluye reducción de impuestos tanto al sector industrial como al agrícola y la ampliación hasta dos años más de la exención de aranceles a algunas importaciones. En el ámbito del sector externo, el déficit por cuenta corriente aumentó hasta el 3,2 % del PIB en el primer semestre reflejo del menor superávit comercial. Por último, S&P mejoró la calificación soberana a largo plazo en moneda extranjera de Colombia, situándola en BBB.

En *Perú*, si bien la economía mantiene un elevado dinamismo, se ha producido cierta desaceleración a lo largo del año. Así, en el segundo trimestre el PIB aumentó un 1,1 % en tasa trimestral (por debajo del 1,5 % registrado en el primero) y un 5,6 % en tasa interanual. El crecimiento se apoyó en la inversión y el consumo público (12,1 % y 8,5 % interanual, respectivamente, en el segundo trimestre). El consumo privado ha continuado cierto ajuste (5,3 % frente al 5,8 % del conjunto de 2012) en un contexto en el que merca-

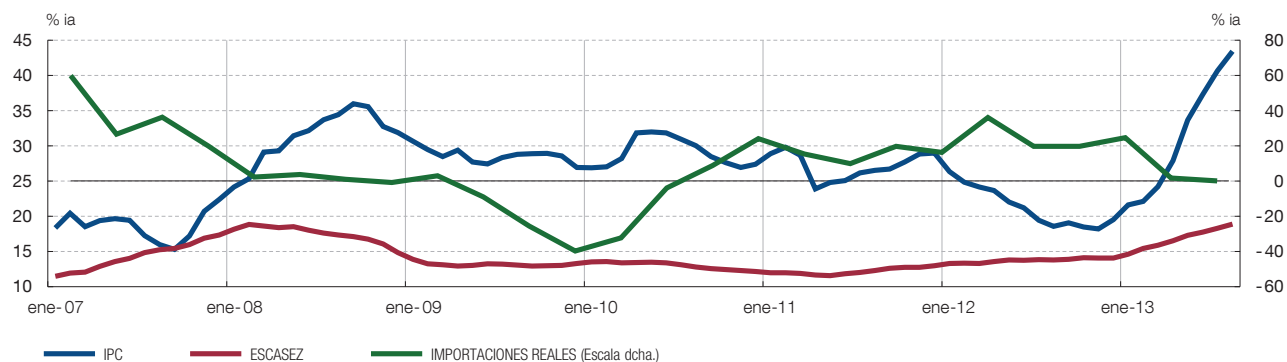
do laboral se mantiene fuerte (tasa de desempleo en mínimos históricos del 6 % y aumento de salarios reales del 3 %), pero el crédito al consumo se ha moderado notablemente. Una cierta desaceleración de las importaciones no ha compensado la moderación de las exportaciones, especialmente en el primer trimestre, con lo que la aportación de la demanda externa fue negativa (-3,8 pp en el primer trimestre y -1,1 pp en el segundo). Los indicadores de alta frecuencia apuntan a que se mantendría una desaceleración gradual. El déficit de la cuenta corriente aumentó en el segundo trimestre al 5 % del PIB debido a la fuerte reducción del superávit comercial.

Por su parte, la inflación se situó en un 2,8 % en septiembre, por encima del límite superior del intervalo objetivo del banco central (2 % +/- 1 pp), debido en parte a *shocks* temporales de oferta. La inflación sin energía y alimentos se ha mantenido dentro del rango meta y las expectativas de largo plazo siguen ancladas. En este contexto, el banco central mantuvo el tipo oficial en el 4,25 %, nivel que está vigente desde mayo de 2011, pero en cambio gestionó activamente las políticas macroprudenciales ante la depreciación de la moneda (un 7,6 % anual) y las turbulencias externas, revirtiendo parcialmente desde mayo los altos niveles de los coeficientes de reserva bancarios. Además, a partir de julio intensificó sus intervenciones en el mercado de cambios una vez consideró que se había corregido la sobrevaloración inicial de la moneda y que la depreciación podía ser excesiva. Por el lado fiscal, el sector público no financiero alcanzó en el segundo trimestre un superávit primario equivalente al 1,8 % del PIB, menor que el de trimestres previos por cierta moderación del incremento de los ingresos corrientes y un alto nivel de gasto, especialmente por los aumentos salariales del empleo público. Finalmente, S&P mejoró el *rating* soberano a largo plazo en moneda extranjera de Perú, situándolo en BBB+.

La economía de *Venezuela* registró una notable desaceleración en el primer semestre, más acusada en el primer trimestre (tras crecer el 5,6 % interanual en 2012, lo hizo un 0,5 % en el primer trimestre y un 2,6 % en el segundo). El principal factor detrás de este debilitamiento de la actividad fue el comportamiento de la inversión (-2,9 % en el segundo trimestre frente al 23,3 % de 2012) asociado a la paralización de la inversión pública después del primer trimestre y a las dificultades de las empresas para el acceso a la financiación en dólares. Además, las exportaciones en volumen volvieron a registrar tasas interanuales negativas, de modo que acumulan un descenso de un 35 % respecto al nivel de hace diez años. Por su parte, el consumo privado se mantuvo como el componente más dinámico (creciendo un 5,5 % en el segundo trimestre), aunque tendiendo a desacelerarse en un contexto de fuerte incremento de la inflación a lo largo del año (46,2 % interanual en septiembre), especialmente en el componente de alimentos, al tiempo que el indicador de desabastecimiento alcanzaba niveles máximos. El repunte de la inflación está causado por la devaluación del pasado mes de febrero, la escasez de divisas para importar —en este sentido es significativo que las importaciones, tras aumentar más de un 25 % en términos reales en 2012, hayan ascendido tan solo un 0,1 % en el segundo trimestre, lastradas por la fuerte caída de las importaciones privadas (-12 %), en especial de bienes intermedios— y el incremento del tipo de cambio paralelo. En julio comenzó a operar el nuevo sistema de subasta de dólares (SICAD), que parece no ser suficiente para cubrir la demanda de importaciones, y por ello el Gobierno ha anunciado que creará un tercer mercado oficial de divisas.

Las cuentas públicas cerraron el año 2012 con un fuerte incremento de déficit de la Administración central, que se situó en el 4,8 % del PIB, y del déficit público (que sería notablemente mayor por el déficit de otros organismos paraestatales). Aunque la devaluación de febrero restó algo de presión por el aumento de los ingresos públicos en moneda local, el

INFLACIÓN, ESCASEZ E IMPORTACIONES



FUENTE: Banco Central de Venezuela.

déficit sigue siendo muy elevado. Además, el superávit por cuenta corriente se situó en el segundo trimestre en el 1,5 % del PIB en términos anualizados, por debajo del 2,9 % de 2012, debido al menor superávit comercial, como consecuencia tanto de la caída del volumen de exportaciones como del descenso del precio del petróleo, dado que más del 96 % de las ventas al exterior son de esta materia prima, algunas de ellas a precios muy por debajo del mercado por los acuerdos preferenciales firmados por el Ejecutivo con países de la región o con China. Las reservas disminuyeron en el semestre en cerca de 3,2 mm de dólares, y la mayor parte de ellas están materializadas en oro.

14.10.2013.