

Introducción

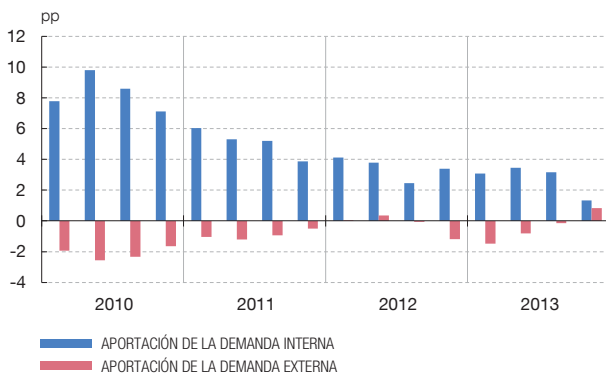
El anuncio de la Reserva Federal, en mayo de 2013, de que en algún momento podría empezar a reducir su ritmo de compra de activos (*tapering*) generó una fase de inestabilidad en los mercados financieros de América Latina —y en los mercados emergentes en general—, a la que siguió un período de cierta estabilidad y recuperación a partir de septiembre. De hecho, el inicio efectivo del *tapering* en diciembre fue asumido con relativa tranquilidad por los mercados. Sin embargo, al comienzo de 2014 se han reproducido algunos episodios intermitentes de tensión, uno de ellos con epicentro en Argentina, que han afectado con diferente intensidad a las economías emergentes, en función de sus vulnerabilidades y de elementos idiosincrásicos —en menor medida, en todo caso, a los países cuyas políticas económicas ya habían reaccionado en el episodio de mediados de 2013—. Hay que señalar, en todo caso, que el cambio de perspectivas sobre el ciclo monetario en Estados Unidos viene aparejado con la consolidación de la recuperación en ese país y, con más retraso, en otras economías avanzadas, recuperación que es un elemento favorable para la región. No obstante, el foco de principal preocupación en América Latina parece estar basculando, más recientemente, desde el endurecimiento de las condiciones monetarias globales hacia el riesgo de que China pueda desacelerarse más de lo previsto.

En este entorno de mayor debilidad en los precios de las materias primas, y con la brecha de producto cerrada en algunas de las principales economías de la región, en el segundo semestre de 2013 se produjo una desaceleración de la actividad en América Latina. El PIB promedio de los cinco países con objetivos de inflación (excluyendo Argentina y Venezuela¹) pasó de crecer un 3 % interanual en el segundo trimestre a un 2 % en el cuarto, de modo que, en el conjunto de estas cinco economías, el PIB creció un 2,3 % en 2013, por debajo del 2,9 % del año anterior y de las expectativas de recuperación que existían al comienzo del año. Además, la debilidad se ha ido extendiendo a más países: en 2012, solo Argentina y Brasil mostraban bajos ritmos de crecimiento, influidos por factores internos; en 2013, la desaceleración se ha trasladado progresivamente a otros países, como Venezuela, México, e incluso Chile. En todo caso, Chile, junto con Colombia y Perú, ha mantenido un crecimiento muy por encima de la media.

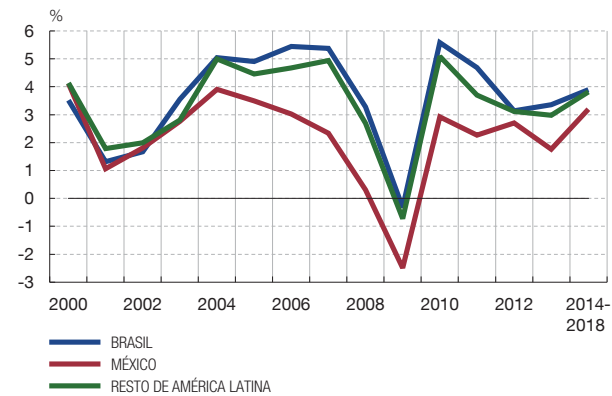
Aunque la casuística por países es amplia, un rasgo común en la desaceleración reciente es la moderación de la demanda interna, que pasó de crecer, en media, por encima del 3,5 % interanual en la primera mitad de 2013, a tan solo un 1,2 % en el cuarto trimestre, debido a la desaceleración experimentada en Brasil, Chile y México (véase gráfico 1). Por el contrario, la demanda externa ha comenzado a recuperarse en algunas economías en la parte final del año, si bien su aportación todavía es modesta —en línea con la recuperación lenta de las economías desarrolladas—; de hecho, en el conjunto de 2013 siguió trayendo crecimiento. Adicionalmente, en Argentina y Venezuela se ha acentuado la desaceleración del PIB, como consecuencia de factores específicos de estos países, que acumulan riesgos significativos.

¹ A la fecha de cierre de esta publicación, Argentina y Venezuela no habían publicado los datos de contabilidad nacional del cuarto trimestre de 2013, por lo que no ha sido posible elaborar el agregado América Latina-7 de los siete principales países de la región, tal y como es habitual. Se ha optado por construir un agregado América Latina-5, que incluye México, Brasil, Colombia, Perú y Chile, de modo que se pueda analizar el crecimiento reciente de la región y realizar comparaciones con trimestres anteriores.

COMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO EN AMÉRICA LATINA (a)



CRECIMIENTO ESTIMADO DE LA DEMANDA EXTERNA (b)



FUENTES: Bloomberg y Datastream.

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

b Crecimiento del PIB de los socios comerciales de las siete mayores economías de la región, ponderado por su peso en las exportaciones.

Las perspectivas de crecimiento de América Latina para 2014 se han seguido revisando a la baja en los últimos meses. En media, se espera un crecimiento parecido al de 2013, incluso ligeramente inferior, con una notable divergencia intrarregional. Por un lado, se espera que Perú, Colombia y, en menor medida, Chile conserven una dinámica sólida, aunque posiblemente menos intensa que en años anteriores. En México, las perspectivas son favorables, porque se espera que los factores temporales a los que se atribuye la desaceleración registrada en 2013 desaparezcan gradualmente en el curso del año, y también por el impulso a la confianza que ha supuesto el actual proceso de reformas. Por su parte, la economía brasileña parece haberse instalado en un ritmo de crecimiento reducido, que, en sentido positivo, podría contribuir a corregir parcialmente sus desequilibrios externos y a apuntalar su crecimiento en el medio plazo, en caso de que se profundice en la senda de reformas. Finalmente, Venezuela y Argentina entrarían en una fase de crecimiento reducido, con riesgos de recesión con elevada inflación.

En los países con objetivos de inflación, las presiones inflacionistas parecen manejables y las expectativas permanecen ancladas, aunque existen algunos riesgos al alza, derivados de las depreciaciones cambiarias —en algunos casos, sustanciales— y del incremento del precio de los alimentos, que podrían compensar el efecto moderador de la demanda interna y agravar los dilemas de política económica. Algunos países mantienen la capacidad de instrumentar políticas contracíclicas, como Perú, Colombia, México y Chile, que, al no tener presiones inflacionistas, han podido conservar un tono acomodaticio en sus políticas y asumir la depreciación del tipo de cambio. Sin embargo, en Brasil este margen parece más reducido en la actualidad, por la inflación persistente. En Argentina y Venezuela las tensiones inflacionistas se han agravado sustancialmente y, aunque las respuestas de política económica están siendo diferentes, ambas economías se enfrentan a una serie de restricciones macroeconómicas, singularizadas en la pérdida de reservas, que eliminan la posibilidad de aplicar políticas contracíclicas.

El año 2014 plantea algunas incertidumbres para América Latina. El impacto positivo de la recuperación en curso de la economía estadounidense sobre la región, concretado en una mayor demanda externa (véase gráfico 1), puede verse compensado, en mayor o menor

medida, por el endurecimiento de las condiciones de financiación y por cierta desaceleración de algunas economías emergentes. Un elemento de riesgo es la posibilidad de que la moderación de la actividad en China sea más intensa de lo esperado, lo que tendría un mayor impacto en los países más expuestos a esta economía y en los que la existencia de desequilibrios macroeconómicos limita el margen de actuación de la política económica. En conjunto, parece difícil que la región recupere el fuerte dinamismo mostrado en la salida de la gran recesión. Además, 2014 ofrecerá la posibilidad de comprobar si la depreciación acumulada del tipo de cambio es suficiente para acomodar estos *shocks* externos, y en qué medida limitará el margen de actuación de las políticas monetarias en el futuro. La gestión por parte de Venezuela y de Argentina de una situación de bajo crecimiento con importantes desequilibrios representa también otra incertidumbre importante. Todo ello pone de manifiesto la importancia de reforzar los marcos de política económica y priorizar las reformas estructurales que mejoren la competitividad.

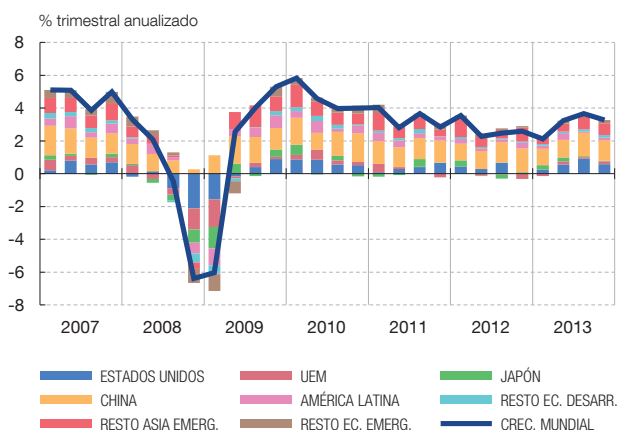
Entorno exterior

La evolución de la economía mundial en el último semestre ha seguido condicionada por dos factores destacados: por un lado, la desaceleración de diversas economías emergentes, en general, y las dudas sobre la sostenibilidad del ritmo de crecimiento en China, en particular; por otro lado, las expectativas de normalización del ciclo monetario en Estados Unidos. Tras un final de ejercicio de recuperación en los mercados financieros, apoyada en la clarificación de la estrategia monetaria en Estados Unidos y en los síntomas cada vez más extendidos de recuperación en las economías avanzadas, en el primer trimestre de 2014 se produjeron episodios puntuales de tensión en los mercados financieros emergentes, que ponen de manifiesto la persistencia de las dudas sobre la situación de algunas economías emergentes que pueden haber acumulado desequilibrios excesivos.

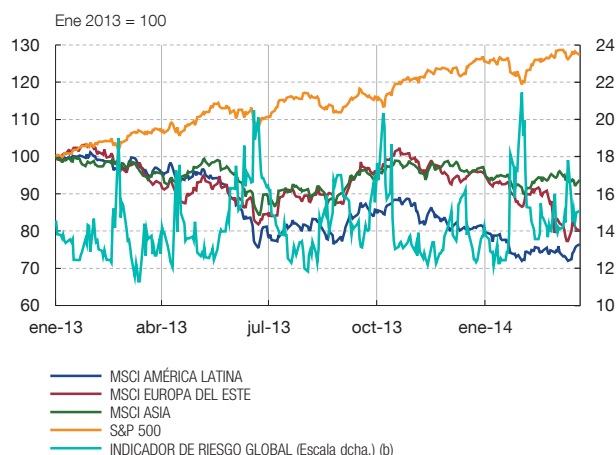
En este contexto, la actividad global se aceleró en la segunda mitad de 2013, hasta tasas en torno al 3,5 % (véase gráfico 2), 1 punto porcentual (pp) por encima del primer semestre, por el afianzamiento de la recuperación en las economías avanzadas, de modo que se prolongó la tendencia de recomposición del crecimiento global hacia este grupo de economías. Aunque los datos más recientes apuntan a una cierta moderación en el crecimiento de las economías avanzadas a comienzos de 2014, por factores temporales (como las adversas condiciones climatológicas en Estados Unidos), se espera que su fortalecimiento prosiga, en un contexto de menores ajustes fiscales que en 2013 (salvo en Japón), condiciones monetarias y financieras favorables (a pesar del endurecimiento), recuperación gradual de los mercados inmobiliarios y laborales, y aumento de la riqueza del sector privado. Por su parte, con la excepción de Japón, la inflación presentó una tendencia descendente en este grupo de economías, lo que en algún caso genera preocupación, como en el área del euro $-0,5\%$ en marzo—. Las autoridades monetarias de estos países se enfrentan a un panorama divergente; en algunos casos, como la Fed o el Banco de Inglaterra, están gestionando el cambio de ciclo monetario con modificaciones sucesivas en su estrategias de *forward guidance*; en otros, como el Banco de Japón o el BCE, se está valorando la posibilidad de proporcionar mayores estímulos. El balance de riesgos para las economías avanzadas ha mejorado, destacando, en todo caso, el aumento de los riesgos asociados a las bajas tasas de inflación.

En el segundo semestre de 2013 las tasas de crecimiento de las economías emergentes se situaron, en general, algo por debajo de las esperadas, manteniéndose la heterogeneidad en el ritmo de avance entre diferentes regiones. En promedio de 2013, China creció un 7,7 %, el resto de Asia emergente un 4,4 % y Europa del Este un 1,3 %,

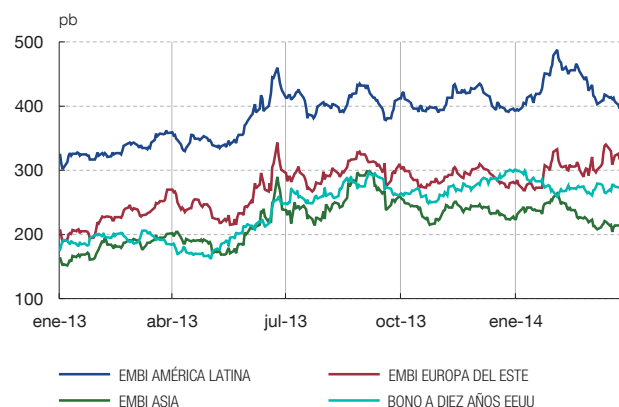
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



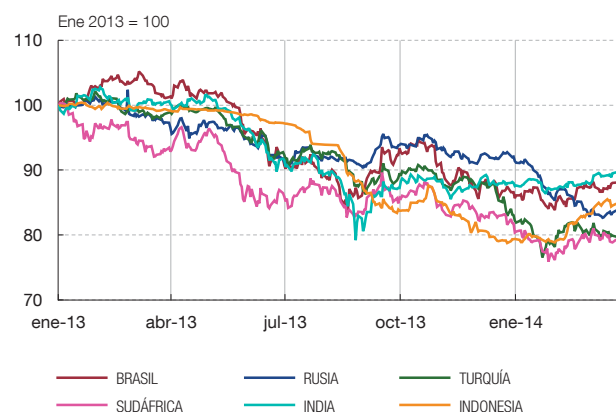
BOLSAS MUNDIALES E INDICADOR DE RIESGO GLOBAL (a)



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS



TIPOS DE CAMBIO FREENTE AL DÓLAR EN ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTES: Datastream y JP Morgan.

a Índices de bolsas en dólares.
b VIX.

mientras que América Latina se situó en una posición intermedia (2,3 %). El empeoramiento de las perspectivas de las economías emergentes ha continuado en la parte transcurrida de 2014. Aunque para este año se espera una estabilización del crecimiento en tasas similares a las de 2013, hay riesgos a la baja sobre este escenario, derivados de la posible reaparición de episodios de volatilidad financiera y de su impacto sobre la confianza de inversores y agentes, y de una desaceleración más intensa que la esperada en China. Estos riesgos son más relevantes para las economías con fundamentos más débiles. No obstante, conviene matizar que, salvo excepciones importantes, los desequilibrios acumulados recientemente por estas economías han sido moderados y los niveles de vulnerabilidad son menores que en el pasado, por la mayor solidez de sus marcos de políticas macroeconómicas, por la solvencia de sus sistemas bancarios y por la existencia de mecanismos de mitigación, como la capacidad de absorción generada por la flexibilidad cambiaria —en un contexto de menores descalces de moneda— y el elevado nivel de reservas de muchas de ellas. En cualquier caso, la mayor sensibilidad de los mercados ha limitado en algunos casos el margen para las políticas anticíclicas.

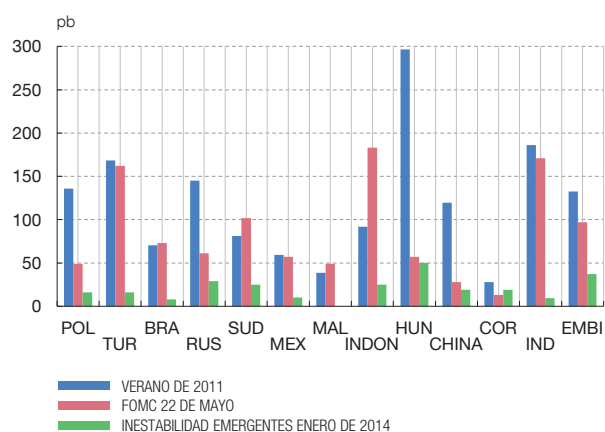
En el último cuarto de 2013, la evolución de los indicadores financieros de las economías emergentes se caracterizó por una recuperación de las bolsas y una tendencia al descenso de los diferenciales y de las primas de riesgo de impago (véase gráfico 2). Las bolsas recuperaron los niveles previos a la turbulencia de mayo, mientras que los diferenciales soberanos, medidos por el índice EMBI, se estabilizaron unos 70 puntos básicos (pb) por encima de los observados en el primer semestre de 2013. Los tipos de cambio recuperaron niveles cercanos a los observados en mayo, salvo los de las economías más vulnerables, que se mantuvieron depreciados entre un 8 % y un 10 % frente al dólar.

A comienzos de 2014, en el nuevo entorno de normalización gradual de las condiciones monetarias globales, la evolución de los mercados emergentes pasó a depender, en mayor medida, de factores idiosincrásicos, de índole tanto económica como política. En el contexto ya señalado de dudas sobre las perspectivas de China, las tensiones de carácter político y la debilidad del sector exterior en Turquía, o la fuerte y rápida depreciación del peso argentino, generaron nuevas turbulencias, a finales de enero, que fueron relativamente generalizadas pero más efímeras que el episodio de 2013 (véase gráfico 3). Estas turbulencias tuvieron menor impacto en economías cuyas políticas económicas ya habían reaccionado en 2013, como Brasil, Indonesia o India, aunque también pudo pesar en esta menor reacción la intensidad de la depreciación acumulada de los tipos de cambio. Posteriormente, los acontecimientos de Ucrania renovaron las tensiones, aunque el impacto tuvo un carácter más regional, afectando principalmente a los países de Europa del Este y a Turquía. Además, la baja volatilidad financiera a escala global y las bajas rentabilidades a largo plazo en Estados Unidos limitaron la extensión de estos episodios de turbulencias (véase gráfico 2). A finales de marzo, los indicadores financieros de los mercados emergentes se habían recuperado, en especial los de los países más afectados por la turbulencia de mayo. No obstante, en términos generales, el sentimiento inversor hacia los mercados emergentes es ahora menos favorable que hace un año, en un contexto en el que persisten las dudas sobre la evolución de la actividad y del sector financiero en China, con posibles repercusiones sobre la demanda externa de las economías emergentes y el precio de las materias primas.

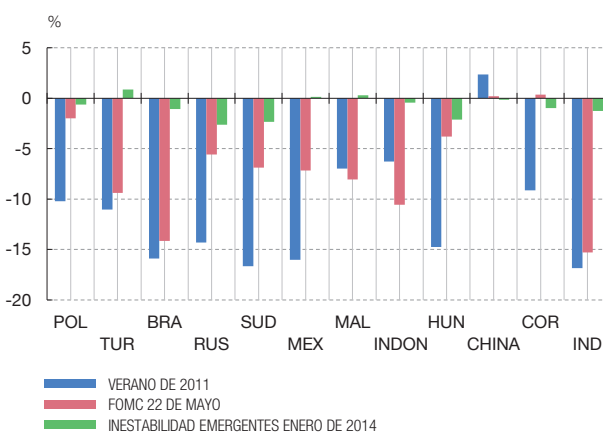
En paralelo, en los seis últimos meses se han observado fuertes salidas de los fondos de deuda y bolsa por parte de inversores minoristas de los mercados emergentes (véase gráfico 3), de acuerdo con las encuestas habitualmente utilizadas; además, los datos de balanza de pagos apuntan a una desaceleración de las entradas de cartera. Por su parte, las emisiones de renta fija en el conjunto de las economías emergentes se volvieron a situar en máximos históricos entre diciembre y enero, pero se ha constatado una desaceleración desde entonces. En un contexto de expectativas de menor liquidez global y de subidas de tipos de interés, es probable que las colocaciones de renta fija se orienten en mayor proporción hacia emisiones con colateral, tipo de interés variable, vencimientos más cortos y, posiblemente, con una calificación media superior. Estas características han empezado a manifestarse a partir del tercer o cuarto trimestre de 2013, pero aún de manera incipiente (véase gráfico 3).

Los mercados financieros latinoamericanos han mantenido una evolución similar a la del resto de mercados emergentes, con algún rasgo propio que apunta a cierta discriminación intrarregional. La caída de las bolsas fue muy intensa entre finales de septiembre y comienzos de 2014 (especialmente, en Brasil y Chile, aunque la evolución de México fue positiva), con una recuperación posterior de los índices, de modo que desde octubre de 2013 hasta marzo 2014 las bolsas latinoamericanas han acumulado una caída media del 1,3 %, frente a un aumento del 3 % de las asiáticas. Esta evolución estuvo marcada por los descensos en Brasil (-2,6 %) y Perú (-9,6 %); en México, la

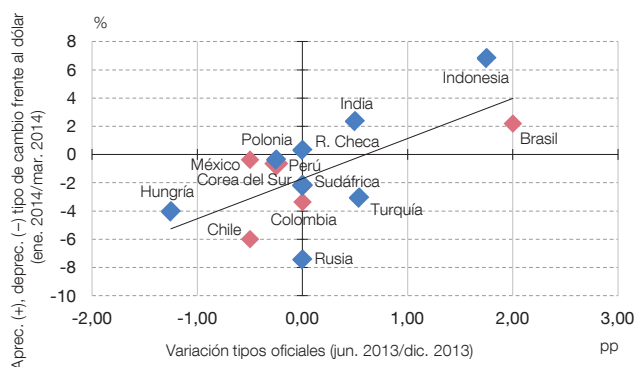
VARIACIÓN DEL DIFERENCIAL SOBERANO



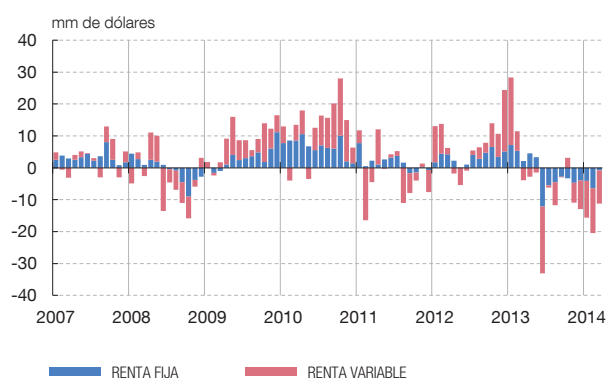
VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO



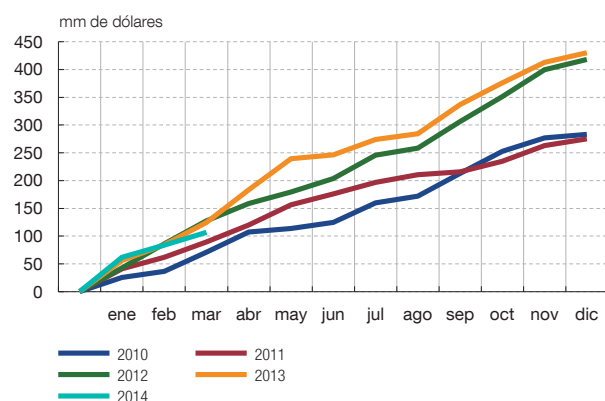
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



FLUJOS A FONDOS DE BOLSA Y DEUDA DE EMERGENTES



EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES
 (acumulados desde comienzos de cada año)



CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES DE RENTA FIJA DE ECONOMÍAS EMERGENTES

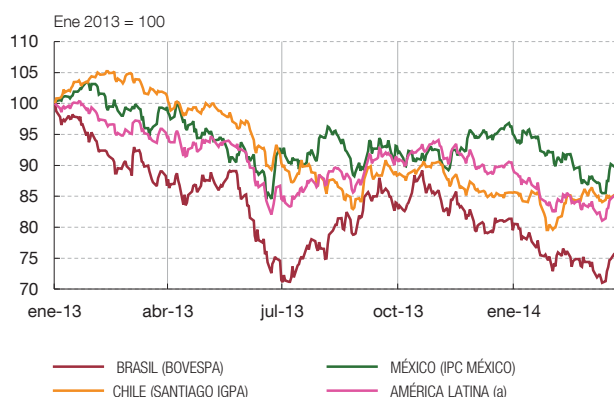


FUENTES: Datastream, Dealogic, EPFR y estadísticas nacionales.

caída fue inferior (-1 %), debido a la mayor correlación con las bolsas estadounidenses y a la mejora de expectativas por las reformas estructurales en el país.

Por su parte, los diferenciales soberanos de los países latinoamericanos se mantuvieron relativamente estables hasta el episodio de turbulencias de enero-febrero, cuando registraron

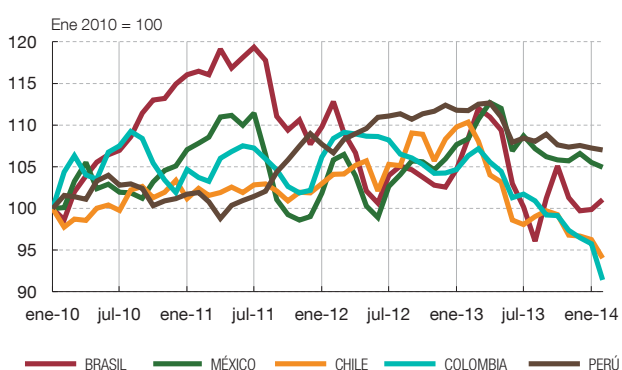
ÍNDICES DE BOLSA



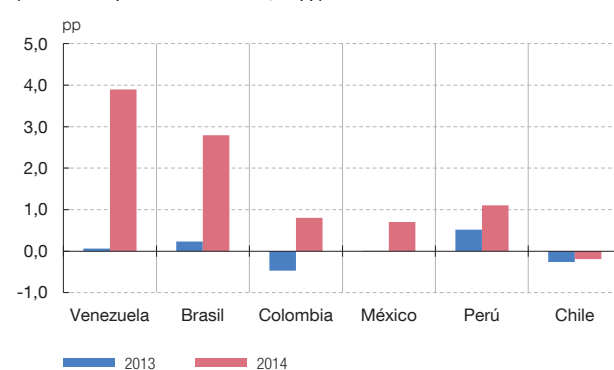
DIFERENCIALES SOBERANOS



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



TIPOS DE INTERÉS DE LOS BONOS A DIEZ AÑOS EN MONEDA LOCAL
(Variación respecto al año anterior, en pp)



FUENTES: Datastream, JP Morgan y estadísticas nacionales.

a Índice MSCI América Latina en moneda local.

cierta ampliación, que ha terminado revirtiendo a finales de marzo (véase gráfico 4). Las primas de riesgo soberano, medidas por el EMBI de América Latina, se situaron desde finales de marzo algo por debajo de los 400 pb para la región, cerca de la media de los últimos cuatro años. Esta evolución vino influida por el comportamiento del diferencial soberano de Argentina (que registró un descenso de 170 pb desde mediados de octubre, a raíz del giro experimentado por la orientación de la política económica tras las elecciones), compensado en parte por el aumento en Venezuela (100 pb). En conjunto, el descenso reciente del EMBI de América Latina ha sido de menor cuantía que el observado en otras regiones emergentes (15 pb desde mediados de octubre, frente a 40 pb en Asia), y con cierta diferenciación entre países. La estabilidad de los diferenciales soberanos ha sido compatible con un incremento sustancial de los tipos de interés de los bonos a largo plazo en moneda local desde finales de mayo de 2013, aunque, de nuevo, con una importante diferenciación por países (aumentos de casi 3 pp en Brasil, 1,7 pp en México y estabilidad en Chile) (véase gráfico 4). El comportamiento de los diferenciales ha sido similar al de las primas de riesgo de crédito cotizadas en los CDS, que en el último año y medio han registrado un reajuste acorde con la mayor percepción de riesgo en esta región y en el resto de regiones emergentes, e inverso al observado en las economías desarrolladas, tal como se analiza en el recuadro 1.

Tras la crisis financiera global de 2008 se observó un notable cambio en la percepción del riesgo entre los principales mercados desarrollados y emergentes, que ha revertido parcialmente en el último año y medio. Estos cambios de percepción se reflejan tanto en los ratings soberanos otorgados por las agencias de calificación crediticia como en algunos indicadores de mercado, como los *credit default swaps* (CDS). No obstante, el desplazamiento hacia la derecha de las curvas que relacionan los CDS con los ratings soberanos muestra que el riesgo medido por los CDS ha aumentado notablemente para un mismo nivel de rating (véase gráfico 1 panel 1). Además, la dispersión entre los ratings otorgados por las agencias y los implícitos en los CDS también ha aumentado.

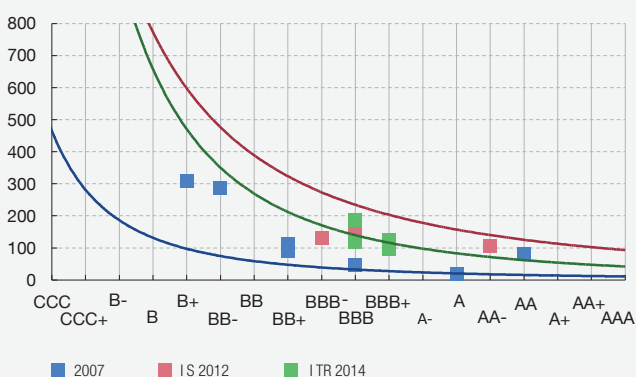
En este recuadro se analiza la relación entre los ratings soberanos otorgados por Standard & Poor's y el rating implícito en los CDS, que se deriva de una regresión del rating otorgado por la agencia sobre el nivel de las primas de impago cotizadas en los mercados de CDS. En los gráficos, movimientos hacia arriba de ambas variables denotan un menor riesgo de crédito.

En el panel 1 del gráfico 1 se observa la convergencia del riesgo de crédito entre economías avanzadas y emergentes —arrastrado el

primero por el deterioro en el área del euro—, medido tanto en términos de ratings implícitos como de los otorgados por la agencia. También se constata una clara divergencia entre el rating de las agencias y el riesgo percibido por los mercados en ciertos momentos del tiempo, singularmente a partir de 2010, tras el inicio de la crisis del euro. En ese momento, en las economías de la UEM sometidas a un fuerte estrés financiero se incrementó notablemente el riesgo de crédito implícito en los CDS, que quedó muy por debajo del rating otorgado por las agencias de calificación. Por el contrario, en el agregado de las economías emergentes el riesgo de crédito implícito en el CDS era menor que el revelado por los ratings de agencia. La situación comenzó a cambiar a finales del verano de 2012. Por un lado, la reducción de los riesgos extremos en el área del euro se reflejó en una mejora de sus ratings implícitos, situados ahora de nuevo por encima de los de agencia. La mejora volvió a centrarse en los países más afectados por la crisis y, para alguno de ellos, como España, el rating descontado se ha llegado a situar en marzo de 2014 hasta dos escalones por encima del otorgado por la agencia de calificación. Por el contrario, el deterioro en la percepción de las economías emergentes, sobre todo a partir de mayo de 2013, con el cambio de tono de la política monetaria en Estados Unidos, ha supuesto una revisión de su riesgo de crédito, de tal modo que ahora

1 RATINGS IMPLÍCITOS EN LOS CDS, POR ÁREAS

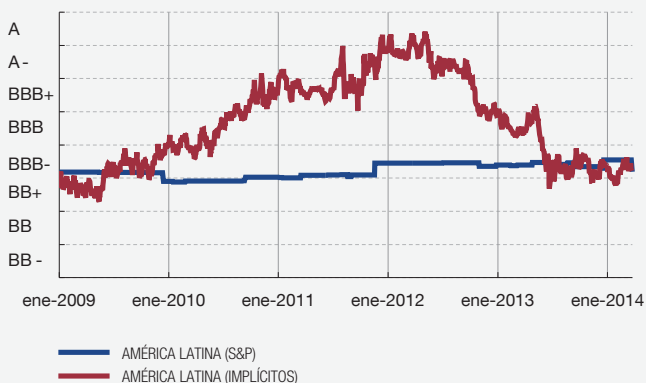
1 RATINGS OTORGADOS Y PRIMAS DE CDS



2 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS, POR ÁREAS



3 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS, POR ÁREAS



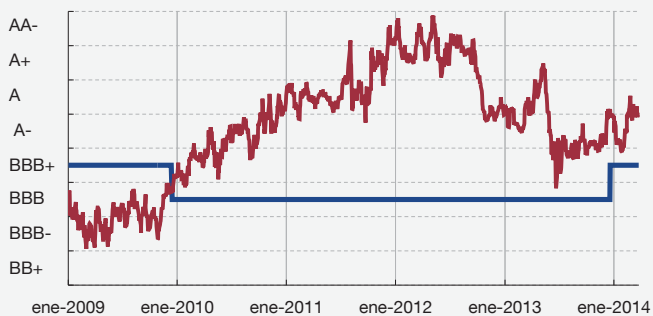
4 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS, POR ÁREAS



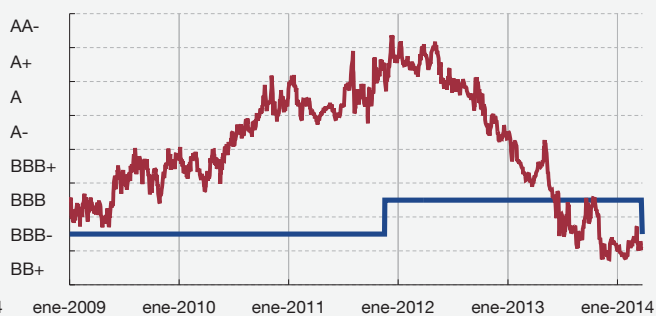
FUENTES: Standard & Poor's y Banco de España.

2 RATINGS IMPLÍCITOS EN LOS CDS: AMÉRICA LATINA

1 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS: MÉXICO



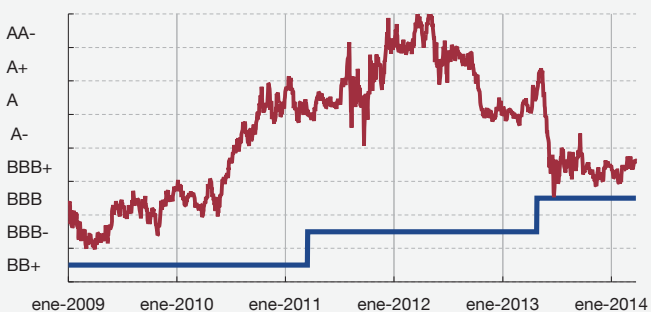
2 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS: BRASIL



3 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS: CHILE



4 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS: COLOMBIA



5 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS: PERÚ



6 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS: URUGUAY



7 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS: ARGENTINA



8 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS: VENEZUELA



— OTORGADO (S&P)

— IMPLÍCITO

FUENTES: Standard & Poor's y Banco de España.

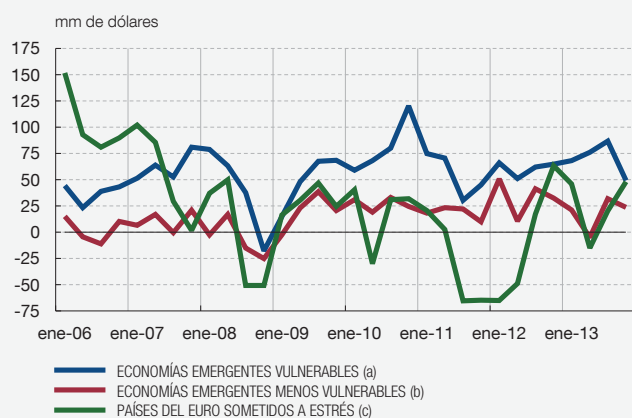
el *rating* implícito en las primas de los CDS soberanos es de BBB, dos escalones inferior al de la agencia de calificación. El deterioro del *rating* soberano implícito ha sido más acusado en Asia emergente —hasta dos escalones por debajo del otorgado—, mientras que en Europa del Este los *ratings* implícitos se mantuvieron alineados con los de agencia hasta febrero de 2014, cuando la crisis ucraniana llevó a un fuerte repunte de los CDS y a una caída de los *ratings* descontados.

En América Latina (véase panel 3 del gráfico 1) se ha observado una fuerte discrepancia entre el *rating* implícito en los CDS y el otorgado por las agencias, de hasta más de tres escalones, que la mejora paulatina de estos últimos no ha llegado a compensar. Sin embargo, el repunte de las primas de los CDS a partir de mediados de 2012 ha ocasionado la convergencia de ambas medidas hacia un *rating* BBB-. Por países, en Brasil se ha observado un descenso muy acusado del *rating* implícito desde comienzos de 2012, que anticipó con creces el recorte efectivo que finalmente se ha producido a finales de marzo (véase panel 2 del gráfico 2). Recientemente también se ha observado un descenso del *rating* soberano implícito de Colombia, Perú y Chile, países que se habían beneficiado de subidas recientes de la calificación soberana por parte de Standard & Poor's. En sentido contrario, en México los *ratings* implícitos en los CDS siguen siendo superiores a los otorgados por la agencia de calificación, incluso tras la subida reciente del *rating* otorgado (véase panel 1 del gráfico 2)¹, lo que refleja una percepción de menores vulnerabilidades que en el resto de la región. Finalmente, para Argentina y Venezuela —los de peor *rating* de agencia— el *rating* implícito es incluso más reducido, lo que refleja un nivel de riesgo de impago superior al de la agencia de calificación. En el caso de Uruguay, el deterioro del *rating* implícito ha sido menor que en otras economías de la región (véase panel 6 del gráfico 2), y en la actualidad se mantiene alineado con el de la agencia de calificación, justo en el umbral del grado de inversión (BBB-).

1 Algo parecido se observa para Corea, Polonia o Hungría.

3 FLUJOS DE CAPITALES POR ÁREAS

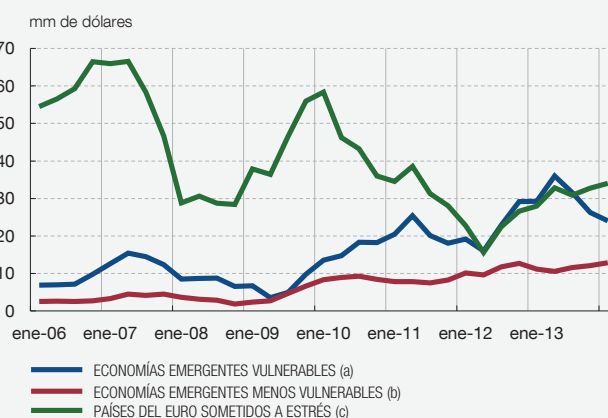
1 ENTRADAS DE CAPITALES DE CARTERA



La percepción de riesgo crediticio está fuertemente correlacionada con la evolución de los flujos de capital y el volumen de emisión en los mercados primarios de renta fija privada. En el gráfico 3 se recogen las entradas de cartera y las emisiones corporativas en mercados primarios para varios grupos de países: los emergentes con mayores vulnerabilidades (Turquía, Brasil, India, Indonesia, Sudáfrica y Rusia); los emergentes más estables (México, Corea y Polonia); y los países del área del euro sometidos a estrés financiero (Italia, Portugal, Irlanda y España). Como se observa, en paralelo con la desaceleración de los flujos de entradas de cartera y el menor ritmo de emisiones en el primer grupo, las del segundo se han mantenido relativamente estables, mientras que las de las economías europeas se han recuperado fuertemente, aún sin alcanzar los niveles previos a la crisis.

En definitiva, el análisis de los *ratings* implícitos en los mercados de CDS soberanos y su comparación con los *ratings* de agencia contiene información interesante respecto al comportamiento y perspectivas de los inversores sobre los países de interés. En la medida en que los movimientos de los *ratings* de agencia son mucho más lentos, los *ratings* implícitos pueden anticipar en algunos casos las revisiones de las agencias y consolidar la percepción de mayor o menor riesgo. No obstante, la volatilidad de los *ratings* implícitos muestra la variabilidad y el carácter pendular del sentimiento de los mercados. En concreto, la divergencia positiva de los *ratings* implícitos en las economías emergentes tras la crisis puede haber reflejado una sobre-reacción favorable a estos mercados, que se ha corregido recientemente. Otra conclusión interesante es cierta sustituibilidad que se aprecia entre las economías emergentes de los países del área del euro bajo estrés: la disipación de los riesgos de cola en estos últimos, en paralelo con la percepción de mayor vulnerabilidad en las economías emergentes, al hilo de los cambios en la política monetaria estadounidense, ha provocado una evolución en trayectorias opuestas, que se ha trasladado a los flujos de capitales: estos acuden en menor medida a las economías emergentes y retornan a las economías del euro, en un movimiento que revierte el que se produjo en años anteriores.

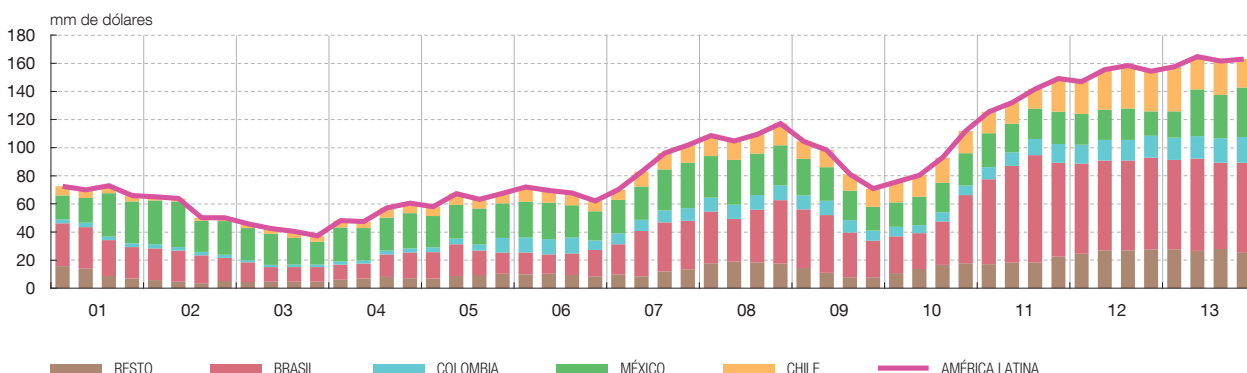
2 EMISIONES EN MERCADOS INTERNACIONALES



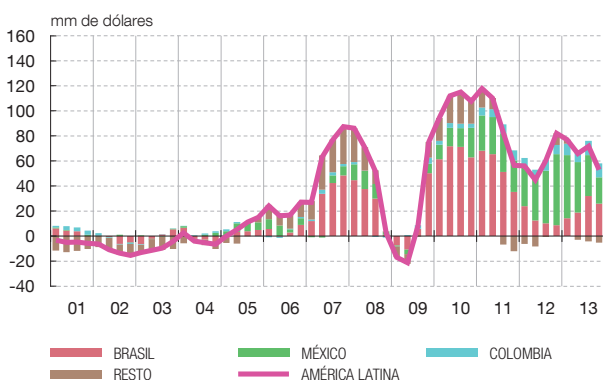
FUENTES: Datastream y Dealogic.

- a Turquía, Brasil, India, Indonesia, Sudáfrica y Rusia.
- b México, Corea y Polonia.
- c España, Italia, Irlanda y Portugal.

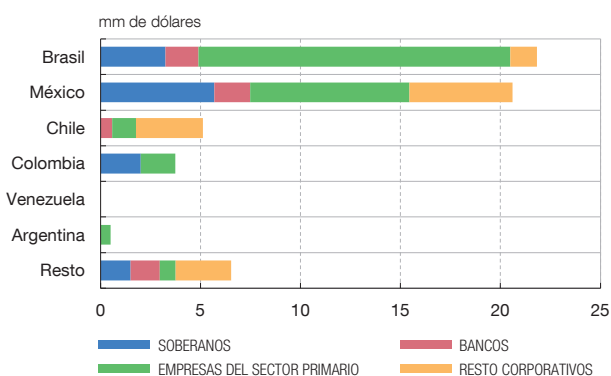
FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS EN DOCE MESES



FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



EMISIONES INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA: DE OCTUBRE DE 2013 A MARZO DE 2014

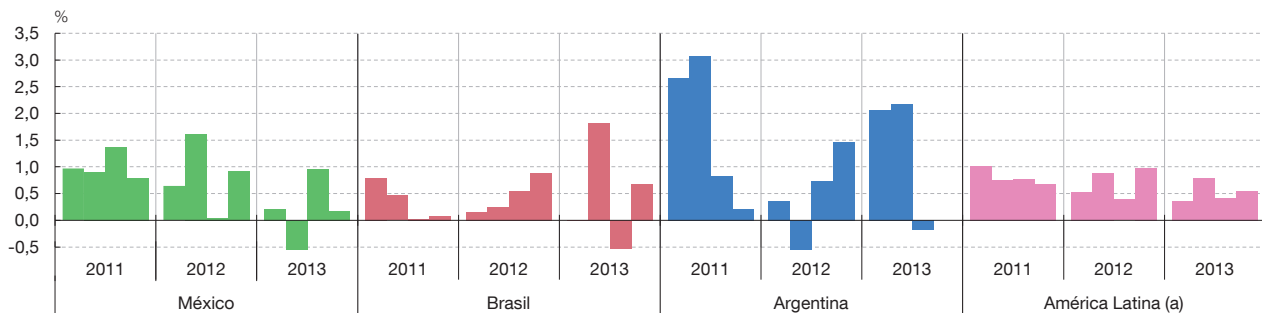


FUENTES: Datastream, Dealogic y estadísticas nacionales.

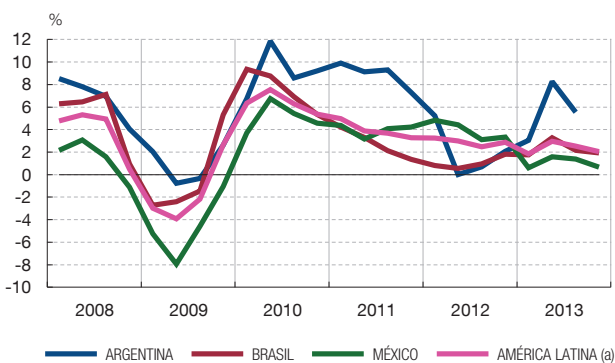
Los tipos de cambio de las monedas de la región mantuvieron una ligera tendencia general hacia la depreciación a lo largo de los seis últimos meses, con excepción del peso mexicano, que se apreció un 0,8 % desde octubre. La depreciación acumulada frente al dólar fue más acusada en el caso del real brasileño (-2 %), a pesar de la intervención del banco central en los mercados de divisas y de las sucesivas subidas del tipo de interés oficial, y en las monedas de países con economías más ligadas al precio de las materias primas, como Chile (-8,8 %) y Colombia (-3,2 %). En algunos casos, las depreciaciones registradas desde mayo de 2013 han permitido corregir la apreciación previa del tipo de cambio real (véase gráfico 4).

Finalmente, cabe destacar que, a pesar de las peores perspectivas de crecimiento, las economías latinoamericanas consolidaron un flujo de elevadas entradas de inversión exterior directa en 2013 (163 mm, 8,7 mm más que en 2012) (véase gráfico 5). Cabe destacar las entradas en México, que rompieron la tendencia a la baja registrada desde la crisis de 2008, así como el aumento de las entradas en Colombia y la recuperación de Venezuela, en el sector petrolero. En sentido contrario, Brasil, Perú y Chile registraron menores entradas, si bien en niveles históricamente elevados. Por otra parte, las entradas de capital de cartera se redujeron en cerca de 30 mm en 2013, hasta niveles similares a los de 2011 (véase gráfico 5), caída que se concentró en México y Chile en el segundo trimestre del año. Entre octubre de 2013 y marzo de 2014, las emisiones de renta fija de la región alcanzaron los 60 mm de dó-

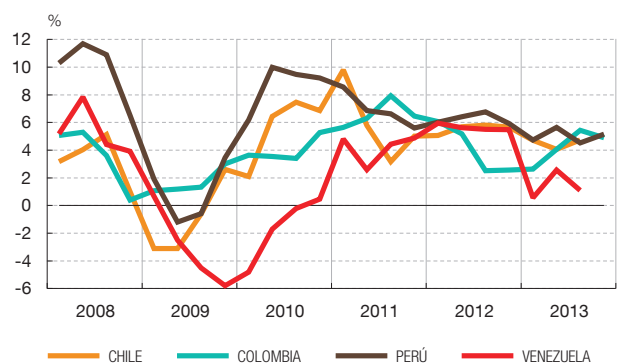
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas trimestrales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



FUENTE: Estadísticas nacionales.

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

lares, destacando la actividad emisora en México, tanto por parte del Tesoro —con operaciones de refinanciación de deuda a corto plazo y emisiones a muy largo plazo en divisas— como de la petrolera estatal (23% del total entre ambos), y una colocación de 8,5 mm de dólares por parte de la petrolera estatal brasileña (véase gráfico 5).

Actividad y demanda

Las economías latinoamericanas² no pudieron consolidar en el segundo semestre de 2013 la incipiente recuperación que se atisbaba a mediados de año (véanse gráfico 6 y cuadro 1). Tras un crecimiento intertrimestral relativamente débil en el tercer y cuarto trimestres, el PIB promedio de la región se desaceleró del 3,5% interanual en el segundo trimestre al 2% en el cuarto. Dentro de esta moderación general de la actividad, siguió habiendo una notable heterogeneidad intrarregional. Así, la actividad en Colombia y Perú, con crecimientos anuales del 4,3% y del 5%, respectivamente, fue mucho más sólida que la media, especialmente en la segunda mitad del año, cuando Colombia registró tasas de crecimiento superiores a las observadas en 2012. Chile, cuya economía venía desacelerándose suavemente, sorprendió a la baja en el cuarto trimestre, con una caída en tasa trimestral que llevó el crecimiento interanual a un 2,7% a finales de año. Tanto México

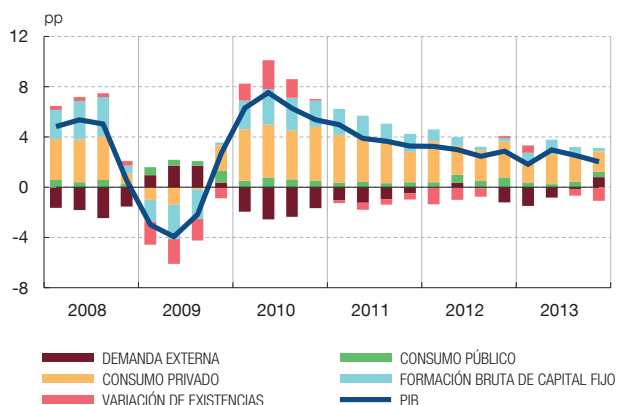
2 Todos los datos del agregado se refieren a América Latina-5 (véase la nota 1 a pie de página).

	2011	2012	2013	2012				2013				2014
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	Marzo
PIB (tasa interanual)												
América Latina-7 (a)	4,5	2,9	—	3,6	2,8	2,5	3,0	1,9	3,6	2,8	—	
América Latina-5 (a)	3,9	2,9	2,3	3,2	3,0	2,5	2,9	1,8	3,0	2,5	2,0	
Argentina (b)	8,9	1,9	3,0	5,2	0,0	0,7	2,1	3,0	8,3	5,5		
Brasil	2,7	1,0	2,3	0,8	0,6	0,9	1,8	1,8	3,3	2,2	1,9	
México	4,0	3,9	1,1	4,8	4,4	3,1	3,3	0,6	1,6	1,4	0,7	
Chile	5,8	5,4	4,1	5,1	5,8	5,5	5,2	4,9	3,8	5,0	2,7	
Colombia (c)	6,6	4,0	4,3	6,1	5,2	2,5	2,6	2,6	4,0	5,4	4,9	
Venezuela	4,2	5,6	—	5,9	5,6	5,5	5,5	0,6	2,6	1,1	—	
Perú	6,9	6,3	5,0	6,0	6,4	6,8	5,9	4,7	5,6	4,5	5,2	
IPC (tasa interanual)												
América Latina-7 (a)	6,8	6,2	7,3	6,6	6,1	6,1	6,1	6,4	7,2	7,5	8,0	—
América Latina-5 (a)	4,9	4,5	4,5	4,7	4,3	4,6	4,5	4,5	4,9	4,4	4,3	4,6
Argentina (b)	9,8	10,0	10,6	9,7	9,9	10,0	10,6	10,8	10,4	10,5	10,7	—
Brasil	6,6	5,4	6,2	5,8	5,0	5,2	5,6	6,4	6,6	6,1	5,8	6,2
México	3,4	4,1	3,8	3,9	3,9	4,6	4,1	3,7	4,5	3,4	3,7	3,8
Chile	3,3	3,0	2,1	4,1	3,1	2,6	2,2	1,7	1,9	2,3	2,5	3,5
Colombia	3,4	3,2	2,0	3,5	3,4	3,1	2,8	1,9	2,1	2,3	1,8	2,5
Venezuela	27,2	21,1	38,3	25,1	22,3	19,0	18,8	22,6	33,0	43,4	52,9	—
Perú	3,4	3,7	2,8	4,2	4,1	3,5	2,8	2,6	2,5	3,1	3,0	3,4
Saldo presupuestario (% del PIB) (d)												
América Latina-7 (a) (e)	-2,1	-2,3	—	-2,0	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,6	—	
Argentina (b)	-1,7	-2,6	—	-1,9	-1,7	-1,9	-2,4	-2,5	-2,0	-2,3	—	
Brasil	-2,6	-2,5	-3,3	-2,4	-2,6	-2,8	-2,5	-2,8	-2,8	-3,3	-3,3	
México	-2,5	-2,6	-2,4	-2,7	-2,4	-2,2	-2,5	-2,0	-2,2	-2,7	-2,3	
Chile	1,5	0,6	-0,7	1,6	1,1	0,4	0,6	0,2	-0,7	-0,5	-0,7	
Colombia	-2,0	-1,9	-1,9	-2,5	-1,0	-1,2	-1,9	-1,4	-2,5	-2,7	-2,3	
Venezuela	-4,0	-4,8	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
Perú	0,9	1,3	1,3	1,3	2,4	1,6	1,3	1,2	0,7	0,5	0,4	
Deuda pública (% del PIB)												
América Latina-7 (a) (e)	39,1	40,9	—	40,1	40,8	41,0	41,2	41,4	41,3	36,4	—	
Argentina (b)	40,1	41,5	—	39,7	39,5	39,9	41,5	40,6	39,9	—	—	
Brasil	54,2	58,7	57,2	56,2	57,3	58,8	58,7	59,4	59,1	58,3	57,2	
México	28,1	27,7	30,0	28,1	28,0	28,7	27,7	29,3	29,8	30,4	30,0	
Chile	11,1	11,9	12,8	11,2	11,5	11,3	11,9	11,5	12,1	12,6	12,8	
Colombia	33,4	32,2	—	32,9	32,4	32,4	32,2	33,0	33,3	35,0	—	
Venezuela	36,5	—	—	35,1	—	—	—	—	—	—	—	
Perú	21,7	20,1	18,6	20,7	19,8	19,5	20,1	18,9	17,9	17,2	18,6	
Balanza cuenta corriente (% del PIB) (d)												
América Latina-7 (a)	-1,0	-1,6	—	-0,9	-1,2	-1,3	-1,6	-2,1	-2,3	-2,5	—	
Argentina (b)	-0,5	0,0	—	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,7	—	
Brasil	-2,1	-2,4	-3,6	-2,0	-2,2	-2,2	-2,4	-3,0	-3,2	-3,6	-3,6	
México	-1,1	-1,2	-1,8	-1,0	-1,0	-0,7	-1,2	-1,5	-1,7	-2,0	-1,7	
Chile	-1,2	-3,4	-3,4	-1,7	-2,4	-3,0	-3,5	-4,0	-4,1	-3,5	-3,4	
Colombia	-2,9	-3,2	-3,4	-2,7	-3,1	-3,3	-3,3	-3,6	-3,3	-3,3	-3,4	
Venezuela	7,7	2,9	—	6,9	5,7	4,2	2,9	1,7	1,3	1,9	—	
Perú	-1,9	-3,3	-4,9	-1,5	-1,7	-3,0	-3,3	-4,2	-4,5	-4,6	-4,9	
Deuda externa (% del PIB)												
América Latina-7 (a)	20,3	21,2	—	20,5	20,2	21,1	21,1	21,6	20,6	21,2	—	
Argentina (b)	31,5	29,7	—	33,2	28,1	29,9	29,3	30,7	24,5	27,5	—	
Brasil	12,1	13,9	13,9	12,1	12,7	13,5	13,9	14,6	14,1	13,7	13,8	
México	18,1	19,3	20,5	18,4	19,1	19,3	19,3	19,1	18,7	19,3	20,5	
Chile	39,2	44,1	47,2	39,4	40,0	42,0	44,1	43,5	42,9	44,4	47,2	
Colombia	22,5	21,3	24,4	20,7	20,6	21,5	21,3	21,7	22,2	23,9	24,4	
Venezuela	35,0	31,1	—	33,3	31,9	31,8	31,1	31,2	32,0	32,7	—	
Perú	26,9	29,5	29,2	28,8	28,9	29,9	29,5	30,5	29,6	29,3	29,2	

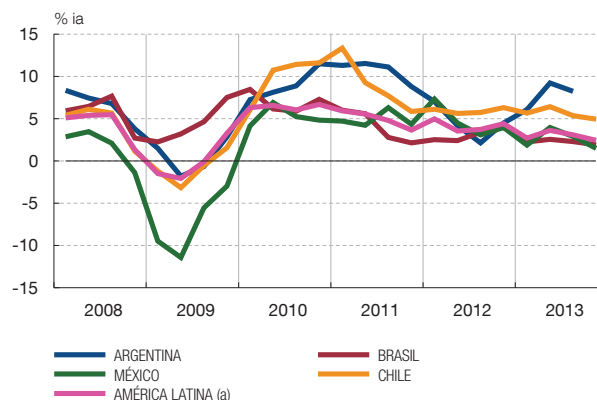
FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a América Latina-7: los siete países representados. América Latina-5: excepto Argentina y Venezuela.
b Datos oficiales. A finales de 2013 se ha producido un cambio metodológico en el PIB y solo se han publicado, por el momento, datos anuales reales. En diciembre de 2013 se empezó a publicar la nueva serie oficial del IPC (IPC Nacional Urbano). No está prevista la publicación de tasas interanuales hasta diciembre de 2014.
c Ajustado de estacionalidad.
d Media móvil de cuatro trimestres.
e Los datos trimestrales del agregado de América Latina no incluyen Venezuela.

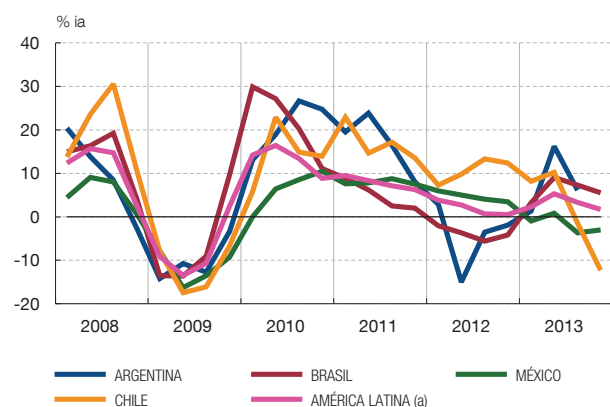
APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB (a)



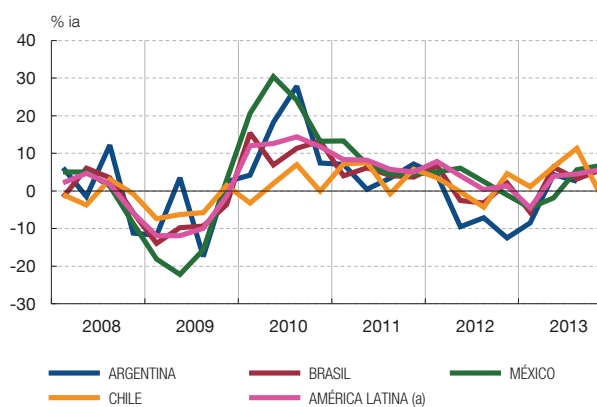
CONSUMO PRIVADO



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



EXPORTACIONES



FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

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

(con un exiguo 1,1 % en el año y un 0,7 % interanual en el cuarto trimestre) como Brasil (con un 2,3 % anual en 2013 y un 1,9 % en el cuarto trimestre) mostraron una moderación más evidente en sus ritmos de crecimiento, si bien Brasil resistió mejor de lo esperado en la parte final del año. Argentina y Venezuela, por su parte, experimentaron un parón brusco de la actividad, en un contexto en el que, a pesar de las diferencias en las respuestas de política económica, la situación de fondo (deterioro de las cuentas públicas, sobrevaloración del tipo de cambio real, presiones cambiarias y agotamiento de las reservas internacionales de divisas) parece hacer inevitable el ajuste.

Por componentes, el principal determinante de la moderación del crecimiento en la segunda mitad de 2013 fue la debilidad de la demanda interna, lo que constituye una diferencia importante con respecto a la composición del crecimiento de los últimos años (véase gráfico 7). Aunque su perfil interanual mostró altibajos a lo largo de 2013, la demanda interna ha tendido a suavizar su dinamismo hacia tasas cercanas al 1 % interanual en el cuarto trimestre de 2013, 2 pp por debajo de la de comienzos de año. En cambio, la demanda externa dejó de contribuir negativamente al crecimiento, pasando a tener una aportación positiva (+0,8 pp) desde el cuarto trimestre, en un contexto de mejora gradual de las exportaciones y de pérdida de dinamismo de las importaciones. Esta evolución

puede ser un signo incipiente de reequilibrio en las fuentes de crecimiento de la región, con una contribución menos expansiva de la demanda interna con respecto a los últimos años y una más positiva del sector exterior.

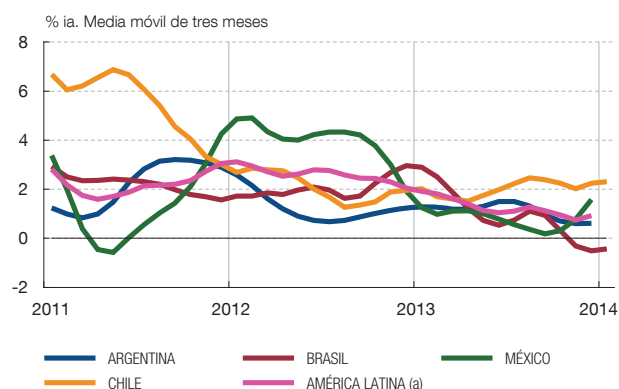
La desaceleración de la demanda interna tuvo su origen en el debilitamiento de la formación bruta de capital (véase gráfico 7), que, tras repuntar en el promedio de la región hacia tasas del 5,5 % interanual en el segundo trimestre, no pudo consolidar ese ritmo y terminó el año creciendo un 1,5 % interanual, aunque con una importante dispersión entre países. En México y en Chile la inversión registró tasas interanuales del -3 % y el -12,7 %, respectivamente (en el primero con un importante componente transitorio y en el segundo de manera inesperada), y en Perú se desaceleró de forma súbita hasta el 1,2 % interanual, desde el 9,5 % en el segundo trimestre. Sin embargo, en Brasil, donde la inversión había languidecido en 2012, se produjo una recuperación, más intensa en la parte central del año -9,1 % interanual en el segundo trimestre- y algo más moderada después, con un avance del 5,5 % interanual en el cuarto trimestre. En Colombia, tras un comienzo suave en 2013, repuntó fuertemente, hasta el 8 % a finales de año.

En el promedio de la región, el principal motor de la demanda interna siguió siendo el consumo privado (véase gráfico 7), que mantuvo tasas de avance robustas, gracias a la solidez que siguen mostrando los mercados laborales, pues la tasa de paro cerró el año 2013 en el 6,1 % de la población activa, en torno al mínimo histórico. Pese a ello, la creación de empleo tendió a moderarse (véase gráfico 8), en línea con lo ocurrido en 2012, y otros determinantes del consumo, como los salarios y el crédito, registraron crecimientos menores que los observados con anterioridad. Ello puede explicar que en países como Brasil y México se haya observado una sensible desaceleración del consumo privado, hacia tasas del 1,9 % y el 1,5 % interanual, respectivamente, en el cuarto trimestre del año. Finalmente, el consumo público mantuvo un ritmo de avance elevado en la mayoría de países de la región, especialmente entre los más dinámicos, como Colombia, Perú y Chile, donde superó el crecimiento de los dos años previos.

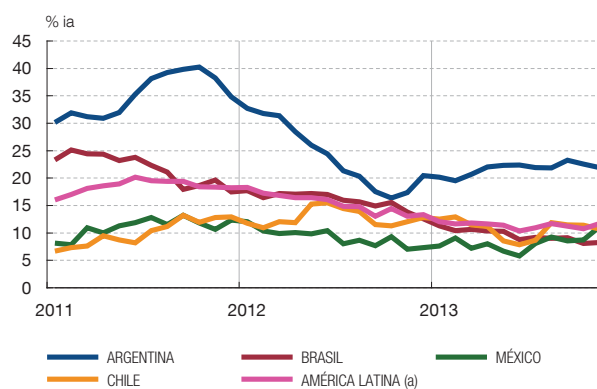
En cuanto a la demanda externa, cabe destacar el creciente dinamismo de las exportaciones en la segunda mitad de 2013, con un crecimiento del 5,6 % interanual en el cuarto trimestre del año. Destacan los casos de México y Perú, donde las exportaciones crecieron un 6,7 % y un 3,1 %, respectivamente, en el cuarto trimestre tras el desplome observado en el primer trimestre, y la leve recuperación de Brasil en el conjunto de 2013 (2,5 %), tras la atonía mostrada en 2012. Por el contrario, en Chile las exportaciones sufrieron un parón brusco en el cuarto trimestre, después de crecer un 11 % en el tercero. Por su parte, las importaciones registraron una notable pérdida de vigor en la parte final de 2013, al pasar del 7,3 % interanual en el tercer trimestre al 2,3 % en el cuarto, arrastradas por la desaceleración de la formación bruta de capital y, posiblemente, también por la depreciación generalizada de los tipos de cambio de la región.

Los indicadores de alta frecuencia apuntan hacia una continuada debilidad en el comienzo de 2014, si bien con divergencias por países. Así, mientras que algunos indicadores contemporáneos de actividad y producción industrial crecían a buen ritmo en Brasil, en Perú y Chile mostraban cierta moderación, con señales de atonía de la demanda externa que estarían repercutiendo negativamente en la actividad productiva del sector exportador. Por el lado de la demanda, las ventas minoristas marcaron un notable dinamismo en enero, si bien las señales en febrero son mixtas, con caídas en los índices de confianza, tanto empresarial como del consumidor, en Brasil, y con una evolución más positiva en México y Perú. En Argentina y Venezuela se asiste a un derrumbe de los indicadores de confianza, que podría estar anticipando una caída de la actividad.

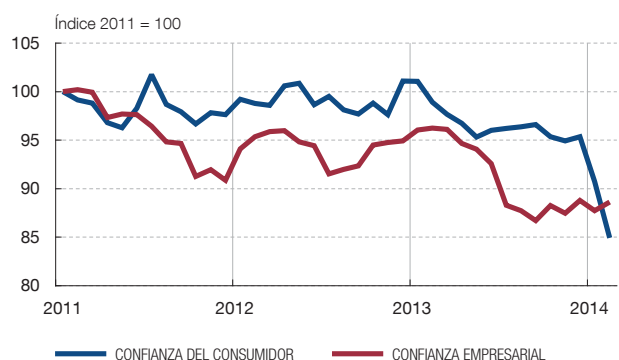
CREACIÓN DE EMPLEO



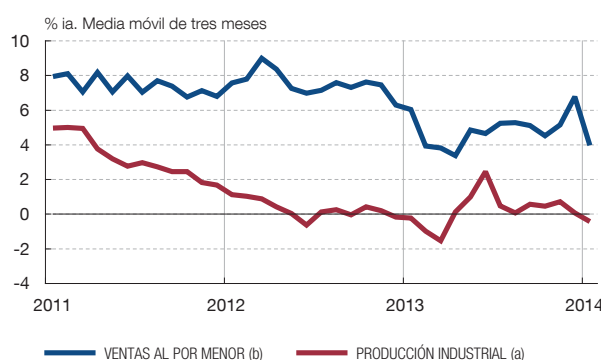
VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



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, Chile, Colombia, México y Venezuela.

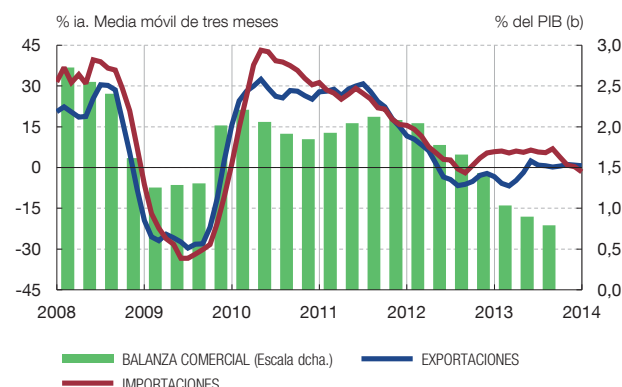
En el frente exterior, el superávit comercial siguió reduciéndose hasta el 0,8 % del PIB regional, menos de la mitad del observado en 2012, estabilizándose en el cuarto trimestre. Esta estabilización es debida a una reactivación de las exportaciones de las mayores economías de la región —Brasil y México—, comportamiento que contrasta con la caída interanual registrada en otros grandes exportadores de materias primas, como Chile, Colombia y Perú. Por su parte, las importaciones se aceleraron hasta el tercer trimestre de 2013, moderándose en el cuarto y favoreciendo, así, la estabilización del superávit comercial. Por países, la reducción del superávit fue más acentuada en América del Sur y en los países exportadores de materias primas, salvo en Chile, donde mejoró por la caída de las importaciones, ligada a la debilidad de la inversión.

Pese a esta estabilización del superávit comercial en la parte final del año, el déficit por cuenta corriente continuó ampliándose en el promedio de la región (véase gráfico 9), hasta el 2,5 % del PIB en el cuarto trimestre, el mayor registro de la última década. Destacan el prolongado deterioro del déficit corriente de Brasil (que alcanzó el -3,6 % del PIB), el de Perú (hasta el -4,9 %) y el de México (-1,7 %), propiciados por la pérdida de ingresos de las remesas y el aumento de los pagos por rentas de la inversión. En el resto de países, el déficit se mantuvo

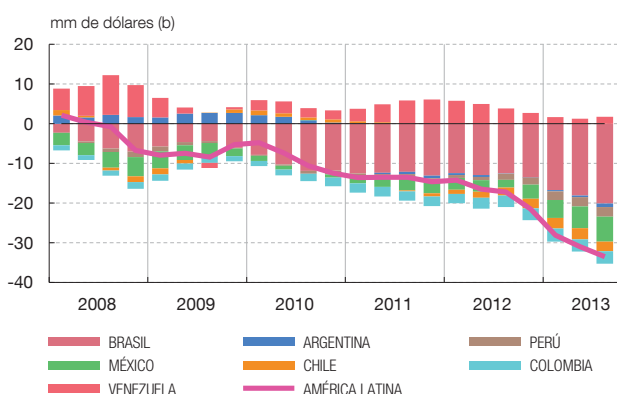
PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (c)



FUENTES: Datstream, estadísticas nacionales y bancos centrales.

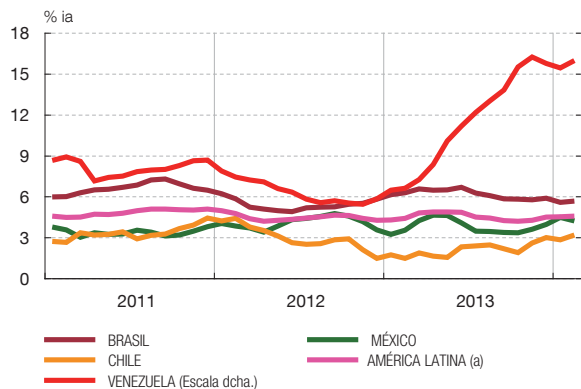
- a Datos de aduanas en dólares, agregado de las siete principales economías.
- b Media móvil de cuatro trimestres.
- c Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

estable, e incluso se redujo levemente en Chile, hasta el -3,4 % del PIB. Por lo general, la financiación de los déficits por cuenta corriente se ha cubierto, en su mayor parte, con entradas de inversión extranjera directa (IED), que han mantenido un buen ritmo durante el año, aunque en algunos casos —como Brasil y Perú— la ratio de cobertura se ha deteriorado ante la fuerte expansión del déficit y cierta moderación de la IED. Finalmente, en Venezuela y Argentina la fuerte depreciación del tipo de cambio y la contracción de la actividad habrían frenado las importaciones reales, pero disparado su valor, mientras que las exportaciones también han caído, con el consiguiente deterioro de sus respectivas cuentas corrientes.

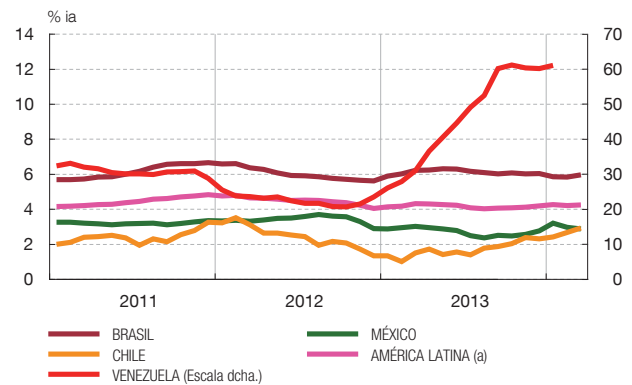
Precios y políticas económicas

En los cinco países con objetivos de inflación —que implica excluir de nuevo Argentina y Venezuela—, la inflación interanual repuntó ligeramente, desde un 4,4 % a un 4,6 % entre septiembre y marzo (véase gráfico 10). Los precios de consumo tendieron al alza de forma relativamente generalizada por países, en especial al comienzo de 2014, en parte como consecuencia de la elevación de los precios de los alimentos y de la depreciación de los tipos de cambio. En Brasil, pese a que la inflación venía moderándose, se mantiene la más elevada de los cinco, y recientemente ha vuelto a repuntar (6,2 % interanual en marzo). En cualquier caso, las principales

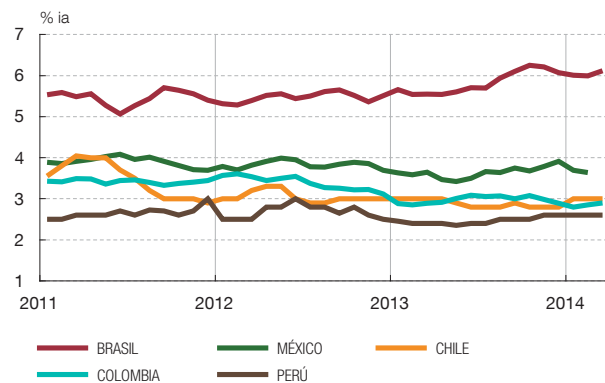
TASA DE INFLACIÓN



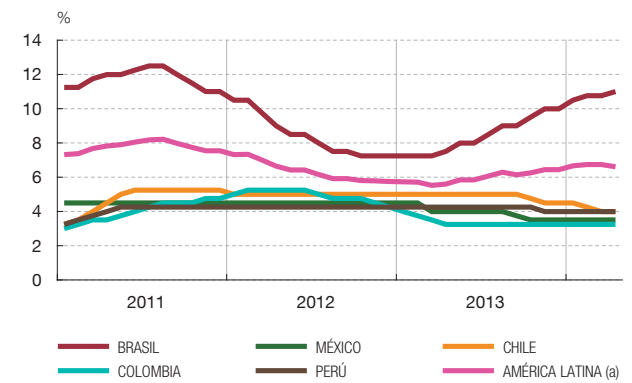
TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE



EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Datastream y estadísticas nacionales.

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

tensiones y riesgos se concentran en Venezuela y Argentina, donde la inflación se situó en febrero en tasas del 53% interanual y del 3,4% mensual, respectivamente³.

Las perspectivas de inflación difieren por países. Por un lado, en Brasil los precios siguen mostrando resistencia a la baja y las expectativas se han mantenido en la parte alta del rango objetivo, pese a la debilidad del crecimiento y al endurecimiento de la política monetaria en el último año (véase cuadro 2). La depreciación del tipo de cambio, la elevación de los precios de los alimentos y el riesgo de elevación del precio de la energía, dada la situación de sequía, podrían seguir dificultando la moderación de los precios. También en Chile la depreciación del tipo de cambio podría imponer una mayor presión sobre los precios en el corto plazo. En Colombia se espera que la inflación siga aumentando suavemente, hasta estabilizarse en torno al nivel objetivo del banco central, tras situarse temporalmente en la parte baja de la banda a finales de 2013. En Perú y México el repunte reciente parece deberse en mayor medida a factores temporales de oferta, por lo que cabría esperar una reconducción en los próximos trimestres. En todos los casos, la

3 De acuerdo con la nueva metodología del IPC, que solo publica datos mensuales.

País	2013			2014		2015
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Marzo	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	5,9	Sí	6,2	6,0	5,6
México	3 ± 1	4,0	Sí	3,8	4,1	3,5
Chile	3 ± 1	3,0	Sí	3,5	3,1	3,0
Colombia	3 ± 1	1,9	Sí	2,5	3,1	3,1
Perú	2 ± 1	2,9	Sí	3,4	2,7	2,6

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

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

depreciación cambiaria acumulada introduce el principal riesgo al alza, aunque el *pass-through* es reducido y no se observan efectos de segunda ronda.

La respuesta de las políticas monetarias también ha sido distinta. En Brasil, la autoridad monetaria prolongó la fase contractiva de su política, iniciada en abril de 2013, con nuevas subidas del tipo de interés oficial entre octubre y abril, hasta el 11 %. En el extremo opuesto, el banco central de Chile inició el pasado octubre un ciclo expansivo, en respuesta a la desaceleración de la actividad, con cuatro recortes, hasta el 4 %. Perú también ha mostrado un sesgo expansivo: tras la rebaja inesperada de 25 pb en noviembre, el tipo de interés oficial se ha mantenido en el 4 %, pero el banco central ha continuado reduciendo los encajes bancarios en moneda local, tratando de contrarrestar el drenaje de liquidez en moneda local derivado de la intervención en el mercado de cambios para contener la depreciación. En el resto de países, el tono fue acomodaticio: México ha mantenido el tipo de interés oficial en el 3,5 %, tras la rebaja de 25 pb en octubre, mientras que en Colombia el tipo oficial se sitúa en el 3,25 % desde hace un año.

En el ámbito cambiario, las autoridades han seguido permitiendo que las monedas se deprecien en el último trimestre de 2013 y en la parte transcurrida del año actual, si bien la depreciación ha sido en general menos intensa que en el episodio del pasado verano. México y Chile no intervinieron en los mercados de cambios; sin embargo, en otros países las autoridades monetarias han intervenido para modular esa depreciación y evitar una volatilidad excesiva, con posibles efectos indeseados sobre la inflación o sobre la posición financiera de los agentes económicos, en economías dolarizadas. Así, en Brasil se amplió el programa de venta de *swaps* de dólares iniciado en el verano de 2013 hasta finales de 2014, y en Perú se mantuvo la política de intervención habitual en el mercado al contado. Colombia, en cambio, mantuvo su programa de compra de reservas, limitado en cuantía. En todo caso, los indicadores de vulnerabilidad exterior de estas economías siguen siendo robustos, el nivel de reservas exteriores es adecuado, y el cociente de reservas sobre deuda exterior a corto plazo, manejable (véase recuadro 2).

Mención especial merecen Venezuela y Argentina, donde las respectivas inflaciones, las más elevadas de la región, se han elevado hasta niveles máximos de los últimos años, empujadas por las fuertes depreciaciones cambiarias. En el caso de Venezuela, la escalada de precios refleja la escasez generalizada de productos, pues la caída de las reservas de divisas constriñe las importaciones, y la monetización del creciente déficit fiscal. Ante esta situación, la respuesta de la política ha sido la creación de un sistema de tipos de

cambio múltiples que implica una fuerte devaluación del tipo de cambio y que en todo caso produce solo un alivio transitorio sobre las cuentas públicas, pero no se han anunciado avances en otros ámbitos. En el caso argentino, los pasos hacia la corrección de la sobrevaloración cambiaria se enmarcan en una reorientación más amplia de la política económica. Las medidas adoptadas por las autoridades económicas de Argentina y Venezuela se detallan en la sección de «Evolución económica por países».

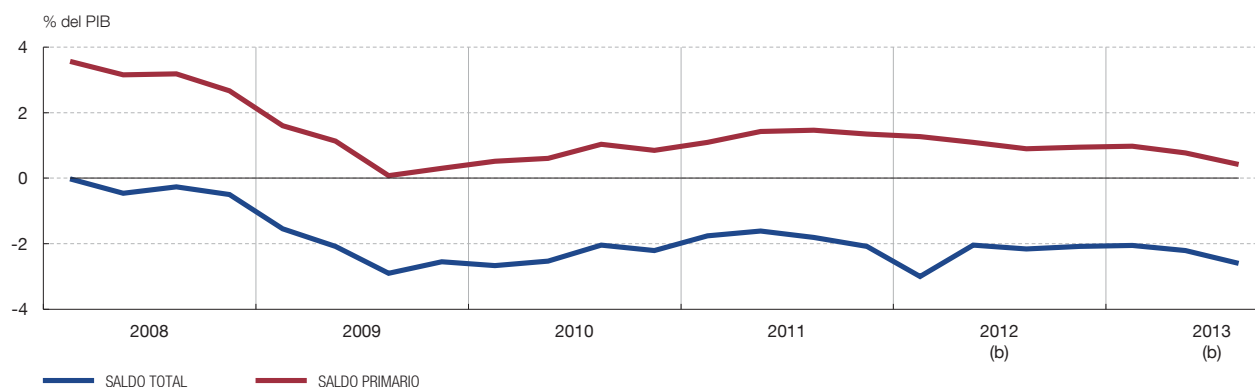
En el ámbito de la política fiscal, se ha producido una caída generalizada de la recaudación en 2013, derivada de la desaceleración cíclica de la región y de los menores ingresos por materias primas, mientras que los gastos mantienen tasas de crecimiento robustas (véase gráfico 11). Ello ha llevado a que varias economías, como Perú y Colombia, se sumen a otras que ya estaban experimentando un deterioro en sus saldos fiscales. En Brasil, la política fiscal ha mantenido el tono expansivo en los últimos años, amplificado por una política de impulso al crédito dirigido, al tiempo que se han incumplido los objetivos presupuestados, pese a sufrir revisiones intermedias. Esta es una de las razones tras la reciente rebaja del *rating* crediticio, que pone de manifiesto la estrechez de los márgenes fiscales. En 2014, el Gobierno prevé un tono neutral, con un superávit primario estable en el 1,9 % del PIB. México cumplió el objetivo fiscal, con un déficit del 2,3 % del PIB. La política fiscal será más expansiva en 2014, aunque dentro del ámbito de la nueva regla fiscal.

Comercio y reformas

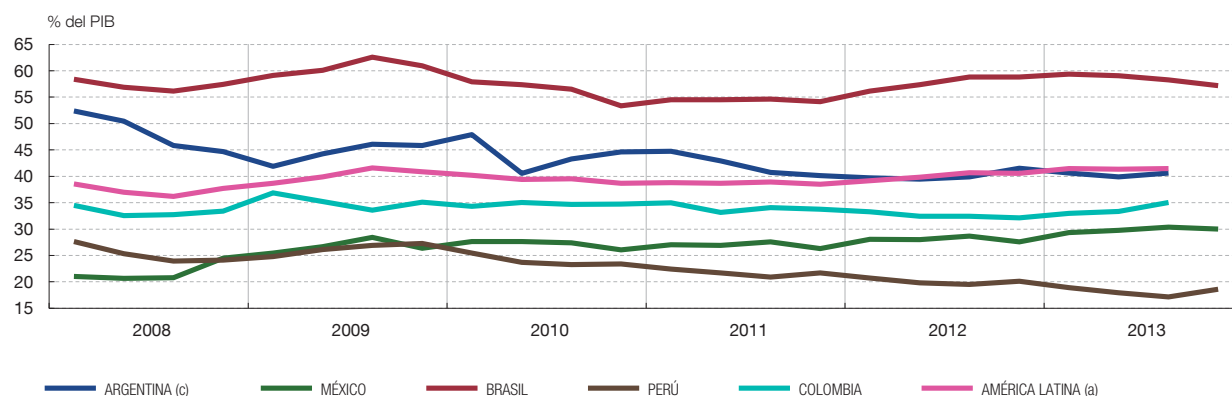
Los procesos de integración regional registraron, como en meses precedentes, avances a distintos ritmos según se examine el grupo de países más orientados al Pacífico, con mayores progresos, o el Cono Sur. A escala global se consolida la tendencia hacia una mayor liberalización comercial, reflejada en el primer acuerdo multilateral alcanzado desde 1995 —en la cumbre de la OMC de Bali— y en el avance, aún con dificultades, de las negociaciones de acuerdos multinacionales como el Transpacífico o el acuerdo entre Estados Unidos y la Unión Europea. En este contexto, en febrero de 2014 se firmó finalmente el protocolo para la liberalización del comercio entre los países de la Alianza del Pacífico (Colombia, Perú, Chile y México), que deja sin efecto los aranceles para el 92 % de los intercambios. Al tiempo, se iniciaron negociaciones o se aprobaron acuerdos de libre comercio con otros mercados, como Turquía (Perú), Tailandia (Perú y Colombia) o Panamá (México y Colombia). Por su parte, los países del MERCOSUR parecen seguir manteniéndose al margen de estas tendencias. La disputa política por la adhesión de Venezuela y la suspensión de Paraguay centraron la atención en el semestre, y se aplazó la entrega de ofertas para reanudar las negociaciones del tratado con la Unión Europea, debido, fundamentalmente, a la baja cobertura de productos susceptibles de liberalizar ofrecida por Argentina. Ello generó tensiones dentro del grupo, dado que Brasil y Uruguay volvieron a reclamar la anulación de la obligatoriedad de negociar acuerdos en bloque. Cabe destacar, finalmente, el avance de las negociaciones entre la UE y Ecuador para firmar un tratado de cooperación.

En el ámbito de las reformas estructurales, se aprobó la reforma fiscal en México a finales de 2013 —algo menos amplia de lo esperado, pero que incluye una regla fiscal estructural—, y la del sector energético, que resultó ser más ambiciosa de lo inicialmente planeado, además de estar en línea con las recomendaciones principales de los organismos multilaterales. En el caso de Perú, se aprobó una reforma de la ley de responsabilidad fiscal para, igualmente, dotarla de un carácter más estructural. En Chile, el cambio de gobierno supuso la creación de nuevos beneficios sociales, y se anunció la reforma tributaria que servirá para financiar la reforma educativa. En Argentina se resolvió la disputa entre el Ejecutivo y Repsol por la expropiación de YPF, y comenzó a publicarse un indicador de precios más acorde con las recomendaciones del FMI.

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



DEUDA PÚBLICA BRUTA



FUENTES: 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.

Evolución económica por países

En *Brasil*, el PIB del cuarto trimestre sorprendió favorablemente, al crecer un 0,7 % en tasa trimestral —tras caer un 0,5 % en el tercero—, pero la recuperación sigue a ritmo lento, con un crecimiento interanual del 1,9 % en dicho trimestre, inferior al 2,2 % del trimestre previo. De hecho, en el conjunto de 2013 la economía creció un 2,3 % (1 % en 2012), por debajo de lo que se esperaba a comienzos de año. Por componentes de demanda, el mayor crecimiento en 2013 se explica por el repunte de la inversión, que creció un 6,3 %. El consumo, tanto privado como público, se desaceleró respecto al año anterior, afectado por la alta inflación, una menor confianza, la elevación de los costes de financiación y el menor crecimiento del crédito para consumo. Por su parte, la demanda externa tuvo una aportación negativa en el conjunto de 2013 (-0,9 pp), dado el mayor dinamismo de las importaciones —impulsadas por la mejoría de la inversión— que el de las exportaciones, que en todo caso se recuperaron en el segundo semestre, ayudadas por la depreciación del real. La inflación, pese a evidenciar cierta moderación desde junio, se mantuvo en niveles elevados (6,2 % interanual en marzo), con riesgos al alza, derivados de la fuerte depreciación acumulada en el último año, superior al 11 % frente al dólar, que podría ser persistente, y la posible reducción de subsidios a ciertos productos regulados. El crédito libre se desaceleró apreciablemente, sobre todo el de consumo, si bien el crédito total mantuvo su dinamismo por la bonanza del crédito dirigido. En este contexto, el banco

Durante los últimos episodios de turbulencias, las economías emergentes percibidas como más vulnerables, por registrar mayores desequilibrios macroeconómicos, han sufrido un impacto mayor (véase gráfico 1). A ello ha contribuido también, según los casos, la mayor profundidad de sus mercados financieros, así como la fuerte apreciación de sus monedas y las entradas de

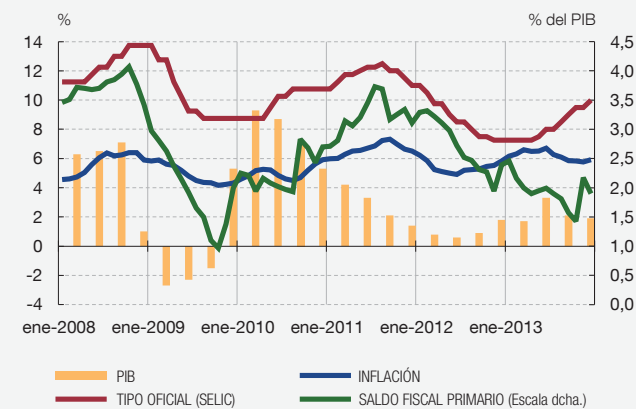
capitales recibidas durante la fase expansiva anterior¹. Brasil ha sido uno de los países que ha experimentado una mayor volatilidad.

1 Véase B. Eichengreen y P. Gupta (2014), *Tapering Talk: the Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets*, Policy Research Working Paper Series 6754, Banco Mundial.

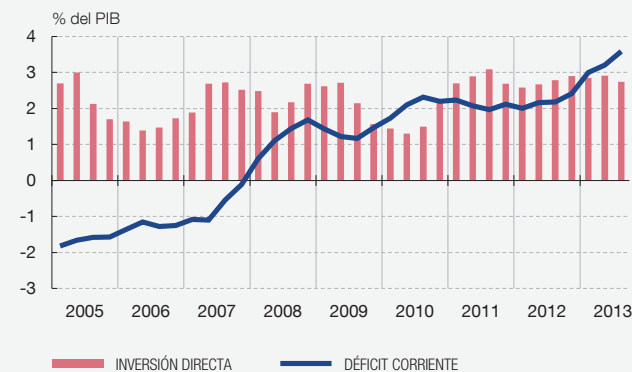
1 EFECTO DEL TAPERING EN BRASIL



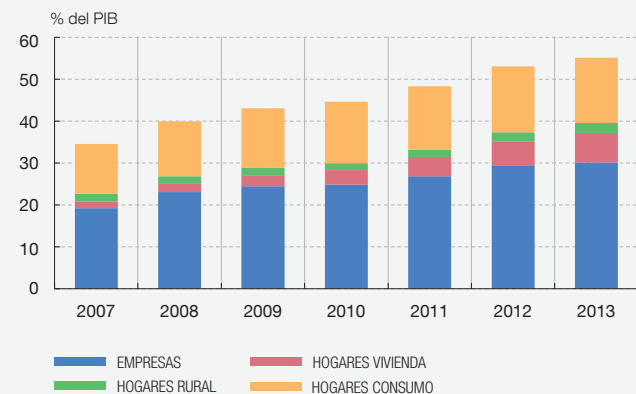
2 PIB Y POLÍTICAS MACROECONÓMICAS



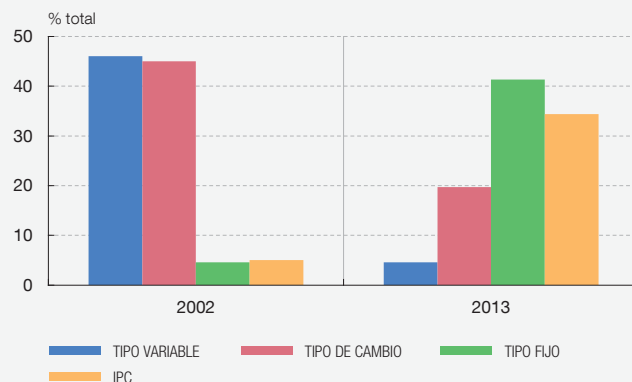
3 CUENTA CORRIENTE E INVERSIÓN DIRECTA



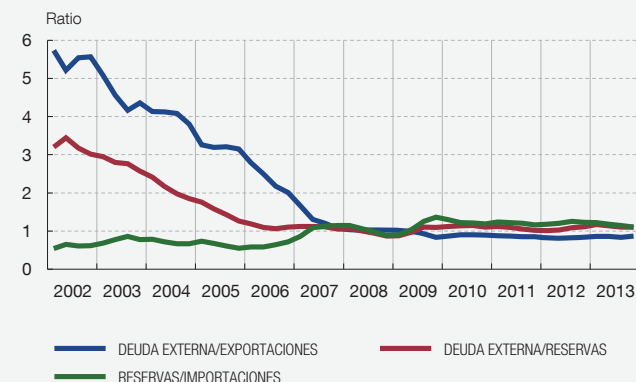
4 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO



5 ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA



6 INDICADORES DE VULNERABILIDAD EXTERIOR



FUENTES: IBGE, Ministério da Fazenda, Banco Central do Brasil, Datastream, IPEA y Banco de España.

Además, la agencia S&P ha revisado su *rating* a la baja recientemente. Si bien es cierto que la economía brasileña presenta desequilibrios económicos significativos, también cuenta con resortes que podrían mitigar los efectos de un entorno económico y financiero menos favorable. En este recuadro se evalúan las vulnerabilidades y fortalezas de la economía brasileña en el actual escenario económico internacional.

Desde 2003, Brasil experimentó una etapa de crecimiento económico sostenido, respaldado por el ciclo alcista de las materias primas. En paralelo, se adoptó un conjunto de reformas institucionales y se reforzaron los marcos de políticas económicas, de forma que afianzaron la estabilidad macroeconómica. Por ello, Brasil pudo afrontar la reciente crisis global con margen de maniobra para adoptar políticas decididamente contracíclicas —en algunos casos, basadas en un mayor activismo del sector público—, sorteándola con un notable dinamismo (véase gráfico 2). No obstante, ello también contribuyó a crear unas expectativas de crecimiento excesivas. Durante los años de expansión, Brasil apenas ha avanzado en la introducción de reformas estructurales necesarias para incrementar la productividad —como el desarrollo de infraestructuras o la simplificación del sistema impositivo y de la burocracia²—, lo que no ha facilitado la reducción de las rigideces de oferta tradicionales y ha constreñido la ratio de inversión, que se ha mantenido entre las más bajas de la región (18 % del PIB). Cuando en 2011 la actividad se enfrió inesperadamente y ciertos desequilibrios —inflación y déficits exterior y fiscal— se ampliaron, las rigideces estructurales afloraron, provocando una revisión de las expectativas de crecimiento. Así, por ejemplo, el FMI, en su último análisis regular sobre Brasil (artículo IV), redujo el crecimiento potencial hasta el 3,5 %.

El déficit exterior es percibido por los inversores como otro foco de vulnerabilidad, en un contexto de tendencia al endurecimiento de las condiciones financieras globales. El saldo por cuenta corriente de Brasil se ha deteriorado desde 2008, hasta registrar un déficit del -3,6 % del PIB en 2013 (véase gráfico 3), dejando atrás la fase de superávit. Esta evolución se explica, en parte, por la ralentización económica mundial y el deterioro de la relación real de intercambio, pero también pone de manifiesto la pérdida de competitividad de Brasil, relacionada con la fortaleza del tipo de cambio³, unos costes laborales crecientes⁴ y un bajo incremento de la productividad⁵. En el corto plazo, la depreciación del real será la principal fuente de ganancia de competitividad de la economía, que actuará de colchón contra la moderación de la demanda interna, si bien no puede sustituir a las políticas de oferta, necesarias para impulsar la competitividad y el potencial de crecimiento.

Los escasos avances en el área de las reformas estructurales han mermado el sentimiento inversor hacia Brasil. En general, se ha

observado una cierta tendencia a incrementar el papel del Estado en la economía, timidez a la hora de ahondar en políticas liberalizadoras y cierta relajación en el cumplimiento de los objetivos macroeconómicos. La inflación se mantiene en torno al 6 %, 1,5 pp por encima del objetivo central, pese a que la economía lleva tres años creciendo por debajo del potencial; y el superávit fiscal primario ha caído del 3,1 % al 1,9 % del PIB entre 2011 y 2013, incumpliendo las metas del Gobierno. La política monetaria ha tenido que endurecerse —la tasa Selic aumentó 375 pb, hasta el 11 % entre abril de 2013 y abril de 2014—, dada la resistencia de la inflación, con riesgos al alza. Por el contrario, la política fiscal y el crédito dirigido han sido expansivos (véase gráfico 4). Aunque el Gobierno planea una política fiscal neutral para 2014 (objetivo de superávit primario del 1,9 % del PIB) y una moderación del crédito público, la coincidencia de un año electoral plantea dudas sobre su cumplimiento (así, las agencias de calificación crediticia apuntan a la situación fiscal como uno de los principales factores de riesgo).

El crédito bancario al sector privado creció a una tasa media anual del 21 % entre 2004 y 2013, apoyado en la estabilidad macroeconómica, la reducción del coste de financiación, un crecimiento estable del empleo y una política de fomento del crédito dirigido a través de los bancos públicos. Este crecimiento favoreció la profundización financiera de la economía, pero en algunos segmentos el ritmo ha sido demasiado elevado. La capacidad de pago de los agentes privados, menguada por la existencia de elevados tipos de interés (cercanos al 30 % para el crédito libre) y plazos medios reducidos, podría debilitarse adicionalmente al endurecerse las condiciones financieras. No obstante, hay factores que moderarían esta fuente de riesgo: el *stock* de crédito es reducido (54 % del PIB), especialmente el hipotecario (6 % del PIB); el sistema bancario está bien capitalizado (ratio de solvencia del 15 %), con elevadas provisiones (ratio de cobertura de 1,5) y morosidad contenida (3,6 %); y la política macroprudencial es activa y estricta.

En todo caso, la economía brasileña cuenta con fortalezas importantes que mitigan muchos de los riesgos apuntados. Por un lado, el marco de políticas económicas es una fortaleza, pese al deterioro reciente, con un banco central cuyo objetivo es el control de la inflación, un tipo de cambio flexible y la adhesión a una ley de responsabilidad fiscal. Además, la deuda pública tiene ahora una estructura más sostenible (véase gráfico 5), con un peso reducido de la deuda en moneda extranjera (un 4,7 % del total en 2013) y un plazo medio de 4,4 años. Esta mejora ha mitigado el riesgo cambiario y el de tipo de interés, relajando las restricciones sobre la gestión de política monetaria, antes limitada por el elevado peso de la deuda a corto plazo y en moneda extranjera. El *stock* de reservas exteriores hace que el nivel de deuda pública neta sea reducido (35 % del PIB); de hecho, el sector público mantiene una posición acreedora neta en moneda extranjera, de forma que una depreciación reduce el *stock* de deuda neta.

Adicionalmente, la vulnerabilidad exterior es menor que en el pasado (véase gráfico 6), lo que reduce la probabilidad de una crisis de balanza de pagos como las registradas en períodos anteriores (1998-2002). Por un lado, el déficit corriente se financia básicamente

2 Véase FMI (2013), *Article IV and Selected Issues, Brazil*, julio.

3 Véase Banco Mundial (2013), *Latin America's Deceleration and the Exchange Rate Buffer*, Semiannual Report, octubre.

4 Véase OCDE (2013), *Economic Review, Brazil*, agosto.

5 Véase S. Sosa, E. Tsounta y H. S. Kim (2013), *Is the Growth Momentum in Latin America Sustainable?*, IMF Working Paper/13/109.

con inversión extranjera directa, que es una fuente estable de financiación, si bien el reciente incremento del déficit exterior ha deteriorado algo esa ratio. Fruto de ese patrón de financiación, la economía brasileña mantiene su posición neta deudora frente al resto del mundo en niveles manejables (14 % del PIB). La mayor parte de los pasivos exteriores son de inversión directa (46 %), porcentaje que ha aumentado significativamente desde 2002 en detrimento de la otra inversión; además, están denominados mayoritariamente en moneda local (en un 70 %). Por otro lado, las reservas exteriores representan el 17 % del PIB, cifra equivalente a más de un año de importaciones. Finalmente, la deuda externa bruta se ha reducido a la mitad en la última década, hasta el 15 % del PIB, con un escaso peso de la deuda a corto plazo (10 % del total). Por todo ello, la sostenibilidad de la deuda externa, medida

por las ratios sobre reservas exteriores o exportaciones, ha mejorado, lo que facilita el acceso del soberano a los mercados financieros internacionales.

En definitiva, aunque la economía brasileña es vulnerable ante la aparición de nuevos episodios de turbulencias en los mercados, por la presencia de determinadas fragilidades (deficiencias estructurales, elevado déficit exterior, crecimiento intenso del crédito), también dispone de importantes amortiguadores para afrontarlos y evitar un impacto desproporcionado sobre la actividad económica y la estabilidad financiera. No obstante, los límites al crecimiento son palpables y hacen difícil que la economía pueda crecer de modo sostenido y robusto en los próximos años sin la introducción de nuevas reformas estructurales.

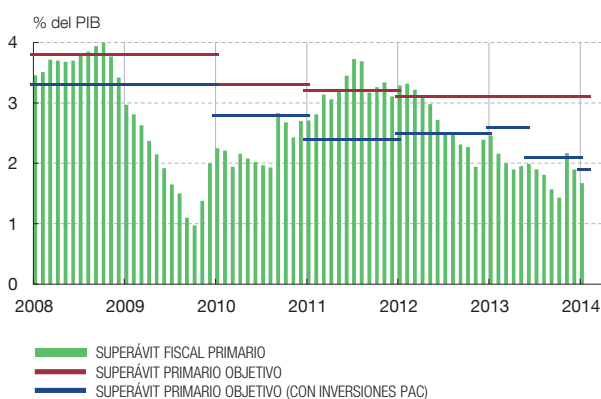
central, habiendo cambiado el sesgo de su política en abril de 2013, acumuló una subida de tipos oficiales de 375 pb, hasta alcanzar el 11 % en abril, si bien en las dos últimas reuniones ha moderado el ritmo de subidas a 25 pb. Por otra parte, el déficit por cuenta corriente se ha ampliado considerablemente, situándose en el 3,7 % del PIB en 2013, como resultado de la práctica desaparición del superávit comercial. Asimismo, el superávit primario del sector público se redujo al 1,9 % del PIB, la peor cifra desde 2001 (véase gráfico 11). En 2014, el objetivo de superávit primario, que inicialmente se fijó en el 2,1 % del PIB, se ha rebajado al 1,9 %, lo que implica un tono más neutral de la política fiscal, frente al expansivo de años previos. Sin embargo, Standard & Poor's recortó en abril la calificación de la deuda soberana de Brasil (la primera rebaja de la calificación del país desde 2002), por el bajo crecimiento, el deterioro acumulado en las cuentas externas y fiscales, y por las dudas sobre la consistencia de la política fiscal y su escaso margen de maniobra ante *shocks* externos. Los indicadores de alta frecuencia han sido algo más positivos en el comienzo de 2014, si bien no acaban de consolidarse. Lo que sí se prevé es cierto cambio en la composición del crecimiento, con una mayor aportación de la demanda externa, ayudada por la depreciación del tipo de cambio y una moderación de la demanda interna.

En México, el PIB registró en 2013 una expansión del 1,1 %, frente al 3,9 % de 2012, muy inferior a lo esperado a principios de año, aparentemente como consecuencia de varios factores de naturaleza temporal: la relativa debilidad de la recuperación americana (sobre todo, en la primera mitad del año), la caída del sector de la construcción, y el retraso en la implementación del gasto público derivado de la entrada de la nueva administración. La demanda externa pasó a tener una aportación positiva en el segundo semestre (1,5 pp de media), ante la fuerte moderación de las importaciones y la acusada recuperación de las exportaciones en el cuarto trimestre (6,7 % interanual). En 2014 se espera una reactivación de la economía, dado el impulso de las políticas económicas y la mejoría de las condiciones externas, aunque los indicadores a comienzos de año han sido mixtos, y el repunte se produciría a partir del segundo trimestre. Por su parte, la inflación se incrementó

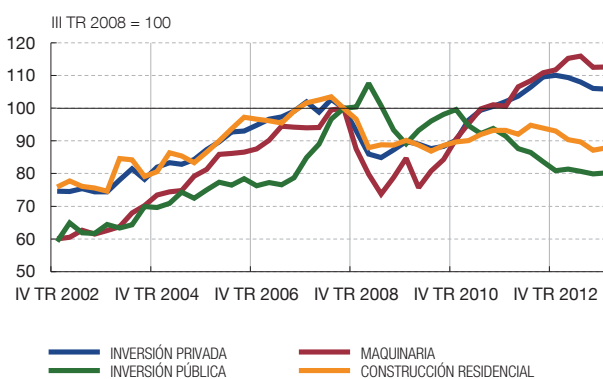
a partir de octubre, debido a factores de oferta, a los que en enero se sumó el efecto de la reforma fiscal, situándose en marzo en el 3,8 % interanual, ligeramente por debajo del límite superior de la banda objetivo. Sin embargo, la tasa subyacente ha permanecido en mínimos históricos (2,9 % en marzo) y las expectativas de inflación se mantienen ancladas. El peso se ha depreciado en el último año un 7,7 %, menos que otras monedas de la región, a pesar de la no intervención en el mercado de cambios. En este contexto, el banco central recortó los tipos oficiales en septiembre y octubre en 25 pb, y los ha mantenido desde entonces en el 3,5 %. En el plano fiscal, se cumplió el objetivo de déficit del 2,3 % del PIB en 2013 (considerando la inversión de PEMEX). Para 2014 se contempla un mayor estímulo, con un desequilibrio cercano al 3,5 %, por aumentos del gasto en infraestructura y seguridad social. La balanza por cuenta corriente registró en el conjunto de 2013 un saldo negativo equivalente al 1,8 % del PIB, un notable deterioro respecto al año previo (-0,7 %), debido en parte a la balanza comercial, que pasó del superávit al déficit. De todas formas, el desequilibrio externo sigue cubierto en su totalidad por IED, la cual ha roto la tendencia decreciente de los últimos años. Finalmente, el ejecutivo aprobó dos nuevas grandes reformas: la fiscal y la del sector energético. La primera fue algo menos ambiciosa de lo previsto, dado que no modificó las bases impositivas del IVA y dejó fuera del gravamen a algunos sectores, pero armonizó las tarifas entre sectores orientados a la exportación y el resto, y aumentó la capacidad recaudatoria del Estado en torno a 1 pp del PIB. Además, se aprobó una nueva regla fiscal que corrige el sesgo procíclico de la regla actual de saldo equilibrado, colocando un techo para el gasto y permitiendo desviaciones respecto al equilibrio cuando el PIB crezca por debajo del potencial. En el caso de la reforma energética, más ambiciosa de lo esperado, se permite la participación del sector privado en todas las fases de explotación de los hidrocarburos, lo que hace esperar un fuerte aumento de la IED en próximos años; se crea un fondo de riqueza soberano (con los ingresos petroleros que resten tras atender al mantenimiento de ciertos ratios de gasto público); y se abre a la participación del sector privado el sector de la electricidad. Gracias, en buena medida, a estos avances, se anunció un alza de la calificación crediticia de la deuda soberana por parte de Standard & Poor's (hasta BBB+) y, posteriormente, de Moody's (hasta A3).

La actividad en *Argentina*, aunque recuperó en 2013 un mayor dinamismo, se debilitó notablemente en el segundo semestre. El crecimiento fue del 3 % en 2013, cifra que incorpora un cambio metodológico que no la hace comparable con datos previos. Por componentes, el consumo privado fue el principal motor, favorecido por el apoyo de políticas públicas, el aumento del crédito al sector privado (en torno al 30 % interanual) y un mercado laboral relativamente sólido (la tasa de desempleo disminuyó al 6,4 %, aunque con menor creación de empleo y menor crecimiento de los salarios reales). Por su parte, la inversión se moderó en el segundo semestre, pese a cierta reactivación de la construcción. Pero el rasgo más característico de 2013 fue la agudización de las presiones sobre la balanza de pagos. Así, pese al control de cambios, se produjo una creciente salida de divisas a través de la cuenta corriente, que registró un déficit del 0,9 % del PIB, sumándose al ascendente déficit energético un elevado déficit por turismo. Esta dinámica, en un contexto de tipo de cambio intervenido, resultó en un fuerte drenaje de reservas exteriores. En dichas circunstancias, se ha producido desde el pasado mes de noviembre cierto giro de la política económica, inicialmente con el objetivo de frenar la caída de las reservas de divisas. El ritmo de depreciación del peso aumentó fuertemente, hasta un 6,2 % durante diciembre, frente al 1,5 % mensual durante el primer semestre. Además, se incrementó el gravamen para ciertas importaciones y se trató de reducir la prima del tipo de cambio paralelo, a través de la venta de bonos denominados en dólares por organismos estatales. A pesar de ello, durante las dos primeras semanas de enero se aceleró el deterioro de las

BRASIL. EVOLUCIÓN DEL SALDO FISCAL PRIMARIO



MÉXICO: INVERSIÓN



FUENTES: Estadísticas nacionales.

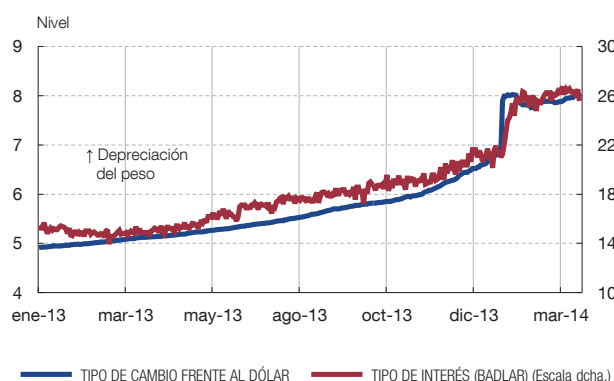
reservas, lo que derivó en nuevas medidas económicas. Así, el 22 de enero las autoridades dejaron de intervenir en el mercado cambiario durante dos días, resultando en una depreciación del 16 % (hasta 8,01 pesos por dólar) (véase gráfico 12), al tiempo que la incertidumbre llevó la prima del tipo de cambio paralelo al 70 %. Posteriormente, en un intento de restaurar la confianza, se relajaron los controles de capital para particulares, a los que se les permitió la compra de dólares con fines de ahorro, con ciertas restricciones. Al mismo tiempo, se incrementaron las tasas de interés en pesos (en 900 pb) y aumentó la esterilización, con la subida de los coeficientes de caja. Más recientemente, se ha anunciado una reducción de los subsidios a la energía tratando de contener el deterioro fiscal. Como consecuencia de estas medidas, el tipo de cambio se ha estabilizado en torno a los 8 pesos por dólar, la prima del tipo paralelo se ha reducido y las reservas han frenado su caída, aunque a esta situación ha contribuido también un cambio regulatorio que obligó al sistema bancario a reducir su posición en dólares. Pese a que las medidas implementadas son pasos en la buena dirección, las perspectivas a corto plazo son inciertas. La inflación según el nuevo indicador habría aumentado un 7,2 %, acumulado en los dos primeros meses de 2014. Durante 2013 el déficit primario alcanzó el 3 % del PIB. Finalmente, Argentina ha avanzado en los últimos meses en la normalización de las relaciones exteriores, alcanzando acuerdos con empresas privadas en litigio, comenzando negociaciones con el Club de París y mejorando las relaciones con el FMI. Este cambio podría favorecer la apertura de algunas líneas de financiación exterior y atraer inversión extranjera al sector petrolífero. En todo caso, está pendiente un difícil ajuste fiscal, sin el cual las reformas recientes podrían ser insuficientes, y sin que puedan descartarse en esta situación efectos de segunda ronda sobre los salarios.

En *Chile*, el ritmo de crecimiento se fue moderando a lo largo de 2013, especialmente en el cuarto trimestre, cuando registró una caída trimestral del 0,1 %, resultando en una desaceleración interanual pronunciada, hasta el 2,7 %. En el conjunto de 2013, el crecimiento fue del 4,1 %, frente al 5,4 % en 2012, con una desaceleración de la demanda interna hasta el 3,4 %. A ello contribuyó especialmente la inversión, con un alza de solo el 0,4 % (en el cuarto trimestre llegó incluso a caer un 12,3 %). Así, a la fuerte corrección de la inversión en maquinaria y equipos, en un contexto de maduración de la inversión minera, se sumó de forma inesperada el estancamiento de la construcción. Mientras, el consumo, aunque tuvo una tendencia de suave desaceleración, mantuvo su apoyo, al crecer un

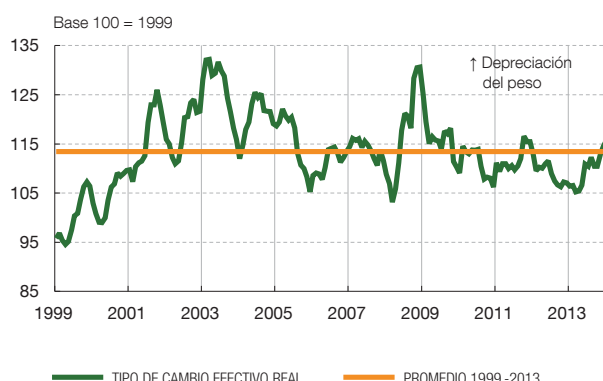
5,4 % (4,6 % en el cuarto trimestre), gracias a las favorables condiciones del mercado laboral; en concreto, la tasa de desempleo se mantiene en mínimos (6 %) y los salarios reales aumentaron un 3 %. El consumo público, aunque en menor medida, también incidió positivamente, tras incrementarse un 4,2 % en el año, aunque moderándose en el último trimestre. La aportación de la demanda externa se volvió positiva (0,6 pp), ante el ajuste de las importaciones y cierta recuperación de las exportaciones, que aumentaron un 4,3 %. La balanza de pagos registró un leve deterioro del superávit comercial, pese a lo cual el déficit por cuenta corriente se estabilizó en el 3,4 % del PIB, ampliamente financiado con flujos de IED. La inflación, que se mantenía contenida, ha registrado un repunte en los últimos meses, ante *shocks* de oferta en alimentos y energía, situándose en marzo en el 3,5 %, algo por encima del objetivo central. La subyacente también ha repuntado, hasta el 2,9 %, lo que evidencia cierto *pass-through* por la depreciación del peso (véase gráfico 12). El banco central inició el pasado octubre un ciclo expansivo de política monetaria, totalizando por ahora cuatro reducciones de 25 pb en el tipo oficial, hasta el 4 %. En el plano fiscal, una fuerte moderación del gasto a finales de año permitió, pese a los menores ingresos, que en 2013 se registrara un déficit fiscal efectivo del 0,6 % del PIB y un déficit estructural del 0,7 % del PIB, mayor que el objetivo. De esta forma, la meta para 2014 de un déficit estructural del 1 % del PIB, junto con los mayores ingresos estructurales por la depreciación, debería permitir una expansión del gasto público, ejerciendo cierto impulso. Pese a este soporte, el crecimiento en 2014 se moderará. El principal riesgo está asociado a la posibilidad de que una desaceleración y cambio de patrón de crecimiento de China traiga aparejado un descenso adicional del precio del cobre, lo que tendría efectos adversos sobre crecimiento, cuentas externas y fiscales. El proyecto de reforma tributaria incluye un alza progresiva a los impuestos a las empresas, una reducción del tipo máximo sobre la renta de las personas y algunas subidas de impuestos indirectos. Con la reforma se espera aumentar la recaudación en tres puntos del PIB de forma gradual, con un incremento de un 0,3 % del PIB en 2014, con el fin de financiar la reforma educativa.

En *Colombia*, el PIB creció un 4,3 % en el conjunto de 2013, algo por encima del 4 % de 2012, acelerándose el ritmo de expansión a lo largo del año. El mayor dinamismo estuvo sustentado por la inversión en obras civiles. Sin embargo, la inversión de bienes de equipo mantuvo un tono débil, al mostrar el sector industrial una recuperación más lenta de lo esperado. Por su parte, el consumo final se aceleró hasta el 4,9 % en el cuarto trimestre (4,7 % en el año), gracias a un incremento equivalente del consumo privado, impulsado por una mayor creación de empleo y por los recortes del tipo oficial en 2013. La aportación al crecimiento de la demanda externa se volvió positiva en 2013 (0,3 pp), al aumentar las exportaciones (5,3 %) por encima de las importaciones (2,1 %), debido a la debilidad de la inversión en bienes de equipo y la depreciación cambiaria (un 9,2 % en el último año). Los indicadores de alta frecuencia apuntan a que el crecimiento se mantiene dinámico y a que podría ser más equilibrado, en un contexto de recuperación esperada de las exportaciones y de la inversión privada no residencial. A pesar de la depreciación, la inflación siguió sorprendiendo a la baja (2,5 % interanual en marzo), lo que podría ser indicativo de que la brecha de producto, después del aumento de la inversión en los últimos años, podría seguir siendo negativa. En este contexto, el banco central ha mantenido el tipo oficial en el 3,25 % desde el pasado abril y amplió el programa de compra de dólares al menos hasta el próximo junio. En el ámbito fiscal, en 2013 se cumplió con la meta de senda decreciente del déficit estructural, alcanzando un 2,4 % del PIB. El déficit por cuenta corriente aumentó hasta el entorno del 3 % del PIB, como reflejo de un incremento en la tasa de inversión. Colombia no se encuentra entre los países más afectados en el actual episodio de tensión en los mercados emergentes, manteniendo entradas netas de flujos de cartera. Además, el Gobierno estaría considerando reducir la retención por la tenencia extranjera de bonos,

ARGENTINA. TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR Y TIPO DE INTERÉS (BADLAR)



CHILE: TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



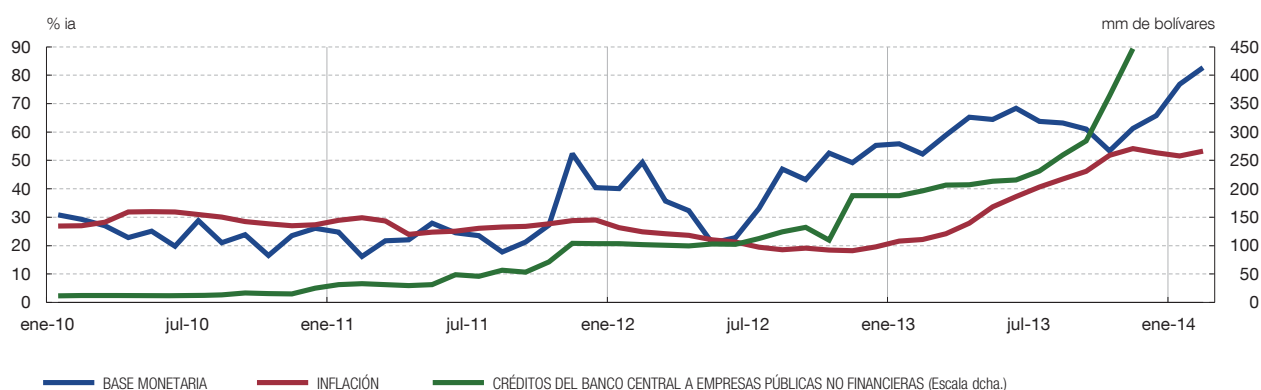
FUENTES: Bancos centrales nacionales y Datastream.

buscando aumentar su participación en el mercado local. Por último, Fitch elevó la calificación soberana a largo plazo en moneda extranjera de Colombia, situándola en BBB.

En *Perú*, la actividad recuperó en el segundo semestre un mayor dinamismo, especialmente en el cuarto trimestre, cuando el PIB registró una expansión intertrimestral del 1,4 %, 5,1 % interanual. Aun así, en el conjunto del año el crecimiento (5 %) fue inferior al del año previo (6,3 %). Por componentes, el consumo privado siguió siendo muy dinámico, al crecer un 5,2 % en 2013, en un entorno donde el mercado de trabajo se mantiene robusto. En cambio, la inversión ha mostrado un avance más lento de lo esperado, creciendo en 2013 un 5,9 % (1,8 % en el cuarto trimestre), mucho menos que en 2012 (14,8 %). Por otro lado, la aportación de la demanda externa se volvió ligeramente positiva en el segundo semestre (aunque en el conjunto del año restó 1 pp), como resultado de una moderación más acusada de las importaciones que de las exportaciones. El déficit de la cuenta corriente se amplió notablemente en 2013, situándose en el 4,9 % del PIB, debido al deterioro del saldo comercial. Este elevado déficit corriente, aunque podría representar un factor de vulnerabilidad, refleja el aumento de la ratio de inversión, financiado por capitales de largo plazo y principalmente dirigidos al sector comerciable (minería). Por su parte, la inflación, después de haberse situado en el segundo semestre de 2013 dentro del rango objetivo, se aceleró más recientemente, hasta el 3,4 % en marzo. También la tasa subyacente se ha ubicado por encima del objetivo. El banco central ha mantenido el tipo oficial sin cambios, salvo una bajada por sorpresa de 25 pb en noviembre, hasta el 4 %. En cambio, ha tratado de relajar las condiciones monetarias vía reducciones de los coeficientes de reserva bancarios en moneda local, para compensar la intervención en el mercado cambiario en defensa del sol. Por el lado fiscal, el sector público alcanzó en 2013 un superávit primario equivalente al 2,3 % del PIB, lo que supone un notable deterioro, por un incremento de los gastos mucho mayor que el de los ingresos. La agencia Fitch elevó la calificación crediticia de la deuda en moneda extranjera de Perú hasta BBB+, y la de moneda nacional, hasta A-. De cara a 2014, los indicadores de actividad y de confianza evidencian un mayor impulso, en parte por un mejor desempeño de los sectores primarios, lo que debería favorecer un crecimiento algo mayor que en 2013.

La economía de *Venezuela* mantuvo la debilidad mostrada durante la primera parte del año. Así, tras crecer el 5,6 % en 2012, y aunque aún no ha sido publicado oficialmente el dato del cuarto trimestre, se anunció que el PIB creció un 1,6 % en 2013. Por componen-

BASE MONETARIA E INFLACIÓN



FUENTE: Banco Central de Venezuela.

tes, esta desaceleración se explica por la fuerte corrección de la inversión, en un contexto de desplome de las importaciones, como consecuencia de la escasez de divisas y del retraimiento de la inversión pública. El consumo privado y el público se mantuvieron como los componentes más dinámicos, aunque tendiendo a desacelerarse, debido a la moderación del crédito y a un mercado laboral donde, pese a que el paro se mantiene en el 7,5 %, los salarios registraron por segundo año una notable pérdida de poder adquisitivo. La inflación se disparó por encima del 50 % hacia final de año, impulsada por un menor reparato oficial de divisas para importar, un aumento muy fuerte de la oferta monetaria por la financiación de entidades públicas (véase gráfico 13) y una depreciación del tipo de cambio del mercado negro, situándose el indicador de desabastecimiento en niveles máximos. La reacción del Ejecutivo fue incrementar el control de precios, con la Ley de Precios Justos, que fija techos máximos para el aumento de precios y beneficios. Para aliviar la restricción de divisas, el Gobierno puso en marcha un sistema de subasta de dólares (SICAD I) el pasado mes de julio, en el que se entregan divisas a importadores a tipos de cambio más depreciados que la paridad oficial (42 %); finalmente, en marzo de 2014 se creó un nuevo mercado paralelo —el SICAD II—, que en principio flexibiliza los controles de cambio vigentes en el país desde 2003, ya que permite la negociación de divisas, tanto en efectivo como en bonos emitidos públicos, al sector privado, que puede retener una parte mayor de sus ingresos por exportaciones para derivarla a este mercado. El tipo de cambio de este nuevo mercado se situó cerca del mercado paralelo (52 bolívares por dólar, un 87,9 % más depreciado que la paridad para importaciones preferentes). Esta fuerte devaluación impactará sobre la tasa de inflación, pero, en sentido contrario, aliviaría la restricción presupuestaria del Estado y reduciría la presión sobre las reservas de divisas del banco central, que cayeron de nuevo a lo largo del semestre y se situaron por debajo de los vencimientos de deuda externa previstos para 2014. Al tiempo, la apertura de este nuevo mercado podría reducir el nivel de escasez en la medida en que facilite un acceso más rápido a las divisas necesarias para importar. Las agencias de calificación redujeron la calificación soberana del país en diciembre, y nuevamente en marzo.

14.4.2014.

