

## Introducción

En la segunda mitad de 2015, la evolución económica de América Latina vino determinada por la intensificación de las recesiones en dos países que representan un 45 % del PIB regional (Brasil, cuya actividad se redujo un -3,9 % en el conjunto de 2015, y Venezuela, con un retroceso del -5,7 %). De este modo, el PIB de la región cayó un -0,4 % en el año<sup>1</sup>, el peor registro desde 2009. No obstante, esta tasa encubre una amplia disparidad entre países. De hecho, en el conjunto de Chile, Colombia, Perú y México el PIB creció un 2,7 % (véase cuadro 1); tanto Argentina como México, Chile y Perú crecieron más que en 2014, y Colombia, aunque se desaceleró, mantuvo una tasa de crecimiento todavía robusta (3,1 %).

En el último año, América Latina ha continuado ajustándose a la caída de la relación real de intercambio que se inició en 2011. Una parte importante de ese ajuste ha tenido lugar a través de la depreciación de los tipos de cambio, y en la mayoría de los países se ha producido de forma ordenada. Sin embargo, en algunos casos la coincidencia con factores internos desfavorables ha dificultado la corrección de los desequilibrios, profundizando las tendencias recesivas o aumentando fuertemente la inflación. De hecho, la inflación sorprendió al alza en la mayoría de los países, exigiendo una elevación de los tipos de interés oficiales, en un contexto en el que las políticas fiscales fueron moderadamente expansivas.

El año 2016 se configura como un año complejo, tanto por el entorno exterior —que se inicia con un bajo crecimiento en los principales socios comerciales de la región— como por la vulnerabilidad fiscal y externa que exhiben algunas de sus economías. La necesidad de reconducir los desequilibrios acumulados durante los últimos años seguirá limitando la capacidad de las políticas económicas para contribuir a la recuperación. Incluso en los países con fundamentos más sólidos, la caída de los ingresos públicos derivada del descenso persistente del precio de las materias primas, el aumento del endeudamiento en los últimos años o la elevada inflación restringen el margen de actuación de las políticas macroeconómicas. En el lado más positivo, el significativo ajuste de los tipos de cambio reales ha permitido restaurar parte de la competitividad exterior y debería propiciar una recuperación de las exportaciones y una recomposición más favorable de los flujos de capital, sobre todo hacia las economías que muestran menores vulnerabilidades. En todo caso, las previsiones para 2016 han seguido revisándose a la baja en los últimos meses, lo que lleva a prever un segundo año de caída del PIB regional (de nuevo por los retrocesos en Brasil y en Venezuela), un resultado sin precedentes en América Latina desde la crisis de la deuda externa del bienio 1982-1983 (véase gráfico 1). En el resto de países, a excepción de Perú, también se espera una moderación del crecimiento respecto a 2015.

En este «Informe de economía latinoamericana» se ha introducido un cambio de estructura respecto a ediciones anteriores. La segunda sección se dedicará al análisis, ya habitual, de la situación coyuntural en la región, aunque de forma más breve. A ella se añaden ahora dos secciones temáticas, que permitirán profundizar en aspectos concretos de las economías de la región, bien comunes a todas ellas, o bien específicos de algún país. El primer tema, de los dos seleccionados para este informe, se refiere a la evolución reciente de la inflación. El perfil inesperadamente alcista de los precios en 2015 en la mayor parte de economías latinoamericanas difiere, además, del comportamiento que se observa en otras

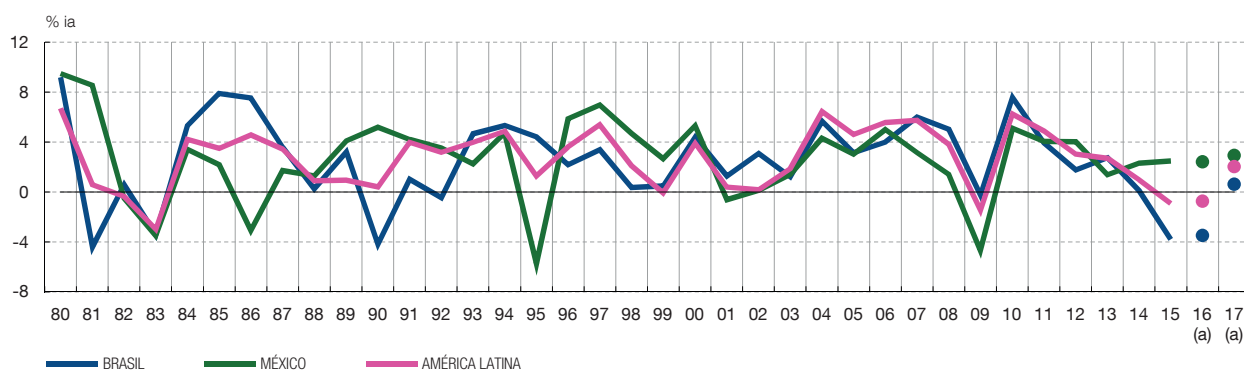
1 PIB promedio ponderado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

	2014	2015	2014				2015				2016
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	Marzo
<b>PIB (tasa interanual)</b>											
América Latina-7	1,0	-0,4	2,4	0,4	0,4	0,7	0,2	0,1	-0,5	—	
América Latina-4 (a)	2,6	2,7	3,3	2,2	2,4	2,5	2,5	2,5	2,8	2,7	
Argentina	0,5	2,1	0,8	0,7	-0,2	0,5	-0,3	3,9	3,5	0,9	
Brasil	0,1	-3,8	3,2	-0,8	-1,1	-0,7	-2,0	-3,0	-4,5	-5,9	
México	2,3	2,5	2,3	1,8	2,3	2,6	2,5	2,4	2,8	2,5	
Chile	1,9	2,1	2,7	2,3	0,9	1,6	2,7	2,1	2,2	1,3	
Colombia (b)	4,4	3,1	6,3	4,0	4,0	3,3	2,7	3,1	3,2	3,3	
Venezuela	-3,9	-5,7	-5,2	-5,4	-2,7	-2,6	-1,4	-4,7	-7,1	—	
Perú	2,4	3,3	5,0	1,9	1,8	1,2	1,9	3,1	3,2	4,7	
<b>IPC (tasa interanual)</b>											
América Latina-5 (a)	5,0	6,0	4,7	4,9	5,2	5,2	5,4	5,8	6,2	6,6	6,4
Argentina (c)	22,6	—	6,9	13,5	18,2	22,6	18,4	15,4	14,7	—	—
Brasil	6,3	9,0	5,8	6,4	6,6	6,5	7,7	8,5	9,5	10,4	9,4
México	4,0	2,7	4,2	3,6	4,1	4,2	3,1	2,9	2,6	2,3	2,6
Chile	4,4	4,3	3,2	4,5	4,7	5,3	4,4	4,2	4,8	4,1	4,5
Colombia	2,9	5,0	2,3	2,8	2,9	3,5	4,2	4,5	4,9	6,4	8,0
Venezuela	62,2	121,7	57,7	60,9	63,2	65,4	79,5	89,7	126,5	170,1	—
Perú	3,2	3,5	3,4	3,5	2,9	3,2	3,0	3,3	3,8	4,1	4,3
<b>Saldo presupuestario (% del PIB) (d)</b>											
América Latina-5 (a)	-4,3	-6,5	-2,6	-3,0	-3,6	-4,3	-5,1	-5,3	-5,8	-6,5	
Argentina	-2,5	—	-2,1	-2,3	-2,3	-2,5	-3,3	-3,6	—	—	
Brasil	-6,0	-10,4	-2,9	-3,3	-4,5	-6,0	-7,6	-8,0	-9,2	-10,4	
México	-3,2	-3,5	-2,8	-3,2	-3,4	-3,2	-3,3	-3,7	-3,3	-3,5	
Chile	-1,6	-2,2	-1,0	-1,1	-1,4	-1,6	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2	
Colombia	-2,6	-3,1	-2,7	-3,6	-3,4	-2,6	-3,0	-2,5	-2,7	-3,1	
Venezuela	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
Perú	-0,5	-2,9	0,4	0,0	0,0	-0,5	-1,0	-1,5	-2,1	-2,9	
<b>Deuda pública (% del PIB)</b>											
América Latina-5 (a)	43,2	48,8	40,1	40,7	42,3	43,2	44,9	45,6	47,7	48,8	
Argentina	40,7	—	31,3	34,7	36,1	40,8	39,5	39,6	41,4	—	
Brasil	57,2	66,2	52,1	53,2	55,8	57,2	60,5	61,8	64,7	66,2	
México	33,1	35,8	32,1	32,3	33,1	33,1	33,8	33,9	35,0	35,8	
Chile	15,1	18,2	13,4	14,0	14,6	15,1	15,9	16,5	17,5	18,2	
Colombia	37,7	41,3	35,9	35,1	35,6	37,7	39,6	40,2	43,0	41,3	
Venezuela	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
Perú	20,0	23,3	18,2	18,3	18,5	20,0	20,0	19,9	21,2	23,3	
<b>Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (d)</b>											
América Latina-7	-2,9	-3,3	-2,6	-2,8	-2,8	-2,9	-3,1	-3,2	—	—	
Argentina	-1,1	-2,7	-1,0	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,5	—	—	
Brasil	-4,3	-3,3	-3,3	-3,6	-3,8	-4,3	-4,4	-4,2	-4,0	-3,3	
México	-1,9	-2,8	-2,4	-2,4	-2,2	-1,9	-2,0	-2,1	-2,6	-2,8	
Chile	-1,3	-2,0	-3,3	-2,6	-1,7	-1,3	-0,9	-1,1	-1,5	-2,0	
Colombia	-5,2	-6,5	-3,4	-3,9	-4,2	-5,2	-5,7	-6,0	-6,7	-6,5	
Venezuela	0,7	-2,0	2,2	2,2	1,6	0,7	-1,2	-1,7	-2,2	-2,0	
Perú	-4,0	-4,4	-4,1	-4,3	-3,8	-4,0	-4,3	-3,8	-4,3	-4,4	
<b>Deuda externa (% del PIB)</b>											
América Latina-5 (a)	21,5	—	19,8	20,6	20,6	21,5	22,3	23,5	25,1	—	
Argentina	26,3	—	23,6	25,4	25,5	26,3	26,0	26,2	—	—	
Brasil	14,6	19,1	13,2	14,0	13,9	14,6	14,9	16,0	17,5	18,9	
México	22,1	26,1	20,8	21,7	21,4	22,0	22,5	23,8	25,0	26,0	
Chile	56,5	—	48,9	50,9	52,6	56,5	57,8	59,4	60,3	—	
Colombia	26,8	—	25,1	25,4	25,6	26,8	29,2	31,2	34,6	—	
Venezuela	21,8	—	30,7	28,9	24,8	21,8	18,1	15,5	13,8	—	
Perú	31,8	35,5	30,2	30,5	31,1	31,8	32,3	32,2	34,5	35,5	

FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a América Latina-5: todos los países representados, excepto Argentina y Venezuela.  
América Latina-4: México, Chile, Colombia y Perú.  
b Ajustado de estacionalidad.  
c Para 2014 la inflación se calcula como el acumulado desde diciembre de 2013.  
d Media móvil de cuatro trimestres.

1 CRECIMIENTO EN AMÉRICA LATINA



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (WEO) y Consensus Forecasts.

a Previsiones de Consensus Forecasts.

regiones y países emergentes. Este fenómeno se ha asociado con un factor común en Latinoamérica: la depreciación de los tipos de cambio y su transmisión a los precios. En la tercera sección se analiza este efecto en varios de los países con régimen de objetivos de inflación. La cuarta sección revisa y pone en contexto los recientes cambios en las políticas económicas aplicadas en Argentina, y repasa las perspectivas y algunos riesgos de cara al futuro.

**Evolución reciente de la economía latinoamericana**

EL ENTORNO EXTERIOR Y LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Desde la publicación del anterior «Informe de economía latinoamericana», el pasado mes de octubre, la economía mundial ha mostrado una evolución algo más débil de lo esperado, en un contexto caracterizado por una mayor volatilidad en los mercados financieros y por la atonía de los flujos comerciales. Dentro de las principales áreas avanzadas, destacó la marcada desaceleración de la actividad en Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2015, que parece haberse prolongado en el primero de 2016, mientras que en el resto de economías avanzadas el crecimiento tendió a estabilizarse en tasas moderadas. Las economías emergentes continuaron enfrentándose a importantes vientos contrarios —la gradual ralentización de la economía china, los bajos niveles de los precios de las materias primas y el deterioro del sentimiento de los inversores en los mercados financieros—, que han contribuido a prolongar la desaceleración de la actividad, sin que se aprecie con claridad el punto de inflexión en esta tendencia. En este contexto, se han vuelto a revisar a la baja las previsiones de crecimiento para la economía global y el balance de riesgos ha continuado empeorando.

Por su parte, los mercados financieros internacionales han mostrado una mayor inestabilidad. Por un lado, el proceso de liberalización de la cuenta de capital y la flexibilización del tipo de cambio en China siguieron generando inestabilidad a escala global y una importante salida de capitales de esa economía. Asimismo, el continuado descenso del precio del petróleo, hasta alcanzar los niveles mínimos de los últimos trece años a comienzos de 2016, impulsó la aversión al riesgo en los mercados financieros, afectando especialmente al sector corporativo de los países exportadores y grandes productores de petróleo. Por otra parte, aunque la elevación de los tipos de interés en Estados Unidos, a finales de 2015, no provocó turbulencias apreciables en los mercados emergentes por estar ampliamente descontada, las dudas sobre la fortaleza de la recuperación en Estados Unidos, junto con un recrudecimiento de la inestabilidad en China y la nueva caída del precio del petróleo, dieron lugar a un nuevo episodio de elevada tensión en los mercados a comienzos

de 2016, con elevaciones adicionales del coste de financiación de las economías emergentes. Desde mediados de febrero, la recuperación del precio del crudo (hasta superar los 40 dólares por barril de *brent*) el retraso en las expectativas de endurecimiento monetario en Estados Unidos, la estabilización de los mercados financieros en China y la actuación expansiva del BCE y del Banco de Japón han propiciado una importante recuperación de los mercados emergentes, cuya continuidad es difícil de valorar.

La evolución de los mercados financieros de América Latina discurrió en paralelo con estas tendencias, si bien las variaciones fueron más acusadas debido, fundamentalmente, al elevado peso que tienen las empresas petroleras en las bolsas locales y en los indicadores de riesgo de crédito corporativo. Además, dado que muchas de estas empresas son públicas, sus movimientos se han trasladado al riesgo soberano. De hecho, mientras que el diferencial soberano de los países latinoamericanos que menos dependen del precio del petróleo aumentó en 50 puntos básicos (pb), el de los más dependientes aumentó en 230 pb (véase gráfico 2)<sup>2</sup>.

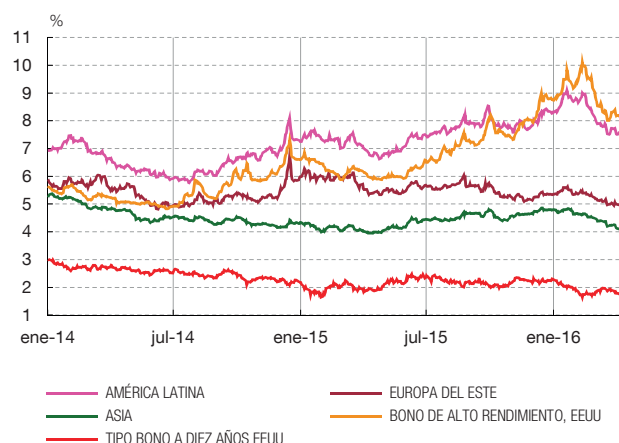
Por países, llama la atención el que la mejora más reciente de los mercados haya favorecido en mayor medida a los países con vulnerabilidades elevadas. Este es el caso de Brasil, donde la recuperación de las bolsas, la compresión de los diferenciales soberanos y, especialmente, la apreciación del tipo de cambio (un 12% frente al dólar) a partir de febrero han sido superiores a los del resto de la región y han llevado al banco central a intervenir en los mercados cambiarios para frenarla. Esta intensa mejora obedece a la anticipación de un cambio de ciclo político, sujeto, en todo caso, a una elevada incertidumbre. Sin embargo, las tres principales agencias de *rating* han colocado la calificación soberana del país por debajo del grado de inversión.

En los casos de Colombia y de México, la dependencia de las cuentas exteriores y públicas del precio del petróleo provocó un deterioro muy marcado de sus indicadores de mercado, a pesar de la mayor solidez de sus fundamentos. En México, la rápida respuesta de las autoridades (anunciando un ajuste fiscal y monetario coordinado y un posterior apoyo financiero a PEMEX) ha permitido suavizar el retroceso. En Argentina y en Venezuela, la evolución de los mercados ha venido determinada también por el ciclo político. En Venezuela, el diferencial soberano se mantuvo por encima de máximos históricos previos (3.000 pb), en un contexto de fuerte aumento de las vulnerabilidades reales, fiscales y externas, y de expectativas de impago que no se han materializado. La victoria de la oposición en las elecciones legislativas llevó al Gobierno a anunciar medidas de ajuste fiscal y cambiario, cuyos efectos sobre los mercados han sido, por el momento, inapreciables. Por el contrario, en Argentina la nueva orientación de las políticas económicas a raíz del cambio en la presidencia del país, como se analiza detalladamente en la última sección del artículo, ha propiciado una mejora sustancial en la percepción de los mercados.

En el segundo semestre de 2015, los flujos de capitales mantuvieron la tendencia descendente iniciada a comienzos de 2014. De hecho, se registraron menores entradas tanto de flujos de cartera como de inversión exterior directa, hasta alcanzar mínimos desde 2011 y 2010, respectivamente (véase gráfico 3). En el conjunto de la región, las entradas brutas de cartera en 2015 alcanzaron los 26,8 mm de dólares, casi 70 mm menos que en 2014, como consecuencia de las menores entradas en México y en Brasil. Las entradas brutas de inversión directa se situaron en 157 mm, unos 17 mm menos que en 2014, por el

<sup>2</sup> Excluyendo Venezuela, el incremento sería de 110 pb.

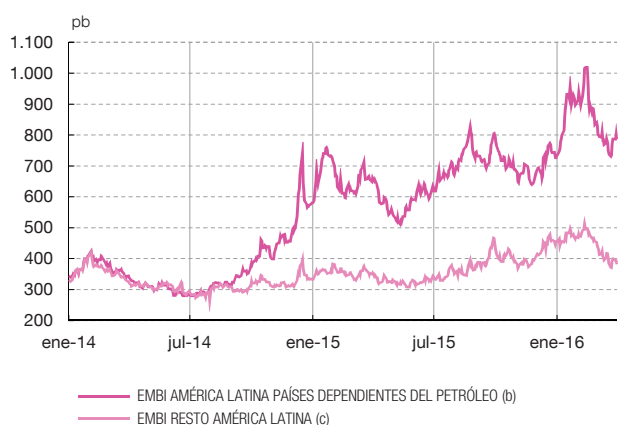
1 TIPOS DE INTERÉS (a)



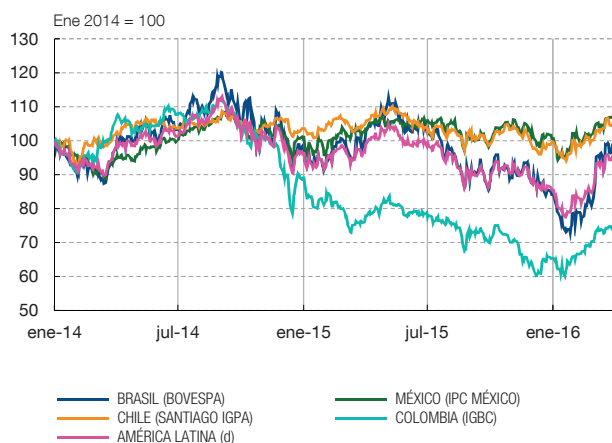
2 CHINA Y PETRÓLEO



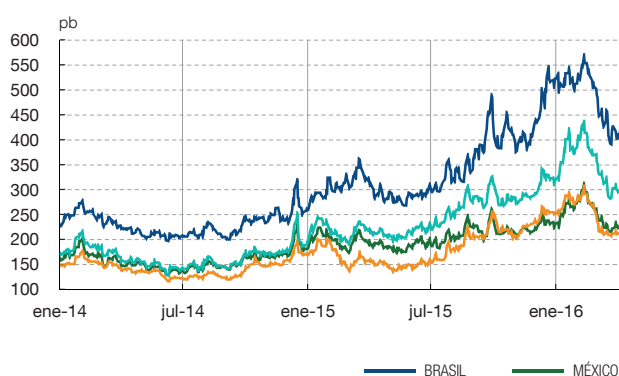
3 DIFERENCIALES SOBERANOS



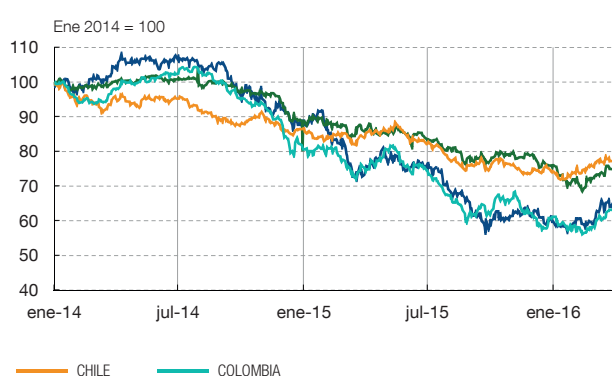
4 ÍNDICES DE BOLSA



5 DIFERENCIALES SOBERANOS



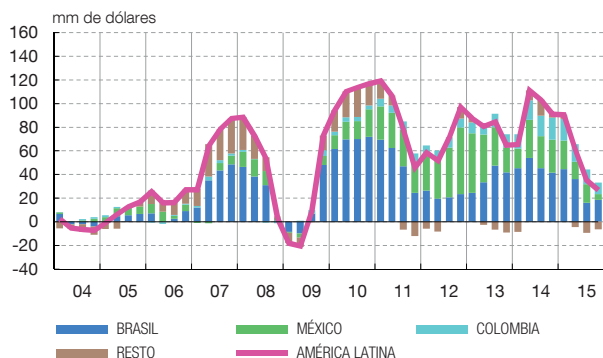
6 TIPO DE CAMBIO NOMINAL FREENTE AL DÓLAR



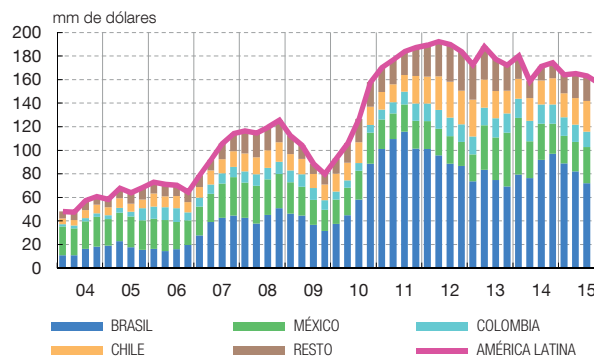
FUENTES: Datastream y JP Morgan.

- a Los tipos de América Latina, Asia y Europa del Este se han construido sumando el tipo del bono a diez años de Estados Unidos y los diferenciales del EMBI.
- b Bolivia, Colombia, Ecuador, Venezuela, México, y Trinidad y Tobago.
- c Argentina, Brasil, Panamá, Perú, Jamaica, Belize, Chile, República Dominicana, El Salvador y Uruguay.
- d Índice MSCI de América Latina en moneda local.

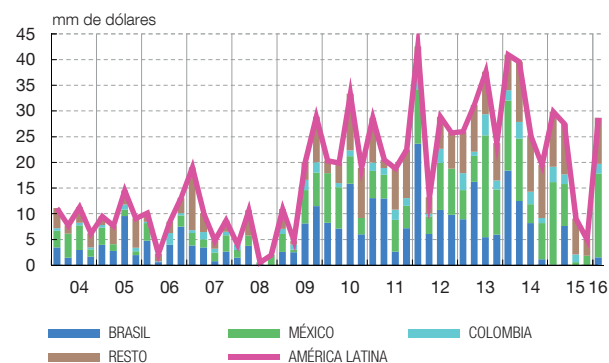
1 AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



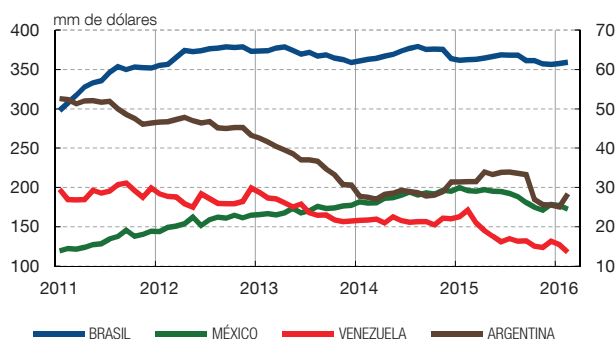
2 AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS EN DOCE MESES



3 AMÉRICA LATINA: EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES



4 AMÉRICA LATINA: RESERVAS INTERNACIONALES



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

descenso de los flujos dirigidos a Brasil (23 mm menos); en México y en Argentina las entradas de inversión directa aumentaron a lo largo de 2015. La menor entrada de capitales se reflejó en las reservas internacionales de divisas, que disminuyeron en todos los países de la región a partir de junio del pasado año, alcanzando mínimos históricos en Ecuador, Argentina y Venezuela. Más recientemente, a partir del mes de marzo de 2016 se ha producido una importante recuperación de los flujos de capital hacia las economías emergentes, incluidas las latinoamericanas.

Por su parte, en el cuarto trimestre de 2015 las emisiones de renta fija se situaron en cuantías mínimas desde comienzos de 2009 (véase gráfico 3). Brasil no realizó ninguna colocación en los mercados internacionales entre junio de 2015 y marzo de 2016, y las emisiones de México se redujeron en casi un 75 % respecto al mismo período de 2014. Hay que destacar que el recurso a los mercados internacionales no fue sustituido por una mayor apelación a los mercados locales, donde las emisiones también cayeron en los tres últimos meses de 2015, hasta los 4,5 mm de dólares. En los tres primeros meses de 2016 las emisiones internacionales se dinamizaron de nuevo, impulsadas por las colocaciones soberanas (55 % del total) y las emisiones en euros (42 %).

En este contexto de debilidad en las fuentes de financiación, el crédito interno al sector privado mantuvo una tendencia a la moderación en el promedio de la región, con una tasa de crecimiento interanual cercana al 4 % en términos reales, la menor de los quince últimos

años. En Brasil, el crédito se estancó desde finales de 2015, registrándose una contracción acusada del crédito hipotecario y del componente dirigido, como consecuencia de la restricción al crédito de la banca pública. En Perú, Colombia y México, sin embargo, el crédito se expandió, alcanzando tasas superiores al 11 %, en términos reales, en los dos primeros países, y del 6 % en México.

#### ACTIVIDAD Y DEMANDA

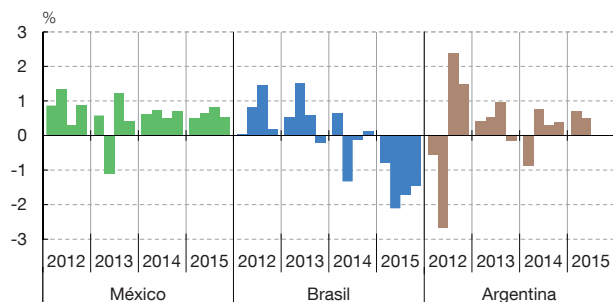
Las perturbaciones globales que se acaban de comentar repercutieron negativamente en la actividad de las economías latinoamericanas en la segunda mitad de 2015 y los primeros meses de 2016. Probablemente, la de mayor impacto fue el descenso adicional del precio del petróleo —y de los precios de otras materias primas—, que afectó sobre todo a países como Venezuela, Ecuador, Colombia, México o Brasil a través de una importante caída de las exportaciones nominales y de los ingresos públicos, y que, además, suscitó dudas sobre la situación financiera de las grandes empresas petroleras. Desde el punto de vista local, cabe destacar el agravamiento de la incertidumbre política en Brasil, que ha dificultado la adopción de las medidas de política económica requeridas para corregir su importante desequilibrio fiscal. Aunque Brasil es una economía relativamente cerrada, lo que limita el alcance de potenciales efectos de derrame transfronterizos, su tamaño y la magnitud de la caída en la actividad han hecho que el impacto negativo en sus principales socios regionales (Argentina, Uruguay y Paraguay) sea notorio.

La caída del PIB en 2015 fue resultado de la evolución negativa de la inversión —generalizada en la región, y que se intensificó en la segunda mitad del año—, así como de la debilidad del consumo privado en algunos países. La contracción de la formación bruta de capital ligada al descenso de los precios de las materias primas, la disminución de las entradas de capitales y la caída de la confianza han situado los ratios de inversión sobre PIB cerca del 20 %, niveles mínimos de los diez últimos años. El consumo privado, por su parte, experimentó caídas sin precedentes en Brasil (−4 %) y Venezuela (−7,8 %) —países con elevada inflación, debilidad del mercado laboral e incertidumbre política—, pero mostró mayor solidez en México, Colombia y Perú, donde creció en el entorno del 3 %.

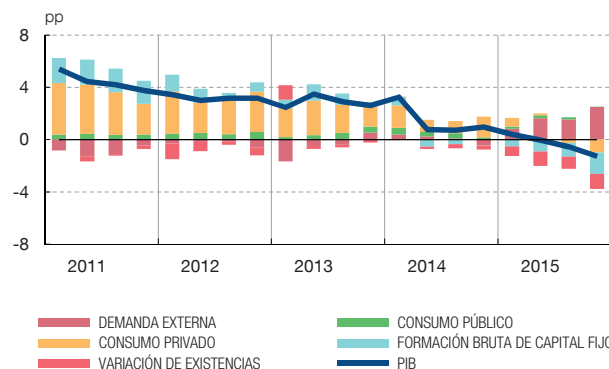
El ajuste de la demanda interna (que se contrajo en Brasil y en Venezuela, y se desaceleró en el resto de países) y la ganancia de competitividad derivada de la depreciación de los tipos de cambio están produciendo un reequilibrio del gasto en la región, que se ha reflejado en una aportación positiva generalizada de la demanda exterior neta al crecimiento [de 2,5 puntos porcentuales (pp) en el cuarto trimestre de 2015] (véase gráfico 4). Esta aportación positiva fue resultado, principalmente, de la contracción de las importaciones (−8,9 % interanual en el cuarto trimestre); mientras que las exportaciones han empezado a recuperarse gradualmente (7,9 %) como resultado del avance en Brasil, en Perú y, con oscilaciones, también en Chile. En principio, la depreciación acumulada por los tipos de cambio reales en los últimos cinco años debería haber tenido un impacto más acusado en las exportaciones; sin embargo, la reducida diversificación productiva de la mayoría de los países latinoamericanos, la debilidad en la recuperación de la economía mundial y la ganancia de competitividad más limitada frente a los socios comerciales regionales (cuyos tipos de cambio se han depreciado también) han limitado la potencia de este canal. En cualquier caso, la mejora en la competitividad ha permitido compensar, en alguna medida, el impacto de la reducción de los precios de las materias primas en la balanza de pagos y del significativo aumento del déficit exterior que supone.

De hecho, el déficit corriente de la región, medido en dólares, tendió a reducirse en 2015, marcando un cambio de tendencia respecto a años previos. Esta corrección no se ha

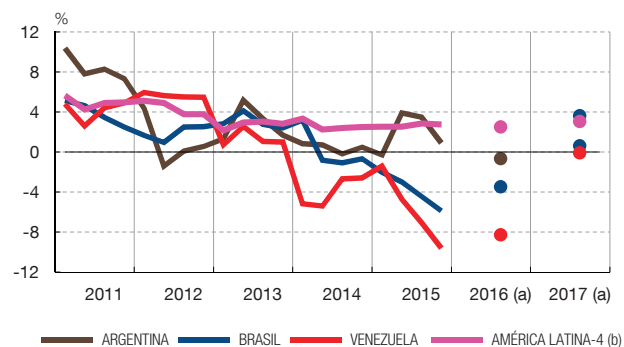
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas trimestrales



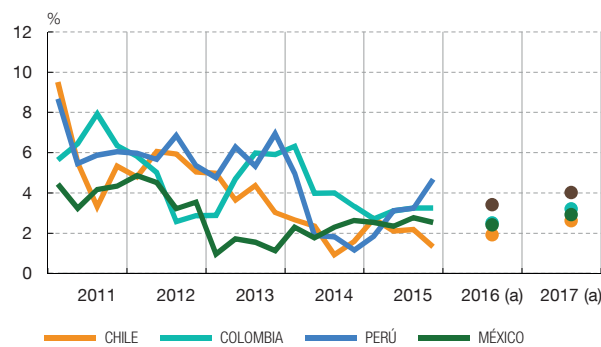
2 APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB. AMÉRICA LATINA-5



3 PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



4 PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



FUENTES: Datastream y estadísticas nacionales.

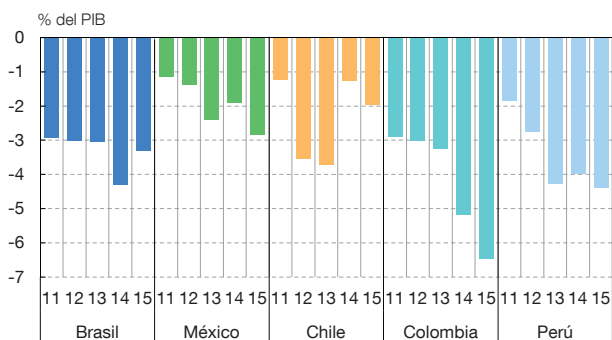
a Previsiones de *Latin American Consensus Forecasts*, marzo de 2016.  
b México, Chile, Colombia y Perú.

reflejado en términos de porcentajes del PIB (con un aumento del déficit en 2015 hasta el 3,3 % en el conjunto de los cinco países con objetivos de inflación), debido a la caída del PIB nominal. Por países, la corrección más apreciable en 2015 tuvo lugar en Brasil, donde el déficit se redujo al -3,3 % del PIB en 2015. En cambio, países como Colombia (donde el déficit corriente se amplió hasta el -6,5 % del PIB), Venezuela (-5,6 %) o Perú (-4,4 %) siguen presentando una vulnerabilidad externa elevada (véase gráfico 5).

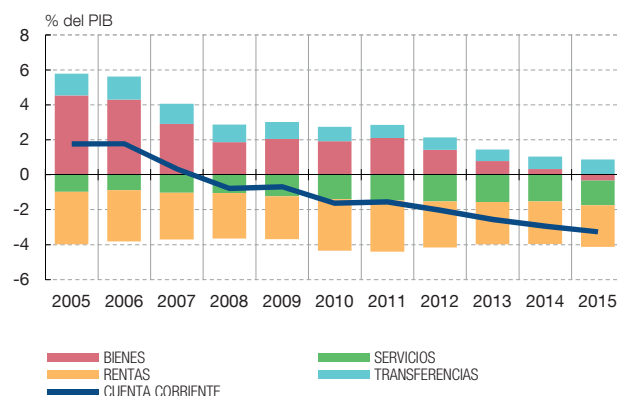
Un factor clave a la hora de valorar la capacidad de resistencia de la demanda interna en América Latina en los próximos meses es la situación del mercado de trabajo. En este sentido, la evolución reciente ha seguido poniendo de manifiesto la profunda divergencia que hay entre países, similar a la que se observa en la actividad. En Brasil, los indicadores mostraron un deterioro significativo: la tasa de paro aumentó en 3 pp desde principios de 2015 (hasta el 8,2 % de la población activa en febrero de 2016), la destrucción de empleo en el sector formal de la economía se intensificó (salvo el empleo por cuenta propia) y la caída de los salarios reales se acentuó (-5 %). Además, la población activa tendió a aumentar, quebrando la tendencia a la baja que venía manteniéndose desde 2011, asociada al aumento de la educación secundaria y a una menor necesidad de los hogares de incorporar de forma inmediata a sus miembros a la fuerza de trabajo en los años de bonanza. Por otra parte, en Chile, Perú, Colombia y México las tasas de paro se mantuvieron cercanas



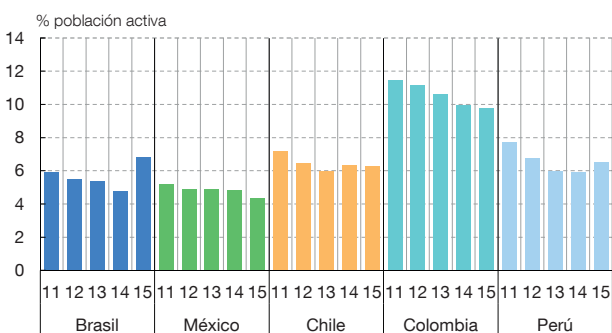
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



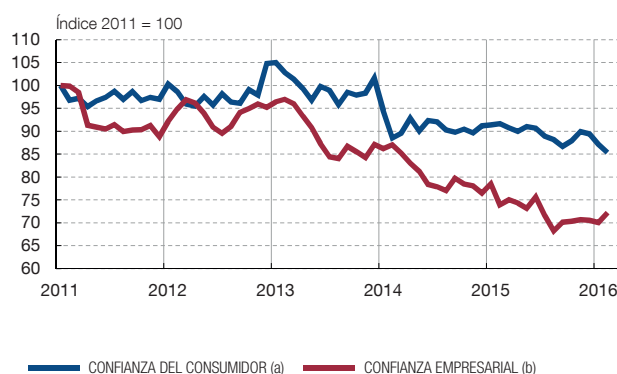
2 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE, POR COMPONENTES



3 TASA DE PARO



4 ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



FUENTE: Datastream.

- a Argentina, Brasil, Chile, México y Perú.
- b Brasil, Chile, México y Perú.

a mínimos históricos, en un contexto general de buen comportamiento del mercado laboral, más favorable que el del PIB.

Los indicadores de mayor frecuencia muestran, por lo general, un pulso económico relativamente débil en el comienzo de 2016. La producción industrial ha intensificado su caída, en gran parte por la evolución de Brasil, mientras que en países como Perú o Colombia estos indicadores se han fortalecido. Las ventas al por menor siguen moderándose y los indicadores de confianza de familias y empresas parecen haberse estabilizado, pero en niveles muy bajos. Las estimaciones de crecimiento en el primer trimestre de 2016 obtenidas de los modelos de previsión a corto plazo apuntan a tasas de crecimiento trimestrales muy moderadas en México (entre el 0,3 % y el 0,4 %) y más dinámicas en Chile (1,3 % trimestral), así como a una nueva contracción del PIB en Brasil (del -0,5 % trimestral), de menor intensidad que en el pasado. La evolución reciente de los indicadores de mercado apunta hacia una mejora del sentimiento hacia la región, en línea con otros países emergentes.

LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS Y PERSPECTIVAS PARA 2016

Pese a la debilidad cíclica, la inflación terminó el año en tasas en el entorno del 6,5 % en el cuarto trimestre de 2015 en el conjunto de los cinco países que tienen objetivos de inflación. En Venezuela se situó por encima del 170 % y en Argentina por encima del 30 %

País	2015			2016		2017
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Marzo	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	10,7	No	9,4	7,3	5,7
México	3 ± 1	2,1	Sí	2,6	3,4	3,4
Chile	3 ± 1	4,4	No	4,5	3,6	3,0
Colombia	3 ± 1	6,8	No	8,0	5,1	3,5
Perú	2 ± 1	4,4	No	4,3	3,4	2,9

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

a *Consensus Forecasts* de marzo de 2016 para final de año.

(10,4 % en las cifras oficiales). Las sorpresas inflacionistas han sido uno de los rasgos distintivos de la evolución macroeconómica de América Latina en 2015. Por primera vez en 10 años, solo un país —México— cumplió con el objetivo de inflación, mientras que Brasil, Chile, Colombia y Perú anotaron tasas de inflación al final del año por encima del límite superior de las bandas objetivo (véase cuadro 2). Además, en Brasil y en Colombia el deterioro de las expectativas de inflación fue muy acusado en la última parte de 2015 (véase gráfico 6). En este contexto, se produjeron subidas generalizadas de los tipos de interés oficiales, y en Brasil, donde el ciclo alcista se inició antes, el tipo Selic se mantuvo estable en niveles elevados desde mediados de 2015. La tercera sección analiza con mayor detalle la evolución de la inflación y su relación con las depreciaciones cambiarias.

Las políticas fiscales siguieron ajustándose en la mayoría de los casos a un escenario de precios de las materias primas más bajos. En Brasil, sin embargo, no se consiguió poner en marcha el ajuste fiscal previsto en 2015 y el déficit público se situó en el 10,4 % del PIB a finales de 2015, como consecuencia de la caída de ingresos y del fuerte aumento del coste de la deuda, y siguió ampliándose hasta el 11 % en febrero de 2016, con un déficit primario del -2,1 % del PIB. En Perú, el plan de estímulo aplicado se tradujo en una ampliación del déficit fiscal en más de 2 pp, hasta un -2,9 %. En los demás países, los déficits públicos también aumentaron respecto a los niveles de 2014, aunque se cumplieron los objetivos establecidos al comienzo del año (véase gráfico 7).

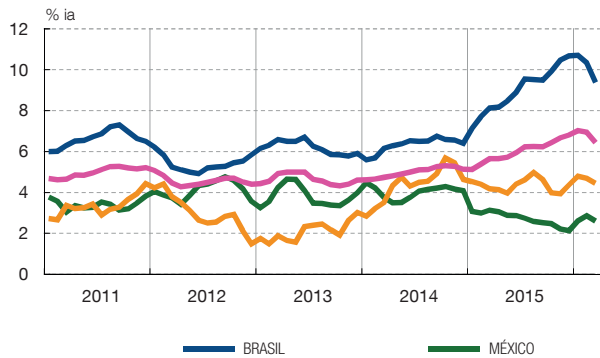
En Chile, Colombia y México se han anunciado ajustes fiscales para 2016 (por importes equivalentes al 0,2 % del PIB en el primer caso, y al 0,7 % en los otros dos). La existencia de reglas fiscales en estos tres países ha permitido que el ajuste del nivel de gastos a unos ingresos fiscales muy inferiores por la caída de los precios de las materias primas haya sido gradual, y que la política fiscal haya tenido un tono moderadamente expansivo en los últimos años. Además, un elemento importante que ha permitido compensar la caída de ingresos asociados a los precios de las materias primas (que ha llegado a ser de un tercio, en el caso de México) han sido las reformas fiscales aprobadas en varios países (Colombia, México y Chile) con el fin de diversificar las fuentes de ingresos públicos, que han logrado aumentar la recaudación, por impuestos de renta y sociedades, principalmente, entre 1 pp y 3 pp del PIB. En todo caso, la persistente bajada de los precios de las materias primas y la necesidad de cumplir con objetivos de estabilización del déficit estructural en el medio plazo harán que la política fiscal sea menos expansiva en 2016. En Venezuela también se ha anunciado un recorte de gasto público.

En Brasil, y en línea con lo comentado anteriormente, los objetivos de consolidación fiscal se han ido revisando sucesivamente hacia metas menos exigentes (pasando de un superávit primario del 0,5 % a un déficit del -1,6 % en 2016). Aunque se han anunciado recortes

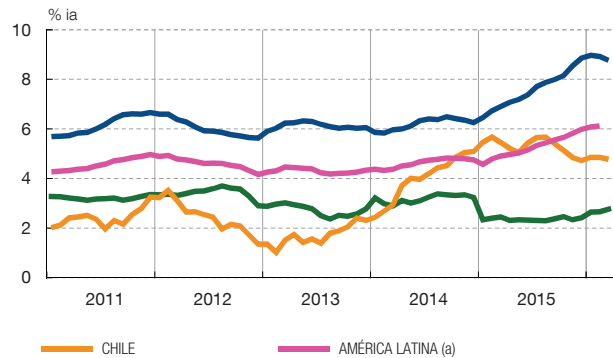
**INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS OFICIALES**  
Tasas de variación interanual y porcentaje

GRÁFICO 6

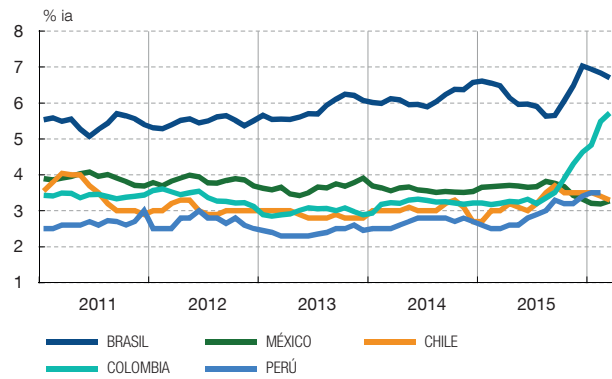
1 TASA DE INFLACIÓN



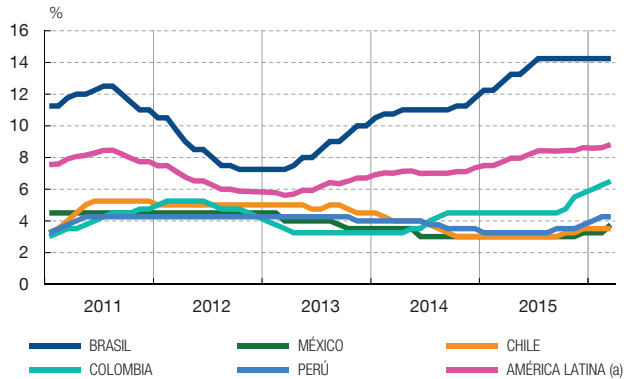
2 TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE



3 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES



4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



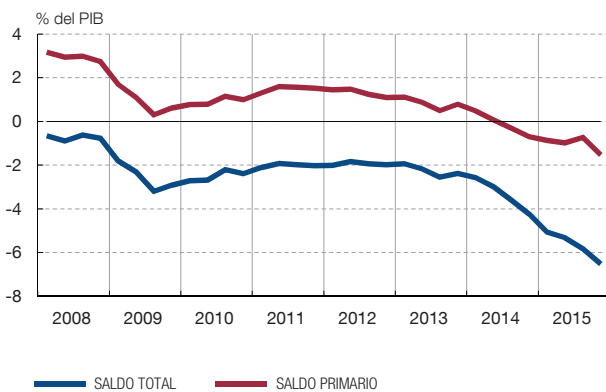
FUENTE: Datastream.

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

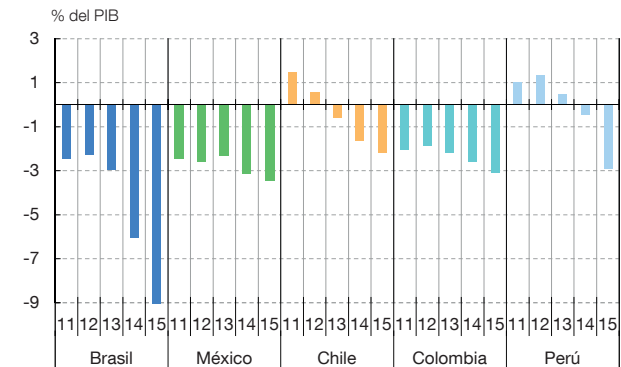
**PRINCIPALES CIFRAS DEL SECTOR PÚBLICO**  
Porcentaje del PIB y variación interanual

GRÁFICO 7

1 SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) PRESUPUESTARIO EN AMÉRICA LATINA 5



2 SUPERÁVIT O DÉFICIT PÚBLICO



FUENTES: Datastream y estadísticas nacionales.

del gasto público, la propuesta de reforma del sistema de pensiones, el establecimiento de un límite de gasto sin refrendo parlamentario, la fragilidad de la situación política, la dinámica de la deuda —con un tipo de interés implícito superior al 12 %— y la profunda recesión plantean una perspectiva fiscal preocupante.

Las perspectivas de crecimiento para la región en el año 2016 no solo se han venido revisando a la baja en los últimos meses, sino que están sujetas a riesgos a la baja también. Se mantiene además la heterogeneidad entre países: según el escenario central, Chile, Colombia y México registrarán crecimientos sostenidos, aunque inferiores a los de 2015; Perú es la principal excepción, pues se espera un avance algo más robusto que el año pasado; en cambio, en Brasil, Venezuela y Argentina la recesión podría prolongarse. La inflación puede empezar a ceder, recogiendo el efecto retardado del endurecimiento de las políticas monetarias y, en algunos casos, fiscales. Desde el punto de vista externo, los principales riesgos provienen de una posible caída adicional de los precios de las materias primas, de la inestabilidad que podría generar el proceso de ajuste de la economía china o de un endurecimiento menos gradual de lo esperado en las condiciones financieras globales. La vulnerabilidad fiscal y externa que exhiben algunas economías son los principales factores de riesgo internos. No obstante, de mantenerse la reciente recuperación de los mercados financieros latinoamericanos y el cambio de tendencia en los flujos de capitales, las autoridades podrían tener un mayor margen de actuación.

#### La transmisión de la depreciación del tipo de cambio a la inflación en América Latina

El tipo de cambio es un determinante fundamental de los precios de consumo en las economías abiertas. La cotización de la divisa local influye directamente en los precios que pagan los consumidores por los bienes de consumo importados. También influye indirectamente, al afectar a los precios de los productos fabricados en el país con bienes intermedios importados, y a los de los productos nacionales que compiten con las importaciones. La conexión entre tipo de cambio y precios internos —el denominado «coeficiente de transmisión del tipo de cambio» (en inglés, *Exchange Rate Pass-Through*)— ha recibido una considerable atención en la literatura económica y es un factor importante que deben tener en cuenta los responsables de las políticas monetarias y cambiarias. En la medida en que una elevada transmisión se asocia a una menor credibilidad de la política monetaria, resulta clave percibir correctamente tanto la magnitud como la persistencia del efecto de una depreciación sobre los precios internos. El caso de América Latina resulta de especial interés, ya que los episodios de depreciación en los años ochenta y noventa se tradujeron en altas tasas de inflación, algo que se está reproduciendo en la actualidad, en cierta medida, en un contexto de baja inflación a escala global.

En efecto, desde el primer trimestre de 2014 la inflación en el agregado de los cinco países de América Latina con objetivos de inflación se ha incrementado en torno a 2 pp, aunque con importantes diferencias entre ellos. En Brasil y en Colombia ha aumentado en 4,6 pp y 4 pp, respectivamente, mientras que en Perú y en Chile lo ha hecho en 0,7 pp y 0,9 pp; en México, por el contrario, se ha reducido en 1,9 pp. De hecho, excepto en México, la evolución de los precios en 2014 y 2015 ha venido marcada por las sorpresas al alza de la inflación. En Chile, Colombia o Brasil, las expectativas se han situado sistemáticamente por debajo del dato de inflación finalmente observado; además, desde principios de 2015 los rangos de la inflación esperada se han ido ampliando, denotando una mayor incertidumbre.

Algunos factores idiosincrásicos han contribuido a generar presiones alcistas sobre los precios internos en este período. Así, la inflación se ha incrementado significativamente en Brasil, por la subida de algunos precios administrados; en Colombia, por la carestía de

algunos alimentos, debida a problemas en las cosechas; y en Chile, aunque en menor medida, por aumentos de impuestos indirectos. México es, de nuevo, la excepción, ya que las reformas estructurales introducidas por el Gobierno (en particular, la de telecomunicaciones y la energética) han ayudado a reducir las presiones inflacionistas de manera significativa.

Pero, además, en los dos últimos años los factores de carácter global han tenido una influencia sustancial en la inflación de la región. La continuada depreciación de las principales divisas latinoamericanas respecto al dólar desde 2011 —que se acentuó en 2013, en algunos casos, con el anuncio del inicio de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos— es uno de esos factores. Como ejemplo, cabe destacar que el peso colombiano y el real brasileño sufrieron depreciaciones del 36 % y del 43 % frente al dólar, respectivamente; en el resto de los países con objetivos de inflación se han registrado también depreciaciones de sus tipos de cambio nominales frente al dólar del 30 %, en promedio (véase gráfico 2). En sentido contrario, la fuerte caída de los precios del petróleo desde el último trimestre de 2014 ha tenido un impacto bajista sobre los precios al consumidor en algunos países, si bien en la mayoría se vio compensada por las depreciaciones. Por último, en algunos países la producción se ha situado por debajo de su nivel potencial, lo que ha podido mitigar la intensidad de las presiones inflacionistas<sup>3</sup>.

Dada la correlación positiva existente entre las sorpresas al alza en la inflación y las depreciaciones del tipo de cambio en la región desde 2014, esta sección analiza la contribución de la depreciación del tipo de cambio a la inflación en cuatro de los cinco principales países de América Latina con objetivo de inflación, distinguiendo entre el efecto de un aumento en el coeficiente de transmisión —que se asociaría a una pérdida de credibilidad de la política monetaria— y el derivado de la magnitud de la depreciación. De hecho, la intensidad del ajuste cambiario ha sido una de las principales razones aducidas por parte de los bancos centrales de la región para elevar sus tipos de interés de referencia.

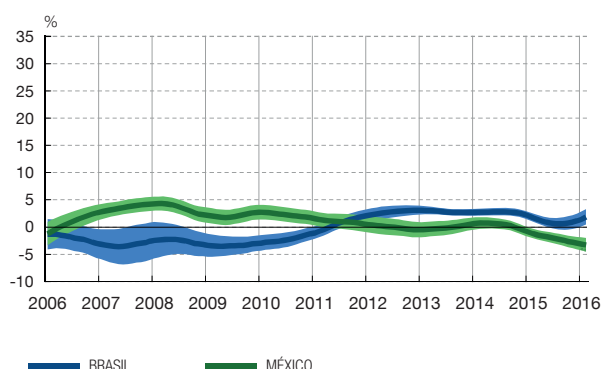
Para evaluar la transmisión de la depreciación a los precios de consumo se ha estimado el mismo modelo de regresión para los cuatro países, con ventanas móviles de cinco años. Se trata de una aproximación empírica estándar, en la que la inflación depende de la depreciación cambiaria y de un conjunto de variables de control, que aproximan los costes internos y la presión de la demanda, en línea con los trabajos de Campa y Goldberg (2005) y de Gopinath y Rigobon (2008). La especificación es la siguiente:

$$\Delta_{12}\ln P_t = \alpha_t + \sum_{h=1}^{12} \gamma \Delta_{12}\ln E_{t+h} + 1 + \beta \Delta_{12}\ln D_{t,t-h} + \theta \Delta_{12}\ln i_{t,t-h} + \rho \Delta_{12}\ln \text{Comm}_p_{t,t-h} + \varepsilon_t$$

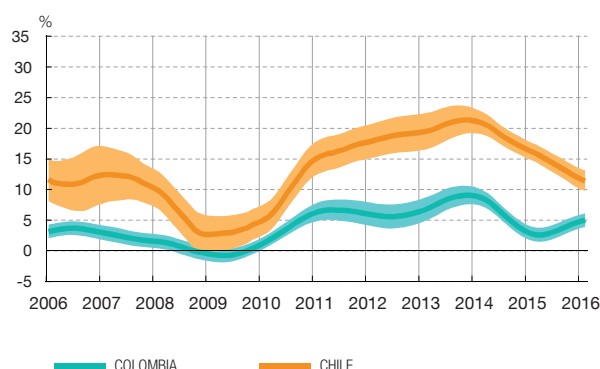
donde,  $\Delta p$  es la inflación anual,  $\Delta E$  es la tasa de variación del tipo de cambio nominal bilateral respecto al dólar,  $\Delta D$  denota la variación de la demanda nacional, aproximada por los índices de actividad económica mensuales de los países (por ejemplo, el IGAE para México),  $i$  es la variación del tipo de interés oficial y, finalmente,  $\Delta \text{Comm}_p$  es el índice de precios de materias primas. El coeficiente  $\gamma$  asociado a la variación del tipo de cambio mide el grado de transmisión de las variaciones cambiarias a los precios internos. Las ecuaciones se han estimado con una muestra de datos mensuales para el período comprendido entre enero de 2000 y febrero de 2016.

<sup>3</sup> No obstante, algunos trabajos recientes sugieren que las mejoras en el anclaje de expectativas de inflación han tendido a atenuar la reacción de la inflación a brechas de producción transitorias. Véanse, por ejemplo, Moccero *et al.* (2011) o BIS (2014).

1 PRECIOS DE CONSUMO. BRASIL Y MÉXICO



2 PRECIOS DE CONSUMO. COLOMBIA Y CHILE



FUENTE: Banco de España.

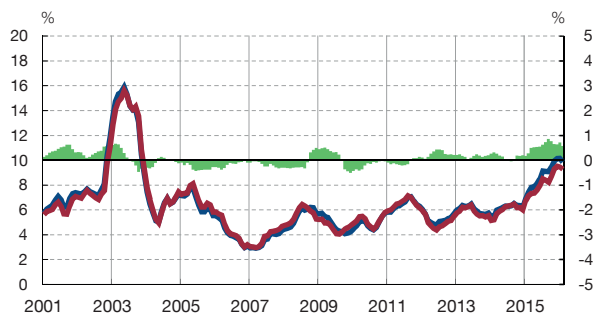
Como se puede apreciar en el gráfico 8, el coeficiente de transmisión acumulado en un año se sitúa en el 8 %, en promedio, para el conjunto de países analizados. Sin embargo, las estimaciones muestran una dispersión sustancial entre países, desde el 1 % de México hasta el 12 % de Chile, así como importantes oscilaciones en el tiempo. Estas estimaciones del coeficiente de transmisión están por debajo de las encontradas en otros trabajos, como, por ejemplo, Albagli *et al.* (2015), que lo sitúan en el 19 % para el promedio de los cinco países de América Latina con objetivos de inflación. Algunos aspectos metodológicos pueden explicar las diferencias: por ejemplo, la consideración del tipo de cambio multilateral en lugar del bilateral con el dólar o el distinto conjunto de variables de control incluidas en la ecuación de inflación. La sensibilidad de los resultados al enfoque metodológico adoptado obliga a tomar con cautela los resultados del análisis. Con esta salvaguarda, los resultados rechazan que el coeficiente haya tendido a aumentar en los últimos años, en los países analizados, sino que, por el contrario, ha mostrado una ligera tendencia a la baja en algunos de ellos. Por tanto, si el efecto de la depreciación cambiaria sobre la inflación ha sido mayor en los últimos trimestres, no se habría debido a una transmisión más intensa, sino a una depreciación mayor de la moneda.

Las diferencias en el tamaño de los coeficientes de transmisión, junto con la distinta magnitud de las depreciaciones registradas, explican el diferente impacto de los movimientos cambiarios en la evolución de la inflación en cada país. El gráfico 9 muestra la contribución del reciente episodio de depreciación de las monedas a las sorpresas de inflación, calculada a partir del modelo de inflación estimado. La contribución ha sido más elevada en Chile y en Colombia. En Chile, el país con el mayor coeficiente de transmisión de entre los analizados, la depreciación del tipo de cambio explica en torno a 2 pp de la inflación observada en los dos últimos años, período en el que esta variable se ha movido entre el 4 % y el 6 %. En Colombia, aunque el coeficiente de transmisión es significativamente menor, la magnitud de la depreciación frente al dólar (un 36 % desde comienzos de 2014) explica la elevada contribución de este factor: alrededor de 1,5 pp a una inflación del 7,5 %. En ambos casos, sin la contribución del tipo de cambio a precios internos, los objetivos de inflación marcados por los bancos centrales se habrían alcanzado en 2014 y en 2015<sup>4</sup>.

En el caso de Brasil, un elevado porcentaje de los bienes incluidos en el IPC son bienes regulados, lo que posiblemente explique un menor coeficiente estimado de respuesta de

4 En ambos casos, del 3 % anual, con bandas de fluctuación del +/- 1 %.

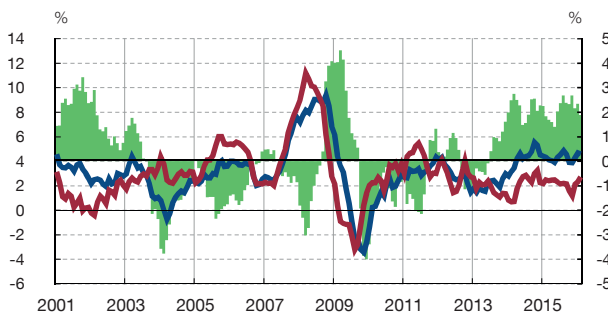
1 BRASIL



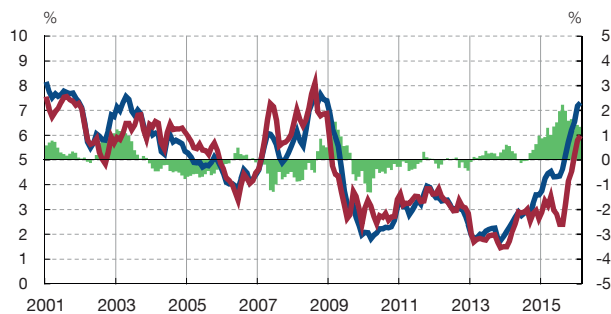
2 MÉXICO



3 CHILE



4 COLOMBIA



■ CONTRIBUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO (Escala dcha.) ■ INFLACIÓN ANUAL ■ INFLACIÓN SIN CONTRIBUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

FUENTE: Banco de España.

la inflación al tipo de cambio. Los precios regulados se elevaron sustancialmente a partir de 2015 como parte del ajuste fiscal emprendido, coincidiendo en el tiempo con una importante depreciación del real frente al dólar. Con todo, la inflación de los bienes comerciables ha aumentado también rápidamente, hasta el 9,8 % en marzo de 2016 (un máximo desde 2003). Las estimaciones obtenidas muestran que la depreciación del tipo de cambio explicaría solo 0,6 pp de la inflación durante el último año y medio (período en el que se ha situado entre el 8 % y el 10 %), lo que sugiere que se necesita un análisis más detenido de este efecto. Cabe recordar, en cualquier caso, que el contenido importador del consumo de los hogares en Brasil es relativamente reducido, situándose en un 8 % en promedio entre 1997 y 2012, según datos de las tablas *input-output*.

Finalmente, en sintonía con otros trabajos, el coeficiente de transmisión de las variaciones cambiarias a la inflación de precios de consumo es estadísticamente nulo en México<sup>5</sup>. De este modo, a pesar de la notable depreciación experimentada por el peso mexicano en los dos últimos años, su contribución a la inflación habría sido nula.

En definitiva, las recientes depreciaciones de las monedas en América Latina están generando presiones sobre la inflación de bienes de consumo, salvo en México. El análisis aquí presentado parece indicar que esta contribución de los movimientos cambiarios a la inflación no responde tanto a un aumento del coeficiente de transmisión cambiaria, sino a la

<sup>5</sup> Resultados similares son obtenidos por Garcés (2001), Sidau y Ramos-Francia (2008), Capistrán *et al.* (2011), Cortés-Espada (2013) y Guillermo-Peón y Rodríguez-Brindis (2014).

## La nueva orientación de la política económica argentina: valoración y riesgos

intensidad de las depreciaciones de las monedas de la región frente al dólar. Además, otros elementos idiosincrásicos han incidido sobre la evolución de los precios (precios internos de los alimentos, precios regulados, impuestos indirectos, reformas estructurales, etc.). En todo caso, la magnitud y la persistencia del reciente episodio de depreciación en Latinoamérica podrían llevar a aumentos de los coeficientes de transmisión cambiaria a la inflación, por lo que el seguimiento estrecho de este proceso por parte de los bancos centrales de la región parece obligado.

Tras la crisis de 2001, Argentina inició una fase de rápida expansión económica, alcanzando crecimientos medios anuales del PIB cercanos al 7 % entre 2005 y 2011. Sin embargo, desde 2011 la economía se ha desacelerado significativamente, hasta registrar tasas inferiores al 1,5 %. Además, en los últimos años las principales fortalezas que tenía la economía desde el punto de vista macroeconómico se han diluido: los «superávits gemelos», fiscal y exterior. Las cuentas públicas registraban en 2010 un superávit del 0,2 % del PIB, que se convirtió en un déficit del 4,2 % en 2015. Por su parte, las cuentas exteriores se deterioraron más de dos puntos, hasta alcanzar un déficit del -2,7 % del PIB en 2015 (véase gráfico 10).

Este comportamiento vino condicionado por una serie de factores externos, como el descenso de los precios de las materias primas y la falta de financiación internacional, consecuencia del bloqueo de los pagos de la deuda externa argentina por el conflicto con los *holdouts*<sup>6</sup>. Así, en un contexto de fuerte expansión del gasto público, que generalizó las subvenciones y las ayudas públicas, el déficit público tuvo que financiarse en gran parte mediante emisión monetaria, lo que llevó a la inflación a situarse en tasas del 20 %-40 %, según las estimaciones privadas disponibles. A su vez, la pérdida de competitividad con el exterior, con un tipo de cambio oficial fuertemente sobrevalorado y la imposibilidad de captar financiación externa, provocaron un intenso drenaje de las reservas internacionales de divisas, que exigió la introducción de controles cambiarios —el denominado «cepo cambiario»—, poniendo un freno a las importaciones. Las restricciones de acceso a los dólares y el desalineamiento del tipo de cambio oficial dieron lugar a un mercado paralelo de divisas, donde el peso argentino cotizaba un 50 %-60 % por encima del oficial (véase gráfico 10). En este entorno se generaron, además, dudas crecientes sobre la fiabilidad de los datos oficiales de PIB, inflación o desempleo, que impedían conocer con exactitud la situación macroeconómica del país.

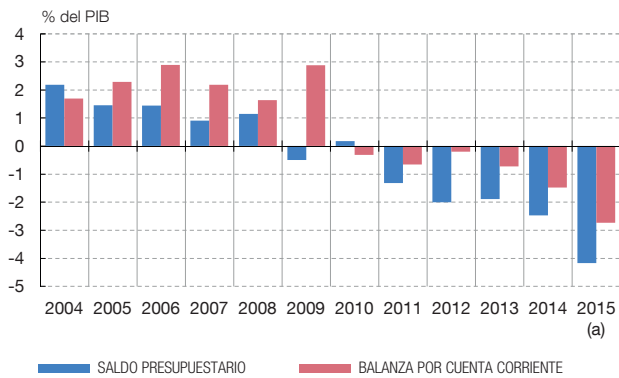
El cambio de gobierno materializado en diciembre de 2015 ha supuesto un giro en la política económica en cinco ámbitos fundamentales. En primer lugar, se priorizó la liberalización cambiaria, con el fin de corregir la sobrevaloración del tipo de cambio oficial y eliminar la distorsión que suponía la existencia de tipos de cambio múltiples. Además de liberar la importación, esto facilita el ajuste de precios relativos de los productos comerciables y no comerciables. Dado el riesgo de sobrereacción del tipo de cambio (*overshooting*), era preciso fortalecer previamente el nivel de reservas, que ascendían a 25 mm de dólares en diciembre de 2015<sup>7</sup>, lo que suponía una cobertura de las importaciones de tan solo cuatro meses. Para ello se eliminó el impuesto a la exportación para el maíz, el trigo y la carne, y se redujo en 5 pp la retención a la exportación de soja, facilitando la liquidación de la

6 Se denomina de esta forma a los acreedores que no acudieron al canje de las reestructuraciones de deuda de 2005 y 2010, y tenían sentencias en firme en la justicia de Nueva York reconociendo sus derechos a recibir el pago *pari passu* con los bonistas que recibieron deuda reestructurada.

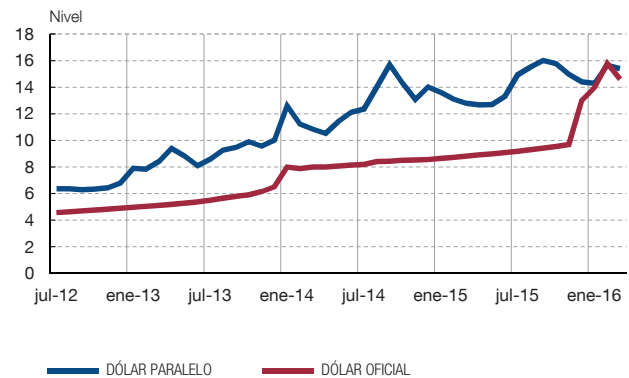
7 De estas reservas, algo más de 10 mm de dólares correspondían a un *swap* a un año con China, mientras que algo más de 2 mm de dólares procedían de los pagos de la deuda reestructurada bloqueados por la justicia de Nueva York.



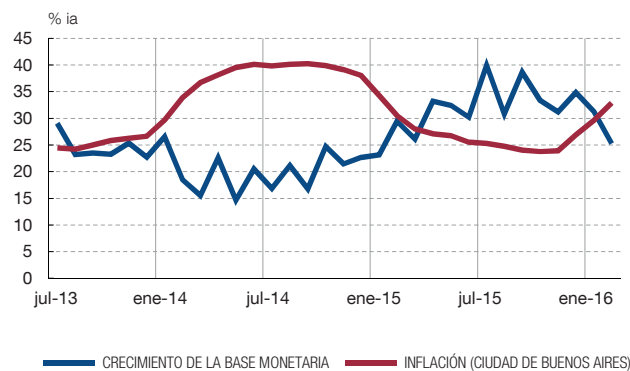
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y SALDO PRESUPUESTARIO



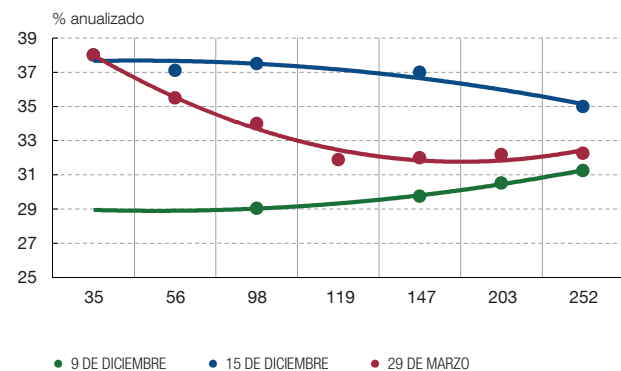
2 TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



3 INFLACIÓN Y CRECIMIENTO DE LA BASE MONETARIA



4 TASAS DE INTERÉS DE LETRAS DEL BANCO CENTRAL (LEBACS)



FUENTES: Estadísticas nacionales, Thomson Reuters, BCRA y Dirección General de Estadística y Censos de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

a Estimación.

cosecha agrícola, retenida debido a la continua expectativa de devaluación del tipo de cambio, y aumentando los ingresos en dólares en el mercado libre. Además, las autoridades negociaron un préstamo con un conjunto de bancos internacionales, por un importe estimado de 5 mm de dólares. Todo ello generó las condiciones para anunciar la retirada parcial de los controles cambiarios y la transición a un régimen de tipo de cambio de «flotación administrada».

En segundo lugar, se frenó el crecimiento de la base monetaria, que superaba el 35 % a finales de 2015, debido a la necesidad de financiación del sector público (véase gráfico 10). Los tipos de interés oficiales aumentaron en más de 10 pp, hasta el 38 %, de forma que la curva de tipos de interés marcó una pendiente negativa, ya que los tipos de interés en los plazos más largos incorporaban la expectativa de una reducción de la inflación en el transcurso del año. De hecho, el Gobierno hizo explícito un marco de objetivos de inflación para los próximos años, de forma que se alcanzasen tasas de inflación inferiores al 10 % al término del mandato del actual Gobierno.

En tercer lugar, se adoptó un enfoque gradual para situar a las finanzas públicas en una senda de ajuste. Las medidas de corto plazo más importantes se centraron en la eliminación de algunos subsidios a la energía y el transporte, a la vez que se anunció un recorte de los impuestos a las ganancias y otras medidas de expansión fiscal. Aunque esto supo-

ne una elevación del déficit a corto plazo, en algo más de un punto del PIB, también implica una estructura de ingresos y gastos públicos menos distorsionadora de la toma de decisiones de los agentes privados y, por tanto, más favorable al crecimiento económico. En este contexto, se anunció también un plan de consolidación fiscal a medio plazo, que incluye descensos anuales de 1,5 pp en el déficit fiscal hasta 2019, aunque sin especificar medidas concretas de ahorro más allá de 2016.

En cuarto lugar, el Gobierno buscó restablecer el acceso a los mercados de capitales exteriores, cerrando un acuerdo con los *holdouts*. El acuerdo, que ha sido aprobado ya por las cámaras legislativas, incluye la derogación de las leyes que impedían el pago a los bonistas (véase recuadro 1) y exigirá emitir alrededor de 12,5 mm de dólares en bonos en los mercados nacional e internacional.

Por último, en materia de estadísticas económicas, el Gobierno se ha comprometido a alcanzar estándares de calidad internacional. Esto es clave no solo para la toma de decisiones, sino también para calibrar la efectividad de las medidas adoptadas y para elevar la credibilidad internacional. En este sentido, ya se han publicado o se prevé que se publiquen en los próximos meses las nuevas estadísticas de cuentas nacionales, inflación, cuentas públicas y sector exterior.

Algunas de estas medidas presentan similitudes con las introducidas en enero de 2014 por la anterior administración, cuando, como consecuencia de la fuerte caída de las reservas internacionales, se anunciaron una importante devaluación del tipo de cambio oficial, una elevación de los tipos de interés y la intención de negociar las deudas pendientes en litigios internacionales —lo que, en última instancia, desembocó en el acuerdo con el Club de París de abril de 2014—. Sin embargo, el mantenimiento de los controles cambiarios y las restricciones a la importación y, sobre todo, la menor credibilidad de las reformas, como consecuencia de la ausencia de medidas de corrección del desequilibrio fiscal, impidieron alcanzar los efectos deseados.

El paquete actual de medidas adoptadas por el nuevo Gobierno ha sido recibido con optimismo en los mercados financieros. Aunque el tipo de cambio se ha depreciado sustancialmente (véase gráfico 10), no se ha producido una sobrerreacción ni se han observado efectos adversos relevantes (como una espiral alcista en los precios o una salida masiva de capitales). De hecho, el ajuste ha sido moderado y ordenado, teniendo en cuenta la vulnerabilidad externa del país. Por su parte, la prima de riesgo soberana se ha reducido significativamente, a pesar de un contexto poco favorable en los mercados financieros internacionales, con aumentos en los diferenciales de la deuda soberana de las economías emergentes y, especialmente, latinoamericanas (véase gráfico 11); en la actualidad se sitúa en niveles similares a los de Brasil (algo por encima de los 400 pb), aunque el historial de impagos de ambos países es radicalmente distinto.

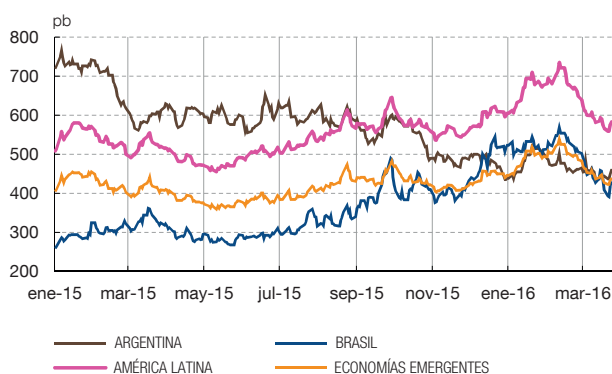
#### VALORACIÓN Y RIESGOS

La culminación del proceso de liberalización cambiaria ha conseguido eliminar la brecha existente entre el tipo de cambio oficial y el paralelo, fuente de importantes distorsiones para la economía, facilitando también el acceso a los mercados de capitales internacionales. Tras estos primeros pasos, la prioridad del Gobierno pasará a ser el control de la inflación. En este sentido, dado que el efecto inmediato de la depreciación de la moneda, junto con la eliminación de subvenciones y el aumento de las tarifas reguladas, ha sido inflacionario, es previsible que la política monetaria siga siendo restrictiva. Desde esta perspectiva, los incrementos salariales que se establezcan en la negociación colectiva resultan clave para el logro de los objetivos de inflación, y son un indicador muy significativo

1 TIPO DE CAMBIO NOMINAL FREENTE AL DÓLAR



2 DIFERENCIAL SOBERANO DE ARGENTINA Y COMPARACIÓN CON EMERGENTES



3 PUNTUACIÓN DE ARGENTINA EN LOS PILARES DEL GLOBAL COMPETITIVENESS INDEX (2015-2016). COMPARACIÓN CON AMÉRICA LATINA (a)



4 ARGENTINA Y BRASIL: EXPORTACIONES Y SECTOR AUTOMOTOR



FUENTES: Datastream y Global Competitiveness Index.

a La puntuación varía entre 1 (la más baja) y 7 (la más alta).

de la confianza de los agentes en la efectividad de las políticas para frenar las expectativas de inflación.

En cuanto a la actividad, la esperada entrada de capital extranjero, en un marco económico más favorable para la inversión privada, la mejora de las infraestructuras en el medio plazo y un mayor desarrollo financiero —el crédito bancario al sector privado representa el 15 % del PIB, el nivel más bajo de la región— deberían suponer un impulso para la tasa de crecimiento de largo plazo. El objetivo sería acercarse a los ratios de inversión extranjera de los países de la región, atrayendo financiación exterior. Este proceso se podría ver dificultado en los próximos años por el previsible endurecimiento de las condiciones de financiación para las economías emergentes, en un contexto de normalización de las condiciones monetarias. De forma más general, no cabe esperar que el entorno exterior vaya a representar un gran soporte para la actividad en el corto plazo, principalmente por la débil situación de Brasil, su principal socio comercial (y de otros países vecinos), que frena las exportaciones industriales y, especialmente, las de la industria automotriz (véase gráfico 11)<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Las exportaciones de material de transporte terrestre a Brasil suponen alrededor del 30 % del total de las exportaciones de la industria manufacturera de Argentina.

Asimismo, los bajos precios de los productos primarios de exportación (en especial, la soja) reducen los ingresos de divisas. Por el contrario, sí cabe esperar que Argentina se vea menos afectada que otras economías latinoamericanas por el proceso de reequilibrio de la economía china hacia sectores más ligados al consumo, al no ser exportador de productos mineros.

En el ámbito de la política fiscal, cabe destacar el reducido nivel de endeudamiento del país en una perspectiva internacional (la deuda pública representaba el 43 % del PIB en 2014, de la cual el 61 % estaba en posesión de agencias públicas; y la deuda externa era del 27 % del PIB, de la cual la mitad correspondía al sector público). No obstante, la trayectoria del déficit público es un riesgo importante para la sostenibilidad fiscal. En la medida en que la financiación del déficit deje de basarse en la emisión de moneda, con el acceso a los mercados internacionales, la inflación podría disminuir, reduciendo la presión alcista sobre los tipos de interés locales.

Todavía existen incógnitas sobre el desempeño de la economía argentina en este escenario de transición, principalmente derivadas del escenario recesivo local, el aumento reciente de los precios de consumo y un entorno exterior complicado para el país, por la situación de sus principales socios comerciales. Sin embargo, las perspectivas a medio plazo mejorarán en la medida en que se confirmen la adopción de un marco institucional con mayor previsibilidad, la apertura de la economía a los mercados internacionales y una voluntad política de reducir los desequilibrios acumulados.

19.4.2016.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBAGLI, E., A. NAUDON y R. VERGARA (2015). *Inflation Dynamics in LATAM: A Comparison with Global Trends and Implications for Monetary Policy*.
- BIS (2014). *84th Annual Report, 2013/2014*.
- CAMPA, J. M., y L. S. GOLDBERG (2005). «Exchange Rate Pass-Through into Import Prices», *Review of Economics and Statistics*, 87 (4), pp. 679-690.
- CAPISTRÁN, C., R. IBARRA-RAMÍREZ y M. RAMOS-FRANCIA (2011). *El traspaso de movimientos del tipo de cambio a los precios: un análisis para la economía mexicana*, Banco de México, Documentos de investigación, n.º 2011-12.
- CORTÉS-ESPADA, J. F. (2013). «Estimating the Exchange Rate Pass-through to Prices in Mexico», *Monetaria*, CEMLA.
- GARCÉS DÍAZ, D. G. (2001). «Determinación del nivel de precios y la dinámica inflacionaria en México», *Monetaria*, XXIV, CEMLA.
- GOPINATH, G., y R. RIGOBON (2008). «Sticky Borders», *Quarterly Journal of Economics*, 123 (2), pp. 531-575.
- GUILLERMO-PEÓN, S. B., y M. A. RODRÍGUEZ-BRINDIS (2014). «Analizando el traspaso del tipo de cambio en México: evidencia tras la implementación de la política de inflación objetivo», *Ensayos sobre Política Económica*, (32), pp. 18-35.
- MOCCHERO, D., S. WATANABE y B. COURNÈDE (2011). *What drives inflation in the major OECD economies?*, OECD Working Paper.
- SIADOUI, J., y M. RAMOS-FRANCIA (2008). «The Monetary Transmission Mechanism in Mexico: Recent Developments», BIS Papers, en Bank for International Settlements (ed.), *Transmission Mechanisms for Monetary Policy in Emerging Market Economies*, n.º 35, pp. 363-394.

Argentina alcanzó un acuerdo con los principales fondos que se encontraban en litigio en el juicio de los *holdouts*, una disputa que se remonta a las reestructuraciones de 2005 y 2010 y que provocó la caída del país en impago selectivo a finales de 2014 por el bloqueo judicial a los pagos de la deuda reestructurada. El acuerdo implica una quita de alrededor del 25 % sobre las cantidades reconocidas —principal más intereses— en favor de los acreedores, con sentencia en firme en la justicia de Nueva York, mientras que para el resto de acreedores se fijó un pago del 100 % del principal más un 50 % del principal en forma de intereses. En el caso de que todos los tenedores de toda la deuda en litigio —que incluye juicios en diversas jurisdicciones y monedas— aceptasen el acuerdo, los pagos ascenderían a alrededor de 11,7 mm de dólares, según cálculos del Gobierno. Para que el acuerdo tenga validez, el Gobierno ha tenido que derogar las leyes aprobadas en las anteriores legislaturas que impedían pagos con condiciones diferentes a las de las reestructuraciones de 2005 y 2010.

A este respecto, la resolución del conflicto contempla importantes diferencias de trato entre acreedores, tanto entre los *holdouts* y los acreedores que acudieron a las reestructuraciones<sup>1</sup> como con los acreedores que no acudieron a los canjes. De esta forma, en función de la jurisdicción en la que se estuviera litigando y del tiempo en litigio, los acreedores recibirán una rentabilidad sobre el principal de la deuda que puede diferir sustancialmente. Por lo tanto, la resolución del conflicto implica una rentabilidad para la estrategia de los *holdouts* que puede impactar en futuras reestructuraciones de deuda si no se incluyen en los bonos las cláusulas de salvaguarda necesarias<sup>2</sup>.

1 La oferta a los acreedores en las reestructuraciones de 2005 y 2010 incluía un recorte sobre el principal de la deuda, además de no reconocer los intereses acumulados desde el impago.

2 Véase «Informe de economía latinoamericana: segundo semestre de 2014», *Boletín Económico*, octubre 2014, Banco de España.

