

Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2018



27 de abril de 2018

En un contexto externo favorable, las economías latinoamericanas continuaron su recuperación en la segunda mitad de 2017, aunque atenuaron algo su dinamismo. Los rasgos más destacables en ese período fueron el buen comportamiento de la inversión y la mayor contribución negativa al crecimiento procedente del sector exterior. Sin embargo, la mejora de los términos de intercambio permitió que los déficits por cuenta corriente se redujeran. La inflación se moderó más de lo esperado, lo que permitió a los bancos centrales de Brasil, Colombia y Perú seguir recortando sus tipos de interés oficiales. No obstante, en México y en Argentina la evolución de los precios sorprendió al alza, lo que se tradujo en una política monetaria más restrictiva. En el ámbito presupuestario, no se registraron avances significativos en el proceso de recuperación de espacio fiscal en la mayoría de los países, cuestión que es analizada en la primera sección temática de este Informe, junto con los efectos que tendría sobre el escenario macroeconómico la consolidación fiscal necesaria para la sostenibilidad de la deuda pública. Por su parte, las condiciones financieras, según se analiza en la otra sección temática del Informe, que calcula índices de condiciones financieras para las economías de la región, se mantuvieron laxas en el período de análisis, ya que las turbulencias en los mercados financieros internacionales tuvieron un impacto reducido y los precios de las materias primas — un determinante clave de las condiciones financieras en estas economías — se recuperaron.

Las proyecciones apuntan a que el dinamismo de la actividad se prolongaría en 2018 y 2019, a ritmos cercanos al crecimiento potencial de estas economías, si bien el balance de riesgos externos (cambio de políticas macroeconómicas en Estados Unidos, que podría terminar traducándose en un endurecimiento de las condiciones financieras a escala global y posible incremento generalizado de las barreras al comercio internacional) e internos (incertidumbres relacionadas con las políticas económicas que se llevarían a cabo tras las elecciones que se celebrarán en los próximos trimestres) se orienta a la baja. En el Informe también se incluye un recuadro que analiza, en la medida en que lo permiten los datos disponibles, la situación económica en Venezuela, tras haber entrado en situación de impago parcial de su deuda pública externa.

Introducción

A lo largo de 2017 y en el comienzo de 2018, la economía mundial ha venido experimentando una expansión generalizada y sincronizada, acompañada de unas condiciones financieras laxas a escala global y de afluencia de financiación exterior en las economías emergentes. A este contexto externo favorable ha contribuido el carácter gradual del proceso de normalización de las políticas monetarias en las principales economías desarrolladas, donde siguen sin apreciarse presiones inflacionistas significativas. Sin embargo, en los últimos meses se han producido dos cambios con potenciales efectos de calado sobre las perspectivas mundiales. El primero de ellos deriva de las medidas fiscales expansivas aprobadas en Estados Unidos, que podrían conllevar un endurecimiento monetario más intenso en ese país, dada la avanzada situación cíclica de su economía¹. El segundo está ligado a las medidas proteccionistas adoptadas recientemente por la Administración Trump, que han dado lugar a medidas de respuesta en otros países, elevando el riesgo de una guerra comercial. Adicionalmente, en un entorno de valoraciones elevadas en los mercados bursátiles estadounidenses y de baja volatilidad, se produjeron algunos episodios de corrección y aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales en febrero y marzo de este año, relacionados con datos de salarios en Estados Unidos, que sorprendieron al alza, y con la adopción de las medidas proteccionistas mencionadas.

En este contexto externo, las principales economías latinoamericanas continuaron su recuperación en la segunda mitad de 2017, aunque atenuaron algo su dinamismo, al pasar el crecimiento medio intertrimestral del PIB² del 0,7 % al 0,4 %, por el peor desempeño de Brasil y de México. El buen comportamiento de la inversión, que pasó a registrar contribuciones positivas en la segunda mitad del año, con la excepción de México, fue el rasgo más destacable. Por su parte, el sector exterior detrajo más del crecimiento que en la primera mitad del año, aunque la mejora de los términos de intercambio permitió que los déficits por cuenta corriente se redujeran, excepto en Argentina.

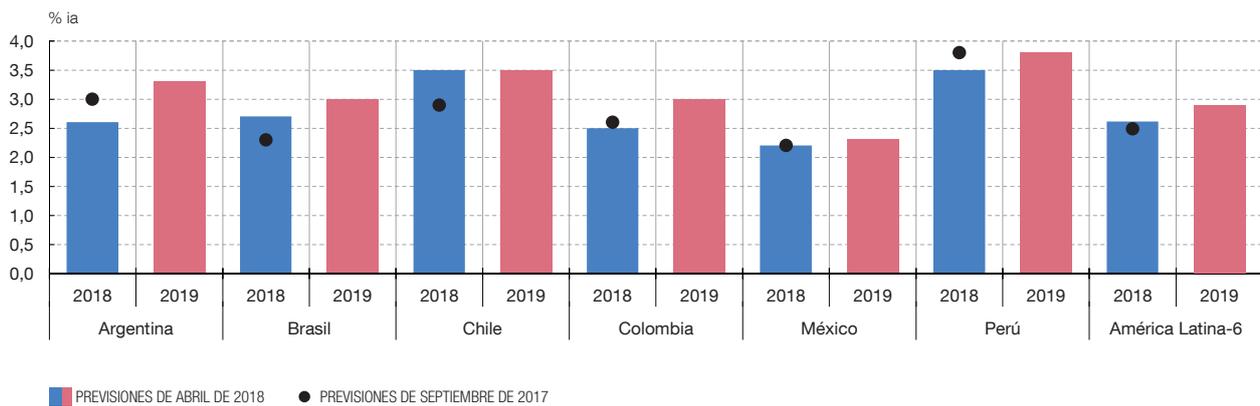
La inflación se moderó más de lo esperado, salvo en México y en Argentina, donde sorprendió al alza. Esta moderación permitió a los bancos centrales de Brasil, Colombia y Perú seguir recortando sus tipos de interés oficiales; por el contrario, los de México y Argentina los elevaron. En el ámbito presupuestario no se registraron avances en el proceso de recuperación de espacio fiscal, con las excepciones de México y, en menor medida, de Colombia. Por su parte, las condiciones financieras se mantuvieron muy laxas (con la excepción, de nuevo, de México), ya que las turbulencias en los mercados financieros internacionales tuvieron un impacto menor en la región, y los precios de las materias primas —un determinante clave en estas economías— se recuperaron.

Los indicadores de mayor frecuencia muestran que el dinamismo de la actividad se ha prolongado en el primer trimestre de 2018 y se espera que en este año y en 2019 el crecimiento en el conjunto de las seis principales economías de la región se sitúe entre el 2,5 % y el 3 %, en línea con el crecimiento potencial estimado por instituciones como el FMI, tras el 1,7 % registrado en 2017. No obstante, el balance de riesgos se orienta a la baja. En el ámbito externo, el cambio en la combinación de políticas macroeconómicas en Estados Unidos podría

¹ Véase «Situación y perspectivas de la economía mundial a principios de 2018», *Boletín Económico*, 2/2018, Banco de España.

² Promedio ponderado del crecimiento en Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile y Perú.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN AMÉRICA LATINA PARA 2018 y 2019



FUENTE: *Latin American Consensus Forecasts*.

terminar traduciéndose en un endurecimiento de las condiciones financieras a escala global. Además, el riesgo de que se produzca un incremento generalizado de las barreras al comercio internacional ha aumentado, y aunque las economías latinoamericanas (salvo la mexicana) son relativamente cerradas, también son muy sensibles a la evolución de los precios de las materias primas, que se verían inevitablemente afectados si el aumento del proteccionismo redujera significativamente el crecimiento global. En el ámbito interno, las elecciones presidenciales en Colombia, México y Brasil plantean incertidumbres relacionadas con las políticas económicas que han anunciado algunos de los candidatos.

En una perspectiva de más largo plazo, el crecimiento previsto para los próximos años sigue siendo insuficiente para abordar algunas de las necesidades de medio y largo plazo de la región, en particular la de converger a los niveles de renta per cápita de las economías más avanzadas. Las tasas de crecimiento potencial de los países latinoamericanos siguen lastradas por la baja inversión y el comportamiento, incluso regresivo, de la productividad. Estos son aspectos en los que debe centrarse el esfuerzo de las autoridades económicas, así como en la generación de colchones de seguridad que permitan afrontar los riesgos mencionados.

Este Informe semestral contiene, como es habitual, un repaso del comportamiento reciente de las principales economías de la región. Además, se incluyen dos secciones temáticas, centradas en aspectos relevantes para las perspectivas de corto plazo: la primera de ellas analiza los avances obtenidos en el terreno de la generación de espacio fiscal, en relación con la sostenibilidad de la deuda pública; la segunda revisa el impacto de las turbulencias experimentadas en los mercados financieros internacionales sobre las condiciones financieras en la región. Por último, se incluye un recuadro que analiza la situación económica en Venezuela, en la medida en que lo permiten los datos disponibles, tras haber entrado en situación de impago parcial.

Evolución reciente de la economía latinoamericana

EL ENTORNO EXTERIOR
Y LA EVOLUCIÓN
DE LOS MERCADOS
FINANCIEROS

La reactivación económica global que se fue asentando en 2017 fue generalizada y más intensa de lo proyectado, y ha tenido continuidad en los primeros meses de 2018, si bien con menor dinamismo. Una característica destacable de esta evolución ha sido el buen comportamiento de la inversión empresarial, especialmente en las economías desarrolladas, que ha generado un efecto impulsor del comercio mundial. Entre los países emergentes, cabe destacar la salida de la recesión de grandes economías exportadoras de materias primas, como Brasil o Rusia, así como el dinamismo de las economías de Europa del

Este (favorecidas por la buena marcha de la zona del euro) y de las economías asiáticas, las más expuestas a la evolución del comercio internacional. En China, la combinación de políticas económicas y el entorno exterior condujeron a un crecimiento en 2017 más elevado que el año precedente.

Por su parte, la inflación aumentó moderadamente en las economías avanzadas en 2017 y principios de 2018, debido en gran medida a las elevaciones de los precios de las materias primas, mientras que en las economías emergentes predominaron los descensos en las tasas de inflación; en cualquier caso, el componente subyacente se mantuvo estable y alejado de los objetivos de los bancos centrales en las avanzadas. El tono de las políticas monetarias siguió siendo expansivo, a pesar de que en Estados Unidos la Reserva Federal (Fed) siguió avanzando en la normalización de su política monetaria (con varias subidas del tipo de interés oficial y el inicio del proceso de reducción de su balance); el Reino Unido, Canadá y algunas economías asiáticas, como Corea del Sur, también iniciaron la normalización de sus políticas monetarias.

En los mercados financieros, los inversores siguieron moviéndose en un entorno de búsqueda de rentabilidades y elevado apetito por el riesgo hasta comienzos de 2018. Se registraron subidas continuadas de las bolsas, estrechamientos de los diferenciales de deuda soberana de las economías emergentes y de deuda corporativa, y una reducción de los precios de otros activos, como los títulos de deuda pública de los países desarrollados, con el consiguiente aumento de las rentabilidades, según puede observarse en el gráfico 2.1. Los niveles de volatilidad siguieron siendo muy bajos, rozando mínimos a finales de 2017 (véase gráfico 2.2), y el dólar se depreció frente a la mayoría de las monedas³ (véase gráfico 2.2). En este contexto, las operaciones de *carry trade* mantuvieron rentabilidades cercanas a sus máximos (véase gráfico 2.3) e impulsaron la entrada de capitales en los mercados emergentes (véase gráfico 2.4) y las colocaciones de renta fija de estas economías en los mercados internacionales, favorecidas también por la recuperación de los precios de las materias primas (véase gráfico 2.2).

Sin embargo, en febrero de 2018 se produjo un aumento brusco de la volatilidad medida por el VIX (índice de volatilidad implícita sobre el S&P), a raíz de la publicación de unos datos de crecimiento salarial en Estados Unidos por encima de lo esperado⁴. Este episodio provocó importantes caídas bursátiles en la mayor parte de las economías y aumentos moderados de los tipos a largo plazo de la deuda pública, y frenó el debilitamiento del dólar. Posteriormente, en marzo se produjo un segundo episodio de turbulencias en los mercados como consecuencia de la aprobación de medidas proteccionistas en Estados Unidos. No obstante, el retroceso en los precios de los activos de los mercados emergentes fue de corta duración e intensidad, en comparación con episodios anteriores de turbulencias globales (véase gráfico 2.5), y no afectó de forma significativa ni a las primas de riesgo ni al tono expansivo de las condiciones financieras.

Los mercados financieros latinoamericanos se comportaron algo peor que los del resto de economías emergentes durante estos episodios, especialmente en México, debido a su elevada conexión comercial con Estados Unidos. Además, algunos factores idiosincrásicos, como las dificultades para la aprobación de la reforma de las pensiones en Brasil, la celebración de elecciones en Chile y en Colombia, el incumplimiento de los objetivos de

3 Véase el recuadro 4, “La depreciación del dólar desde principios de 2017”, del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2018.

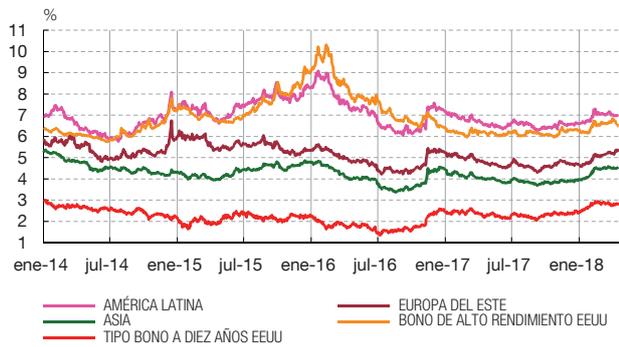
4 Véase el cuadro 3, “El episodio de corrección y volatilidad de las cotizaciones en las bolsas internacionales”, del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2018.

INDICADORES FINANCIEROS

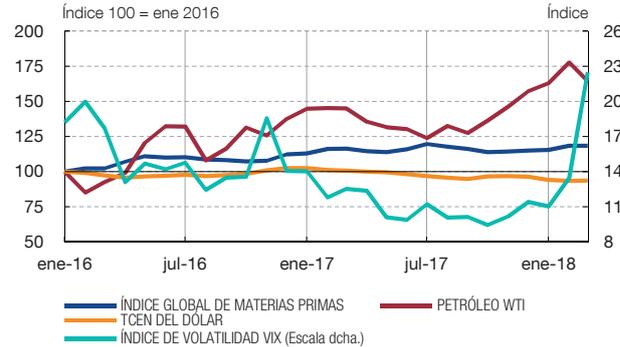
Porcentaje, miles de millones de dólares, índices y puntos básicos

GRÁFICO 2

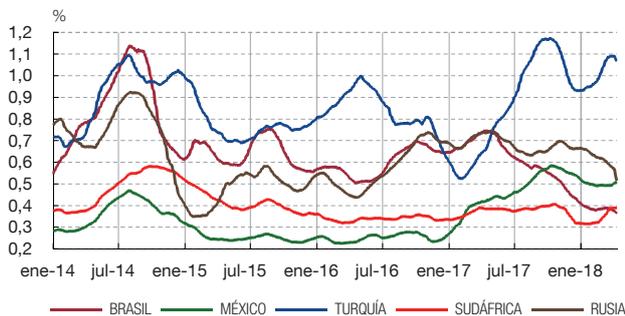
1 TIPOS DE INTERÉS (a)



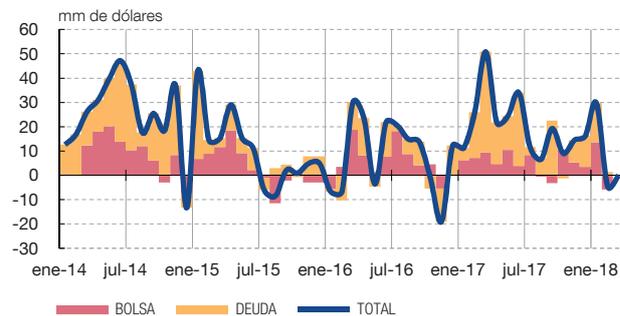
2 MATERIAS PRIMAS, ÍNDICE DE VOLATILIDAD Y TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL DEL DÓLAR



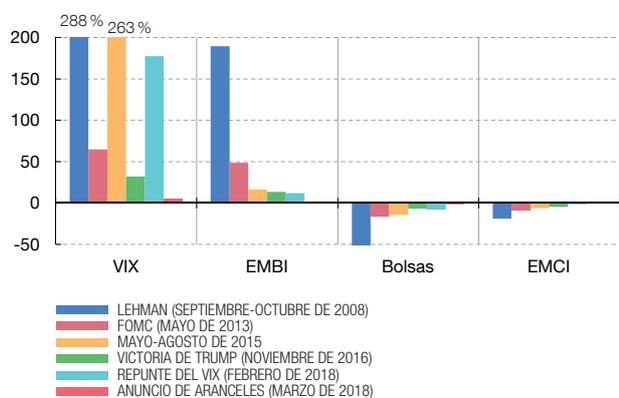
3 INDICADOR DE RENTABILIDAD DE LAS OPERACIONES DE CARRY TRADE (b)



4 FLUJOS DE CAPITALES DE CARTERA A MERCADOS EMERGENTES



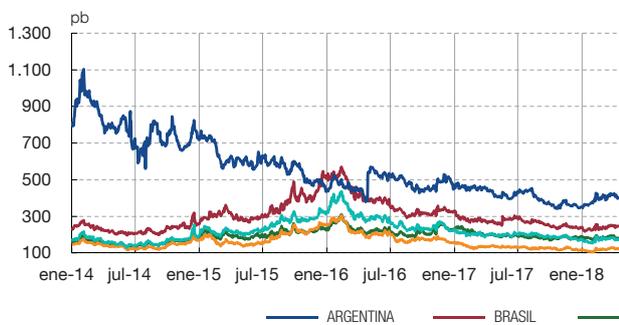
5 EVOLUCIÓN ALREDEDOR DE TURBULENCIAS GLOBALES (% VARIACIÓN)



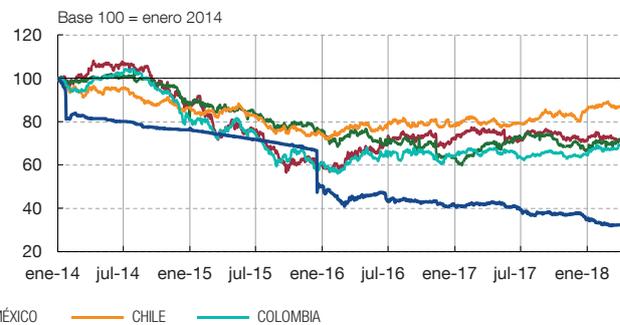
6 ÍNDICES DE BOLSA



7 DIFERENCIALES SOBERANOS



8 TIPO DE CAMBIO NOMINAL FRENTA AL DÓLAR



FUENTES: Banco de España, Datastream, IIF 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 Diferencial de tipos de interés a corto plazo con Estados Unidos estandarizado por la volatilidad de los tipos de cambio futuros a un mes de cada moneda frente al dólar.
- c Índice MSCI de América Latina, en moneda local.

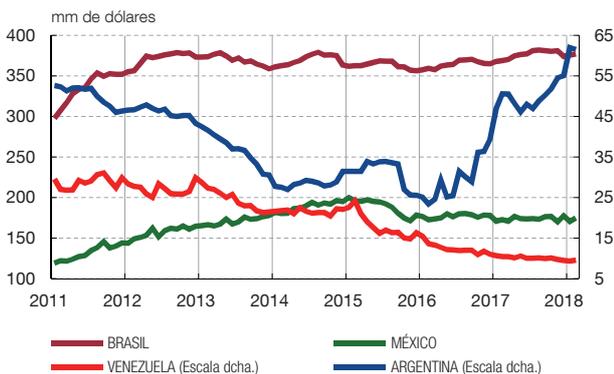
inflación en Argentina o la transición presidencial en Perú, tras la dimisión del anterior presidente, pudieron condicionar la respuesta de los mercados. El MSCI de América Latina aumentó un 6,7 % entre octubre de 2017 y marzo de 2018, por debajo de los ascensos en Europa del Este y Asia, respectivamente (véase gráfico 2.6). Los factores propios mencionados anteriormente no parecieron afectar, sin embargo, al comportamiento de algunos índices bursátiles, como los de Perú y de Brasil, que ascendieron más de un 10 % y un 15 %, respectivamente, mientras que en Argentina el incremento superó el 22 %. Por el contrario, el índice bursátil de México cayó cerca de un 6 %, contribuyendo al ligero deterioro de las condiciones financieras en el país.

Asimismo, el incremento de los diferenciales soberanos de los países latinoamericanos fue superior al del resto de mercados emergentes, debido al comportamiento en Venezuela y Argentina. En Venezuela, el diferencial alcanzó los 5.000 puntos básicos (pb) en marzo. Como se recoge en el recuadro 1, el gobierno de Venezuela anunció en noviembre su intención de llevar a cabo una reestructuración de su deuda soberana; días después se produjeron impagos, tanto del soberano como de los títulos de la compañía petrolera estatal DVSA. Dos de las tres principales calificadoras de riesgo crediticio han situado la deuda venezolana en la categoría de impago selectivo; a esto se ha unido la mayor dificultad de reestructurar la deuda por las sanciones impuestas por Estados Unidos. En Argentina, el diferencial soberano se incrementó en 60 pb entre octubre de 2017 y marzo de 2018, al conocerse el incumplimiento de la meta de inflación para el año 2017 y el aumento de la meta de inflación para 2018 y 2019.

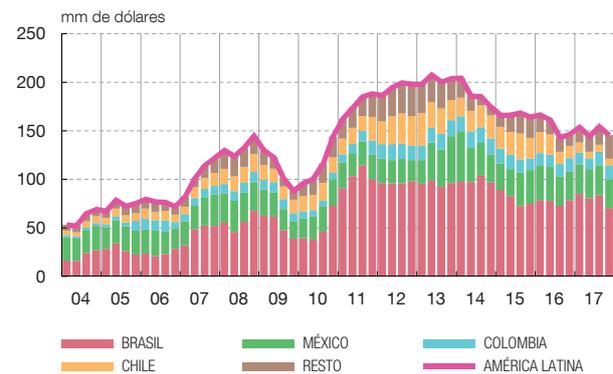
Las divisas latinoamericanas han tenido un comportamiento dispar desde octubre de 2017 (véase gráfico 2.8). Las divisas de México, Chile y Colombia experimentaron leves apreciaciones frente al dólar, mientras que las de Brasil y Perú se depreciaron ligeramente. En el caso de México, la moneda se depreció hasta fines de 2017, en coincidencia con las negociaciones del tratado de libre comercio con Estados Unidos, pero volvió a apreciarse en 2018, al trascender que las nuevas condiciones no serían tan negativas para México. El peso argentino, en cambio, comenzó a depreciarse a partir de diciembre, tras el cambio en las metas de inflación, lo que provocó que el banco central interviniera en marzo en este mercado. Finalmente, el 5 de febrero Venezuela decretó la unificación de todos los tipos de cambio del país a una cotización de 25.000 bolívares por dólar, un 99,96 % más depreciado que el anterior tipo subvencionado, pero muy apreciado en relación con el tipo del mercado paralelo. El banco central mantuvo las subastas de dólares y depreció el tipo de cambio un 49 % adicional entre febrero y marzo, tras lo cual anunció una reconversión monetaria para reducir el valor nominal de los billetes y monedas.

Las entradas de inversión extranjera directa (IED) en la región se recuperaron ligeramente en el segundo semestre de 2017 (véase gráfico 3.2), por el aumento en Colombia y en Argentina; por el contrario, en Brasil cayeron en casi 8 mm de dólares en el año. Por su parte, las entradas de cartera mostraron una recuperación significativa en el segundo semestre (véase gráfico 3.3), destacando la contribución de Brasil, que pasó de registrar unas salidas netas de 4 mm de dólares en los seis primeros meses de 2017 a unas entradas de 2,9 mm de dólares. En los mercados primarios las colocaciones se mantuvieron estables en 2017 (véase gráfico 3.4), pues las menores colocaciones de México se compensaron con el aumento de las de Brasil, Chile y otros países con menor calificación soberana (como Paraguay y Ecuador). Las colocaciones en moneda local aumentaron hasta el 14 % del total, disminuyendo la proporción de emisiones denominadas en euros; las emisiones soberanas representaron el 41 % del total. En suma, las condiciones financieras en las economías latinoamericanas siguen siendo expansivas (véase sección temática).

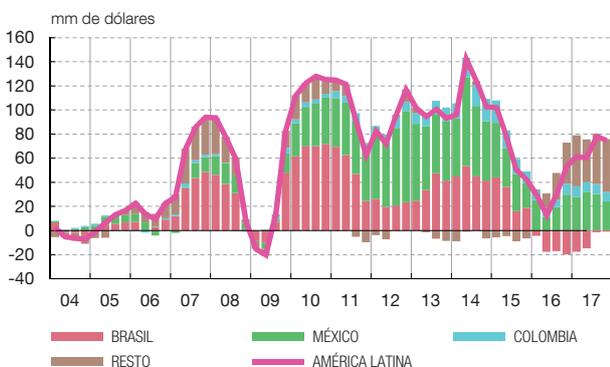
1 AMÉRICA LATINA: RESERVAS INTERNACIONALES



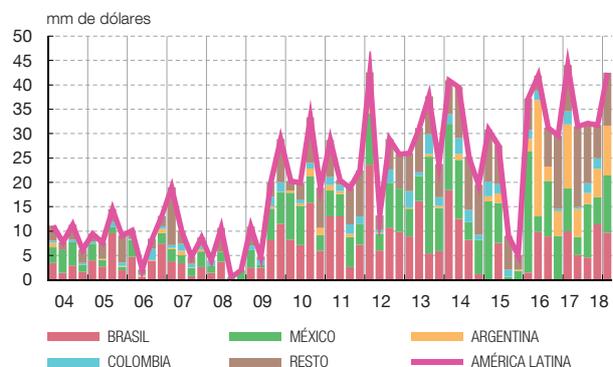
2 AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA (a)



3 AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA (a)



4 AMÉRICA LATINA: EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES



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

a Acumulado de cuatro trimestres.

ACTIVIDAD Y DEMANDA

En los dos últimos trimestres de 2017, el crecimiento del PIB de las principales economías latinoamericanas alcanzó tasas intertrimestrales del 0,3 % y del 0,5 %, respectivamente, algo menores que las registradas en la primera mitad de 2017 (véase cuadro 1), debido a la ralentización de las dos principales economías de la región, Brasil y México (véase gráfico 4.1). En el caso de México, la ralentización reflejó el efecto devastador de los huracanes y terremotos que asolaron el país en esos meses. En Argentina, el crecimiento se mantuvo robusto (con tasas intertrimestrales del 0,9 % y del 1 % en los dos últimos trimestres del año), mientras que en Chile, Colombia y Perú la actividad creció más que en el primer semestre. En Venezuela, donde no se dispone de datos oficiales, los indicadores señalan que su economía continúa sumida en una profunda recesión. Por componentes, cabe destacar la recuperación de la inversión, que revirtió la tendencia descendente que había comenzado en 2014 (véase gráfico 4.2). La demanda exterior neta, por su parte, tuvo una contribución negativa al PIB más intensa que en la primera mitad del año, algo que se explica, en parte, por el propio repunte de la inversión, que tiene un elevado componente importado. A pesar de ello, como se puede apreciar en el gráfico 5.1, el desequilibrio exterior se corrigió en todos los países (excepto en Argentina y en Chile), debido a la notable mejora de los términos de intercambio (véase gráfico 5.2).

En Brasil, el menor dinamismo de la actividad se debió a la aportación negativa de la demanda exterior neta y al crecimiento moderado del consumo. La inversión registró tasas

	2016	2017	2016				2017				2018
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	Marzo
PIB (tasa intertrimestral) (a)											
América Latina-6 (b)			0,1	-0,5	0,4	0,2	0,9	0,5	0,3	0,5	
Argentina			-0,2	-2,1	0,3	0,8	1,6	0,6	0,8	1,0	
Brasil			-0,7	-0,7	-0,4	-0,7	1,3	0,6	0,2	0,1	
México			1,0	0,0	1,2	1,0	0,6	0,2	-0,2	0,8	
Chile			0,6	-0,6	0,3	0,2	-0,3	0,7	2,2	0,6	
Colombia			0,2	0,5	0,2	1,0	-0,1	0,6	0,8	0,3	
Perú			0,0	0,5	1,7	0,4	0,4	0,6	0,3	0,9	
PIB (tasa interanual)											
América Latina-6 (b)	-0,3	1,7	-0,5	-0,3	-0,4	0,2	1,3	1,4	1,9	2,2	
Argentina	-1,8	2,9	1,0	-3,6	-3,3	-1,1	0,6	3,0	3,8	4,0	
Brasil	-3,5	1,0	-5,2	-3,4	-2,7	-2,5	0,0	0,4	1,4	2,1	
México	2,9	2,0	3,0	3,3	2,1	3,3	3,3	1,8	1,6	1,5	
Chile	1,3	1,5	2,7	0,9	1,2	0,3	-0,4	0,5	2,5	3,3	
Colombia (a)	2,0	1,8	2,5	2,4	1,5	1,8	1,5	1,7	2,3	1,6	
Perú	4,0	2,5	4,6	3,9	4,7	3,1	2,3	2,6	2,9	2,2	
IPC (tasa interanual)											
América Latina-5 (b)	6,0	4,3	6,8	6,2	6,0	5,2	4,7	4,4	4,0	4,1	3,3
Brasil	8,7	3,4	10,1	9,1	8,7	7,0	4,9	3,6	2,6	2,8	2,7
México	2,8	6,0	2,7	2,6	2,8	3,2	5,0	6,1	6,5	6,6	5,0
Chile	3,8	2,2	4,6	4,2	3,5	2,8	2,8	2,3	1,7	2,0	1,8
Colombia	7,5	4,3	7,7	8,2	8,1	6,1	5,1	4,3	3,7	4,1	3,1
Perú	3,6	2,8	4,5	3,6	3,0	3,3	3,4	3,2	3,0	1,6	0,4
Saldo presupuestario (% del PIB) (c)											
América Latina-6 (b)	-5,6	-4,7	-5,6	-5,5	-5,5	-5,6	-5,2	-5,6	-5,0	-4,7	
Argentina	-4,5	-6,0	-3,2	-3,6	-3,6	-4,5	-4,6	-5,2	-5,6	-6,0	
Brasil	-9,0	-7,8	-9,6	-9,8	-9,3	-9,0	-9,1	-9,5	-8,8	-7,8	
México	-3,0	-1,0	-2,9	-2,0	-2,6	-3,0	-1,3	-1,9	-1,1	-1,0	
Chile	-2,7	-2,8	-1,7	-1,8	-2,5	-2,7	-3,3	-2,9	-2,7	-2,8	
Colombia	-3,9	-3,3	-3,1	-3,3	-3,9	-3,9	-4,3	-4,2	-3,2	-3,3	
Perú	-2,6	-3,6	-3,2	-3,2	-3,2	-2,6	-2,8	-3,2	-3,3	-3,6	
Deuda pública (% del PIB)											
América Latina-6 (b)	54,3	—	50,5	51,3	53,0	54,2	54,0	54,4	55,2	—	
Argentina	49,7	—	38,2	41,1	44,0	49,7	49,1	48,9	49,5	—	
Brasil	70,0	74,0	66,4	67,6	70,1	70,0	71,3	72,8	73,8	74,0	
México	49,4	47,3	47,1	47,0	48,1	49,4	47,4	46,1	47,0	47,3	
Chile	21,3	26,9	18,4	19,4	20,4	21,3	21,8	23,9	24,9	26,9	
Colombia	42,8	43,8	42,4	41,9	42,1	42,8	43,3	43,5	43,9	43,8	
Perú	23,8	24,8	22,8	22,2	22,7	23,8	22,9	24,1	24,1	24,8	
Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (c)											
América Latina-6 (b)	-2,0	-1,7	-2,9	-2,6	-2,3	-2,0	-2,0	-1,7	-1,7	-1,7	
Argentina	-2,7	-4,8	-2,8	-2,9	-2,7	-2,7	-2,9	-3,5	-4,2	-4,8	
Brasil	-1,3	-0,5	-2,5	-1,8	-1,4	-1,3	-1,1	-0,7	-0,6	-0,5	
México	-2,1	-1,6	-2,6	-2,5	-2,4	-2,1	-2,3	-1,8	-1,6	-1,6	
Chile	-1,4	-1,5	-2,1	-2,3	-2,0	-1,4	-2,0	-2,1	-1,7	-1,5	
Colombia	-4,3	-3,4	-6,0	-5,5	-4,9	-4,3	-4,1	-4,0	-3,6	-3,4	
Perú	-2,7	-1,3	-4,5	-4,3	-3,6	-2,7	-2,0	-1,2	-0,8	-1,3	
Deuda externa (% del PIB)											
América Latina-6 (b)	36,7	34,6	36,7	38,2	37,6	36,6	35,7	35,0	35,2	34,6	
Argentina	32,7	36,6	28,6	29,6	31,5	32,7	34,3	34,1	35,2	36,6	
Brasil	37,7	32,6	39,9	41,9	40,1	37,4	35,2	33,5	33,6	32,6	
México	29,3	28,9	28,0	29,1	29,2	29,3	29,7	29,6	29,6	28,9	
Chile	66,7	65,5	67,1	70,0	69,1	66,7	64,6	65,4	65,4	65,5	
Colombia	42,8	40,2	40,9	43,0	42,3	42,7	41,2	40,4	41,0	40,3	
Perú	38,2	35,7	39,5	39,0	38,9	38,2	37,5	38,4	37,8	35,7	

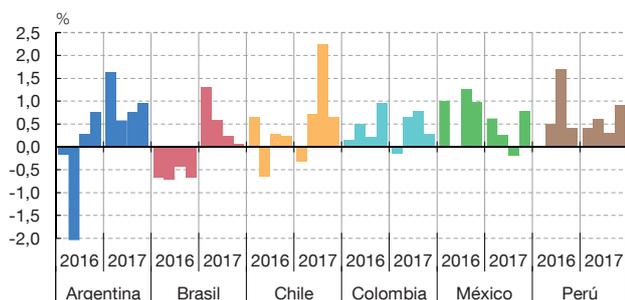
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Series ajustadas de estacionalidad.

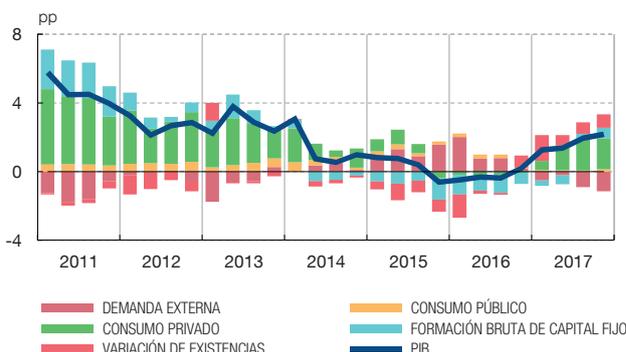
b América Latina-6: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. América Latina-5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

c Media móvil de cuatro trimestres.

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas trimestrales



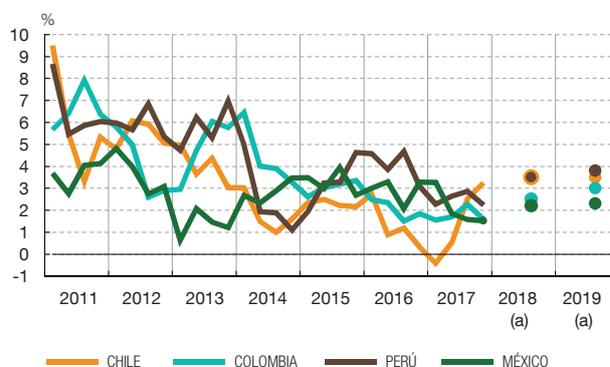
2 APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB.
AMÉRICA LATINA-6



3 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



4 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales

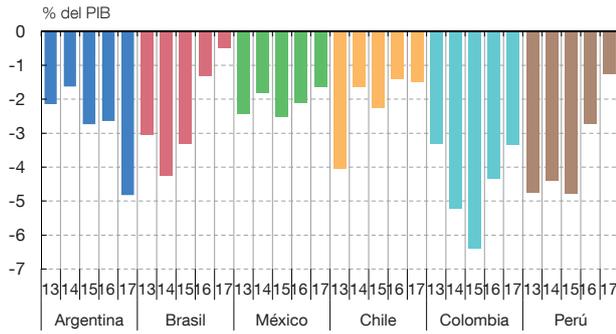


FUENTES: Datastream y estadísticas nacionales.

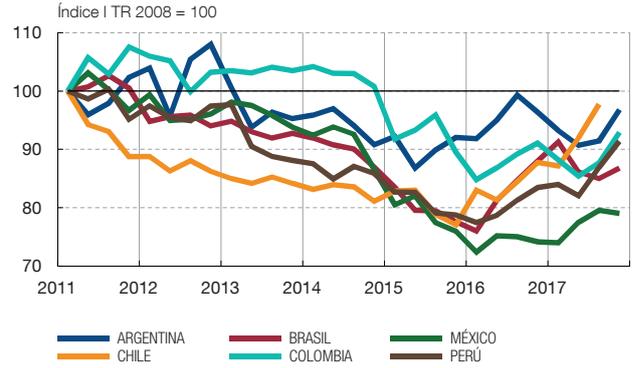
a Los puntos representan las previsiones de abril de 2018 de *Latin American Consensus Forecasts* para 2018 y 2019.
b México, Chile, Colombia y Perú.

positivas en los dos últimos trimestres, revirtiendo la dinámica de los trimestres anteriores (llegó a caer cerca de un 30 % en la fase recesiva); además, Brasil situó su déficit por cuenta corriente en 2017 en el 0,7 % del PIB, el más bajo desde 2008, a pesar de ese tirón importador de la inversión. Por su parte, la economía mexicana experimentó un retroceso transitorio en el tercer trimestre (-0,2 % intertrimestral), a causa de los terremotos y otros fenómenos meteorológicos; sin embargo, la actividad se recuperó en el cuarto trimestre, hasta registrar un crecimiento intertrimestral del 0,8 %. El consumo privado se mantuvo como el sostén de la demanda interna, mientras que las exportaciones netas tuvieron una contribución negativa. A diferencia de otros países de la región, la inversión volvió a retroceder en la segunda mitad del año, probablemente debido a la incertidumbre sobre la negociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). La economía argentina mantuvo tasas de crecimiento elevadas durante el segundo semestre, debido al notable dinamismo de la inversión, que avanzó a tasas intertrimestrales del 2,9 % y del 7,4 % en el tercer y cuarto trimestres del año; en cambio, la demanda exterior neta detrajó 5 puntos porcentuales (pp) del crecimiento, más que en la primera mitad del año (2,5 pp), haciendo que el déficit por cuenta corriente aumentara hasta el 4,8 %. En Chile, la actividad se expandió fuertemente los seis últimos meses de 2017, a tasas intertrimestrales del 2,2 % y del 0,6 %, respectivamente, superando la debilidad del primer semestre, causada por las huelgas mineras, que lastraron la demanda exterior neta en el conjunto del ejercicio; en el cuarto

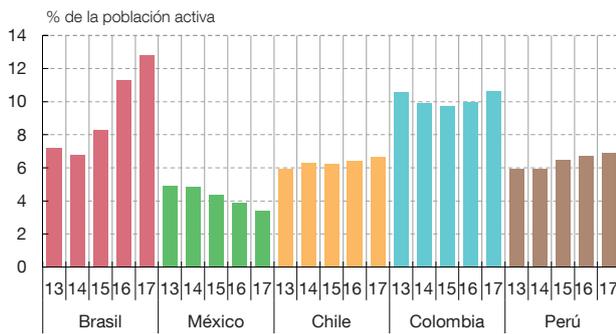
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



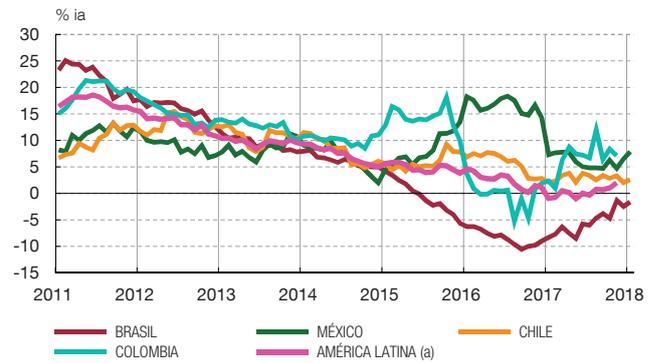
2 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



3 TASA DE PARO



4 VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



5 ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



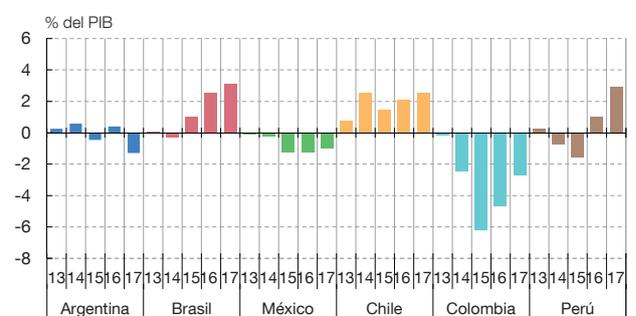
6 PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y VENTAS AL POR MENOR



7 PRODUCTO INTERIOR BRUTO Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL



8 BALANZA COMERCIAL



FUENTE: Datastream.

- a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- b Argentina, Brasil, Chile, México y Perú.
- c Brasil, Chile, México y Perú.
- d Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- e Brasil, Chile, Colombia y México.

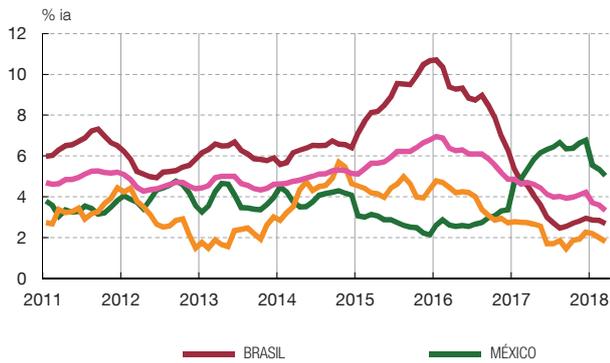
trimestre, la inversión abandonó las tasas negativas. En Colombia, la actividad se aceleró en el segundo semestre, hasta tasas intertrimestrales del 0,8% y del 0,3% en el tercer y cuarto trimestres. Destacó la recuperación del consumo, privado y público, frente al estancamiento de la inversión, que cerró el año con un avance anual de tan solo un 0,1%. Por último, en Perú, una vez superados los factores climáticos que afectaron el primer semestre del ejercicio, el PIB se aceleró, sobre todo en el cuarto trimestre (0,9% intertrimestral), empujado por el crecimiento del consumo público y de la inversión.

Los modelos de predicción de corto plazo, basados en los indicadores más actualizados, apuntan a un mantenimiento del ritmo de avance en el primer semestre del año en curso. Los índices de confianza del consumidor y de confianza empresarial de la región, si bien habrían moderado su ritmo de aumento en los últimos meses, se encuentran actualmente en máximos desde 2014; los índices de producción industrial mantienen tasas de crecimiento positivas y los datos de ventas al por menor se encuentran en máximos desde 2015 (véanse gráficos 5.5 y 5.6).

En los últimos seis meses, la inflación mantuvo su senda descendente en Brasil, Chile, Colombia y Perú (véase gráfico 6.1), hasta situarse por debajo del límite inferior del intervalo objetivo del banco central en los casos de Brasil y Perú —en el dato de marzo— (véase cuadro 2). A la disminución de la inflación han contribuido varios factores: la estabilización o ligera apreciación de los tipos de cambio —ligada a la evolución favorable de los precios de las materias primas—, los efectos retardados de política monetaria restrictiva aplicada en 2015 y 2016, la existencia de holguras de capacidad en las economías, que se ampliaron en la mayoría de ellas en el segundo semestre del año, y la disminución de los precios de los alimentos asociados a las buenas cosechas. La disminución de la inflación subyacente (véase gráfico 6.2) ha sido menor. No obstante, hay señales, como muestran las expectativas de inflación, de que en el primer trimestre de 2018 la inflación habría alcanzado un suelo en Brasil, Chile y Perú, y sus bancos centrales esperan que repunte de forma gradual hacia sus metas. En el caso de Colombia, el mínimo se alcanzará algo más tarde, cuando se disipen los efectos del incremento del IVA que tuvo lugar a principios de 2017; además, ese mínimo podría situarse en la parte superior del intervalo objetivo del banco central, dada la elevada inflación de los componentes no comerciables. En estas circunstancias, los bancos centrales están próximos a concluir —o lo han hecho ya— sus ciclos de reducción de los tipos de interés oficiales (Brasil, 775 pb desde octubre de 2016; Colombia, 275 pb desde enero de 2017; Perú, 150 pb desde mayo de 2017). En el caso de Chile el ciclo concluyó en mayo de 2017. De hecho, los mercados financieros descuentan subidas en algunos países antes de que finalice 2018, en un contexto en el que se habrían cerrado las brechas de producto.

En México la inflación aumentó más de lo esperado en la segunda mitad de 2017, hasta situarse en el 6,8%, muy por encima del objetivo de inflación del banco central, impulsada en parte por la depreciación del peso. Esto llevó al banco central a alargar el ciclo de subidas del tipo de interés oficial, con dos adicionales de 25 pb en las reuniones de diciembre de 2017 y de enero de 2018, hasta situarlo en el 7,5%. No obstante, desde principios de 2018 la inflación ha registrado una reducción, al haber desaparecido el efecto base del aumento de la fiscalidad en el precio de las gasolineras, de manera que el ciclo de subidas podría haber concluido, si el peso mantiene la estabilidad. En Argentina, la inflación se redujo menos de lo proyectado, situándose en el 24,8% a finales de 2017, por encima del rango objetivo del 12%-17%, sostenida por los precios regulados, que aumentaron por encima de lo proyectado por el banco central. Frente a ello, la política monetaria no fue suficientemente restrictiva; por el contrario, el Gobierno aumentó en 5 pp

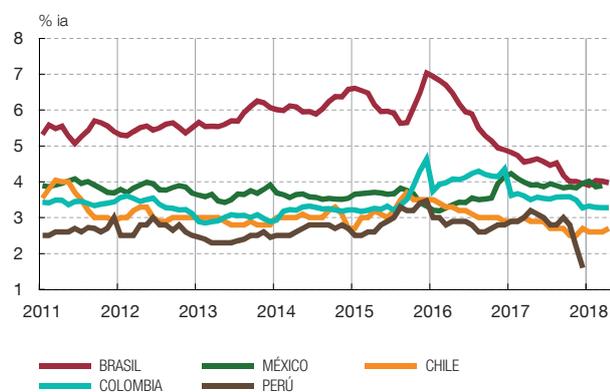
1 TASA DE INFLACIÓN



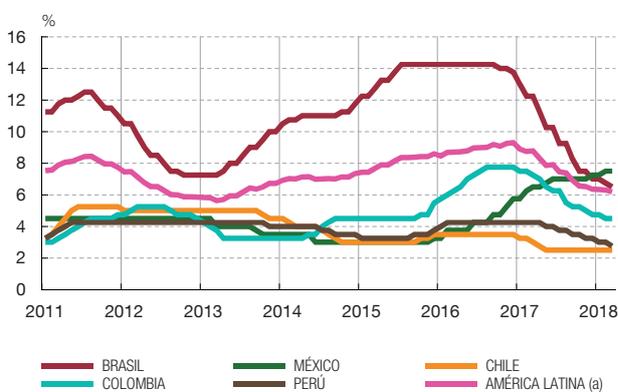
2 TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE



3 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES



4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTE: Datastream.

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

INFLACIÓN
Tasas de variación interanual

CUADRO 2

País	Objetivo	2017		2018		2019
		Diciembre	Cumplimiento	Marzo	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Argentina (b)	12 - 17	24,8	No	25,4	21,3	15,0
Brasil	4,5 ± 1,5	2,9	No	2,7	3,5	4,1
México	3 ± 1	6,8	No	5,0	4,1	3,7
Chile	3 ± 1	2,3	Sí	1,8	2,4	3,1
Colombia	3 ± 1	4,1	No	3,1	3,2	3,2
Perú	1 - 3	1,4	Sí	0,4	2,1	2,4

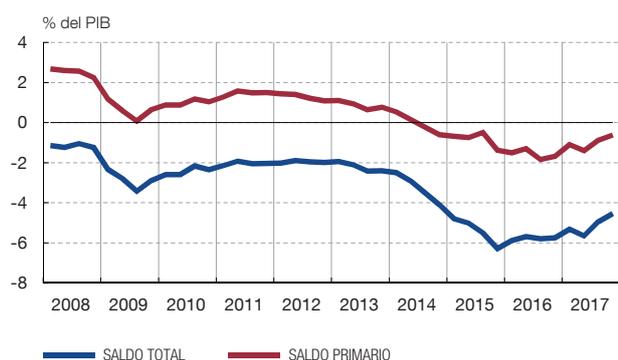
FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

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

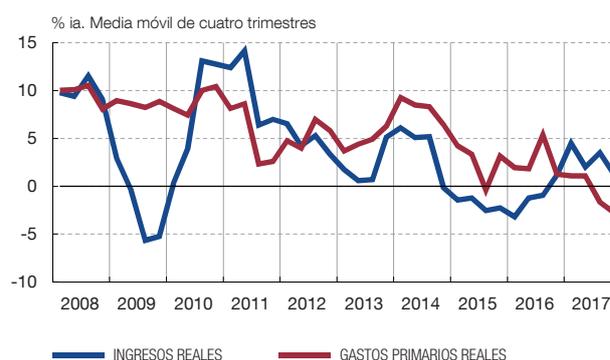
b El objetivo de inflación en Argentina para 2018 es del 15 %, y para 2019, del 10 %.

los objetivos para 2018 y 2019 (15 % y 10 %, respectivamente, manteniendo el rango en ± 2 pp) y retrasó a 2020 el objetivo del 5 %. Esto ha provocado un aumento de las expectativas de inflación, que se mantienen alejadas del objetivo para 2018, reforzadas por la depreciación del tipo de cambio desde finales de 2017. Para hacer frente a estas presiones depreciatorias, el banco central intervino en los mercados de cambios durante el mes de marzo.

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



2 INGRESOS Y GASTOS PRIMARIOS REALES EN AMÉRICA LATINA (a)



FUENTE: Datastream.

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

En el ámbito de la política fiscal, que se analiza con más profundidad en una sección posterior, cabe destacar la reducción de los déficits públicos en 2017 en algunos países, en un contexto de crecimiento de los ingresos en términos reales y de caída de los gastos primarios en el conjunto de la región (véase gráfico 7). Las excepciones fueron Chile, con un ligero aumento del déficit, Argentina y Perú. La deuda pública en porcentaje del PIB tendió a aumentar, con las excepciones de México y de Argentina.

Las principales reformas fiscales se produjeron en Argentina, donde se aprobó un cambio en la actualización de las pensiones para aumentar la sostenibilidad del sistema de seguridad social. También se llegó a un acuerdo con las provincias, por el que mantendrán los ingresos que reparte el Gobierno central, a cambio de limitar el crecimiento del gasto y reducir los impuestos distorsionadores que recaudan⁵. En 2017, el objetivo de déficit primario se cumplió con holgura (pues se situó en el 3,8 % del PIB, frente a un objetivo del 4,2 %), pero el déficit total siguió aumentando, hasta el 6 % del PIB, por el mayor pago de intereses. Para 2018 y 2019, el objetivo del Gobierno es seguir reduciendo el déficit primario, en torno a 1 pp cada año.

En Brasil, donde el déficit público se redujo 1,2 pp, hasta el 7,8 % del PIB, el déficit primario lo hizo en menor cuantía, quedando en torno al 1,5% del PIB a finales de 2017. El Gobierno brasileño decidió suspender la tramitación de la reforma de las pensiones, admitiendo que no tiene apoyos suficientes en el Congreso. No obstante, dado que la ratio de deuda pública sobre el PIB cerró 2017 en el 74 %, que su trayectoria en los últimos años es ascendente, y dada la perspectiva del gasto futuro en pensiones, esta reforma es clave para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Entre los restantes países, en Chile el déficit público aumentó una décima en 2017, hasta el 2,8% del PIB, y el déficit estructural se situó en el 2 %, por encima de lo proyectado, sostenido por el incremento de gasto público de los últimos años. En Colombia, el déficit del Gobierno central se redujo seis décimas (hasta el 3,3 % del PIB en 2017), ayudado, en parte, por unos ingresos extraordinarios y por la puesta en marcha de la reforma tributaria (con elevación del IVA del 16 % al 19 %). Finalmente, en Perú el déficit público aumentó

⁵ Las provincias recaudan impuestos sobre los ingresos brutos, que, al gravar las ventas de todos los productos, finales e intermedios, limitan la capacidad de especialización en la economía.

en 2017 en 1 pp, del 2,6 % a 3,6% del PIB, como consecuencia de la reducción de ingresos fiscales tras la implementación de nuevos marcos tributarios, del menor crecimiento económico y del mayor gasto asociado a las obras de reconstrucción de las infraestructuras dañadas por el fenómeno climático de El Niño.

PERSPECTIVAS

Las perspectivas para la región apuntan al mantenimiento de la recuperación cíclica, apoyada en la existencia de holguras de capacidad. De acuerdo con las previsiones de consenso, el crecimiento se situará en el 2,6 % en 2018, nueve décimas más que en 2017. Este mayor dinamismo será generalizado, con la excepción de Argentina, afectada por una sequía que reducirá las cosechas de sus principales productos de exportación, destacando por su especial magnitud las aceleraciones de Chile y Brasil (véase gráfico 1). De esta manera, Perú pasaría a ser el país con la tasa más elevada y México el país con la tasa más baja. En 2019 la actividad en la región mantendrá ritmos de avance similares, con un crecimiento del 2,9 %. No obstante, estos ritmos de avance no son suficientes para mantener el proceso de convergencia con los países más avanzados. Además, en algunos casos provienen de mejoras cíclicas y no de largo plazo. Por otra parte, en Venezuela cabe esperar que continúe la recesión, pues no se aprecian cambios en la estrategia de política económica de su Gobierno.

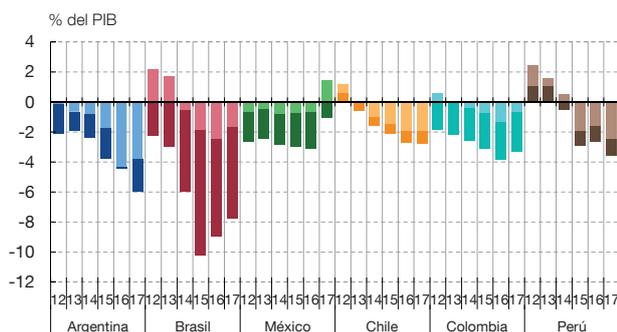
En cuanto a la inflación, se espera que, tras tocar suelo en muchos países, aumente y converja hacia los objetivos de los bancos centrales, a medida que se vayan cerrando las brechas de producto. Solo en México y en Argentina se espera que la inflación descienda, aunque el ritmo al que se producirá este proceso es incierto.

El balance de riesgos sobre el crecimiento se mantiene sesgado a la baja. En el ámbito externo, destaca la preocupación por un endurecimiento de las condiciones financieras globales que podría resultar del cambio en la combinación de políticas macroeconómicas en Estados Unidos, hacia una política fiscal más expansiva y una política monetaria menos laxa. Este cambio puede elevar el crecimiento en el corto plazo, pero, si no se gradúa adecuadamente en un contexto donde la brecha de producción ya es positiva, podría recalentar la economía y llevar a una normalización más rápida de la política monetaria y a ajustes sustanciales en los mercados financieros internacionales.

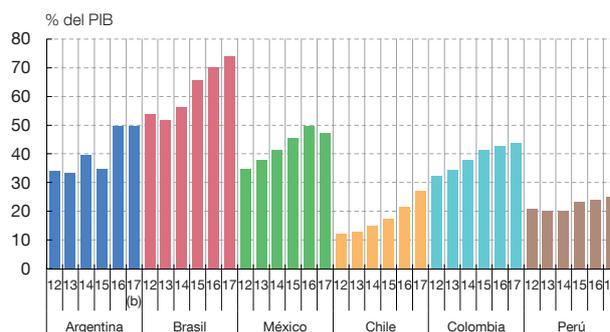
También ha aumentado el temor de que se produzca un incremento generalizado de las barreras al comercio internacional, a raíz de las medidas arancelarias aprobadas y anunciadas recientemente por el Gobierno de Estados Unidos, y de las represalias anunciadas por los países perjudicados. Brasil, Argentina o Colombia son países relativamente cerrados al comercio, pues las exportaciones suponen en torno al 10 % del PIB en los dos primeros y al 15 % en el caso de Colombia, pero cualquier incremento de las barreras comerciales llevaría a un menor crecimiento global y, por ende, a una reducción en los precios de las materias primas, de los que el área es muy dependiente. El caso de México es especial, ya que es una economía más abierta, donde las exportaciones —principalmente, de productos industriales e integrados en cadenas globales de valor— se sitúan en torno al 35 % del PIB, y que se enfrenta a los riesgos de la renegociación del TLCAN⁶ con Estados Unidos y Canadá. Asimismo persisten los riesgos geopolíticos y la posibilidad de que la intensidad de la desaceleración en China sea mucho menos gradual de lo esperado.

6 Véase la sección “El posible impacto sobre América Latina de los cambios esperados en la política económica de Estados Unidos” en el «Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2017», *Boletín Económico*, 2/2017, abril de 2017.

1 SUPERÁVIT O DÉFICIT PÚBLICO (a)



2 DEUDA PÚBLICA



FUENTE: Datastream.

a En color claro, déficit primario; en oscuro, carga de intereses.
b Tercer trimestre de 2017.

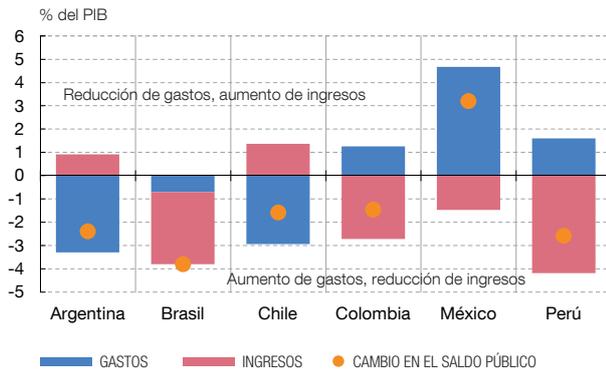
En el ámbito interno, el espacio fiscal del que se dispone para hacer frente a una eventual desaceleración de la actividad es especialmente reducido en algunos países. Finalmente, la secuencia de elecciones presidenciales —en Colombia, México y Brasil— plantea incertidumbres relacionadas con las políticas económicas anunciadas por algunos candidatos, a lo que se añade la incertidumbre sobre la estabilidad del Gobierno que acaba de tomar posesión en Perú.

Retos para la sostenibilidad de las finanzas públicas de América Latina

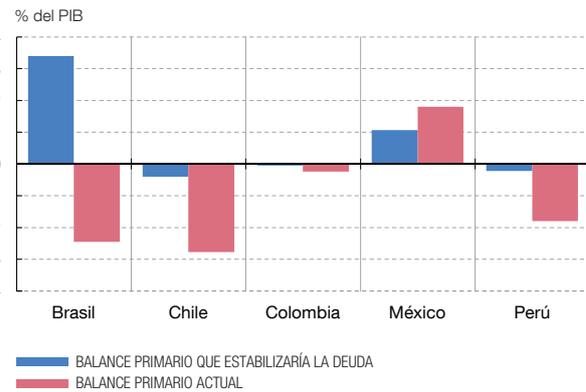
La situación fiscal de América Latina a principios de 2018 refleja las consecuencias de la caída del precio de las materias primas en 2014-2015, y del largo período de ralentización económica que la acompañó, alterando significativamente el panorama fiscal de la región. En la mayor parte de los países, los déficits fiscales se han ampliado (véase gráfico 8.1). En concreto, en países como Argentina, Brasil, Chile, Colombia o Perú el déficit público cerró el año 2017 con valores superiores al 2,5 % del PIB, en contraste con los superávits presentados en la década precedente. Si a ello se añade el menor crecimiento, no resulta sorprendente que la deuda pública haya entrado en una trayectoria ascendente en los últimos años (véase gráfico 8.2), revirtiendo los avances que, en esta materia, se lograron entre 2002 y 2008 en la mayor parte de los países. De hecho, en países como Colombia, México, Chile o, particularmente, Brasil, la deuda en porcentaje del PIB se ha situado en niveles no vistos desde los años noventa. Esto supone una importante vulnerabilidad para estas economías ante cambios en el sentimiento de los mercados financieros, pues la necesidad tanto de nueva financiación como de renovación de la ya existente ha aumentado. En esta sección se analiza la evolución de las magnitudes fiscales en América Latina en los últimos años, atendiendo por separado a la contribución que han tenido los cambios en los ingresos y gastos públicos, y simulando los efectos sobre el escenario macroeconómico de una posible consolidación fiscal en diferentes países.

La caída del precio de las materias primas de 2014-2015 supuso un importante cambio en las perspectivas fiscales de buena parte de los países de América Latina, tanto por su efecto directo sobre la recaudación de impuestos ligados a estos productos —ya sea sobre la exportación o sobre los beneficios de explotación— como por el efecto indirecto sobre los ingresos provenientes de otros impuestos y los gastos —debido al impacto sobre el ciclo económico de los países—. Hasta ese momento, muchos países se habían embarcado

1 EVOLUCIÓN DE LOS GASTOS E INGRESOS EN AMÉRICA LATINA 2014-2017 (a)



2 DIFERENCIA ENTRE EL DÉFICIT FISCAL PRIMARIO Y EL DÉFICIT FISCAL NECESARIO PARA MANTENER LA DEUDA ESTABLE (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (WEO octubre 2017) y Banco de España.

- a Las barras positivas significan cambios en gastos o ingresos en porcentaje del PIB que contribuyan a una mejora en el saldo público. Las negativas suponen un deterioro.
- b El saldo que estabilizaría la deuda corresponde al balance primario resultante de la ecuación $\frac{r-g}{1+g}D_{t-1}$, donde r es el tipo de interés real, g es el crecimiento económico real y D es la deuda pública. Los niveles de crecimiento económico se obtienen del WEO, mientras que el tipo de interés se obtiene como el último valor de la referencia a diez años de la deuda.

en importantes expansiones del gasto, en muchos casos de carácter estructural⁷, financiadas en parte con los ingresos derivados del ciclo favorable de las materias primas. En ese momento, y tras el desplome del precio de estos productos, el dilema se centraba en tres posibles reacciones: sustituir esos ingresos cíclicos por otros estructurales, ajustar el gasto público a la nueva situación o, en aquellos países que tardaron en reconocer la naturaleza estructural de la caída de ingresos, recurrir al endeudamiento o liquidar activos acumulados previamente —una opción que únicamente estaba disponible en países que, como Chile o como Perú, habían acumulado fondos de estabilización—. La mayor parte de los países de América Latina recurrió a un enfoque mixto, con cierta combinación de esas posibilidades.

El gráfico 9.1 resume la evolución de los ingresos y los gastos públicos como porcentaje del PIB entre 2014 y 2017 en América Latina. Como se puede observar, todos los países, con la excepción de México, aumentaron su déficit público en este período, empeorando su posición fiscal. En Perú y en Brasil, esto se explica fundamentalmente por una caída de los ingresos que no fue contrarrestada por otras medidas fiscales. En estos dos países, el déficit primario se expandió en más de 2 pp, y explica la mayor parte del déficit presupuestario actual. En México y en Colombia se realizaron importantes ajustes del gasto y se introdujeron algunas medidas para aumentar los ingresos —que no fueron suficientes para mantener su nivel en porcentaje del PIB—, como las reformas fiscales de 2014 y 2015, respectivamente. De esta forma, aunque su nivel de deuda respecto al PIB ha aumentado en el período, incrementando su vulnerabilidad, la dinámica es favorable y permite

7 Algunos países de América Latina, como Chile y Colombia, tienen reglas fiscales basadas en el balance estructural, que limitan la expansión del déficit público y permiten cierta estabilización económica [E. Alberola, I. Karynyuk, A. Melguizo y R. Orozco (2017), *Fiscal policy and the cycle in Latin America: The role of financing conditions and fiscal rules*, OECD Development Centre Working Papers 336]. Estas reglas se cimentan en una estimación de los ingresos estructurales en función del PIB potencial y los precios de las materias primas de largo plazo. Sin embargo, la revisión a la baja de estos parámetros *a posteriori* provocó desajustes importantes entre gastos e ingresos, al haberse comprometido gastos basados en una estimación demasiado optimista de los ingresos estructurales. En el caso de Chile, la Dirección de Presupuestos calculó que este efecto aumentó el déficit estructural en 1,8 pp del PIB en 2015 y en 0,74 pp en 2016.

pronosticar una corrección en el futuro inmediato. En Chile, la reacción se tradujo en un aumento del peso del Estado en la economía, mediante el aumento tanto de los gastos como, en menor medida, de los ingresos estructurales, resultando en un aumento del nivel de deuda. Por último, en Argentina la evolución vino determinada por el aumento del gasto realizado en 2015, que fue superior al de los ingresos; la consolidación fiscal se está realizando de forma gradual, recurriendo al endeudamiento —y, por tanto, con una mayor carga de intereses de la deuda—, pero sin aumentar el déficit primario⁸.

La mejoría cíclica experimentada durante 2017, que se espera que continúe en 2018, debería ser aprovechada para robustecer la posición fiscal, dado que no se prevé que los precios de las materias primas vuelvan a los niveles de principios de esta década. Sin duda, la recuperación de los ingresos desempeña un papel clave y, en este sentido, parece claro que la región tiene margen para expandir los impuestos sobre la renta —que, según la OCDE, suponen menos del 30 % del total de la recaudación impositiva, porcentaje significativamente inferior al de los países desarrollados— e introducir reformas en su diseño que eleven su progresividad, de forma que actúen como potentes estabilizadores automáticos y limiten la necesidad de medidas discrecionales cuando el ciclo de negocios entre en fases recesivas. Además, la adecuación del sistema impositivo para favorecer la formalización de empleos podría aumentar la recaudación en cotizaciones sociales en el medio plazo. Por el lado del gasto, las previsiones son dispares. Algunos países, como Argentina, prevén una consolidación fiscal gradual, aunque su éxito está condicionado a una mejora de la actividad y a la reforma del sistema de pensiones. En Perú, en cambio, se pretende aprovechar el espacio fiscal que proporciona el nivel reducido de su deuda pública para realizar una expansión fiscal en 2018, retrasando la consolidación a años posteriores. En Chile, el nuevo Gobierno ha anunciado su intención de reducir el déficit estructural, en un contexto en el que la caída de los ingresos estructurales ha sido superior a lo anticipado. La situación es de mayor gravedad en Brasil, donde se ha abandonado el debate sobre la reforma de las pensiones, que resulta clave para contener el déficit fiscal y cumplir el límite de gasto constitucional introducido el año pasado⁹.

Para calibrar el espacio fiscal de las principales economías de América Latina, la necesidad de consolidación fiscal y su impacto sobre las variables macroeconómicas, se ha recurrido a un enfoque secuencial. En primer lugar, se realiza un análisis de sostenibilidad de la deuda, basado en supuestos sobre crecimiento, inflación y tipo de interés a largo plazo¹⁰. El gráfico 9.2 muestra la diferencia entre el balance primario actual y el balance primario que mantendría la deuda estable en el largo plazo para cinco países de América Latina¹¹. En concreto, se estima que la mejoría necesaria en el déficit primario de Brasil se sitúa en 5,8 pp del PIB, mientras que los otros dos países con una necesidad de consolidación fiscal significativa serían Chile (2,4 pp del PIB) y Perú (1,6 pp del PIB). En Colombia, la diferencia entre el balance primario actual y el balance de equilibrio es de 0,2 pp del PIB,

8 La financiación de parte del déficit público por el Banco Central en Argentina hace que la relación dinámica que se establece entre deuda y déficit esté distorsionada por el aumento de la cantidad de dinero en circulación.

9 Algunos estudios sobre Brasil muestran, además, que la reforma de las pensiones podría reducir la desigualdad, al incidir en la parte superior de la distribución de la renta.

10 En concreto, se utiliza la tradicional ecuación dinámica de acumulación de deuda y se calcula la diferencia entre el balance primario actual y el balance primario que mantendría la deuda en su nivel actual (o, alternativamente, que la diferencia entre la deuda en un período y la del siguiente sea nula), resultado de la ecuación $D_t - D_{t-1} = \frac{r-g}{1+g} D_{t-1} - pb_t$, donde r es el tipo de interés real, g es el crecimiento económico real, pb es el balance primario en porcentaje del PIB y D es la deuda pública en porcentaje del PIB. El crecimiento económico se toma del informe semestral del FMI sobre la economía mundial (*WEO*, por sus siglas en inglés), mientras que el tipo de interés se obtiene como el último valor de la referencia a diez años de la deuda.

11 No se incluye Argentina, pues sus niveles de largo plazo de inflación y tipo de interés son más difíciles de cuantificar, al encontrarse en un régimen de convergencia hacia la estabilidad de precios.

mientras que el ejercicio refleja que México, según esta métrica, tiene espacio fiscal para realizar una expansión de 0,7 pp del PIB¹². Téngase en cuenta, en cualquier caso, que los niveles de deuda a los que convergen son muy distintos, y estos son un determinante fundamental del grado de vulnerabilidad ante futuras perturbaciones. En el caso de Brasil, por ejemplo, la estabilización de la deuda como porcentaje del PIB en su nivel actual supondría mantener un nivel relativamente alto para los estándares históricos de países comparables¹³.

En una segunda etapa, se utiliza un modelo de vectores autorregresivos de tipo bayesiano para calibrar el impacto sobre las principales variables macroeconómicas que puede tener este ajuste fiscal¹⁴. Así, una consolidación fiscal como la descrita en el párrafo anterior, llevada a cabo en un plazo de tres años, significaría un menor crecimiento interanual¹⁵, en el trimestre con mayor impacto, de algo más de 1 pp en el caso de Chile y de 3 pp en el caso de Brasil. Para Perú, en cambio, el efecto sería relativamente limitado y desaparecería al final del horizonte de proyección (véase gráfico 10).

No obstante, hay que dejar constancia de la incertidumbre a la que está sujeto un análisis como el anterior, debido a la utilización de estimaciones para los parámetros de largo plazo de las variables de la ecuación de sostenibilidad, así como al diseño y composición del ajuste fiscal. Por otra parte, el tamaño de los multiplicadores fiscales estimados está basado en episodios históricos, y podrían ser distintos en la actualidad en la medida en que la composición y la credibilidad del ajuste fiscal también lo fuesen. Además, estos multiplicadores podrían depender de la posición cíclica, del nivel de endeudamiento de partida y de otras características de las economías, como su grado de apertura comercial [Iltezki *et al.* (2012)]¹⁶.

En resumen, las principales economías latinoamericanas han experimentado un notable deterioro fiscal, que han administrado de forma dispar, y que supone un reto en el manejo de las finanzas públicas en los próximos años. La mejoría cíclica esperada ayudará a estabilizar el nivel de deuda, pero en algunos países no será suficiente, y los restantes deberían aprovechar las mejores perspectivas de crecimiento para rellenar los colchones fiscales erosionados durante la última década. Esto es fundamental para que puedan volver a estar en disposición de desarrollar una política fiscal contracíclica, que amortigüe el impacto de posibles perturbaciones y reduzca las fluctuaciones económicas. En este sentido, mientras que algunos países, como México o como Colombia, presentan situaciones de partida más favorables, otros, como Brasil, se enfrentan a situaciones más comprometidas, que requieren de medidas concretas para restablecer el equilibrio fiscal.

12 En todos los países analizados, los niveles de déficit primario alcanzados se encuentran dentro del rango registrado por estos países en anteriores fases expansivas.

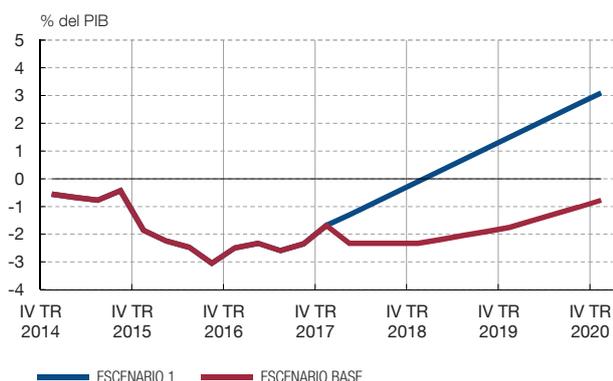
13 Otro enfoque consideraría la posibilidad de que los países converjan a un nivel óptimo de deuda en porcentaje del PIB. Sin embargo, esta estimación está sujeta a una importante controversia en la literatura, y los estudios más recientes señalan que estos cálculos son muy dependientes del modelo y de los datos utilizados [véase B. Égert (2015), «Public debt, economic growth and nonlinear effects: Myth or reality?», *Journal of Macroeconomics*, 43, pp. 226-238].

14 Los modelos incluyen cinco variables para cada país (PIB, inflación, tipo de cambio, tipo de interés de la política monetaria y saldo público primario en porcentaje PIB) y se identifican tres *shocks* estructurales (demanda, monetario y fiscal) mediante restricciones de signos, en una estrategia similar a A. Mountford y H. Uhlig (2009), «What are the effects of fiscal policy shocks?», *Journal of Applied Economics*, 24, pp. 960-992. Además, se usa una restricción de tamaño sobre la función de impulso respuesta, definida como un límite superior a la respuesta contemporánea a un *shock* fiscal, para que los multiplicadores fiscales implícitos estén en consonancia con los obtenidos por la literatura para países emergentes [véase N. Batini, L. Eyraud y A. Weber (2014), *A Simple Method to Compute Fiscal Multipliers*, IMF Working Paper, WP/14/93].

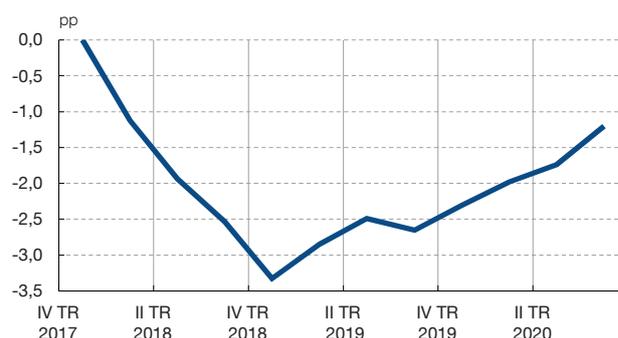
15 Los resultados se expresan como diferencia con respecto al escenario compatible con los datos del *World Economic Outlook* del FMI de octubre de 2017.

16 E. Iltezki, E. Mendoza y C. Végh (2012), «How big (small?) are fiscal multipliers?», *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, n.º 2, pp. 239-254.

1 BRASIL. SALDO PRIMARIO (a)



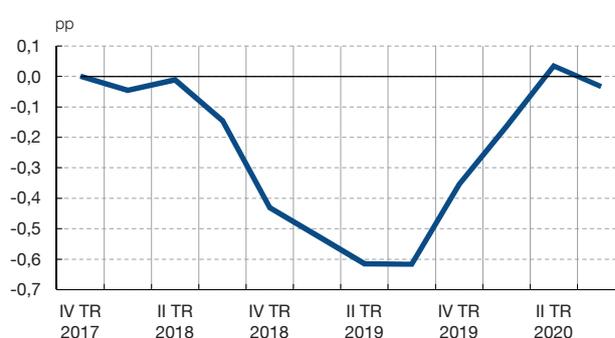
2 BRASIL. EFECTOS SOBRE TASA DEL PIB INTERANUAL (a)



3 PERÚ. SALDO PRIMARIO (a)



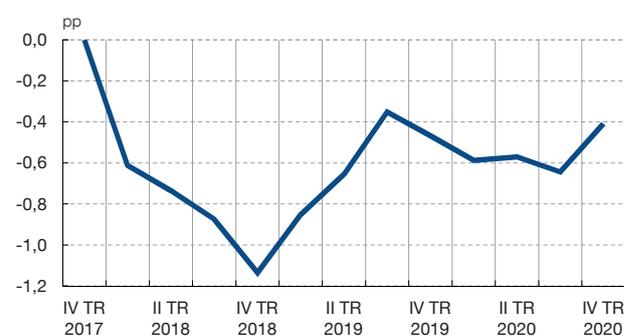
4 PERÚ. EFECTOS SOBRE TASA DEL PIB INTERANUAL (a)



5 CHILE. SALDO PRIMARIO (a)



6 CHILE. EFECTOS SOBRE TASA DEL PIB INTERANUAL (a)



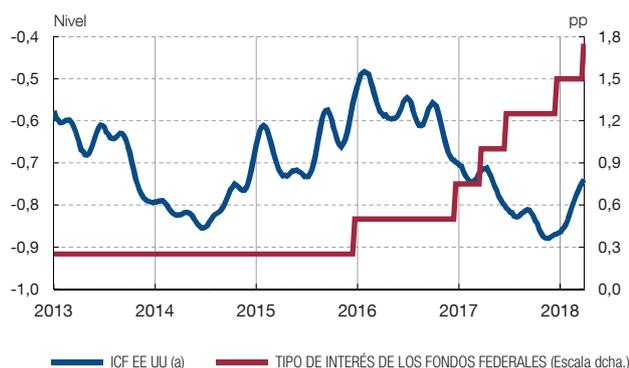
FUENTES: Fondo Monetario Internacional (WEO, octubre de 2017) y Banco de España.

a Efecto diferencial entre el escenario 1 y el escenario base, calculado sobre el crecimiento intertrimestral anualizado del PIB en cada período, tomando como escenario base una trayectoria del saldo primario compatible con el *World Economic Outlook 2017* y como escenario 1 una consolidación que lleve a un saldo primario equivalente al del ejercicio de sostenibilidad de la deuda explicado en el texto.

Las condiciones financieras en la actual fase de recuperación en América Latina

La mayor o menor facilidad con la que se financian los agentes en una economía (las condiciones financieras) tiene un efecto sobre la actividad económica real. Estas condiciones de financiación no dependen solamente de variables bajo el control del banco central, como el tipo de interés oficial, sino de cómo se transmitan las decisiones de política monetaria a las variables financieras (por ejemplo, volúmenes de crédito bancario, valoraciones de los colaterales, primas de riesgo, tipos de cambio, etc.). Además, en el caso de las economías

1 ÍNDICE DE CONDICIONES FINANCIERAS Y TIPO DE INTERÉS OFICIAL



2 INDICADORES DE MERCADO



FUENTE: Datastream.

a *National Financial Conditions Index*, elaborado por la Reserva Federal de Chicago.

emergentes, estas condiciones de financiación vienen determinadas en gran medida por variables externas, pues una parte sustancial de su financiación procede del exterior. Los índices de condiciones financieras (en adelante, ICF) pretenden sintetizar en un único indicador la información de un conjunto más o menos extenso de variables que reflejan las condiciones de las principales fuentes de financiación disponibles en una economía, tanto nacionales como exteriores¹⁷.

Por ejemplo, la evolución reciente del ICF de Estados Unidos muestra la importancia de utilizar un conjunto más amplio de variables, y no únicamente los tipos de interés oficiales, para caracterizar adecuadamente las condiciones financieras de esta economía. El gráfico 11, que recoge la evolución de los tipos oficiales de Estados Unidos junto con el ICF elaborado por la Reserva Federal de Chicago¹⁸, ilustra esta afirmación. Como es habitual, un aumento (disminución) del ICF representa condiciones financieras más restrictivas (holgadas). Aunque en Estados Unidos la Reserva Federal ha elevado en seis ocasiones el tipo oficial desde el inicio del actual ciclo de restricción monetaria en diciembre de 2015, las condiciones financieras continuaron relajándose hasta finales de 2017, en un contexto de debilidad del dólar, de tipos de interés a largo plazo todavía reducidos y de índices bursátiles cercanos a máximos, y únicamente han comenzado a endurecerse tímidamente a partir de febrero de 2018.

En el caso de América Latina, el análisis de sus condiciones financieras está muy condicionado por la integración financiera global de estas economías, sus niveles aún reducidos de desarrollo financiero y su exposición a perturbaciones externas fuera del control de sus autoridades, como son la política monetaria, la rentabilidad de la deuda pública y el tipo de cambio de Estados Unidos o los precios de las materias primas. En este sentido, dada la importancia que tienen para la región los flujos de capital, las variables referidas al ciclo financiero global y al ciclo de materias primas, también pueden ser muy relevantes para la determinación de las condiciones financieras, a diferencia de lo que ocurre con países con mercados financieros más profundos y economías muy diversificadas.

17 No se deben confundir los ICF con los índices de tensiones financieras (ITF), aunque algunas variables, como las volatilidades implícitas y los diferenciales de crédito, pueden ser incluidos en ambos índices. Véase el recuadro 1 del «Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2016», *Boletín Económico*, octubre de 2016, para más información sobre los ITF.

18 Véase <https://www.chicagofed.org/publications/nfci/index> para más información.

Variable	Brasil	México	Chile	Colombia	Perú	Argentina
1 Mercado de dinero						
Tipo de interés oficial	SELIC	Tasa de interés en operaciones de fondeo interbancario a un día	Tasa de política monetaria	Tasa de intervención	Tasa de interés de referencia	BADLAR
2 Mercado de bonos						
Diferencial deuda externa soberana	EMBI+	EMBI+	EMBI+	EMBI+	EMBI+	EMBI+
Diferencial deuda externa corporativa	CEMBI	CEMBI	CEMBI	CEMBI	CEMBI	CEMBI
Deuda pública mercado local	Bono reales a un año	Bono en pesos a diez años	Bono en pesos a diez años	Bono en pesos a diez años	Bono en soles a veinte años	Bono en pesos a veinticinco años
3 Financiación bancaria						
	Préstamos BNDES (TJLP)	Tipo de préstamos	Préstamos pesos no indexados treinta/noventa días	Préstamos personales	Tasa activa en moneda nacional	Adelantos de cuenta corriente moneda nacional
	Préstamos no preasignados		Préstamos moneda extranjera		Tasa activa en moneda extranjera	Otros adelantos a tasa distinta de cero en moneda extranjera
4 Bolsas						
Índice General	BOVESPA	IPC 35	IGPA	MSCI Colombia	IGBVL	MERVAL
Sector bancario	Thomson Reuters índice de bancos	Thomson Reuters índice de bancos	Thomson Reuters índice de bancos	Thomson Reuters índice de bancos	Thomson Reuters índice de bancos	Thomson Reuters índice de bancos
5 Mercados cambiarios						
	Tipo de cambio efectivo nominal BIS	Tipo de cambio efectivo nominal BIS	Tipo de cambio efectivo nominal BIS	Tipo de cambio efectivo nominal BIS	Tipo de cambio efectivo nominal BIS	Tipo de cambio efectivo nominal BIS
6 Materias primas						
	Precio del petróleo WTI	Precio del petróleo WTI	Precio cobre grado A spot LME	Precio del petróleo WTI	Precio cobre grado A spot LME	Precio del petróleo WTI
					Precio del Oro onza troy LBM	Precio soja amarilla

FUENTE: Banco de España.

En esta sección se analiza la evolución reciente de las condiciones financieras en América Latina a partir de los ICF de las seis mayores economías de la región: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. El cuadro 3 presenta las variables seleccionadas para cada país. Como se puede apreciar, los ICF propuestos incluyen los tipos de interés a corto y largo plazo, el tipo de cambio, los índices bursátiles y los tipos de interés de los préstamos bancarios. Además, los precios de las materias primas proporcionan información relevante para los ICF, dadas la condición de exportadores de la mayoría de países de la región y la presencia de grandes empresas productoras de materias primas, normalmente públicas, con un elevado peso en el resto de la economía¹⁹. Los índices se calculan desde finales de 2001, dada la disponibilidad de datos de los diferenciales de deuda externa corporativa.

Cada variable incluida en los ICF se estandariza para que tenga una media de cero y desviación típica de uno, en todo el período. Además, cuando es necesario, estas variables se transforman para que sus movimientos vayan en el mismo sentido que el índice que se

¹⁹ En concreto, el ICF de Brasil incluye el precio del petróleo, aunque no sea exportador neto, ya que la petrolera estatal PETROBRAS supone cerca del 10 % de la inversión y casi el 1 % del PIB brasileño, además de tener un elevado impacto sobre otras actividades industriales. Igualmente, el ICF de Argentina incorpora el precio del petróleo y el de Chile el del cobre, por la relevancia de las empresas estatales YPF y Codelco, respectivamente.

quiere construir²⁰. El índice está centrado en torno a cero, de modo que valores positivos (negativos) indicarán condiciones financieras más restrictivas (holgadas). El último paso para la construcción de los ICF consiste en la agregación de todos los índices individuales de cada país. Los métodos de agregación que se utilizan habitualmente son de dos tipos: la suma ponderada de los componentes, donde los pesos son las elasticidades obtenidas mediante modelos²¹, y el uso de procedimientos estadísticos para reducir la dimensión de los datos, como el análisis de componentes principales (PCA, por sus siglas en inglés).

En línea con Hatzius *et al.* (2010)²² y con el método que utiliza la Reserva Federal de Chicago para calcular su ICF de Estados Unidos, los índices para los países de la región se obtienen mediante PCA por su mayor flexibilidad, ya que permiten resumir la información de un conjunto de variables de dimensión elevada sin imponer *a priori* ninguna restricción económica o de otro tipo entre ellas. Por tanto, este método facilita la incorporación de variables muy representativas de los costes de financiación en algunas economías, pero cuya inclusión en los modelos habituales no es trivial, como la actividad de los bancos públicos en Brasil o la dualidad del coste de los préstamos en moneda nacional y extranjera en Chile, Argentina y Perú, entre otros. Sin embargo, el hecho de ser un método estrictamente estadístico tiene también sus inconvenientes, ya que es necesario realizar supuestos *a priori* sobre el signo de algunas variables. Por ejemplo, al incorporar el tipo de cambio en el índice hay que decidir si domina el canal comercial o el financiero: si el primero fuese el canal dominante, una depreciación implicaría una relajación de las condiciones financieras; por el contrario, si el canal financiero fuese el más relevante, una depreciación relajaría o endurecería las condiciones financieras, dependiendo de que el volumen de pasivos denominados en dólares de la economía sea lo suficientemente elevado como para que un debilitamiento de la moneda aumente el endeudamiento de los agentes nacionales y esto induzca una contracción de la actividad. En los ICF presentados en esta sección se asume que el canal dominante es el comercial.

El gráfico 12 muestra los índices obtenidos para las seis economías, junto con sus tipos de interés oficiales²³. Se observa un endurecimiento de todos los índices a finales de 2008, coincidiendo con la crisis financiera global, así como tras las turbulencias de mayo de 2013, a raíz del cambio de expectativas sobre la política monetaria en Estados Unidos (*taper tantrum*). En este caso, la contracción de las condiciones financieras fue mayor en Brasil y Perú, y menor en Chile y México, los países menos vulnerables en ese período, así como en Argentina, aislada de las condiciones globales en aquellos momentos por sus políticas de controles de capitales y la imposibilidad de obtener financiación internacional. A partir del verano de 2014 también se observa un endurecimiento de las condiciones financieras en todos los países, fruto, inicialmente, de la caída del precio del petróleo y, a partir de septiembre de 2015, de la fuerte apreciación de las monedas frente al dólar, con la excepción del peso mexicano y del peso argentino. El posterior incremento del precio de las materias primas a partir de enero de 2016 contribuyó a la relajación de las condiciones financieras, así como la compresión de los diferenciales soberanos y, desde comienzos de

20 Por ejemplo, *a priori*, un mayor precio de las materias primas supone una relajación de las condiciones financieras de estas economías, pero como un incremento del ICF indica un endurecimiento de aquellas, esta variable se invierte antes de ser incorporada al índice. Esta transformación también es necesaria para los índices bursátiles y para el tipo de cambio, pero no para los tipos de interés.

21 Estas elasticidades recogen el impacto que tiene una perturbación a cada una de las variables en el PIB del país considerado. En el caso de los ICF de la región, los modelos disponibles para obtener las elasticidades no proporcionaron resultados satisfactorios.

22 J. Hatzius, P. Hooper, F. S. Mishkin, K. L. Schoenholtz y M. W. Watson (2010), *Financial conditions indexes: A fresh look after the financial crisis*, NBER working paper 16150.

23 Se utilizan dos componentes principales para resumir la información de todas las variables de cada país, que captan al menos un 65 % de la variabilidad total de los datos, salvo en el caso de Chile (59 %).

1 BRASIL



2 MÉXICO



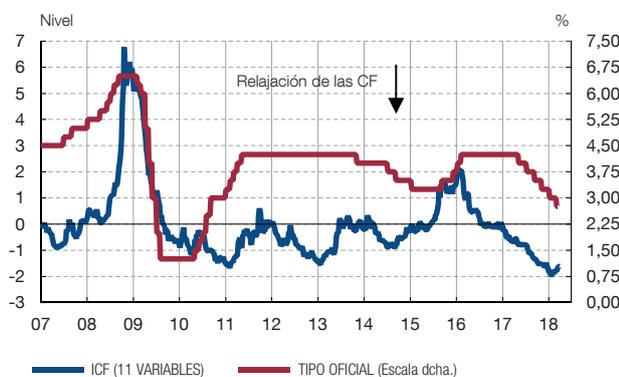
3 CHILE



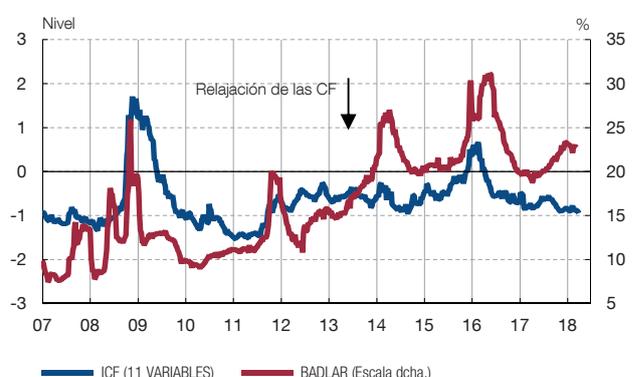
4 COLOMBIA



5 PERÚ



6 ARGENTINA

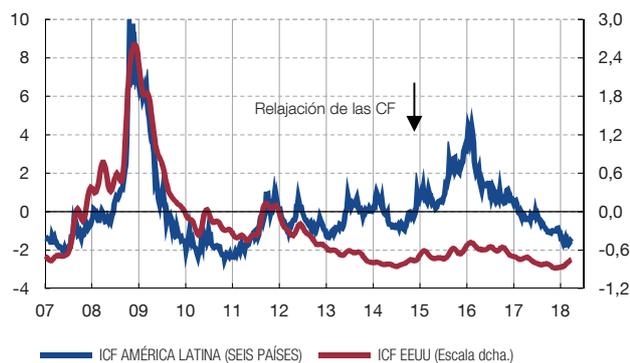


FUENTE: Banco de España.

2017, la estabilidad de los tipos de cambio efectivos nominales. La relajación de las condiciones financieras en las diferentes economías de la región se produjo a pesar del inicio de las subidas de tipos de interés oficiales en Estados Unidos a partir de diciembre de 2015. No obstante, las diferentes fases de política monetaria vigentes en cada país ayudan a explicar las divergencias recientes entre los índices: fuertes recortes de los tipos oficiales en Brasil, Colombia y Perú, estabilidad en Chile y subidas en México.

En la actualidad, la región goza de las condiciones financieras más laxas desde 2010, con la excepción de México, cuyo índice, al igual que el de Estados Unidos, ha permanecido estable en el último año, pese a su normalización monetaria. Finalmente, el endurecimiento

1 AMÉRICA LATINA Y ESTADOS UNIDOS: ICF



2 AMÉRICA LATINA: ICF Y VARIABLES GLOBALES



FUENTE: Banco de España.

a *National Financial Conditions Index*, elaborado por la Reserva Federal de Chicago.

de las condiciones financieras en Estados Unidos tras la corrección del VIX en febrero, unido a los mayores tipos a largo plazo inducidos por el impulso fiscal en ese país, no parecen haber provocado una reacción homogénea en los países latinoamericanos: mientras que en Brasil, Colombia y Argentina las condiciones financieras se han relajado adicionalmente en marzo, en Chile, Perú y México se han endurecido.

Finalmente, el gráfico 13 muestra el ICF de Estados Unidos, junto con un ICF para la región construido a partir de un PCA con los seis índices de cada país²⁴. Ambos muestran una evolución muy similar hasta 2013, momento en el que el ICF de América Latina aumentó tras desencadenarse el episodio del *taper tantrum*, para descender desde principios de 2015, coincidiendo con el incremento del precio de las materias primas y pese a la apreciación de algunas monedas de la región frente al dólar y al aumento de los tipos de interés en Estados Unidos; el ICF de Estados Unidos presenta una mayor estabilidad. A partir de marzo de 2018, el ICF latinoamericano aumentó ligeramente y en menor magnitud que el de Estados Unidos. Para explicar esta aparente desconexión entre las condiciones financieras de América Latina y los indicadores globales, y en línea con Brandao y Pérez (2017)²⁵, se compara el índice regional con la volatilidad implícita de la bolsa de Estados Unidos (VIX) y con el índice de precios de las materias primas: el VIX, que se suele considerar como un indicador del ciclo financiero global, muestra una elevada correlación con el ICF de América Latina, aunque desde 2013 hay una divergencia entre ambos y, de hecho, las condiciones financieras de la región apenas reaccionaron al último repunte del VIX de febrero de 2018; en los últimos años, sin embargo, la evolución del índice de América Latina ha estado más correlacionada con el índice de precios de las materias primas.

En definitiva, las condiciones financieras de la región siguen siendo muy dependientes del contexto exterior, por lo que están muy vinculadas a variables globales fuera del control de las autoridades de estos países; especialmente, en los últimos años destaca la relevancia de los precios de las materias primas. Precisamente la subida de estos últimos desde 2016, en un período de relajación monetaria o estabilidad de los tipos oficiales en

24 Al igual que en el caso de los ICF individuales, para el cálculo del índice agregado para América Latina se utilizan dos componentes principales que resumen más del 85 % de la variabilidad de los datos.

25 L. Brandao y E. Pérez (2017), *How financial conditions matter differently across Latin America*, IMF working paper 17/218.

casi todas estas economías, con la excepción de México, ha dado lugar a que las condiciones financieras se hayan relajado hasta mínimos históricos, y ello pese al aumento de los tipos de interés oficiales y a largo plazo en Estados Unidos. Recientemente, las condiciones financieras de estas economías han mostrado una mayor resistencia ante ciertos *shocks* financieros de naturaleza global. Aunque no cabe excluir futuras correcciones bruscas, la paulatina reducción de las vulnerabilidades externas de las economías latinoamericanas, así como el robusto crecimiento de la actividad y del comercio mundiales, directamente vinculados con los precios de las materias primas, apoya la resistencia de las condiciones financieras de la región.

Fecha de cierre de datos: 18.4.2018.

Fecha de publicación: 27.4.2018.

La economía venezolana se encuentra sumida en una larga y profunda recesión (véase gráfico 1), aunque su magnitud precisa no se conoce, al haberse interrumpido la publicación de estadísticas oficiales¹; en este recuadro se utilizan principalmente datos del FMI. El declive de la economía venezolana comenzó en la década de los ochenta (el máximo histórico para el PIB per cápita se alcanzó en 1973), se frenó durante los años del auge del precio de las materias primas y se precipitó con el hundimiento de los precios del petróleo, a mediados de 2014. Esto, unido a una significativa reducción de la capacidad de extracción de petróleo² por la reducción de la inversión y la salida continua de personal cualificado de la empresa estatal PDVSA en los últimos quince años, ha llevado a la recesión de la economía y a una ampliación de los desequilibrios exterior y fiscal.

La fuerte contracción de las exportaciones de petróleo, que suponen el 95 % de las exportaciones totales, provocó un deterioro de la balanza por cuenta corriente en 2015 y 2016 (gráfico 2). Por otro lado, la caída de los ingresos públicos, que están directamente relacionados con esta materia prima en una magnitud cercana al 50 %, ha generado un empeoramiento notable del déficit público, en un contexto de mantenimiento del gasto público y de los subsidios de muchos bienes y servicios. Además, las inversiones realizadas por los fondos de estabilización en los años de elevados precios del petróleo no siguieron reglas de acumulación ni criterios de rentabilidad financiera propiamente dichos.

El Gobierno venezolano ha recurrido a la financiación monetaria de los déficits fiscales, lo que ha alimentado la inflación, junto con los controles de precios (vigentes desde 2003), las rigideces de la economía y la imposibilidad de financiar las importaciones, lo que ha llevado a una caída sustancial de la oferta de productos. Se estima que la tasa interanual de los precios de consumo ha superado ya la barrera del 50 % intermensual, tasa considerada frecuentemente como el umbral para definir una situación de hiperinflación (véase gráfico 3). Todo ello ha provocado el colapso de la demanda de dinero³ y un marcado aumento de la demanda de divisas (especialmente, de dólares). El Gobierno ha mantenido un régimen de tipo de cambio múltiple, con numerosas modificaciones y devaluaciones a lo largo de los años⁴, durante los cuales la

depreciación del tipo de cambio de mercado ha sido desorbitada (véase gráfico 4), lo que ha contribuido a agravar las presiones inflacionistas. En estas circunstancias, el sistema financiero ha ido disminuyendo su peso en la economía, los salarios reales se han reducido notablemente y las situaciones de pobreza (especialmente, las de extrema pobreza) se han multiplicado, dando lugar a un éxodo masivo de venezolanos.

Los indicadores de vulnerabilidad macroeconómica, fiscales y de riesgo político se sitúan en valores extremos, tanto en comparación con el pasado de la propia economía venezolana como en relación con una muestra amplia de países emergentes.

De acuerdo con estimaciones del FMI⁵, la deuda del sector público venezolano (incluyendo a PDVSA) se situaría en el 162 % del PIB a finales de 2018, siendo una parte sustancial de ella con acreedores externos y en moneda extranjera. Dado que el Gobierno venezolano cuenta con unas reservas internacionales de unos 10 mm de dólares, no todas líquidas, y que ha perdido el acceso a los mercados financieros internacionales, la forma de alivio de las necesidades de financiación externa durante los últimos años han sido los acuerdos de financiación con los gobiernos ruso y chino. Además, el Gobierno estableció un complejo sistema de control de importaciones, que pasaron de 57 mm de dólares en 2013, a 16 mm de dólares en 2016; este hundimiento tuvo graves implicaciones sociales y humanitarias, al reducirse drásticamente la disponibilidad de alimentos y de medicinas.

El Gobierno venezolano ha mostrado siempre una «disponibilidad a pagar» elevada, que solo se quebró en noviembre de 2017, cuando su presidente anunció su intención de llevar a cabo una refinanciación o reestructuración de los pagos de deuda pública externa venezolana (soberana y de la petrolera estatal PDVSA). Unos días más tarde, Venezuela dejó de pagar un cupón (tras haber finalizado el período de gracia) y al día siguiente la deuda soberana era declarada en *default* restringido por algunas agencias de calificación crediticia, situación que se mantiene por el impago en algunos bonos. Los atrasos acumulados se refieren a bonos del Estado, principalmente, dado que se ha priorizado el pago de bonos de PDVSA, en parte para evitar el embargo de los bienes de la empresa en el exterior. El mercado espera que la quita de la deuda sea de elevada magnitud (véanse gráficos 5 y 6), pero una reestructuración de la deuda sería un proceso muy complejo, por diversas razones, como la gran diversidad de las obligaciones, los problemas de coordinación entre acreedores, las sanciones aprobadas por la Administración norteamericana y la implicación financiera y política de Rusia y de China⁶.

La solución a esta situación económica parece difícil sin la ayuda exterior. No obstante, la ausencia de relaciones fluidas del Gobierno

1 Además de la ausencia de datos económicos oficiales, existen dudas sobre la consistencia y precisión de los disponibles. El último Artículo IV del FMI data de septiembre de 2004. De hecho, el Directorio del FMI publicó el pasado 3 de noviembre un comunicado (<http://www.imf.org/en/News/Articles/2017/11/03/pr17419-statement-by-the-imf-executive-board-on-venezuela>) solicitando la provisión de datos.

2 Según datos de la OPEP, la producción de petróleo disminuyó un 21 % interanual en el cuarto trimestre de 2017.

3 El presidente de Venezuela ha anunciado el lanzamiento de una nueva moneda, el «bolívar soberano», que entrará en circulación el próximo 4 de junio y que elimina tres ceros de la moneda actual.

4 La última versión del régimen de tipo de cambio múltiple corresponde al 26 de enero de 2018, cuando desapareció el tipo de cambio preferencial conocido como «DIPRO» (10 bolívares/dólar). El tipo de cambio denominado «DICOM» es un *crawling peg* del bolívar respecto al dólar, estableciendo límites para los dólares que se pueden comprar. Se sitúa en la fecha de cierre del Informe en 59.425 bolívares/dólar. Al mercado paralelo recurren los agentes que necesitan más dólares y el tipo de cambio se sitúa en 551.230 bolívares/dólar, de acuerdo con datos obtenidos de Thomson Reuters.

5 *Fiscal Monitor: Capitalizing on Good Times*, abril de 2018.

6 La naturaleza de la implicación financiera de China en Venezuela (fundamentalmente, préstamos para la financiación de proyectos energéticos) y su remuneración en especie constituyen un reto adicional para resolver el problema, por la ausencia de casos semejantes. Además, hay que recordar que China no es miembro del Club de París, lo que exigirá de iniciativas diplomáticas específicas.

venezolano con el FMI dificulta la posibilidad de recibir ayuda financiera por parte de esta institución. Además, el éxito de un programa requeriría el recurso a contribuciones bilaterales de los países más implicados social y económicamente con Venezuela. En

parte como respuesta a las dificultades para pagar la deuda, el Gobierno venezolano creó el Petro, una criptomoneda cuyo valor está respaldado por un barril de petróleo (es decir, se puede considerar una venta adelantada de reservas aún por extraer).

Gráfico 1
PRODUCTO INTERIOR BRUTO



Gráfico 2
RESERVAS INTERNACIONALES Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



Gráfico 3
INFLACIÓN

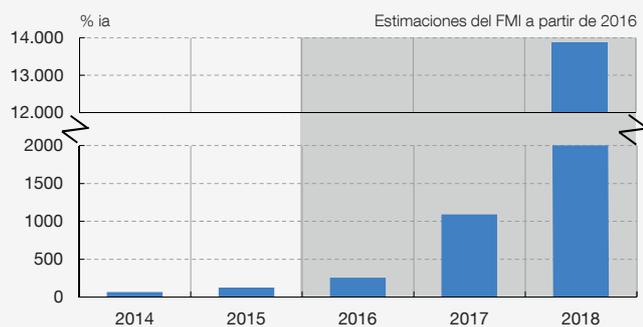


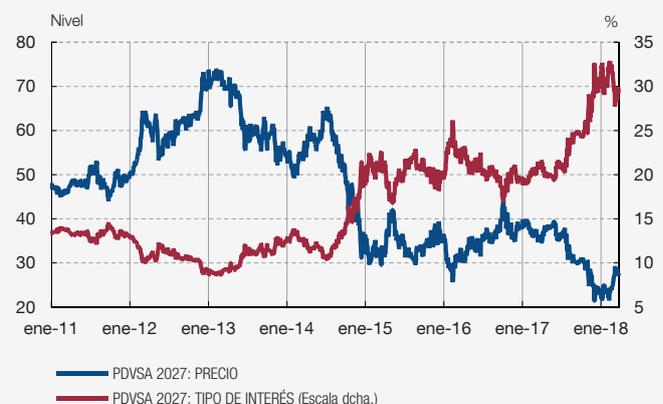
Gráfico 4
TIPO DE CAMBIO



Gráfico 5
PRECIOS Y TIPOS DE INTERÉS DEL EMBI GLOBAL DE VENEZUELA



Gráfico 6
PRECIOS Y TIPOS DE INTERÉS DEL BONO DE PDVSA 2027 (b)



FUENTES: Datastream y Fondo Monetario Internacional.

- a A partir de marzo de 2018 desaparece el DIPRO (tipo de cambio para bienes protegidos) y permanece solo el DICOM como tipo oficial (hasta esa fecha, tipo para bienes complementarios no incluidos en el DIPRO).
- b PDVSA: Petróleos de Venezuela, SA.

El impacto transfronterizo de la crisis venezolana es hasta ahora limitado. Dados los reducidos vínculos comerciales de Venezuela con los países vecinos, el efecto directo por el canal comercial es pequeño, incluso en el caso de Colombia, cuyos lazos comerciales con Venezuela han disminuido drásticamente en los últimos años. Los flujos migratorios hacia el exterior han aumentado sustancialmente y se dirigen principalmente hacia países limítrofes, y están planteando problemas relevantes para los servicios públicos de las zonas cercanas a las fronteras⁷. Estados Unidos o algunos países de Europa, como España e Italia, son también destino de emigración. Por otra parte, el descenso de la producción venezolana ha reducido la oferta mundial de petróleo, lo que ha favorecido el aumento del precio de esta materia prima en los últimos

7 De acuerdo con la Organización Internacional para las Migraciones, organismo de Naciones Unidas, en los años 2016 y 2017 habrían emigrado en torno a 900.000 personas desde Venezuela.

meses⁸. Su cuota de mercado en Estados Unidos sería cubierta en gran parte por importaciones procedentes probablemente de Canadá (dada la similitud del tipo de petróleo producido en ambos países). Los países integrados en el acuerdo energético Petrocaribe, liderado por Venezuela, se verán afectados de forma diferente en función de las deudas contraídas con Venezuela, si bien las ventajosas condiciones del acuerdo se han ido moderando en los últimos años⁹.

8 Véase «Special Feature: Commodity Market Developments and Forecasts» en el capítulo 1 del *World Economic Outlook* del FMI (abril de 2018).

9 Venezuela ha estado proporcionando financiación en condiciones muy ventajosas a países del Caribe y de América Central (Programa Petrocaribe) para la importación de petróleo venezolano. Sin embargo, la cuantía de esta financiación se ha venido reduciendo en los últimos años en paralelo con la caída del precio del petróleo y porque a Venezuela le resulta más difícil afrontar los costes del programa. El efecto externo de la crisis venezolana en los países del Caribe se limitaría aún más, porque México ha anunciado que estaría dispuesto a constituirse en proveedor alternativo.