



*Pedro Antonio Merino García**

*José María Martínez Pérez***

EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS PARA LA REGIÓN DE LATINOAMÉRICA Y SUS PRINCIPALES PAÍSES

El objetivo de este artículo es analizar la coyuntura económica para Latinoamérica. En primer lugar se presenta una visión del conjunto de la región, describiendo los principales indicadores económicos, su evolución reciente y perspectivas. Posteriormente se procede a realizar un análisis detallado de las tres economías más importantes de la región: Argentina, en pleno proceso de liberalización y ajustes estructurales; Brasil, superando un proceso de deterioro de su economía desde finales de 2014; y, finalmente, México, economía que viene afrontando recientemente un panorama complejo.

Palabras clave: política monetaria, tipo de interés, inflación, previsión de crecimiento.

Códigos: E31, E58, E66, F32.

1. América Latina: dinámica económica reciente y perspectivas para la región

La región enfrentó un proceso de ajuste debido al deterioro de los términos de intercambio, que se produjo entre 2011 y 2016, aunque con mayor virulencia desde finales de 2014. El impacto de este *shock* no fue homogéneo: los países andinos, ayudados por una gestión fiscal previa más prudente, experimentaron una desaceleración más moderada, mientras que Brasil, Venezuela y Argentina atravesaron bruscas recesiones.

Los datos de actividad recientes muestran cómo el crecimiento se estaría fortaleciendo en

la región, lo que indica que el ajuste a la nueva realidad económica ya estaría avanzado. En todo caso, las perspectivas apuntan a un crecimiento aún moderado en la región en 2017, que se situaría, de acuerdo con las previsiones de consenso, en el 1,7 por 100, tras el -0,4 por 100 registrado en 2016. Este comportamiento viene explicado por la salida de la recesión en Argentina, Brasil y Ecuador, cuya reactivación más que compensa los ligeros descensos en las tasas de crecimiento de Chile, Colombia y la mayor reducción en México y Perú. De esta manera, se produciría una menor dispersión entre las tasas de crecimiento de los distintos países.

Esta mejoría sería algo decepcionante si la comparamos con la evolución de la actividad global y del resto de áreas, pues en los últimos meses se observa un alto dinamismo relativamente sincronizado. Por un lado, los mayores ▷

* Director de Estudios. Repsol. Técnico Comercial y Economista del Estado.

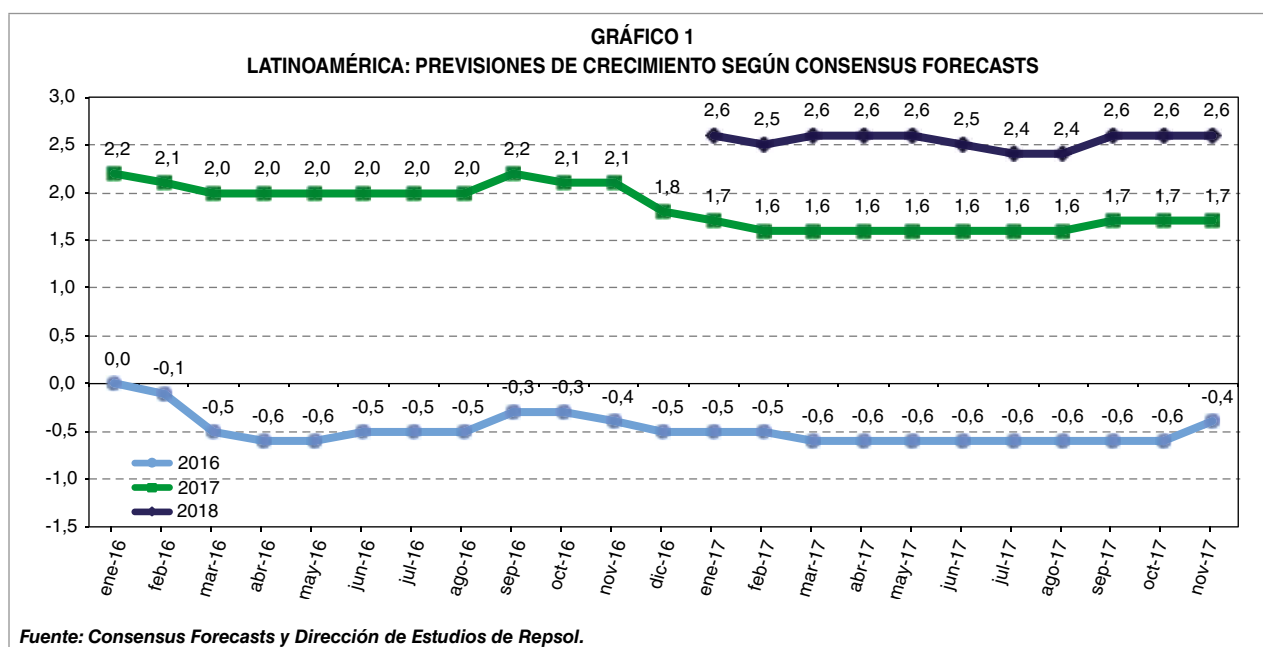
** Analista de la Dirección de Estudios de Repsol.

Versión de diciembre de 2017.

TABLA 1
CRECIMIENTO ECONÓMICO EN LATINOAMÉRICA (VAR. INTERANUAL)

Países	2013	2014	2015	2016		2017		2018
Argentina	1,9	2,9	0,5	-2,2	↑	2,9	↑	3,2
Brasil	1,0	2,5	0,1	-3,6	↓	0,7	=	2,4
Bolivia	5,2	6,8	5,5	4,3	=	3,9	↓	3,8
Chile	5,6	4,1	1,9	1,6	=	1,5	↓	3,0
Colombia	4,2	4,7	4,6	2,0	↑	1,8	=	2,5
Ecuador	5,1	4,6	3,7	-1,5	↑	1,6	↑	1,5
México	3,9	1,4	2,3	2,9	↓	2,1	=	2,3
Perú	6,3	5,8	2,3	3,9	=	2,6	=	3,7
Venezuela	5,6	1,3	-3,7	-18,6	↓	-10,1	↑	-4,3
Latinoamérica	2,9	2,8	1,0	-0,4	=	1,7	=	2,6

Fuente: Consensus Forecasts, noviembre de 2017, y Dirección de Estudios de Repsol.



estímulos y el repunte de China impulsaron no solo su economía, sino que generaron importantes efectos de arrastre para la economía global, particularmente en el resto de países emergentes. El resto de Asia se benefició del mayor dinamismo del comercio internacional y los países exportadores de materias primas se beneficiaron del repunte de sus precios de exportación. Por otro lado, los países desarrollados también están siendo un soporte para la economía global, pues a unas políticas monetarias que han seguido

siendo acomodaticias han sumado políticas fiscales más expansivas, lo que en el entorno actual genera importantes efectos de arrastre.

En este contexto, mientras que el avance de otras áreas ha venido sorprendiendo positivamente y sus previsiones se han ido revisando al alza a lo largo del año de forma notable, las previsiones de Latinoamérica apenas se han movido: su nivel actual, 1,7 por 100 para 2017 y 2,6 por 100 para 2018 es el mismo que tenían a inicios de año. Un aspecto más favorable es que ▷

la recuperación de la región se está apoyando en un progresivo desplazamiento de la demanda externa neta hacia la demanda interna. Esto ha sido ayudado por la estabilización del tipo de cambio, que favoreció menores presiones inflacionarias, con lo que la política monetaria pudo comenzar a ser anticíclica. De hecho, en las tres mayores economías de la región, Brasil, México y Argentina, el consumo privado está siendo el motor de la recuperación. De todas formas, el trabajo asalariado está disminuyendo y volviendo a aumentar la informalidad, lo que puede traducirse a largo plazo en una baja productividad y dificultad para que el consumo privado mantenga el dinamismo ante la mayor inseguridad.

Las tensiones en los mercados financieros, que dieron lugar a una notable depreciación de las monedas de aquellos países de la región que tienen tipos de cambio flexibles en 2015 e inicios de 2016, se han aliviado. Así, el aumento del apetito por el riesgo y la estabilización del dólar han propiciado una importante recuperación de los mercados emergentes, de la que también se ha beneficiado Latinoamérica. La apreciación durante 2017 fue mayor en Brasil y en Chile y Perú, donde los términos de intercambio mejoraron más.

La inflación se mantuvo elevada durante gran parte de 2016, como consecuencia del impacto retrasado de las depreciaciones y de la elevación de los precios de algunos alimentos. Pero en los últimos meses está tendiendo a moderarse en un contexto de estabilización de los tipos de cambio y por la fase aún inicial de la recuperación cíclica. Así, entre los países con objetivos de inflación, solo aumentó en México por la prolongación del efecto de la depreciación y por el aumento del precio de las gasolineras, asociado a medidas fiscales. Mientras, el descenso ha sido especialmente intenso en Brasil y Colombia. En Perú y Chile la inflación tuvo un ajuste menor. Por su parte, en Argentina la inflación está descendiendo a un ritmo inferior al esperado. A futuro se prevé una gradual convergencia hacia los objetivos de los bancos centrales: en Brasil y Chile, como consecuencia del aumento de la inflación, y en México, Colombia y Argentina, por su reducción. Finalmente, en Venezuela la tasa de inflación sigue acelerándose ante la escasez de divisas e insumos y los desequilibrios de su economía.

De esta forma, en los últimos meses la bajada de la inflación ha dado margen para políticas monetarias acomodaticias. Brasil, Colombia ▷

TABLA 2
INFLACIÓN EN LATINOAMÉRICA (VAR. INTERANUAL)

Países	2013	2014	2015	2016		2017		2018
Argentina	10,8	10,9	23,9	38,3	↑	23,3	↑	16,7
Brasil	5,8	5,9	6,4	6,3	=	3,1	↑	4,1
Bolivia	5,3	6,5	5,2	4,0	↑	3,5	=	4,3
Chile	1,5	3,0	4,6	2,7	↑	2,1	=	2,7
Colombia	2,4	1,9	3,7	5,7	↓	4,0	=	3,4
Ecuador	4,2	2,7	3,7	1,1	=	0,7	↓	1,7
México	3,6	4,0	4,1	3,4	=	6,2	=	3,8
Perú	2,6	2,9	3,2	3,2	↓	2,2	=	2,6
Venezuela	19,5	52,7	64,7	532,0	↑	1.450,0	↑	2.475,0
Latinoamérica	6,1	8,7	13,0	13,2	↑	17,7	↑	24,6

Fuente: Consensus Forecasts, noviembre de 2017, y Dirección de Estudios de Repsol.

TABLA 3
SALDO POR CUENTA CORRIENTE DE LATINOAMÉRICA (MM DE DÓLARES)

Países	2013	2014	2015	2016		2017		2018
Argentina	-0,1	-4,8	-5,9	-14,5	↓	-24,4	↓	-27,8
Brasil	-54,2	-81,2	-104,1	-23,5	↑	-14,7	↑	-30,8
Bolivia	2,1	1,0	0,0	-1,9	↓	-1,9	↓	-1,8
Chile	-9,5	-9,5	-3,0	-3,6	↑	-3,1	↑	-4,3
Colombia	-12,2	-12,3	-19,6	-12,3	=	-11,7	=	-11,3
Ecuador	-0,3	-1,2	-0,6	1,4	↓	0,4	↓	-0,1
México	-14,6	-26,5	-24,0	-23,0	↓	-23,3	↑	-25,0
Perú	-6,8	-9,1	-8,0	-5,3	↑	-4,0	↑	-4,4
Venezuela	11,0	2,8	7,6	-5,8	↑	-0,3	↑	-0,7
Latinoamérica	-102,7	-159,0	-174,8	-95,1	↑	-90,8	↓	-115,5

Fuente: Consensus Forecasts, noviembre de 2017, y Dirección de Estudios de Repsol.

y Perú han sido particularmente activos en relajar las condiciones monetarias. México y Argentina son las excepciones, aunque ya no se esperan más subidas de tipos en estos países. En México, tras un notable endurecimiento monetario, acumulando 400 puntos básicos de subida en el tipo de referencia hasta el 7,0 por 100, este se ha mantenido estable desde junio. Y en Argentina, el banco central sorprendió con una subida de 250 puntos básicos entre octubre y noviembre para acelerar la convergencia de las expectativas de inflación al objetivo, algo a lo que apuntan los últimos datos. Por tanto, aunque el margen para descensos de tipos es cada vez menor en la mayoría de países, no se esperan subidas en ningún país y sí alguna reducción adicional en otros.

En lo relativo a las cuentas externas, la mayoría de países de la región sigue avanzando en la corrección de su déficit por cuenta corriente, en un entorno de cierta recuperación de los términos de intercambio y aún débil demanda interna. Por países, el ajuste de las cuentas externas está más avanzado en Chile, donde el déficit es de solo el 1,5 por 100 del PIB, y en Brasil, donde su corrección ha sido muy rápida. También se ha reducido la vulnerabilidad externa en Colombia (del 6,4 al 4,4

por 100 del PIB) y en Perú (del 4,9 al 2,8 por 100 del PIB). En cambio, el déficit está aumentando en Argentina, fruto de la recuperación de su demanda doméstica, algo que también habría influido sobre la decisión del banco central de mantener un tono restrictivo. Salvo en Colombia y Argentina, los flujos netos de inversión extranjera directa han permitido financiar los déficits por cuenta corriente.

El ajuste de la balanza comercial se inició, como suele ser habitual, por una fuerte compresión de las importaciones, fruto del ajuste de la demanda interna. Pero posteriormente se ha venido observado un mayor dinamismo de las exportaciones, atribuible, en parte, a los efectos retardados de la depreciación previa.

En cambio, el ajuste fiscal no ha progresado en la misma medida. La mayoría de los países de la región iniciaron un proceso de consolidación de sus finanzas públicas después de que en 2015, por primera vez desde 2009, todos los principales países de la región presentaran déficit. Pero tanto, la debilidad cíclica como la elección de estrategias de consolidación fiscal gradual han limitado la corrección de los déficits fiscales. En algunos casos, como Brasil y Colombia, se anunciaron reformas fiscales de calado, pero, en otros casos, la consolidación ▷

se ha basado en medidas de carácter temporal, como amnistías fiscales.

Así, los déficits públicos primarios se mantienen elevados y la deuda pública en porcentaje del PIB ha seguido aumentando, con la excepción de México, donde se ha reducido. No obstante, durante 2017 se ha observado cierta recuperación de los ingresos. En Brasil, el menor apoyo político debido a las acusaciones judiciales contra el presidente Michel Temer ha propiciado que el Gobierno presente una versión suavizada de la reforma de pensiones, ya que no cuenta con los votos suficientes para enmendar la Constitución.

En cuanto a los riesgos, en la parte económica, estos están bastante equilibrados, aunque una fuente de preocupación en el ámbito externo sería una posible reversión en los flujos de capitales por un aumento de la aversión global al riesgo y tensionamiento de las condiciones financieras internacionales, algo no descartable en un contexto en el que los principales bancos centrales desarrollados deben avanzar en la normalización de sus políticas monetarias, las que por primera vez han incluido de forma generalizada medidas no convencionales. En el ámbito interno destaca la incertidumbre por el abultado calendario electoral de la región, empezando por la segunda vuelta de las elecciones presidenciales en Chile, a lo que seguirán las elecciones en Colombia, México, Brasil y Venezuela.

2. Análisis detallado de los principales países

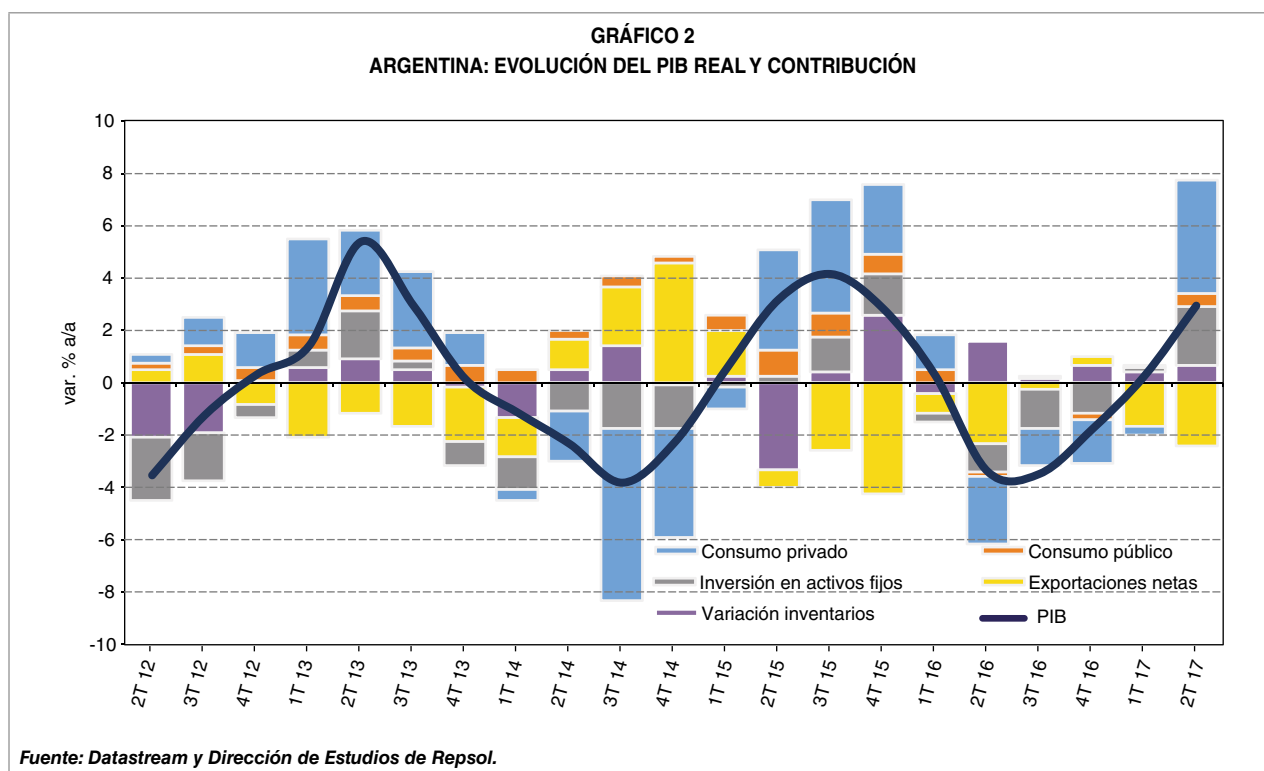
2.1. Argentina

Tras la toma de posesión del presidente Mauricio Macri en diciembre de 2015, se

tomaron de forma rápida una serie de medidas para atacar los principales desequilibrios de la economía argentina. El ajuste de las correcciones, principalmente aquellas en precios relativos (el tipo de cambio y precios regulados), tal y como cabía esperar, tuvo un impacto inicial negativo sobre la actividad. De esta forma, el PIB cayó un 2,3 por 100 en 2016. Los últimos datos conocidos muestran cómo la economía argentina lleva ya cuatro trimestres de expansión, recuperando los niveles máximos de 2015, pero algunos desequilibrios, como el fiscal y el externo, aún están pendientes de ser abordados.

En el segundo trimestre de 2017, último dato conocido de contabilidad nacional, el PIB real aumentó un 0,7 por 100 intertrimestral y un 2,7 por 100 interanual, mostrando un rebote aún más notable de la demanda interna, aunque impulsado por una expansión fiscal transitoria antes de las elecciones legislativas del pasado octubre, que deberá revertirse gradualmente. De esta forma, el consumo privado y la inversión se incrementaron un 3,8 por 100 interanual y un 7,7 por 100, respectivamente. Mientras, el sector externo tuvo una contribución negativa al caer las exportaciones un 1,2 por 100 interanual y aumentar las importaciones un 9,1 por 100.

En el plano cambiario, tras su liberalización a finales de 2015, el peso argentino cerró 2016 con una depreciación nominal frente al dólar cercana al 40 por 100, concentrada casi exclusivamente en el primer semestre. Desde entonces el tipo de cambio ha tendido a estabilizarse (17,4 pesos/\$ en la actualidad) ante la mejora en la percepción sobre el país, la reapertura a los mercados internacionales de capitales, la amnistía fiscal y, especialmente, la implementación de una política monetaria restrictiva. En la práctica esto supone una notable ▷



apreciación real del tipo de cambio (tasa de depreciación menor a la inflación). El Gobierno carece por ahora de instrumentos para inducir una depreciación real de la moneda que mejore sustancialmente la competitividad. Para ello necesitaría de una combinación de política monetaria laxa y fiscal restrictiva, lo opuesto a la combinación actual.

Los nuevos datos estadísticos han mostrado un mayor deterioro en el déficit corriente, que cerró 2016 en el 2,8 por 100 del PIB, aunque estabilizándose respecto a años anteriores gracias al menor precio del crudo. Sin embargo, durante 2017 el saldo exterior ha tendido a deteriorarse aún más por la recuperación de la actividad y de la inversión, proyectándose que el déficit corriente se aproxime al 4 por 100 del PIB. De esta forma, el alivio de las cuentas externas que supuso la mejora de los términos de intercambio, la corrección del tipo de cambio y la reducción de los impuestos a la

exportación¹ están siendo contrarrestados por una política fiscal aún laxa, la gradual mejora de la demanda interna y el mantenimiento de la tendencia de apreciación real del tipo de cambio.

Por otro lado, pese al levantamiento de restricciones cambiarias y un clima de negocios favorables, la inversión extranjera directa aún es inferior al 2 por 100 del PIB, por debajo de la media de la región, y cubriendo apenas la mitad del déficit corriente. Esto hace al peso argentino vulnerable a movimientos especulativos, lo que obliga al banco central a mantener tasas de interés reales positivas para favorecer que el ahorro no se canalice al exterior. De ▷

¹ La eliminación de impuestos a la exportación para el trigo, maíz, carne vacuna y ciertas manufacturas, junto con la liberalización del tipo de cambio, tienen por objeto no solo proporcionar incentivos para aumentar la producción, sino también para liquidar las existencias conservadas de cosechas anteriores, aumentando la oferta de divisas. También habrá una reducción de 5 puntos porcentuales en los aranceles para la exportación de soja (del 35 al 30 por 100) y los subproductos de soja (del 32 al 27 por 100).

hecho, la cuenta financiera ha vuelto a terreno positivo, también en parte por las entradas de capital ante el mayor endeudamiento externo del sector público.

La subida de los precios regulados y el ajuste inicial del peso hicieron que la inflación alcanzara el 41 por 100 en 2016. Durante 2017 la corrección de la inflación está siendo más lenta de lo esperado. Especialmente en septiembre la inflación sorprendió negativamente al alza, al aumentar un 2,0 por 100 intermensual. En octubre la inflación general se moderó ligeramente, aunque situándose aún en el 1,3 por 100 intermensual y 22,9 por 100 anual, mientras que la subyacente se ubicó en el 1,1 por 100 intermensual y 21,9 por 100 interanual. Mientras que el objetivo de inflación fijado por el banco central para todo el año era de entre el 12 por 100 y el 17 por 100², solo entre enero y octubre la inflación ya acumulaba un aumento del 19,4 por 100. Una de las dificultades para reducir más la inflación pese a la estabilidad cambiaria, es el aumento de las tarifas eléctricas, de entre un 60 y 90 por 100 para la mayoría de los consumidores, medida que busca cumplir el objetivo de déficit fiscal (para este año es del 4,2 por 100, frente al 4,6 por 100 previo).

En este contexto, el banco central está siendo muy cauto tras haber reconocido su precipitación en bajar la tasa de política monetaria durante 2016. Así, desde abril de 2017 el tipo de referencia se había mantenido en el 26,5 por 100, y cuando se esperaba que el primer movimiento fuera reducir el tipo de intervención, ante la insuficiente reducción de la inflación, sorprendió con una subida de 150 puntos

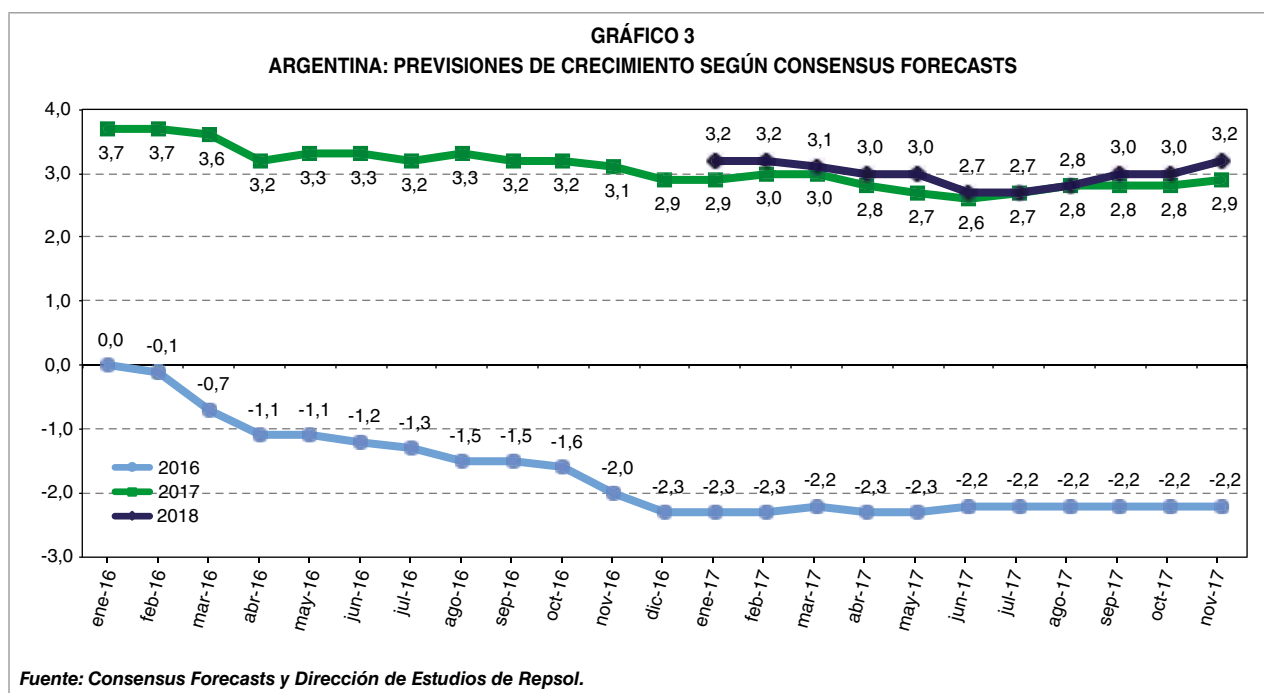
básicos en octubre, a la que siguió otra subida de 100 puntos básicos en noviembre. Al mismo tiempo, el banco central se ha mantenido activo drenando liquidez a través de operaciones de mercado abierto, pues el tipo de interés oficial cuenta con un limitado impacto en un país donde la ratio de crédito sobre PIB es de solo el 13 por 100³, y la liquidez se mantiene alta en un contexto de reducción de la dominancia fiscal muy gradual.

Al respecto, el fuerte desequilibrio fiscal continúa siendo un problema pendiente. El nuevo Gobierno ha optado por una estrategia de consolidación gradualista para contrarrestar la fuerte expansión previa del déficit primario, que se situó en 2015 en el 5,4 por 100 del PIB. Además, los precios de las materias primas han presionado a la baja sobre esta vía de recaudación impositiva. Así, el déficit primario se situó en 2016 en el 4,6 por 100 del PIB, dos décimas por debajo del objetivo, aunque sin los ingresos derivados de la amnistía fiscal se habría situado en el 6 por 100⁴. Realmente, por sí mismo, un elevado déficit fiscal no es un problema ahora mismo dado el contexto de bajo nivel de deuda neta (en torno al 25 por 100 del PIB), pero al aumentar la liquidez y el déficit externo, como se ha explicado, no deja espacio para una política monetaria más expansiva. El ajuste en los subsidios energéticos que ha tenido lugar es notable, suponiendo por sí mismo un ahorro de 1,5 puntos porcentuales del PIB, pero, por otro lado, la eliminación o reducción de los impuestos a la exportación de ▷

² El pasado septiembre adoptó formalmente un régimen con objetivo de inflación, fijando el tipo de interés a corto plazo y tolerando el ajuste endógeno de los agregados monetarios para lograr tasas de inflación consistentes con las metas de inflación. El objetivo que se ha fijado para la inflación es ambicioso, del 12 al 17 por 100 en 2017, de un 8 a un 12 por 100 en 2018, y de un 3,5 a un 6,5 por 100 en 2019, con un objetivo central del 5 por 100.

³ Los movimientos de las tasas de interés afectan la dinámica inflacionaria y las expectativas de inflación principalmente a través de su impacto en el tipo de cambio más que directamente.

⁴ Hubo un aumento de ingresos por única vez originado en el pago de la penalidad por los activos sincerados (alrededor de 1,5 por 100 del PIB), y también a partir de este año los nuevos activos declarados comenzarán a tributar impuestos, pero, según la ley, parte de estos ingresos serán destinados a financiar el programa de reparación histórica de jubilados, por lo que tendrá escaso impacto en el resultado fiscal de 2017.



productos agrícolas y de minería, y el aumento de los pagos de pensiones han supuesto un gasto de una cuantía similar.

La amnistía fiscal y la elevada colocación de títulos públicos posibilitarán alcanzar el objetivo de déficit para 2017, del 4,2 por 100 del PIB, sin reducir el gasto público, ofreciendo un paliativo transitorio. Pero ya en 2018, alcanzar el objetivo de un déficit primario del 3,2 por 100 del PIB será más ambicioso y restrictivo, pues implica una reducción del gasto de un 1 por 100 del PIB. Además, esta reducción del gasto tendrá que lograrse a través de la reducción de subsidios, con el consiguiente perjuicio para la inflación, ya que los gastos en pensiones seguirán aumentando por la indexación.

Las previsiones de Consensus Forecasts en noviembre de 2017 proyectan que las medidas adoptadas permitirían retomar en 2017 una expansión del 2,9 por 100, que alcanzaría el 3,2 por 100 en 2018, al tiempo que la inflación se reduciría hasta el 23,3 por 100 en 2017 y el 16,7 por 100 en 2018. Así, se espera

que el mayor impulso de la actividad se apoye en el fortalecimiento del consumo privado gracias a la recuperación de los salarios reales. Adicionalmente, la recuperación de la economía brasileña creará un entorno más favorable para el sector manufacturero. Un riesgo a la baja es que, aunque se proyecta un mayor énfasis del gasto público en infraestructura, la magnitud total del gasto público debe comenzar a reducirse, lo que podría frenar el dinamismo de la economía a corto plazo, aunque a medio plazo posibilitaría un tono monetario más expansivo.

Más a largo plazo, se espera que la corrección de los desequilibrios permita que Argentina pase en los próximos años de un modelo de crecimiento centrado en el estímulo del consumo vía subsidios⁵, transferencias y un peso sobrevalorado para abaratar ▷

⁵ Los ingresos derivados de la mejora de los términos de intercambio permitieron que los subsidios a la energía pasaran de representar el 0,6 por 100 del PIB en 2006 al 3,3 por 100 del PIB en 2015, mientras que los programas de transferencia de efectivo llegaron a alcanzar al 20 por 100 de todos los hogares.

las importaciones a uno más impulsado por la inversión. Para ello, además de recuperar competitividad, es fundamental crear una atmósfera de credibilidad y confianza, algo en lo que los avances han sido rápidos. Además del sinceramiento de las estadísticas, el actual Gobierno ya regularizó la situación de la deuda externa, cubriendo los pagos a los *holdouts* con una emisión de unos 16.500 millones de dólares de nuevos bonos.

En este sentido, a corto plazo los resultados de la amnistía fiscal (sinceramiento de activos no declarados), que alcanzaron los 117 MM de dólares en nuevos bienes declarados (19 por 100 del PIB), pueden traducirse en mayores inversiones dentro del país, especialmente en el sector inmobiliario. De todas formas, dado que más del 80 por 100 de los nuevos capitales declarados permanecen radicados en el exterior, es previsible que el efecto sobre la inversión sea limitado. De forma más estructural, la mejora de la inversión parece que será solo muy gradual dada la baja tasa de ahorro del país⁶ y los elevados costes laborales.

Tampoco cabe esperar un notable aumento de las exportaciones⁷ en el actual contexto de apreciación del tipo de cambio real, pues para ello necesitará mejorar su competitividad a través de la inversión en infraestructura, la reducción de la carga tributaria o la mejora de la productividad laboral.

En cambio, un proceso de normalización de las tasas de interés reales y el descenso

de la incertidumbre debería estimular un auge de la intermediación financiera, lo que, junto con el bajo nivel de endeudamiento de las familias, volverá a convertir al consumo privado en el motor del crecimiento. Pero esta vez el consumo vendría estimulado por el aumento del crédito doméstico, que ahora representa solo el 12 por 100 del PIB⁸.

2.2. Brasil

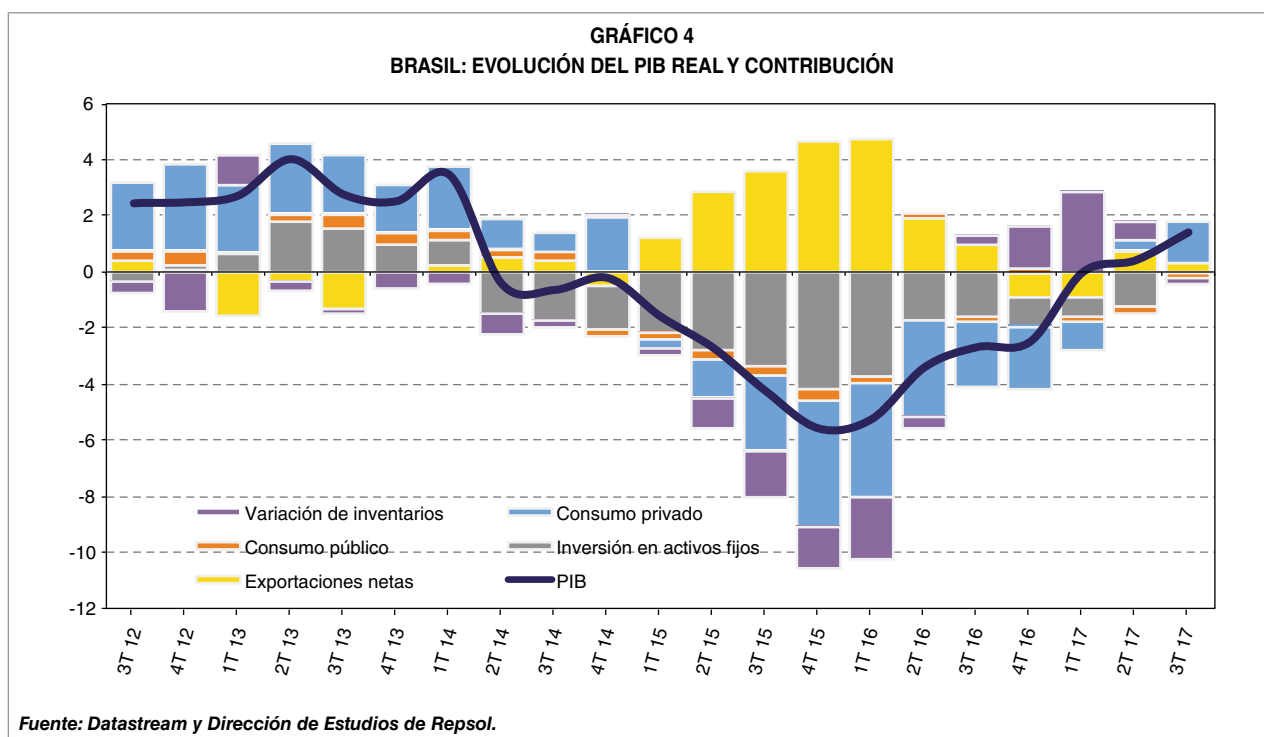
La economía de Brasil ha comenzado a dejar atrás el prolongado deterioro que comenzó a finales de 2014. Así, en el segundo trimestre de 2017 la actividad aumentó un 0,7 por 100 intertrimestral, volviendo a tasas interanuales positivas; y, en el tercer trimestre, aunque el avance fue más modesto, del 0,1 por 100 intertrimestral, la tasa interanual alcanzó el 1,4 por 100. La contracción previa ha sido inusitadamente larga (11 trimestres) y fuerte, con el PIB retrocediendo a los niveles de mediados de 2010, y con la demanda interna privada descendiendo un 13,5 por 100. Esta contracción se produjo en un contexto en el que, al entorno externo desfavorable que afectó al conjunto de la región, se sumó el ajuste ante los elevados desequilibrios acumulados previos, una crisis política y un endurecimiento monetario y fiscal contracíclico.

Por componentes de demanda, destaca la recuperación de la demanda interna, que creció en el tercer trimestre de 2017 un 1,0 por 100 intertrimestral y un 1,2 por 100 interanual. Así, el consumo privado, que representa dos tercios del PIB, avanzó un 2,2 por 100 interanual ▷

⁶ La tasa de ahorro de Argentina se redujo al 16 por 100 del PIB en 2015 (frente a un 24 por 100 en 2004), una de las más bajas en las economías emergentes, y podría limitar el aumento de la relación inversión/PIB a alrededor del 17 por 100 si las condiciones de financiación externa empiezan a endurecerse. El fuerte gasto público podría haber expulsado a parte de la inversión privada de la financiación (efecto *crowding out*), con la participación de la inversión en el PIB, cayendo al 15 por 100 en 2016 desde el 19 por 100.

⁷ Más de diez años de proteccionismo convirtieron al país en uno de los más cerrados en el G20, con las exportaciones representando solo el 11 por 100 del PIB en 2015, la mitad que en 2004. De esta forma, cualquier impulso de las exportaciones no agregará mucho impulso sobre el PIB.

⁸ Comparado con el 52 por 100 en América Latina y el 90 por 100 en otras economías emergentes. Esta tasa tan baja se explica por la historia del país de alta y volátil inflación, tasas de interés reales negativas y represión financiera.



gracias a la estabilización del mercado laboral, a los menores tipos de interés y, sobre todo, a que la caída de la inflación ha permitido una mejora de la renta real. De forma transitoria, también ha ayudado la decisión del Gobierno de permitir a los hogares acceder a sus fondos de pensiones. En todo caso, la atonía del crédito y el alto endeudamiento de los hogares⁹ serán un lastre para un avance más decidido. Los otros componentes de la demanda interna, consumo público e inversión, mantuvieron en cambio una notable contracción. El consumo público cayó un 0,6 por 100, acelerando su corrección para avanzar con la consolidación fiscal (la recaudación aún sigue cayendo, por lo que el ajuste debe hacerse vía menores gastos). Mientras, la inversión moderó su ajuste ante la mejora de la confianza (-0,5

por 100 interanual frente al -10,2 por 100 del conjunto de 2016). Lo cierto es que la inversión acumula una contracción del 30,4 por 100 desde el tercer trimestre de 2013, situándose al nivel de finales de 2008. Las exportaciones netas tuvieron una aportación positiva de 0,2 puntos porcentuales, fruto de un aumento de las exportaciones reales del 7,6 por 100 y de las importaciones reales del 5,7 por 100.

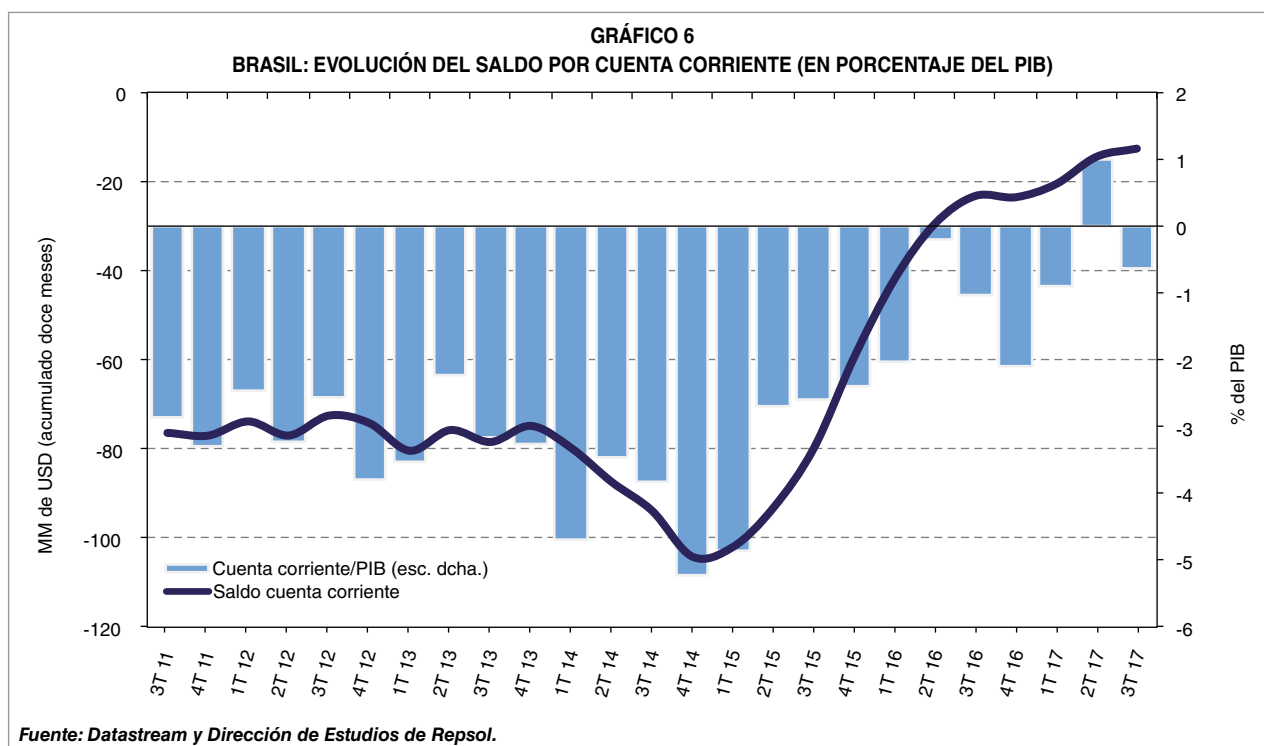
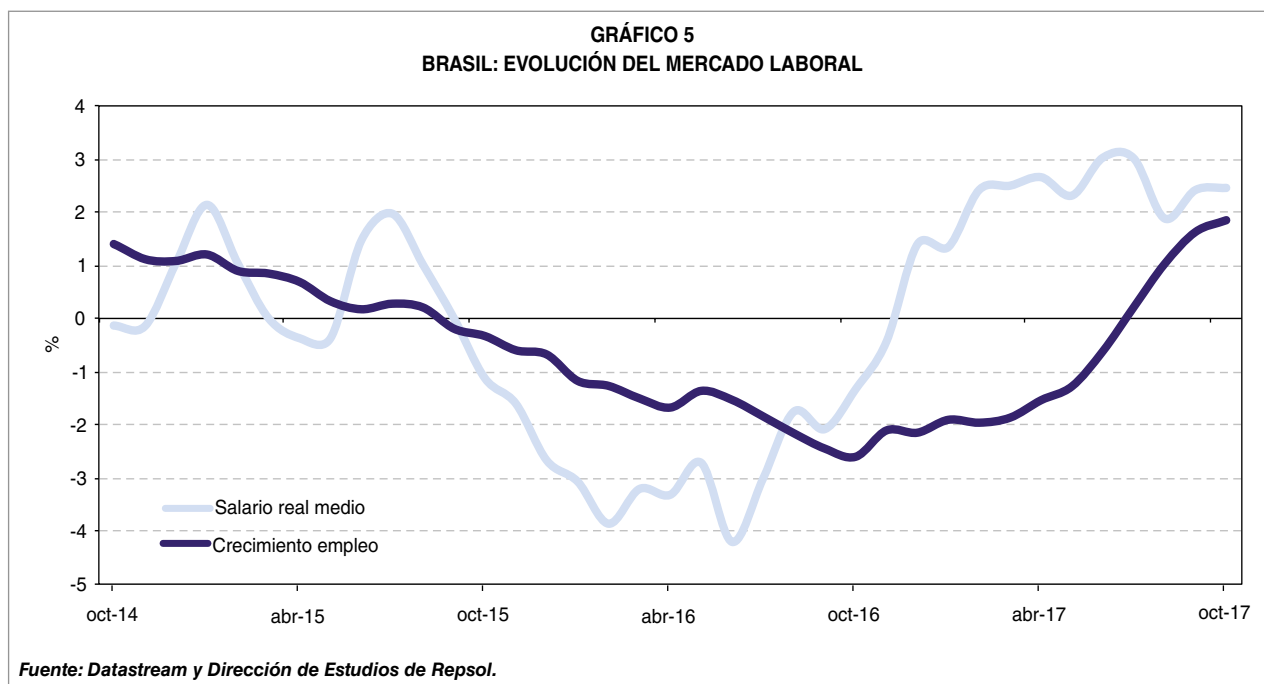
La tasa de desempleo tocó máximos en marzo (13,2 por 100), y desde entonces se ha moderado hasta el 12,5 por 100 de septiembre. La creación de empleo ha ido también mejorando, alcanzando el 1,6 por 100 interanual, pero en cambio continúa el trasvase de empleo del sector formal al informal¹⁰. Y al disminuir la inflación, los salarios reales han recuperado cifras positivas (2,4 por 100 interanual). Con todo ello, las ventas minoristas están creciendo en torno al 3 por 100 interanual en los últimos ▷

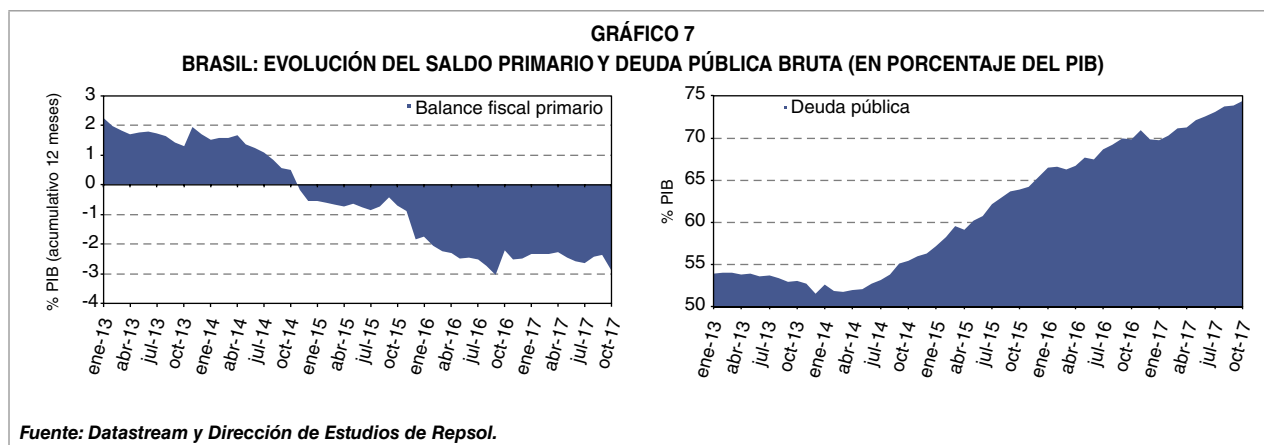
⁹ Los datos del Banco Central muestran que los hogares deben prescindir de más de una quinta parte de sus ingresos disponibles para pagar las deudas —una proporción mayor que la de los hogares de EEUU durante la crisis *subprime* en 2007—. Unos hogares apalancados ya no pueden ser la locomotora del crecimiento.

¹⁰ En octubre, el empleo formal cayó un 2,4 por 100 interanual, mientras que el informal creció un 6,2 por 100.

meses y, con ello, la producción industrial también volvió a tasas positivas, creciendo en septiembre el 2,6 por 100 interanual (aunque aún se ubica un 17 por 100 por debajo del máximo alcanzado en junio de 2013).

El avance en el ajuste externo ha sido muy rápido. En este sentido, el déficit por cuenta corriente se redujo de manera significativa, pasando del 4,3 por 100 del PIB en 2014 al 3,5 por 100 en 2015 y al 0,5 por 100 en el ▷





acumulado de los últimos doce meses hasta octubre de 2017¹¹. La mejora se debió inicialmente a la balanza comercial, aunque principalmente por la contracción de las importaciones y solo más recientemente a cierta mejora de las exportaciones. Ya en los últimos meses, con la reciente apreciación del real en términos efectivos reales y la mejora de la actividad, la tendencia a la disminución del déficit por cuenta corriente solo se ha mantenido por la mejora de los términos de intercambio y una cosecha récord de granos. Un ajuste fiscal más profundo que eleve el ahorro del sector público sería necesario para asegurar un ajuste estructural permanente de la cuenta corriente.

El mayor problema actual de Brasil radica en que el necesario ajuste fiscal en la actual coyuntura económica se está tornando muy difícil y costoso, más aún en un entorno político turbulento. En septiembre de 2017 el déficit primario se mantuvo estable en el 2,44 por 100 del PIB. Todo ello pese a que se ha adoptado la corrección necesaria en los precios regulados y el crecimiento del crédito público, y se han implementado ciertas medidas para reducir el gasto público y aumentar los ingresos

fiscales¹². Pero la abrupta caída de la actividad dificultó la consolidación fiscal.

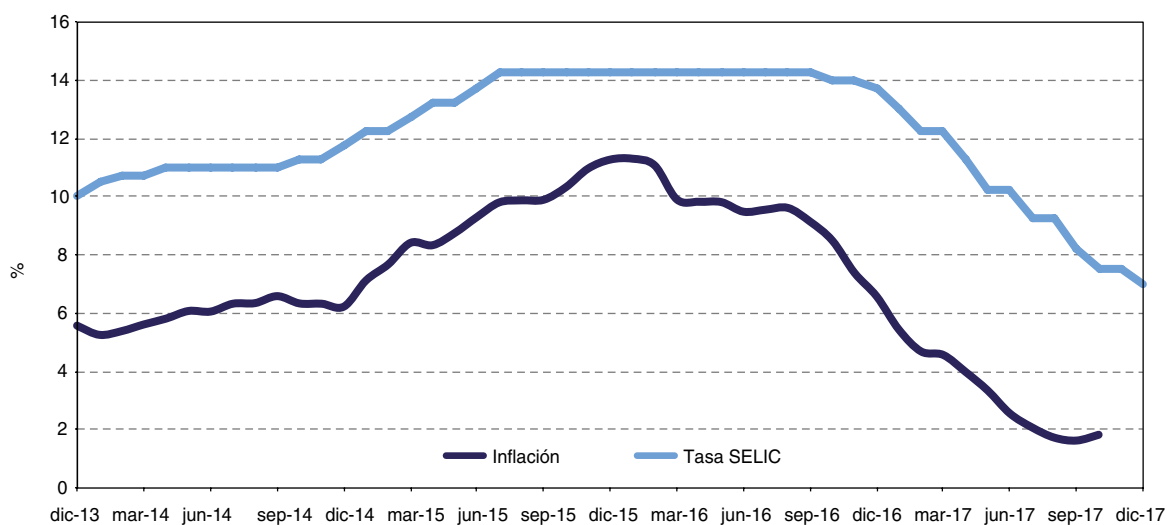
El déficit general, que había pasado del 3,0 por 100 del PIB en diciembre de 2013 a un 10,3 por 100 del PIB en diciembre de 2015, se ha reducido en los últimos meses hasta el 8,9 por 100 del PIB en septiembre de 2017 gracias a los menores tipos de interés y a que la reciente apreciación del real permitió mitigar las pérdidas en los *swaps* de dólares. Pero la deuda bruta asciende ya al 74 por 100 del PIB y preocupa su trayectoria futura. Se calcula que, para situar a la deuda pública en una senda decreciente, Brasil necesita alcanzar un superávit primario de al menos el 3,0 por 100 del PIB.

La estrategia del actual Gobierno de Temer se centra en establecer un plan de ajuste fiscal a medio plazo creíble, pero evitar un ritmo de consolidación elevado a corto plazo ante la situación cíclica de la economía. En este sentido, ante la baja recaudación, en agosto se suavizó el objetivo de déficit primario para 2017 y 2018 (hasta el 2,5 por 100 y el 2,3 por 100, respectivamente, frente al 2,2 por 100 y el 1,9 ▷

¹¹ La reducción del déficit corriente en valor fue más notable aún, pasando de 104 MM de dólares en 2014 a 59 MM de dólares en 2015 y 9,6 MM en los últimos doce meses hasta octubre de 2017.

¹² La reintroducción del impuesto CIDE sobre los combustibles y el incremento de la alícuota del impuesto financiero sobre préstamos a las familias. Con respecto a los recortes, reducen los gastos relacionados con algunos beneficios sociales, como el seguro de desempleo y la pensión por viudedad, así como reducir los subsidios al sector eléctrico y a los préstamos de los bancos públicos.

GRÁFICO 8
BRASIL: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y TIPO DE INTERÉS OFICIAL



Fuente: Datastream y Dirección de Estudios de Repsol.

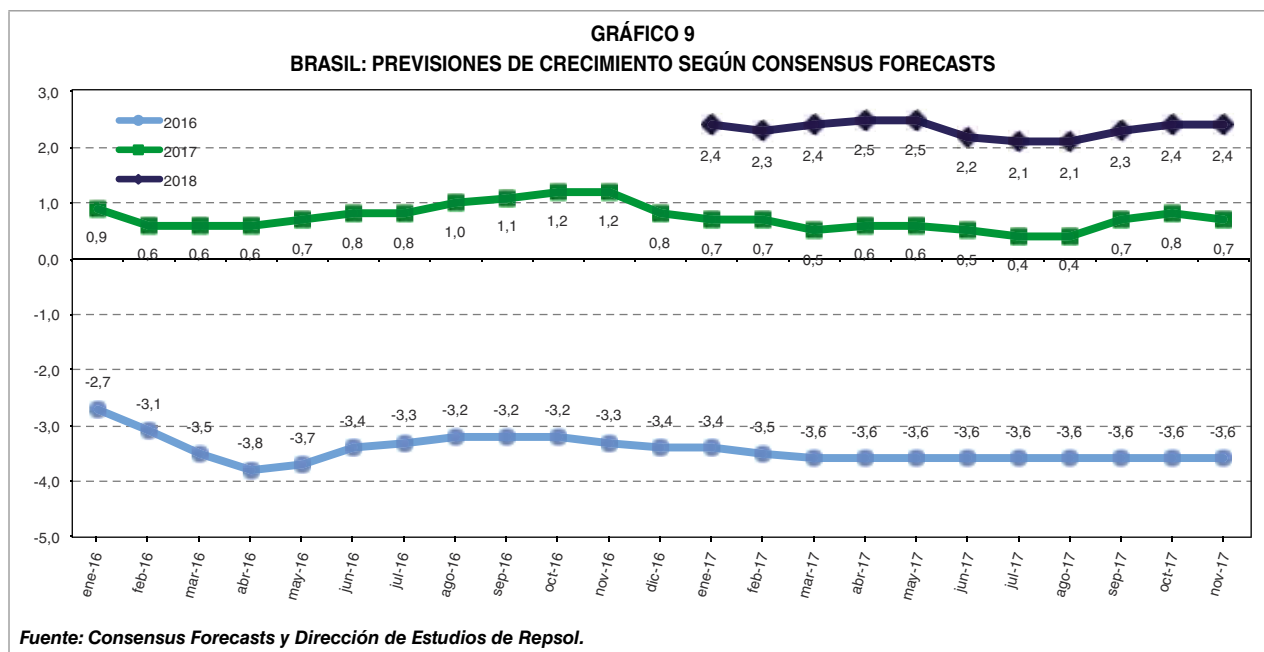
por 100 previamente acordado. En todo caso, aunque los objetivos fiscales se han tenido que flexibilizar para no reducir aún más los gastos, lo que podría ser perjudicial, lo importante es el cumplimiento de la regla fiscal aprobada el pasado noviembre. Tal regla limita el crecimiento del gasto público nominal a la inflación del año previo durante los próximos veinte años, lo que generará una disminución de la ratio de gasto público con respecto al PIB, siempre que el crecimiento vuelva a terreno positivo.

Además, el Gobierno ha adoptado otras medidas para aliviar las cuentas fiscales. Por un lado, Temer consiguió aprobar la reforma de la Seguridad Social; por otro, se aprobó un aumento de los impuestos sobre carburantes. Finalmente, Petrobras ha anunciado que pone a la venta el 90 por 100 de su filial de gas (Transportadora Asociada de Gás) dentro del plan de desinversión. Esta filial se encarga de administrar 4.500 kilómetros de gaseoductos en el norte y el nordeste del país, cuya capacidad es de 74,7 millones de metros cúbicos

diarios. Pero la reforma de las pensiones, que está siendo ahora discutida en el Parlamento, parece que será diluida de forma importante al haber perdido Temer parte de los apoyos políticos.

La inflación se mantuvo en niveles muy altos hasta mediados de 2016 a pesar de la contracción de la demanda interna y unas condiciones monetarias más restrictivas, debido al impacto atrasado del tipo de cambio (el real se depreció un 41 por 100 durante 2015) y al efecto de aumentos impositivos y del ajuste de los precios administrados¹³ previamente reprimidos. La fuerte indexación salarial tampoco ayudó. Sin embargo, en los últimos meses se ha producido una fuerte caída de la inflación, desde el 9,0 por 100 interanual en agosto de 2016 hasta el mínimo del 2,5 por 100 en agosto de 2017, subiendo solo ligeramente hasta el 2,7 por 100 en octubre (por debajo del rango bajo objetivo ▷

¹³ Los productos regulados tienen un peso del 25 por 100 en la cesta de consumo, y en 2013 su precio había crecido solo un 1,5 por 100, pero en 2015 subieron un 18 por 100.



de su banco central: 4,5 por 100 ± 1). Este descenso ha sido ayudado por la favorable cosecha de este año, que ha permitido la corrección de los precios alimenticios. En todo caso, las presiones inflacionistas han disminuido de forma generalizada, con la inflación subyacente moderándose hasta el 3,7 por 100 interanual en octubre.

En este contexto, tras un intenso ciclo restrictivo de política monetaria en el que el banco central incrementó el tipo de referencia en 700 puntos básicos (pb), hasta el 14,25 por 100 en septiembre de 2015, coincidiendo con la aprobación de la enmienda constitucional que limita el crecimiento del gasto público¹⁴, se inició un ciclo de recortes del tipo de interés oficial. La relajación monetaria se fue intensificando en paralelo con la fuerte moderación de la inflación. El tipo de interés se sitúa ya en

el 7 por 100 tras el último descenso de 50 pb en la reunión de diciembre (acumulando una reducción de 725 pb). El banco central ha señalado que los tipos podrían seguir reduciéndose, aunque ya a menor ritmo. También se ha aprobado la sustitución del tipo de interés subvencionado al que presta el banco público BNDES por un tipo de interés más cercano al vigente en el mercado, una medida que busca mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y reducir los costes fiscales asociados a las operaciones del BNDES. Por otra parte, el banco central decidió reducir el objetivo de inflación en 25 pb en 2019, hasta el 4,25 por 100, y en otros 25 en 2020, hasta el 4 por 100.

Las previsiones de Consensus en noviembre de 2017 apuntan a una recuperación de la actividad durante 2017 aún leve (0,7 por 100), pero ganando impulso durante 2018, cuando crecería el 2,4 por 100 ayudado por el actual ciclo expansivo de política monetaria. En cuanto a la inflación, Consensus prevé que disminuirá hasta cerrar 2017 en el 3,1 por 100, ▷

¹⁴ La congelación presupuestaria tiene un impacto estructural sobre el tipo de interés de equilibrio. Así, evita el riesgo de otro episodio de populismo fiscal expansivo que podría ejercer presión al alza sobre las tasas de interés a largo plazo. Sin embargo, esta regla también limita el alcance de las autoridades para estimular la economía vía política fiscal, haciendo deseable contar con mayor margen en la política monetaria.

subiendo posteriormente a medida que se normalicen los precios de los alimentos hasta el 4,1 por 100 a cierre de 2018. La aprobación de la reforma fiscal por parte del Gobierno de Temer, una menor inflación y tipos de interés decrecientes deberían favorecer una recuperación gradual de la actividad.

Pese al rebote de la actividad a corto plazo, la economía de Brasil presenta importantes limitaciones estructurales que podrían mantener su crecimiento potencial reducido. Entre estas deficiencias se encuentran el agotamiento de un modelo de crecimiento basado en el consumo financiado con crédito barato, que dio lugar a un excesivo endeudamiento privado, y el aumento de salarios por encima de la productividad (por el excesivo poder de sindicatos), dañando la competitividad. También la carencia de infraestructuras, un sistema impositivo gravoso y el hecho de ser una economía muy cerrada, casi aislada de las cadenas de valor globales, perjudica su competitividad. Además, la fuerte caída de la inversión durante los últimos años ha reducido la relación capital-trabajo¹⁵, lo que puede dañar el crecimiento de la productividad. Y el desequilibrio generado entre la oferta y la demanda ha dado lugar a una combinación de inflación persistentemente alta y elevadas tasas de interés, con consecuencias negativas a largo plazo para el crecimiento económico. Así, además de la implementación de una política fiscal y monetaria más responsable¹⁶, para conseguir un crecimiento sostenido a medio plazo, se necesitan reformas estructurales. Los avances en este área son pequeños, pero en abril de 2017 se aprobó un proyecto de ley para

relajar las restrictivas leyes laborales del país, suavizando las restricciones para el trabajo temporal y permitiendo que los convenios colectivos entre sindicatos y empleadores anulen algunas reglas del código laboral. Además, la reforma del sistema de pensiones, mediante la desvinculación del salario mínimo y la ampliación de las edades de jubilación, también fomentará el ahorro y proporcionará más fondos para financiar una mayor inversión.

2.3. México

La actividad económica en México se ha mostrado relativamente resistente pese a afrontar un panorama complejo: producción de petróleo en declive, inflación y tipos de interés en su mayor nivel en años, consolidación fiscal y una relación irritable con su principal socio comercial.

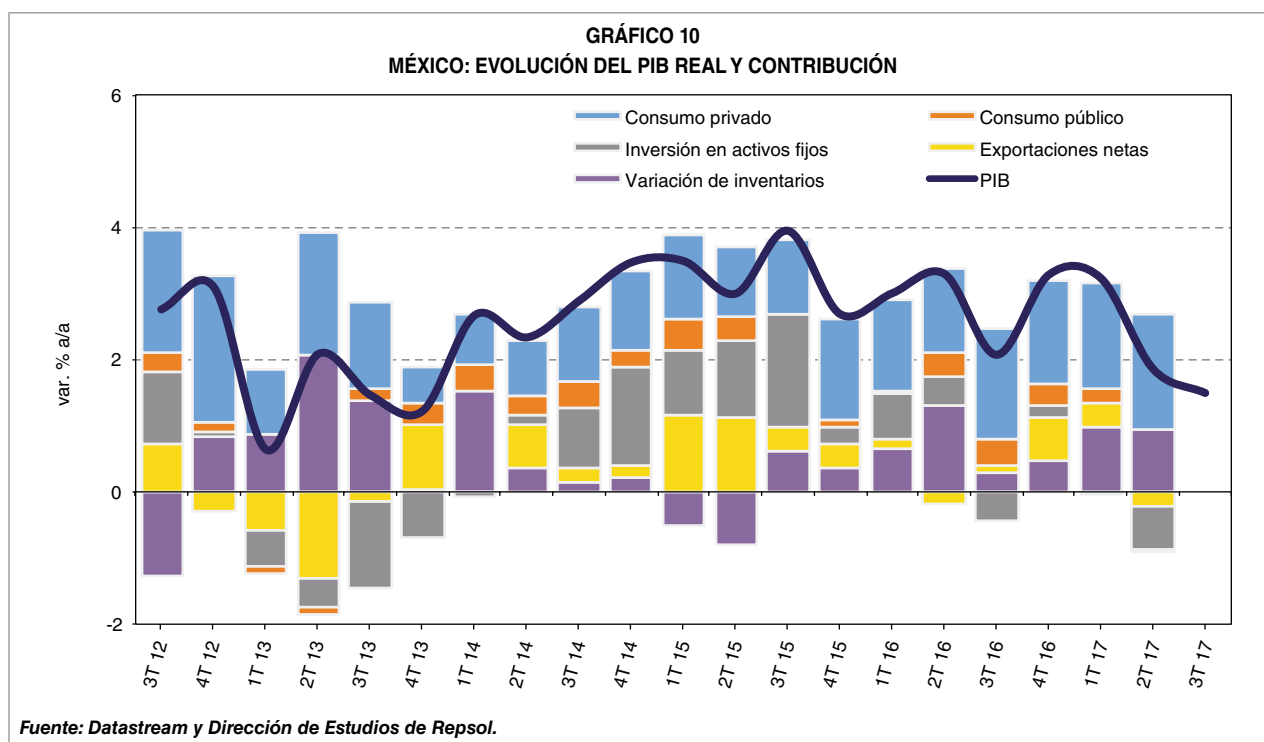
Así, tras crecer un 3,3 por 100 en 2015 y un 2,9 por 100 en 2016, la economía mexicana ha tenido una moderación suave durante el primer semestre de 2017, hasta tasas aún por encima del 2,5 por 100 interanual. Este ritmo de avance, aunque relativamente favorable para el contexto actual, es decepcionante si se compara con las expectativas de hace pocos años; tras crecer un 4,5 por 100 en promedio entre 2010 y 2012, y haberse producido un fuerte impulso reformador¹⁷ por parte del Gobierno salido de las elecciones de 2012, se esperaba un notable aumento del crecimiento potencial de México.

Por componentes de demanda, la actividad durante el primer semestre estuvo impulsada por la expansión del consumo privado, que se aceleró hasta tasas por encima del 3 por ▷

¹⁵ La relación inversión/PIB ha descendido hasta el 16,4 por 100 en 2016, el nivel más bajo registrado por la serie.

¹⁶ Una política fiscal y monetaria excesivamente laxa en los tiempos de bonanza, cuando los precios de las materias primas eran elevados, favoreció que se gastara todo el ingreso extraordinario. La mejor evidencia de esto es que el saldo corriente se deterioró entre 2008 y 2012, en medio del *boom* de términos de intercambio.

¹⁷ Con reformas en los ámbitos de energía, telecomunicaciones, sector financiero, política fiscal, educación, competencia y mercado laboral.



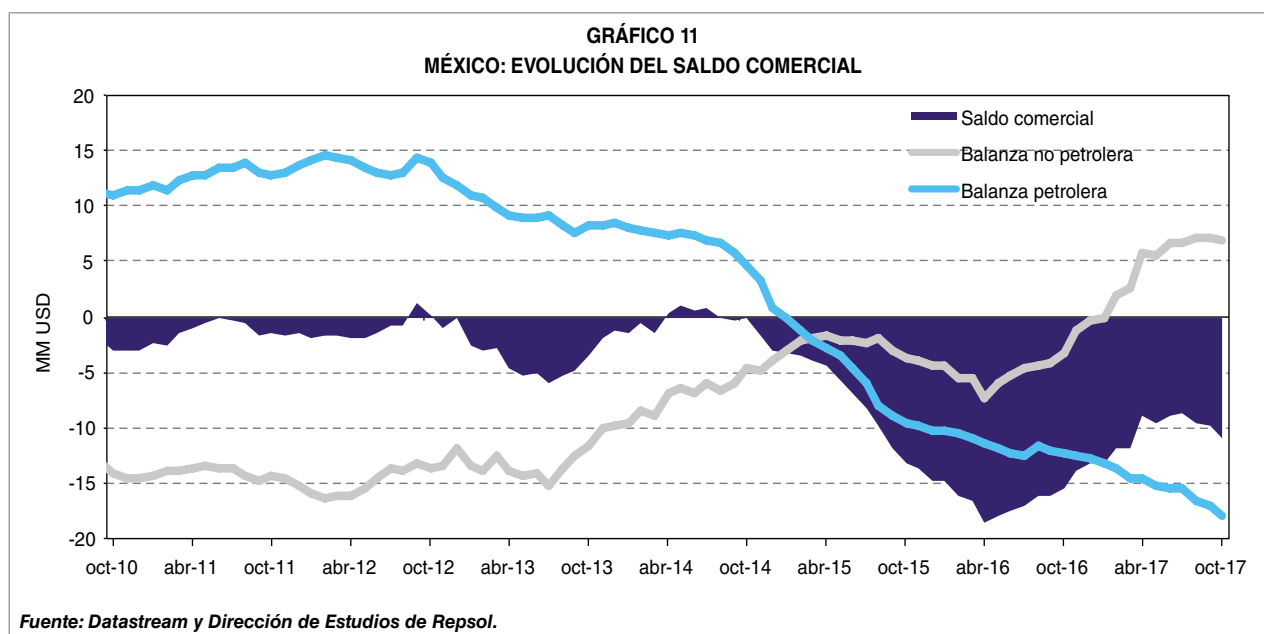
100 interanual. El dinamismo del consumo privado ha venido apoyado por la mejora del mercado de trabajo¹⁸ y por el soporte que todavía ejerce el aún alto crecimiento del crédito y de las remesas¹⁹, aunque ambos ya moderándose. En cambio, el consumo público se moderó notablemente, afectando especialmente a la inversión pública. De esta forma, aunque la inversión privada tuvo un comportamiento más estable, no pudo evitar que en total se frenara abruptamente, incluso contrayéndose en los últimos meses. Además, la demanda externa ha tenido una contribución negativa, pues las importaciones se moderaron menos que las exportaciones por la disminución en las exportaciones petroleras.

¹⁸ La tasa de desempleo en agosto de 2017 se situó en el 3,53 por 100. Además, el proceso de formalización continúa, aumentando también el salario real y la seguridad de los trabajadores.

¹⁹ El crecimiento de las remesas durante 2016 fue del 8,8 por 100 en dólares, pero en moneda local su aumento alcanzó el 28,1 por 100. Sin embargo, en agosto de 2017, aunque las remesas en dólares mantuvieron el avance del 8,8 por 100, la apreciación del peso hizo que en moneda local avanzara el 4,2 por 100, y la mayor inflación provocó que en términos reales cayeran un 1,7 por 100.

Ya en el tercer trimestre de 2017 la actividad sí ha mostrado una mayor desaceleración, expandiéndose un 1,6 por 100 interanual. Aunque aún no se dispone de la desagregación por componentes, los motores de crecimiento se deberían ir reequilibrando, con el endurecimiento de las condiciones financieras y el aumento de la inflación ejerciendo una moderación del consumo privado, pero con las exportaciones recuperando dinamismo. Además, hay que tener en cuenta que durante septiembre México padeció dos terremotos de magnitudes elevadas.

El déficit comercial, que ha tenido un notable deterioro a finales de 2014, ha comenzado a reducirse, aunque con un comportamiento divergente entre la balanza petrolera y no petrolera. La balanza comercial no petrolera pasó a ser superavitaria a inicios de este año y en septiembre de 2017 cifró un superávit de 7,0 MM de dólares. Mientras, la balanza petrolera, que comenzó a ser deficitaria en octubre de ▷



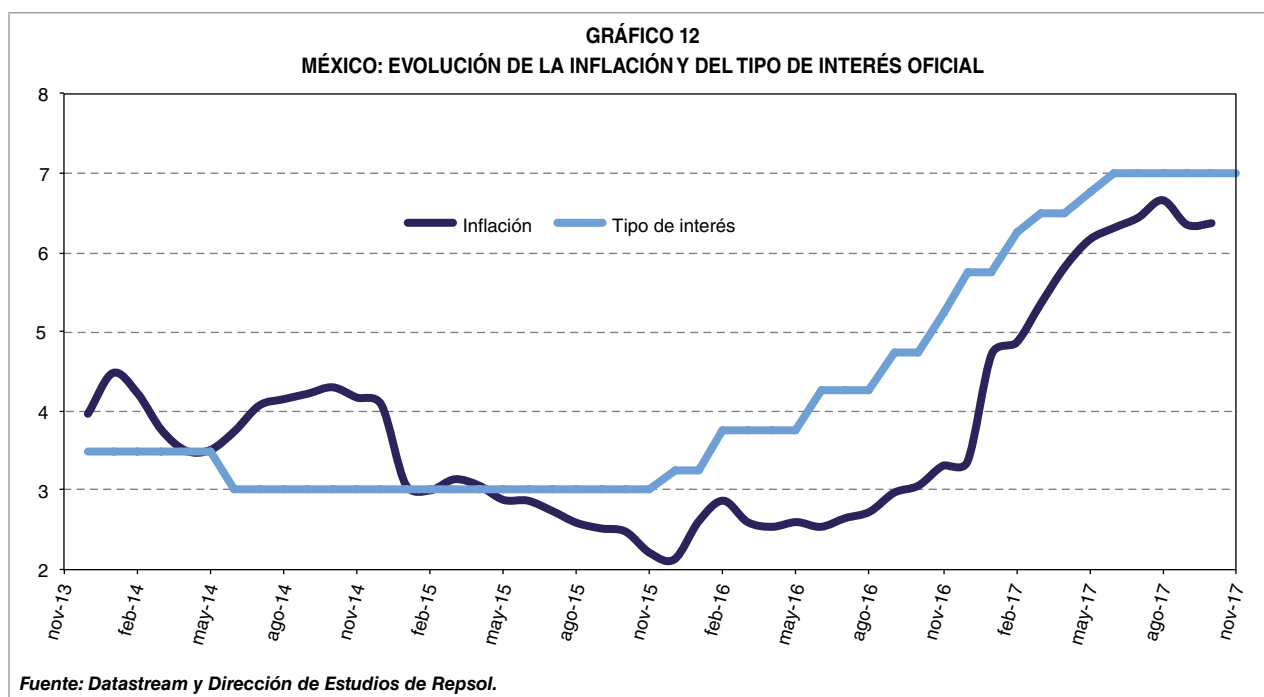
2014, registró un déficit de 16,6 MM de dólares (-11,7 MM un año atrás). Un factor que ha ido cobrando importancia en la presencia de déficit en la balanza petrolera es la magnitud de las importaciones de productos derivados. Con todo, el déficit de la balanza por cuenta corriente siguió deteriorándose (3,1 por 100 en 2016).

La inflación aumentó notablemente durante los primeros meses de 2017, primero por la liberalización en enero de los precios de la gasolina²⁰ y el retraso en la transferencia de la depreciación del tipo de cambio real acumulado, y después por la fuerte alza de los precios alimenticios. Así, en julio, la inflación alcanzó el 6,6 por 100 interanual, con la subyacente en el 5,0 por 100, muy por encima del objetivo del 3 por 100. De todas formas, el alza ha estado impulsado principalmente por factores transitorios, e incluso, pese al efecto de los terremotos que ocurrieron en septiembre, ya se está produciendo cierta moderación (en

octubre la tasa general aumentó un 6,44 por 100 interanual y la subyacente, un 4,8 por 100).

El peso, que ya había perdido el 30 por 100 de su valor en los últimos dos años en un entorno externo desfavorable, se depreció un 17 por 100 adicional entre las elecciones estadounidenses (8 de noviembre de 2016) y el día de investidura de Trump (20 de enero de 2017). El 21 de febrero de 2017, el banco central anunció un programa de cobertura cambiaria para los inversores, ofreciendo subastas *forward* con vencimientos inferiores a un año y por una cuantía total de 20.000 millones de dólares, lo que favoreció que el peso recuperara los niveles previos a las elecciones estadounidenses. Ya en octubre, debido a un nuevo incremento de la inestabilidad, se agregó un programa de subastas adicional de 4.000 millones de dólares en *swaps* cambiarios hasta el 6 de diciembre, cuando el peso comenzó a estabilizarse en torno a 18,6 pesos por dólar. El recurso a derivados que se liquidarán en moneda local permite que el banco central no tenga que utilizar sus menguadas reservas internacionales ▷

²⁰ El 1 de enero de 2017 los precios de las gasolinas subieron entre un 14 por 100 y un 20 por 100.



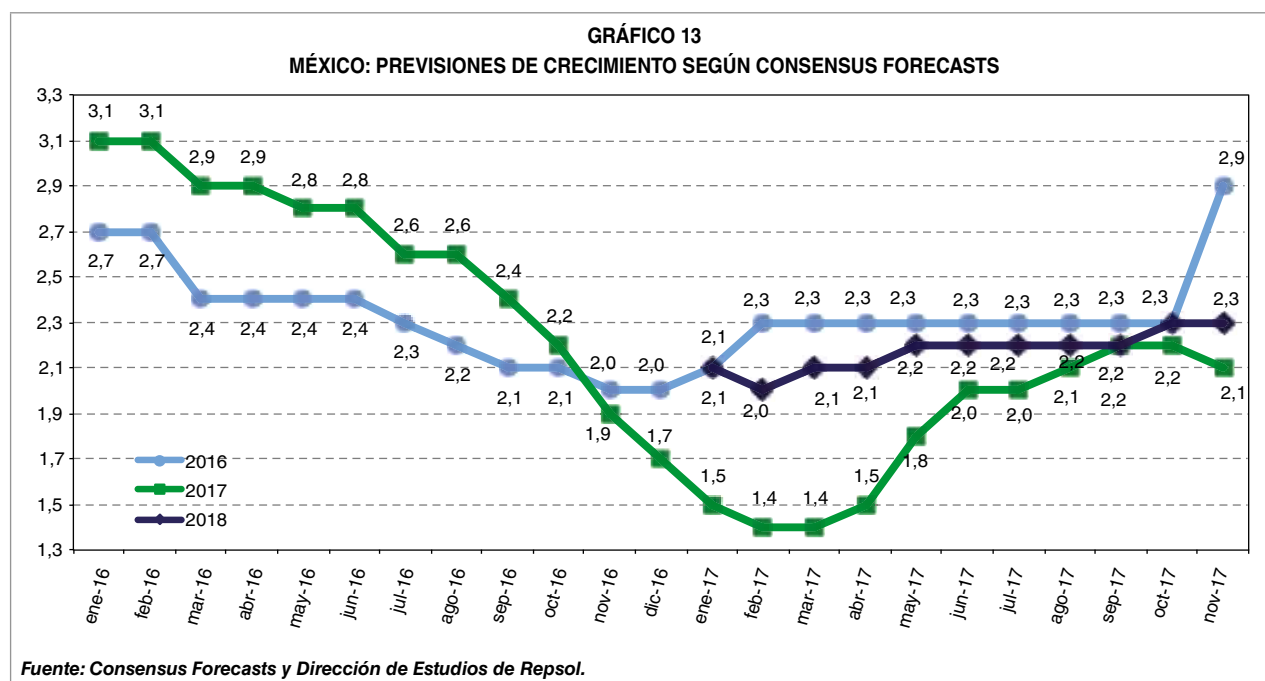
(en torno a cuatro meses de importaciones), aunque pueden tener un coste fiscal.

En cuanto a la política monetaria, el banco central se mostró firme en su intención de anclar las expectativas de inflación, y pese al bajo dinamismo de la actividad, desde diciembre de 2015, subió los tipos de interés de referencia en 400 puntos básicos, hasta el 7,0 por 100 que alcanzó en junio de este año. Desde entonces el banco central ha mantenido los tipos invariados. Los importantes flujos en renta fija de no residentes recibidos en los últimos años (que totalizan unos 150 mil millones de dólares) imponen una gestión de política monetaria prudente ante los posibles riesgos para la estabilidad financiera.

En la parte fiscal, las autoridades siguen comprometidas con el programa de consolidación fiscal, buscando corregir el deterioro previo por el colapso de los precios del crudo a finales de 2014. En el pasado, un tercio de los ingresos del Gobierno provenían del sector petrolero, mientras que en 2016 representaron

solo el 16,3 por 100. Con el fin de compensar los menores ingresos, las autoridades redujeron significativamente la inversión pública (principalmente en infraestructura). Estos recortes están centrados en gastos de capital, especialmente en Pemex²¹, por lo que el impacto sobre los consumidores se minimiza, pero, al afectar a la inversión petrolera, dificulta que la producción minera deje de contraerse. Gracias a que la reforma fiscal ha supuesto un impulso a la recaudación no petrolera, el déficit público se redujo del 4,0 por 100 del PIB en 2015 al 3,0 por 100 del PIB en 2016, cumpliendo el objetivo marcado. Para 2017, de acuerdo con el presupuesto, se prevé un superávit primario del 0,4 por 100 (primer superávit desde 2008), con un déficit total del 2,9 por 100, pero que quedaría en el 1,4 por 100 una vez incorporada la transferencia de ▷

²¹ Tras la brusca caída de los precios del crudo surgieron dudas sobre la posición financiera de la petrolera estatal Pemex, cuyo endeudamiento externo había aumentado considerablemente, requiriendo finalmente el apoyo del Gobierno en abril de 2016.



Banxico por su remanente operativo ante la revaluación de sus reservas internacionales. De cara a 2018, el objetivo es lograr un superávit primario del 0,9 por 100 del PIB y reducir la deuda hasta el 47,3 por 100 del PIB. Esto reduce la probabilidad de un descenso de la calificación soberana.

Por otro lado, se anunciaron estímulos fiscales para la repatriación de capitales, pagando un 8 por 100 de impuestos si ese capital se destina a actividades productivas por un mínimo de dos años. También se anunciaron rebajas fiscales para la inversión en las pymes.

Las previsiones de Consensus, en noviembre de 2017, apuntan a una expansión del 2,1 por 100 para 2017, con ligera aceleración hasta el 2,3 por 100 para 2018, en un entorno donde la política monetaria podría pasar a ser más laxa. En principio, la depreciación acumulada puede ayudar a una mejora de la industria, pues, a diferencia del resto de América Latina, México tiene un sólido sector manufacturero. Y el consumo privado, que hasta ahora se ha

mostrado muy resistente, debería mantener un notable dinamismo ayudado por la buena evolución del mercado laboral y por la esperada moderación de la inflación. En cambio, la incertidumbre, por las elecciones presidenciales del próximo julio (para las que las encuestas apuntan el ascenso del candidato menos ortodoxo, Andrés Manuel López Obrador) y las posibles medidas restrictivas al comercio de EEUU, pueden debilitar la inversión.

3. Conclusión

En Latinoamérica, el proceso de ajuste a menores precios de exportación provocó una notable desaceleración, que llevó a que la región, en conjunto, se contrajera un 0,4 por 100 en 2016. Sin embargo, el avance en dicho proceso, unido a cierta recuperación de los precios de materias primas y el freno a la tendencia apreciatoria del dólar, han permitido un cambio de tendencia tras cinco años previos de ▷

desaceleración, proyectándose un avance del 1,7 por 100 en 2017.

Durante la fase previa de ajuste se amplió la heterogeneidad en la región. En líneas generales, los países andinos, ayudados por una gestión fiscal más prudente, pudieron acomodar el ajuste de su demanda interna de forma gradual, mientras que países como Brasil, Venezuela y Argentina atravesaron bruscas recesiones. En la actualidad, por el contrario, se está produciendo una convergencia en las tasas de crecimiento. Aun así, la realidad económica de cada país es compleja y diversa.

En Argentina, tras la toma de posesión del presidente Mauricio Macri, el Gobierno tuvo que enfrentar los importantes desequilibrios acumulados tras años de políticas heterodoxas. Tras una desaceleración inicial, el país lleva ya cuatro trimestres consecutivos en expansión y las previsiones proyectan un mayor crecimiento en 2018. Pero la corrección de la inflación está siendo más lenta de lo esperado y algunos desequilibrios, como el fiscal y externo, aún están pendientes de ser abordados.

En Brasil, la recesión económica fue muy notable en un contexto en que al necesario ajuste de los elevados desequilibrios acumulados y al entorno externo desfavorable se sumó una crisis política y la necesidad de un endurecimiento monetario y fiscal contracíclico. En la actualidad, la economía está recuperando impulso y la fuerte moderación de la inflación ha permitido un tono de política monetaria mucho

más laxo, proyectando un mayor empuje para 2018. No obstante, el ajuste fiscal aún está pendiente, lo que requerirá importantes sacrificios.

En México, el panorama actual presenta una elevada incertidumbre ante las elecciones presidenciales del próximo julio y las posibles medidas restrictivas al comercio de EEUU. En este contexto, el tipo de cambio se ha mostrado volátil, repercutiendo en una importante alza de la inflación. Aun así, la actividad se ha mostrado resistente, presentando una moderación suave durante 2017, tendencia que se mantendría durante 2018.

Finalmente, respecto a una perspectiva más a largo plazo, unos precios de materias primas que difícilmente volverán a los niveles máximos previos y una menor inversión en el sector han generado una reevaluación de potencial de crecimiento de la región. Además de revertir el ciclo contractivo de la inversión, los países deben ser capaces de aumentar la productividad, que, afectada por el alto nivel de informalidad, también se ha visto fuertemente rezagada en comparación con otras regiones. En varios países hay desequilibrios importantes y en casi todos existe una carencia importante en infraestructuras y capital humano, lo que genera relevantes cuellos de botella. Por tanto, existe margen para aplicar reformas estructurales que aumenten el crecimiento potencial y restauren la confianza de los inversores. El desafío será realizar estas reformas en un marco de menores ingresos fiscales.

SUSCRIPCIÓN ANUAL

BOLETÍN ECONÓMICO DE INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA (12 NÚMEROS)			
	ESPAÑA 1 año	UNIÓN EUROPEA 1 año	RESTO DEL MUNDO 1 año
SUSCRIPCIÓN	65,00 €	85,00 €	85,00 €
Gastos de envío España	5,76 €	24,36 €	30,00 €
Más 4% de IVA. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla	2,83 €		
TOTAL	73,59 €	109,36 €	115,00 €

EJEMPLARES SUELTOS

BOLETÍN ECONÓMICO DE INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA			
	ESPAÑA 1 ejemplar	UNIÓN EUROPEA 1 ejemplar	RESTO DEL MUNDO 1 ejemplar
NÚMERO SUELTO	7,00 €	9,00 €	9,00 €
Gastos de envío España	0,48 €	2,03 €	2,50 €
Más 4% de IVA. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla	0,30 €		
TOTAL	7,78 €	11,03 €	11,50 €
BOLETÍN ECONÓMICO DE INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA			
	ESPAÑA 1 ejemplar	UNIÓN EUROPEA 1 ejemplar	RESTO DEL MUNDO 1 ejemplar
NÚMERO SUELTO EXTRAORDINARIO	12,00 €	15,00 €	15,00 €
Gastos de envío España	0,48 €	2,03 €	2,50 €
Más 4% de IVA. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla	0,50 €		
TOTAL	12,98 €	17,03 €	17,50 €

DATOS

Nombre y apellidos

Empresa

Domicilio

D.P. Población

N.I.F.

Teléf. Fax.

Email

DATOS DEL EDITOR:

NIF:S2800568D
Transferencia a la cuenta de ingresos por venta de publicaciones del Ministerio de Economía y Competitividad.
IBERCAJA. Calle Alcalá 29. 28014 MADRID (ESPAÑA)
CÓDIGO CUENTA CLIENTE: 2085-9252-07-0330598330
CÓDIGO BIC DE IBERCAJA: CAZRES2Z
IBAN: ES47 2085-9252-07-0330598330



SUBSECRETARÍA
SECRETARÍA GENERAL TÉCNICA
SUBDIRECCIÓN GENERAL DE
ESTUDIOS, INFORMACIÓN Y PUBLICACIONES

Suscripciones y ventas por correspondencia:

Paseo de la Castellana, 162, 9ª Planta, 28046 Madrid. Teléfono 91 603 79 93 / 97

Suscripciones a través de la página web del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad
distribucionpublicaciones@mineco.es

NORMAS DE ESTILO DE PUBLICACIÓN

La persona o personas interesadas en presentar un artículo para su publicación en el *Boletín de Información Comercial Española* (BICE) deberán enviar el artículo en formato Microsoft Word a la dirección de correo electrónico **revistasice.ssc@comercio.mineco.es**

El documento debe cumplir las siguientes características:

1. Ser material original no publicado ni presentado en otro medio de difusión.
2. La extensión total del trabajo (incluyendo cuadros, gráficos, tablas, notas, etcétera) no debe ser inferior a 15 páginas ni superior a 20. La fuente será Times New Roman, tamaño 12 y espaciado doble. Estar paginado en la parte inferior derecha de cada página.
3. En la primera página se hará constar el título del artículo que deberá ser breve, claro, preciso e informativo y la fecha de conclusión del mismo. Nombre y dos apellidos del autor o autores, filiación institucional, dirección, teléfono y correo electrónico de cada uno de ellos, así como la forma en que desean que sus datos aparezcan.
4. En la segunda página del texto se incluirá:
 - El título.
 - Un resumen del trabajo con una extensión máxima de 10 líneas con la siguiente estructura: objetivo, método y principal resultado o conclusión.
 - De 2 a 6 palabras clave que no sean coincidentes con el título.
 - De 1 a 5 códigos de materias del Journal of Economic Literature (clasificación JEL) para lo cual pueden acceder a la siguiente dirección electrónica:
<https://www.aeaweb.org/jel/guide/jel.php>
5. En las siguientes páginas se incluirán el texto, la información gráfica y la bibliografía con la siguiente organización.

- Se incluirá, por este orden, introducción, desarrollo, conclusiones y bibliografía y anexos si los hubiera. Los apartados y subapartados se numerarán en arábigos respondiendo a una sucesión continuada utilizando un punto para separar los niveles de división, según el siguiente modelo:

1. Título del apartado

1.1. Título del apartado

1.1.1. Título del apartado

2. Título del apartado

- Las notas de pie de página irán integradas en el texto y su contenido debe estar al final de su misma página en tamaño 10 y espacio sencillo.
- En un archivo Excel independiente se incluirá la representación gráfica (cuadros, gráficos, diagramas, figuras, etc.), que debe llevar título, estar numerada y referenciada en el texto. En la parte inferior se incluirá la fuente de información y/o notas aclaratorias.
- Las citas de libros y artículos en el texto, se indicarán entre paréntesis con el apellido del autor y el año. Ej.: (Martínez, 1991).
- Las referencias a siglas deben ir acompañadas, en la primera ocasión en que se citen, de su significado completo.
- La bibliografía se ordenará alfabéticamente siguiendo las normas de la American Psychological Association (Harvard-APA): <http://cibem.org/paginas/img/apa6.pdf>

Libros

APELLIDOS, A.A. (año de publicación). *Título del libro* (edición) (volumen). Ciudad: Editorial.

Artículo en revista científica

APELLIDOS, A.A. (año de publicación). «Título del artículo». *Título de la revista*, volumen (número), números de páginas.

Documento en línea

APELLIDOS, A.A. u ORGANISMO (año, mes de publicación). *Título*, [en línea]. Ciudad: Editorial. Disponible en:
<http://cenamb.rect.ucv.ve/siamaz/diccional/canaima/canaima2.htm> [Recuperado: 2000, 3 de junio].

Los artículos publicados estarán disponibles en www.revistasICE.com