

# Situación Latinoamérica

Cuarto Trimestre 2012  
Análisis Económico

- **La economía mundial aumentará progresivamente el crecimiento hasta un 3,5% en 2013**, apoyada en la menor aversión al riesgo por las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el BCE.
- **América Latina crecerá 3% en 2012 y 3,7% en 2013** impulsada por la demanda interna y los precios de las materias primas. Brasil finalmente habría despegado ya en el tercer trimestre.
- **La política monetaria mantiene el compás de espera**, aunque enfrentará crecientes dilemas por el aumento de la presión sobre la inflación.
- **Los retos para la región se centran en el entorno exterior**, tanto por el manejo de una posible crisis en Europa o el ajuste fiscal en EEUU, pero también por el creciente uso de medidas macroprudenciales frente a la liquidez global.

## Índice

1. Resumen.....	3
2. Entorno exterior marcado por las decisivas medidas del BCE y la Fed .....	4
3. América Latina: crecimiento converge al potencial .....	7
Recuadro 1. El nuevo bloque de la Alianza del Pacífico: México y los países Andinos miran hacia Asia .....	16
4. Riesgos externos se moderan, pero aún son importantes .....	17
5 Tablas .....	20

Fecha de cierre: 6 de noviembre de 2012

# 1. Resumen

**La decidida intervención de los principales bancos centrales de los países desarrollados ha acotado la probabilidad de un escenario de riesgo sistémico.** El BCE ha disipado los temores sobre la irreversibilidad de la moneda común y tiende un puente para que se continúe avanzando hacia un nuevo marco institucional. La inyección de liquidez por parte de la Reserva Federal se adelanta al potencial impacto que podría tener un intenso ajuste fiscal en ese país a principios del próximo año. En síntesis, la incertidumbre global ha retrocedido. En este contexto, prevemos que la economía mundial seguirá recuperándose gradualmente, con tasas de crecimiento de entre el 3% y el 3,5% en 2012 y 2013.

**El crecimiento en América Latina se habría recuperado ya en el tercer trimestre, especialmente impulsado por la aceleración en Brasil.** En la mayoría de países los datos de crecimiento observados en el segundo trimestre fueron mejores a los previstos en agosto, lo que hace revisar al alza las previsiones de crecimiento en 2012. La excepción importante es Brasil, donde el despegue de la actividad se habría retrasado al tercer trimestre.

**De este modo, esperamos un crecimiento para la región en su conjunto de 3% en 2012 y 3,7% en 2013. Para 2012 esto es un crecimiento ligeramente por debajo de lo previsto hace tres meses, mientras que el crecimiento en 2013 estará ligeramente por encima de lo previsto en agosto.** Esta desaceleración respecto a 2011 será consistente con la moderación del crecimiento global (del 3,9% en 2011 al 3% en 2012). A medio plazo, esperamos que la región siga convergiendo a tasas de crecimiento cercanas a su potencial, ligeramente por debajo del 4%.

**Las presiones inflacionarias y las previsiones de inflación han aumentado ligeramente en la mayor parte de los países, por el dinamismo de la actividad económica y el aumento de precio de los alimentos.** De este modo, en la mayoría de países se mantendrían tasas de inflación por encima de los objetivos de los bancos centrales, pero aún dentro del rango permitido.

**El precario equilibrio entre incertidumbre sobre el escenario exterior y las presiones de la demanda interna harán que la mayor parte de bancos centrales se mantengan en un compás de espera.** Salvo en Colombia, Uruguay y Paraguay, se esperan tipos de interés estables en los niveles actuales por lo menos un año más.

**Los tipos de cambio retomarán una leve tendencia a la apreciación** a medida que se vaya reduciendo la aversión global al riesgo en un contexto de menores tensiones financieras en Europa.

**Los saldos fiscales y exteriores se mantendrán en rangos manejables.** Las previsiones de déficit fiscal se mantienen acotadas, de modo que permitirán una reducción adicional de la deuda pública. Por el lado exterior, la evolución de las cuentas externas está fuertemente condicionado por el ritmo de la actividad económica: países con un mayor crecimiento también experimentan actualmente los mayores déficits exteriores.

**El principal riesgo global lo constituye una posible recaída en la crisis europea. Con todo, América Latina está preparada para soportar ese shock que, sin embargo, tendría un impacto significativo.** El impacto sobre la región sería manejable, aunque con mucha heterogeneidad por países. Los mejor preparados serían Perú y Chile con mayor margen de maniobra fiscal y monetario, y los que menos, aquellos países con menos capacidad de contar con acceso a los mercados internacionales para poder amortiguar la caída de precios de las materias primas y con menor espacio de maniobra para utilizar políticas contracíclicas.

**Asimismo, la fuerte expansión monetaria en países desarrollados empuja a cada vez más países al uso de medidas macroprudenciales,** con el riesgo de que los países se embarquen en una carrera de implementación de medidas no completamente calibradas.

## 2. Entorno exterior marcado por las decisivas medidas del BCE y la Fed

### **Las decisivas medidas tomadas por los bancos centrales han aclarado el panorama global. Sin embargo, las políticas económicas han de seguir apoyando la recuperación**

Se espera que la economía mundial registre una progresiva mejora del crecimiento del PIB que lo lleve al 3,2% al cierre de 2012 y 3,5% en 2013. Esta suave expansión se apoya en la menor aversión al riesgo por las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el BCE. A pesar de ello, se destacan tres factores que pueden deteriorar estas perspectivas. El primero y más preocupante es el resurgimiento de los problemas en Europa si volviesen los temores de ruptura del euro. El segundo, es la amenaza que pende en los EEUU por el llamado “precipicio fiscal”, un paquete automático de reducción del gasto público y de aumento de ingresos por valor del 4% del PIB a comienzos de 2013 y que empujaría a la economía estadounidense de nuevo a la recesión. El último sería una fuerte desaceleración de las economías emergentes, en particular de China, que a su vez arrastraría a aquellas basadas en la exportación de materias primas.

### **El resto de políticas económicas deberían aprovechar la ventana de oportunidad abierta por los bancos centrales**

En un entorno de elevada incertidumbre para la economía mundial, a lo largo de los últimos meses las autoridades de todo el mundo –y en particular los bancos centrales de la zona euro y los EEUU– han dado pasos significativos en sus respectivas áreas de responsabilidad. Las decisivas medidas tomadas han evitado que ocurriera un evento de riesgo sistémico comparable con los acontecidos a finales de 2008. Así, ambos bancos centrales han “construido puentes” para permitir que el resto de políticas macroeconómicas avancen hacia un nuevo marco institucional en el caso de Europa y hacia un nuevo pacto fiscal en los EEUU. Además, las medidas de la Fed se mantendrán mientras sea necesario para lograr una mejora del mercado laboral de EEUU, mientras que las tomadas o anunciadas por el BCE están sometidas a diversos condicionantes. El estricto cumplimiento del ajuste fiscal es obligado en Europa, mientras que la mejora del mercado laboral es el objetivo en los EEUU.

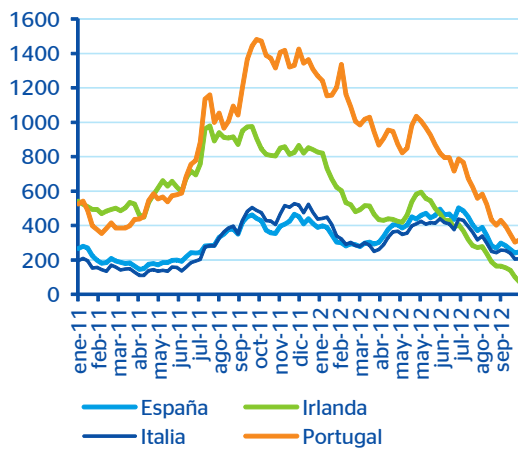
### **BCE: “cueste lo que cueste”**

El BCE dió un paso decisivo para poner fin a la crisis de deuda en Europa cuando su presidente, Mario Draghi, anunció a finales de julio la puesta en marcha de un nuevo programa de compra de deuda pública en el mercado secundario (OMT, por sus siglas en inglés) bajo cierta condicionalidad. El movimiento del BCE vino después de la cumbre del Eurogrupo en junio en donde se llegó a acuerdos que reforzaban la unión monetaria: compromisos de supervisión bancaria común y estudio de planes de unión fiscal e incentivos al crecimiento. El anuncio de Draghi cumple el mandato del BCE de asegurar el funcionamiento de la política monetaria en el área, roto con las elevadas rentabilidades de la deuda pública de los países periféricos por la posibilidad de una ruptura del euro.

El movimiento del BCE fue más contundente de lo previsto y disipa los temores sobre la irreversibilidad del euro en su actual configuración. Así, las tensiones en los mercados financieros se han aliviado significativamente desde junio (ver Gráfico 1) e incluso no se han agravado a pesar de diversas incertidumbres en torno al cumplimiento de objetivos fiscales o calificaciones de deuda, por ejemplo.

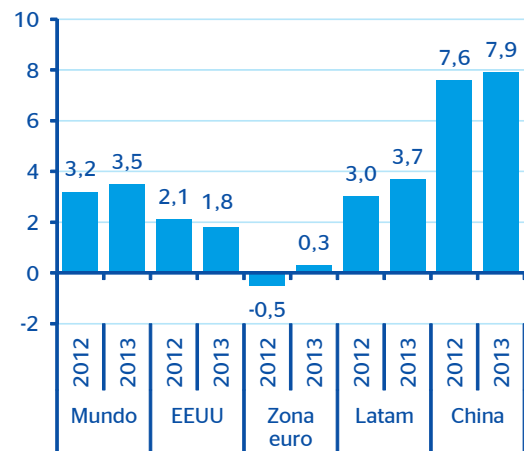
El área del euro terminará disponiendo de un marco general que refuerce su gobernanza incluyendo una unión bancaria, unión fiscal y un prestamista de última instancia. Se ha progresado en todos estos frentes, quizá no lo suficiente para revertir la dinámica de fragmentación financiera, pero sí con el suficiente compromiso para pensar que lo peor de la crisis puede, por fin, haber pasado. En el corto plazo, el programa del BCE y el apoyo del MEDE bajo condicionalidad fiscal han creado instrumentos para resolver problemas de financiación en países como Italia y España. Al mismo tiempo, la adecuada implementación de los planes de unión bancaria y una definición adicional del diseño de la unión fiscal serán factores clave en la sostenibilidad de la zona euro en el largo plazo.

Gráfico 1  
**Índice de tensiones financieras para países de la zona euro**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
**Crecimiento del PIB (%)**



Fuente: BBVA Research y Haver

## Fed: “el tiempo que sea necesario”

La economía de EEUU crece, pero lo hace a tasas históricamente bajas y con tasas de desempleo aún elevadas. Ello es resultado del todavía elevado endeudamiento, que ha de irse absorbiendo, pero también de un entorno externo incierto en lo que se refiere a la resolución final de la crisis en Europa y, desde una perspectiva doméstica, de la falta de acuerdo sobre cómo reducir el elevado déficit público evitando un ajuste automático de ingresos y gastos que cada día se acerca más (precipicio fiscal).

En ese contexto, la Fed relajó adicionalmente la política monetaria en su reunión de septiembre. Anunció su intención de mantener los tipos de interés en los mínimos actuales por lo menos hasta mediados de 2015, un año más de lo declarado anteriormente. Pero para apoyar la mejora de expectativas del mercado laboral, también anunció una nueva ronda de expansión cuantitativa (QE) a través de la compra de cédulas hipotecarias (MBS), en un intento de mejorar las condiciones financieras para los hogares. Con esta política, la Fed está comprando un seguro frente al potencial impacto si se da un intenso ajuste fiscal automático que, en nuestro escenario central, esperamos que no se produzca por completo.

Los efectos potenciales del QE3 no se limitan a la economía estadounidense. Tal y como se observó en anteriores programas, las expansiones de liquidez provocan rápidamente entradas de capital a economías emergentes, reduciendo la prima de riesgo y los costes de financiación en estos países, estimulando la disponibilidad de crédito y con todo ello, sus tasas de crecimiento e inflación.

## La respuesta de los bancos centrales no basta para devolver la economía mundial a una senda de expansión sostenida

Con las medidas de política económica tomadas, la economía mundial puede haber evitado una desaceleración hasta la menor tasa de crecimiento de los últimos 30 años (salvo en la recesión de 2009), pero el escenario central sigue siendo de crecimiento moderado. Las economías avanzadas han estado perdiendo empuje desde 2011. Más recientemente, las economías emergentes también se han visto afectadas por la debilidad de las desarrolladas, aunque en algunos casos importantes, como en China y Brasil los últimos datos señalan que la actividad se está estabilizando.

No obstante, las medidas tomadas por los bancos centrales en los EEUU y en la zona euro han disminuido la probabilidad de un escenario de riesgo. En nuestro escenario base, el crecimiento en la zona euro se prevé que ganará empuje hacia 2013. Aunque el PIB de la zona euro decrecerá en 2012 (-0,5%), rebotará en 2013 (+0,3%). En EEUU, el crecimiento continuará alrededor del 2% en 2012 y 2013. La principal revisión a la baja en nuestro escenario de noviembre corresponde a China (0,2 pp en 2012 y 0,4 pp en 2013), aunque en ambos años esperamos que las políticas de estímulo mantengan su tasa de crecimiento cercana al 8% (Gráfico 2).

En conjunto, se prevé que la economía mundial continúe una suave recuperación con crecimientos entre el 3% y el 3,5% del PIB en 2012 y 2013. Este escenario depende de varios supuestos clave, y en particular que en el área del euro se implementen las políticas anunciadas para fortalecer la unión monetaria. En primer lugar, suponemos que las recientes discusiones sobre la supervisión financiera no afectarán sustancialmente a los acuerdos de junio, por lo que el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario quedará roto y la transmisión de la política monetaria, que en la zona euro está dirigida principalmente por bancos, se restaurará de nuevo. Segundo, suponemos que el mecanismo encargado de eliminar el riesgo de convertibilidad será activado, lo que reduciría los tipos de interés en las economías periféricas. Y ello sin que se puedan descartar bajadas más intensas si el área del euro progresa más rápidamente en su nueva configuración institucional y la implementación de los compromisos acordados.. Finalmente, en este escenario central, se considera que Grecia continuará siendo parte del euro, lo que en contrapartida requerirá apoyos desde Europa mediante una financiación adicional y/o un periodo más largo para cumplir con la condicionalidad fiscal exigida. Basados en experiencias pasadas, siendo cierto que existen riesgos de implementación, también lo es que las instituciones europeas tienden a encontrar soluciones a los problemas justo cuando el tiempo para ello se está acabando.

### 3. América Latina: crecimiento converge al potencial

#### En lo que va de 2012, el crecimiento fue más alto que lo esperado en la mayor parte de economías de la región, con la importante excepción de Brasil

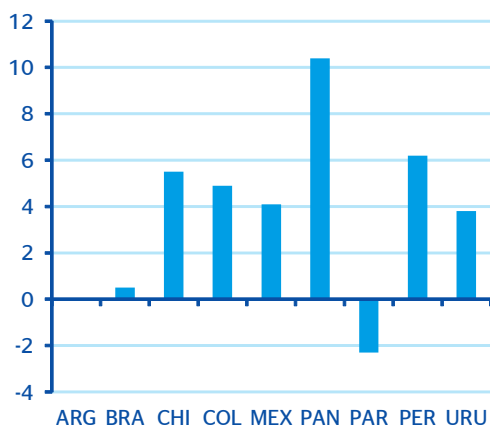
En la mayor parte de los países de la región el crecimiento observado en la primera mitad del año fue más alto que lo que anticipábamos. Este es el caso de Chile, Colombia, Panamá, Perú y México. A pesar de que los precios de las materias primas se mantuvieron en niveles relativamente elevados y el estrés financiero se haya moderado en los últimos meses, el determinante del buen desempeño de este grupo de países en un ambiente marcado por el bajo crecimiento global, ha sido la fortaleza de su demanda interna. Tanto el consumo como la inversión se mantienen respaldados por la robustez de los mercados laboral y de crédito.

Desde otra perspectiva, la demanda interna en gran parte de América Latina se sigue apoyando en unas políticas monetarias y fiscales todavía expansivas. En otras palabras, la mayoría de economías de la región siguen manteniendo los tipos de interés en niveles inferiores a los que se podrían considerar como neutrales y unos gastos públicos que continúan apoyando la actividad económica con el objetivo de contrarrestar el impacto negativo de la moderación del crecimiento en los países desarrollados e incluso -aunque de forma mucho más suave- en Asia.

Así, la mayor parte de la región mantiene el crecimiento en un rango muy positivo: desde niveles ligeramente cercanos al 4.0%, como en México, hasta niveles próximos al 10%, como es el caso de Panamá (véase el Gráfico 3 abajo).

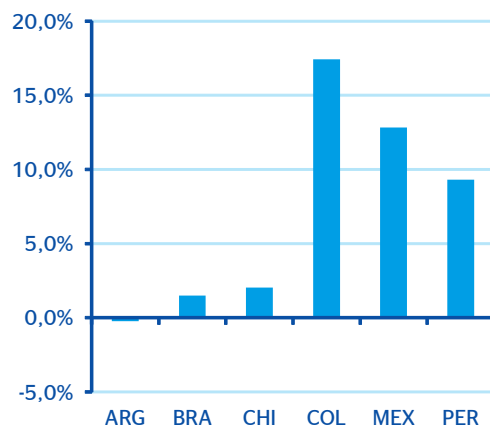
El comportamiento de los mercados financieros acompañó el dinamismo de la actividad económica: los mercados bursátiles se han revalorizado (Gráfico 4), al tiempo que se siguieron manteniendo, en general, las presiones hacia la apreciación de las divisas y la compresión de las primas de riesgo de los países donde el crecimiento se mantiene en un rango elevado, pese a la inestabilidad de los mercados externos.

Gráfico 3  
**Crecimiento del PIB, segundo trimestre de 2012 (% interanual)**



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 4  
**Bolsas de valores: valorización acumulada en el año (%)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

El tono positivo del crecimiento en economías como las de Chile, Colombia, Panamá, Perú y México no puede generalizarse, sin embargo, al resto de la región. En los dos mayores países del Mercosur, Argentina y Brasil, los datos recientes sorprendieron negativamente y la magnitud del crecimiento contrasta con la de los países mencionados anteriormente.

Más concretamente, en Brasil el crecimiento se mantuvo por debajo del 1% en el primer semestre del año en línea con el tono negativo del entorno global y también con la moderación de los mercados de crédito internos y la pérdida de competitividad de la industria nacional.

El bajo crecimiento en Brasil representó un shock externo para los países del Mercosur (que, a su vez, retroalimentaron el tono negativo de la actividad en Brasil). En Argentina, este shock fue acompañado por un deterioro de la confianza de los agentes (relacionado a mayores restricciones cambiarias), y en Paraguay, por una intensa sequía y problemas sanitarios que provocaron una fuerte caída de las exportaciones de carne y de soja. En el caso Argentino el crecimiento cerró el primer semestre ligeramente por encima del 1.0% y en Paraguay, el fuerte peso del sector agropecuario en el PIB llevó a una recesión.

Uruguay aguantó mejor que los otros socios fundadores del Mercosur el impacto del shock venido de Brasil y las turbulencias del entorno global. Así, el PIB uruguayo aumentó a un ritmo de alrededor de 4% en el primer semestre, muy por encima de sus vecinos y en un rango similar al de los países andinos y México.

A pesar de la fuerte heterogeneidad, el crecimiento promedio de la región se mantuvo en un rango relativamente elevado, ligeramente por debajo del 3.0% en su conjunto, pero superior al 4,5% si se excluyen Brasil y Argentina.

## **El crecimiento habría aumentado en la región en la segunda mitad de 2012 impulsado especialmente por la recuperación en Brasil.**

Con respecto al crecimiento en la segunda mitad del año, esperamos de una manera general una moderación en el grupo de países donde el dinamismo se mantuvo muy intenso en el primer semestre y una marcada recuperación en Brasil, Argentina y Paraguay. Esta especie de convergencia, está en línea con nuestras estimaciones de brecha de producto para los países de la región. En otras palabras, en los países donde el crecimiento se encuentra por encima del potencial se habría producido ya una moderación, y en los países donde el producto se encuentra por debajo del potencial se espera una aceleración (véase el Gráfico 5). Como el Gráfico 6 ilustra, el crecimiento promedio de la región aumentará en la segunda mitad del año, en buena parte debido a la recuperación en Brasil y Argentina.

La recuperación de los países del Mercosur vendría liderada por la aceleración de la actividad en Brasil, donde los indicadores de actividad de alta frecuencia muestran que ya habría pasado lo peor de la atonía cíclica y que la expansión monetaria sin precedentes, junto a una serie de incentivos fiscales empieza a tener efecto. Tanto Brasil, como los socios fundadores del bloque económico se beneficiarían, además, de los elevados precios internacionales de sus principales exportaciones agrícolas, debido a la severa sequía en EE.UU. En el caso de Paraguay, también contribuirían la gradual apertura de los mercados de exportación de carne y el impulso de una política fiscal contracíclica.

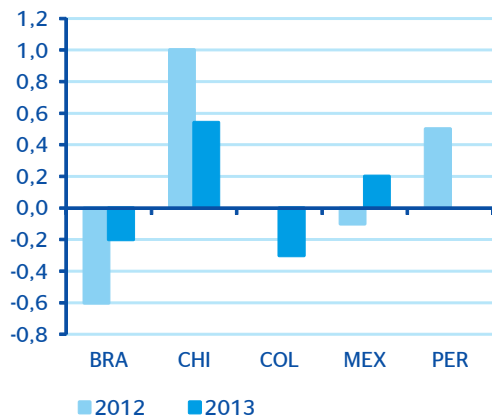
La leve moderación esperada en los otros países de la región va en línea con la voluntad de los gobiernos de vigilar el repunte de la demanda interna, con unos menores precios de los metales que exportan países como Chile y Perú (en parte por la desaceleración china) y a la moderación del crecimiento en los países desarrollados, con un impacto importante especialmente en México, por su estrecho vínculo con el ciclo de EE.UU. En todo caso, se trata en general de una suave desaceleración y no de una fuerte pérdida de dinamismo.

Así como otros indicadores de alta frecuencia, los indicadores de confianza más recientes refuerzan las perspectivas de fuerte recuperación en Brasil así como las de crecimiento robusto en los países andinos y en México, entre otros, a lo largo de la segunda mitad del año. Estas



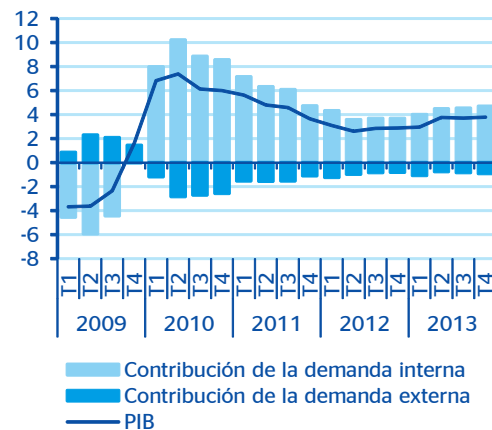
perspectivas se ven apoyadas por la reducción del estrés financiero global tras las decisiones tomadas recientemente por el BCE (operaciones monetarias en firme u OMT, según sus siglas en inglés) y la adopción de una nueva ronda de estímulos monetarios (QE3) por parte de la Reserva Federal. La relativa fortaleza reciente de los indicadores de confianza contrasta con su debilitamiento hace tan solo unos meses, cuando el entorno global y algunos factores idiosincráticos imponían un sesgo negativo a las economías de la región (véase la edición anterior de nuestro Situación Latinoamérica).

Gráfico 5  
Latam: Brecha del Producto\*: (%)



\* Brecha de producto: (PIB observado - PIB potencial) / (PIB potencial)  
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 6  
Latam\*: contribución de la demanda interna y externa al crecimiento interanual (pp)



\* Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela  
Fuente: BBVA Research

## América Latina crecerá 3,0% en 2012 y 3,7% en 2013, convergiendo hacia su potencial

Dadas las sorpresas positivas en la actividad durante el segundo y tercer trimestre, en la mayoría de países revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento para 2012 (véase el Gráfico 7). Es el caso, por ejemplo, de Chile. Colombia y Perú donde las previsiones para 2012 fueron ajustadas respectivamente hasta el 5.0%, el 4.3% y el 6.0%.

Sólo en dos geografías mantenemos sin ajustes las previsiones que teníamos hace tres meses: en México, donde continuamos esperando que la economía crezca al 3,7%, y en Uruguay, donde el PIB debería crecer 3,8% en 2012. Sin embargo, la dependencia de la economía mexicana de la estadounidense y la de la economía uruguaya de sus vecinos Argentina y Brasil, hace naturalmente que estos números estén condicionados a la evolución esperada por nosotros para estas otras economías.

En el caso de Brasil y Argentina, la recuperación que ya se estaría produciendo en la segunda mitad del año no compensará las sorpresas negativas del primer semestre, lo que nos lleva a una revisión a la baja del crecimiento para el conjunto de este año. En el caso de Brasil esperamos que el año cierre con un crecimiento del 1,6% (seis décimas menos que nuestra previsión en agosto), mientras que en el caso de Argentina revisamos la previsión de crecimiento a la baja al 2,1% (2,5% en agosto).

Las revisiones a la baja de Brasil y Argentina son las únicas en el grupo de los diez países que analizamos, pero el peso de ambas economías (48% del PIB regional) justifica una ligera revisión a la baja del PIB de América Latina, desde el 3,2% hasta el 3,0%.

Los movimientos de convergencia al PIB potencial continuarían no solo en el segundo semestre de este año, sino también a lo largo de 2013 (véase el Gráfico 7). Así, el mayor crecimiento

esperado en el 2013 en Brasil está relacionado con un efecto rebote, dado que el PIB estará este año significativamente por debajo del potencial. Además, el PIB se beneficiará de un efecto estadístico de aproximadamente 2 puntos porcentuales el próximo año. En Argentina, la mayor cosecha agrícola tendrá un importante impacto sobre la actividad.

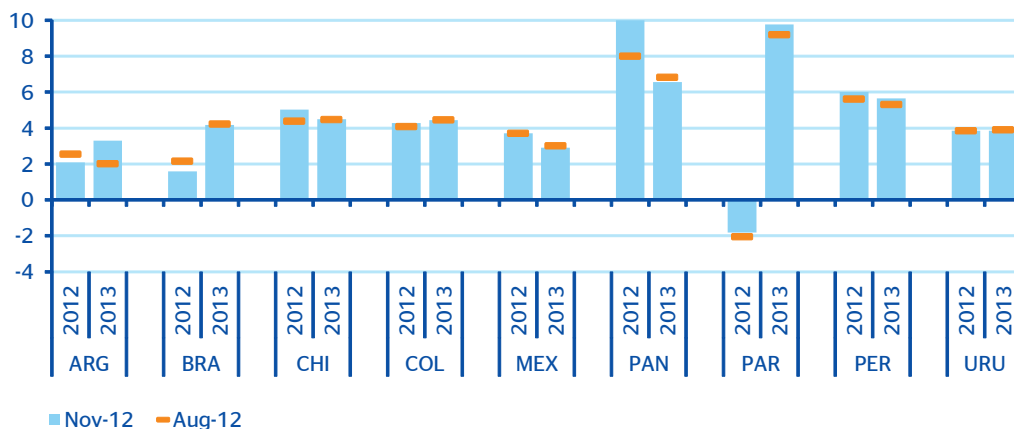
La situación paraguaya no es muy diferente: tras una recesión en 2012, el crecimiento debe alcanzar casi un 10% en 2013, lo que de cierta manera reproduciría lo ocurrido en el país durante la crisis agrícola anterior cuando el PIB del país cayó 4.0% en 2008 y luego creció más de 13.0% en 2009.

En Colombia, el crecimiento seguiría robusto en el 2013, próximo al 4,4%, pero ligeramente inferior al PIB potencial del país. En Perú la suave moderación esperada para 2013 garantizaría la convergencia del producto a su nivel potencial. El crecimiento en Chile y México se moderaría con respecto a este año, desde el 5,0% hasta el 4,5% en el primer caso y desde el 3,7% hasta el 3,0% en el segundo. Tanto en Chile como en México, sin embargo, el PIB estaría por encima del potencial el próximo año.

De una manera agregada, el PIB de la región se aceleraría desde el 3,0% en 2012 hasta el 3,7% en 2013. Esta aceleración del crecimiento revela la fortaleza de la región, especialmente la solidez de sus fundamentales y su capacidad de adoptar medidas para aminorar el impacto de un entorno global marcado por un crecimiento bajo en las economías desarrolladas y riesgos elevados.

Gráfico 7

Países Latam: previsiones de crecimiento del PIB, 2012-2013 (%)



Fuente: BBVA Research

## El dinamismo de la actividad económica y el precio de los alimentos presionan a la inflación y la mantienen, en general, ligeramente por encima de los objetivos de los bancos centrales

De acuerdo con los datos más recientes, la inflación se encuentra por encima de los objetivos de prácticamente todos los bancos centrales de la región que tienen un sistema de metas. Las excepciones son Chile, donde la inflación está en 2,8%, ligeramente inferior al objetivo de 3,0%, y Paraguay, donde la fuerte recesión que afronta el país ha llevado la inflación a niveles muy inferiores a la meta de 5,0%.

La subida del precio de los alimentos, en gran parte relacionada a la fuerte sequía observada en EE.UU., es una fuente de presión común en los países de la región, especialmente en los países donde el peso en la canasta de consumo es elevado. Es ciertamente uno de los factores que explica el desvío de la inflación con respecto a los respectivos objetivos.

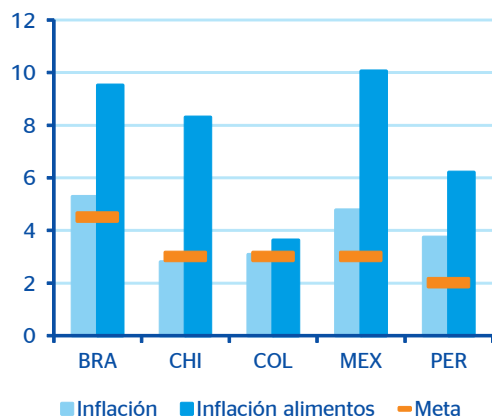
El gráfico 8 muestra que la inflación de alimentos en un grupo seleccionado de países de la región está, actualmente, significativamente por encima de la inflación promedio. Esta diferencia es particularmente importante en Brasil, México y Chile. En este último país, sin embargo, el peso del grupo alimentos en la inflación total es relativamente pequeño (19%), lo que favorece el cumplimiento de la meta en las circunstancias actuales. En Brasil y México el peso del grupo alimentos en la canasta de referencia es de 24% y 23%, respectivamente. Aunque la brecha entre la inflación de alimentos y la general no es tan grande en Perú como en otros países, el peso de este grupo es particularmente elevado (38%), lo que ayuda a entender la brecha existente entre la inflación observada y el objetivo. Finalmente, en Colombia, el peso del grupo alimentos se encuentra en un rango intermedio (28%), pero las presiones son mucho menos acentuadas que en los demás países de la región.

Pero el precio de los alimentos no es el único responsable de las presiones inflacionarias. El dinamismo de la actividad económica es también un elemento de presión. Como lo muestra el Gráfico 9, la inflación de no-transables, que refleja mejor las presiones de demanda, se encuentra por encima de 4% en todos los países, con la excepción de Colombia donde es ligeramente inferior (3.8%). Es más alta en Brasil (6.4%), donde además el peso de este grupo de productos es relativamente alto (64%), a pesar de que en este país el PIB se encuentre por debajo del PIB potencial (lo que debería implicar menores presiones de demanda).

Otro elemento de presión es el repunte esperado de los precios del petróleo, con un impacto muy importante en países como Chile, Colombia y Perú, si bien la evolución reciente de los precios del petróleo debiera incidir favorablemente en el corto plazo.

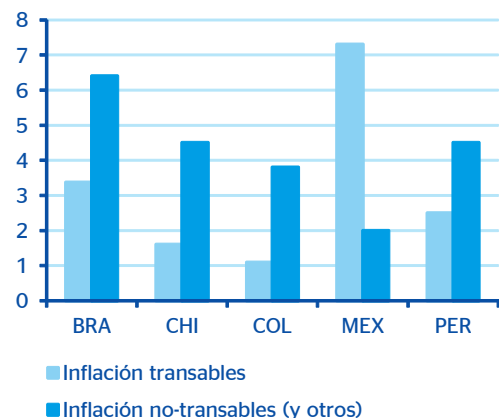
La inflación en los bienes transables, por otro lado, supone en general una fuente de alivio, especialmente en los países donde su peso es relativamente elevado y/o la política cambiaria no impide una mayor apreciación de la moneda (como Chile, en claro contraste con países como Brasil donde el peso de los transables es bajo y, además, se ha evitado una apreciación cambiaria).

Gráfico 8  
**Países Latam: inflación general, de alimentos y meta de inflación (septiembre 2012, %a/a)**



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 9  
**Países Latam: inflación de bienes comercializables y no comercializables (septiembre 2012, %a/a)**



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

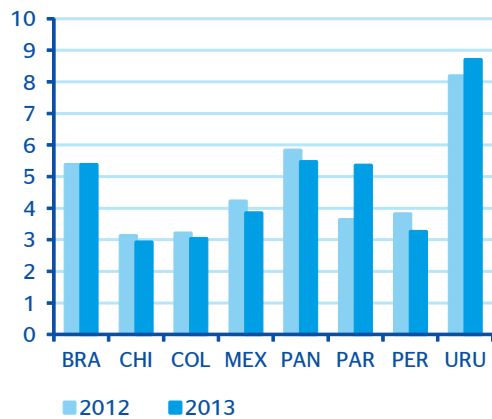
Con más o menos intensidad, en línea con las especificidades locales, tanto el dinamismo económico como los precios de los alimentos presionarán la inflación más que lo que esperábamos hace tres meses. Así, hemos revisado al alza las previsiones de inflación para Brasil, Chile, Perú y México y mantenido relativamente inalteradas las para Colombia, Paraguay, y Uruguay.

Como queda ilustrado en los Gráficos 10 y 11, esperamos que hasta el final del año la inflación converja a (o incluso se quede por debajo de) la respectiva meta en Chile, Colombia y Paraguay.

En Perú la inflación estará en el rango superior de los objetivos y en México, ligeramente por encima del rango de variabilidad de Banxico pero en ambos países las expectativas seguirán bien ancladas. En Brasil, también esperamos que la inflación permanezca en el rango superior de los objetivos, pero en este caso no se espera que la inflación converja a la meta durante nuestro horizonte de previsión en parte debido al sesgo expansivo de la política monetaria del banco central brasileño. Finalmente, en Uruguay la inflación debe continuar por encima del rango objetivo a pesar del reciente cambio de tono -menos expansivo- del BC uruguayo.

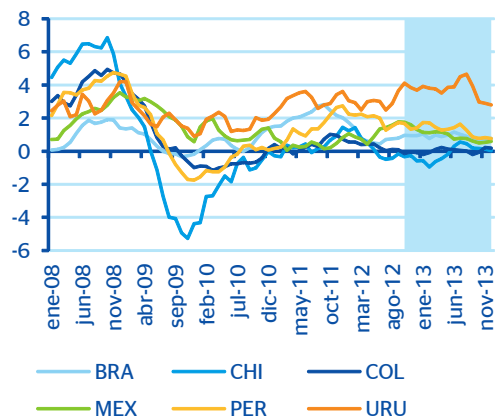
En 2013 la inflación debe continuar próxima de la meta central en Chile, Colombia, Perú y Paraguay. En México, se espera que los precios se moderen ligeramente en 2013 a medida que se reduce el impacto de los shocks de oferta que determinaron un aumento de la inflación este año y por la apreciación del peso. En Brasil la inflación seguirá significativamente por encima del objetivo y sólo no se acercará a niveles cercanos al techo de la meta (6,5%) debido al impacto positivo del agresivo recorte de impuestos a ser adoptado el próximo año.

Gráfico 10  
Países Latam: inflación promedio anual (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 11  
Países con objetivos de inflación: diferencia entre la inflación y el objetivo del banco central (pp)



Fuente: BBVA Research y Haver

## Política monetaria: estabilidad en niveles expansivos por un largo período

Tras la histórica reducción de los tipos de interés en Brasil, los ajustes hechos por el Banco de la Republica de Colombia a lo largo del año, el recorte adoptado en Paraguay para combatir la recesión y el sorpresivo aumento de los tipos de referencia en Uruguay en octubre, el panorama es de estabilidad de los tipos de interés a niveles actuales por un largo período de tiempo en los países que tienen un sistema de metas de inflación.

La previsión de estabilidad de los tipos de interés por un largo período de tiempo -al menos un año a partir de ahora, con la excepción de Colombia, Uruguay y Paraguay- se apoya en un balance de riesgos relativamente equilibrado: los riesgos relacionados a una demanda interna todavía muy dinámica se contraponen a los riesgos de que la economía global crezca aún menos y el estrés financiero se mantenga en niveles muy elevados. Un ajuste de los tipos de interés puede, además, ser pospuesto por más tiempo para evitar presiones adicionales sobre las monedas locales, al menos en países como Colombia, Perú y Brasil.

El miedo a una excesiva apreciación de las monedas sugiere que, a pesar de que no esperemos un aumento de los tipos de interés dentro de los próximos doce meses, la política monetaria podría hacerse menos expansiva a través de la adopción de medidas macroprudenciales, una herramienta usada con intensidad recientemente sobre todo en Brasil y Perú. En todo caso, esperamos que la

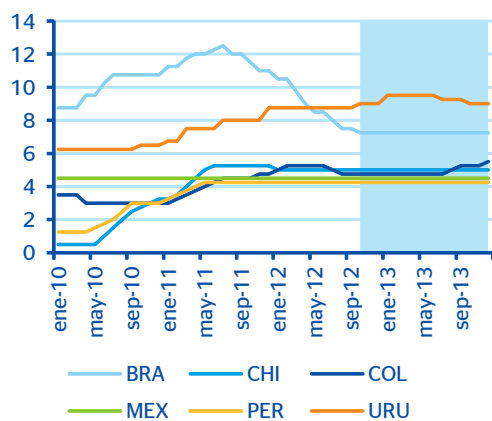
discusión sobre aumentar o no los tipos de interés se intensifique el próximo año.

Así, en gran parte de la región la política monetaria mantendría su tono expansivo al menos hasta el final del próximo año (Gráfico 12).

En Colombia y en Paraguay esperamos que los tipos de interés se ajusten al alza el próximo año, en línea con la aceleración de actividad económica, especialmente en el segundo caso. El ajuste en Colombia sería adoptado en el segundo semestre del año y llevaría la tasa de política monetaria desde su actual posición expansiva, con los tipos de interés a 4,75%, hasta un 5,5%, un nivel más acorde con el neutral.

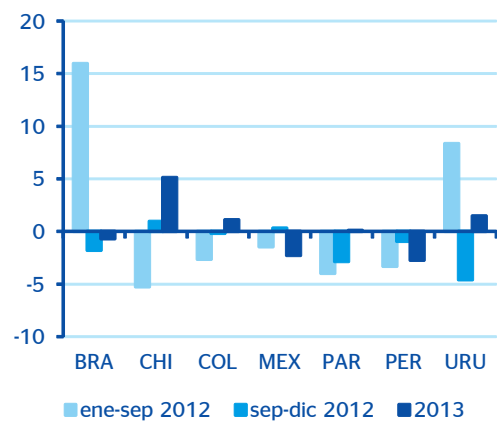
En Uruguay, esperamos un ajuste al alza de los tipos de interés en el inicio del próximo año, desde los actuales 9,0% hasta 9,5%, para evitar que la inflación alcance 10%, el nivel que dispara indexaciones de salario mínimo y jubilaciones. Sin embargo, este endurecimiento de las condiciones monetarias sería temporal: en nuestra opinión la autoridad monetaria bajaría los tipos de interés de referencia durante la segunda mitad de 2013 hasta el 9,0% en línea con la moderación de las presiones inflacionarias.

Gráfico 12  
**Tipo de interés oficial para países con objetivos de Inflación (%)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 13  
**Variación\* del tipo de cambio frente al dólar en países con objetivos de inflación (%)**



\* Una variación positiva indica apreciación de la moneda frente al dólar  
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## La reducción de la aversión al riesgo global, la expansión monetaria en los países desarrollados y el dinamismo interno apoyan la fortaleza de las monedas en Latam

Tras un período de cierta debilidad de las monedas de la región en el segundo trimestre de este año, el tipo de cambio de la mayoría de los países latinoamericanos se apreció después de la reducción del estrés financiero global que siguió a los anuncios desde fines de julio de apoyo al euro y a la deuda soberana europea por parte del BCE y a la adopción de una nueva ronda de estímulos (QE3) por parte de la Reserva Federal de EE.UU.

En algunos países, como Brasil, Perú y Colombia, las presiones sobre las monedas fueron contrarrestadas por nuevas intervenciones de las autoridades económicas en los mercados cambiarios.

Otro factor de soporte a las monedas regionales fue el repunte del precio de algunas materias primas, como las agrícolas y el petróleo, relacionado a factores de oferta y financieros. La evolución del precio de las materias primas metálicas, sin embargo, fue distinta. El precio del cobre, por ejemplo, fue negativamente impactado por la desaceleración en curso en China. Esto

supuso un elemento de fragilidad para el peso chileno. Paralelamente, el real brasileño también fue impactado por la moderación del precio del mineral de hierro, pero esta presión a la baja a la moneda brasileña fue compensada por el impacto positivo del aumento del precio de las materias primas agrícolas. En todo caso, los precios de las materias primas siguen siendo más elementos de fortaleza que de debilidad para las monedas de la región.

Hacia delante, esperamos que la tendencia general sea de leve apreciación (Gráfico 13), dado que el diferencial de crecimiento (y de tipos de interés) que los países latinoamericanos mantendrán con respecto a los países desarrollados, especialmente en un entorno de elevada liquidez global. Por otro lado, esperamos que la actitud de defensa de las monedas siga presente en Colombia, Perú y Brasil. En este último país se espera, sin embargo, que los controles de cambio sean algo menos efectivos a la medida que la recuperación de la actividad económica se consolide y las presiones inflacionarias aumenten.

En México, donde la actitud de las autoridades económicas con respecto a la apreciación de la moneda difiere con respecto a la de otros países de la región (al menos en parte porque el peso mexicano se encuentra relativamente depreciado con respecto a los niveles consistentes con sus fundamentales), la reducción de la aversión al riesgo y la mayor liquidez global deben permitir que el peso retome su senda de apreciación.

## El ritmo de la actividad económica determina la evolución de las cuentas externas

El dinamismo de la actividad económica de los países de la región, comparado con el bajo crecimiento en los países desarrollados, determinará que prácticamente todos los países latinoamericanos presenten un déficit en su cuenta corriente al cierre de 2012 y en los próximos años (Gráfico 14) a pesar de que los términos de intercambio -muy ligados al precio de las materias primas- sigan en niveles históricamente positivos.

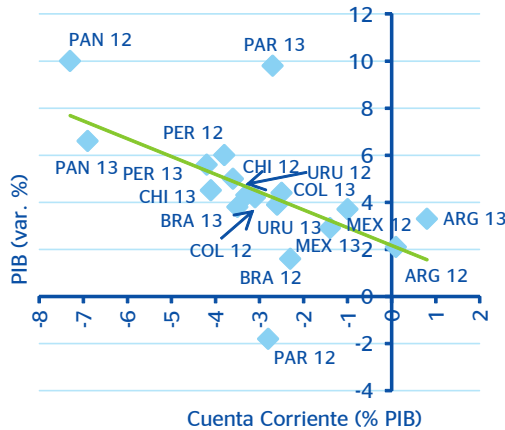
Los cambios en nuestras previsiones para las cuentas externas reflejan también el tono de la actividad económica. Se ha revisado a la baja el déficit de cuenta corriente de Brasil (desde el -2.6% hasta el -2,3%) para el cierre de 2012 en línea con el menor dinamismo de su economía con respecto a lo que esperábamos. Por otro lado, hemos revisado los déficits en cuenta corriente para el cierre de 2012 de países como Chile, Colombia y Perú significativamente al alza debido al mayor ritmo de crecimiento de su actividad económica. En Argentina y en México mantenemos prácticamente inalteradas nuestras previsiones para su cuenta corriente ya que, en el primer caso, el impacto de los controles a la importación y la moderación de la actividad compensaron el impacto negativo de la sequía sobre las exportaciones agrícolas y, en el segundo, mantuvimos inalteradas nuestras previsiones de crecimiento.

En 2013 el dinamismo de la actividad económica debe determinar un aumento de los déficits en cuenta corriente de Brasil, Chile (donde precios del cobre más bajo apoyarán la tendencia alcista del déficit), México y Perú. En Argentina, Uruguay y Colombia el resultado de las cuentas externas mejoraría el próximo año debido a mayores precios agrícolas y mejor cosecha en los países del Cono Sur de la región y en consecuencia de mayores precios de petróleo en Colombia.

El deterioro adicional de las cuentas externas causado por un mayor dinamismo económico, recomienda atención, principalmente tomándose en cuenta las perspectivas de crecimiento continuado en Latam en los próximos años. Sin embargo, las cuentas externas se mantienen en niveles manejables y los países siguen contando con un flujo muy positivo de IED y con unas voluminosas reservas internacionales.

Gráfico 14

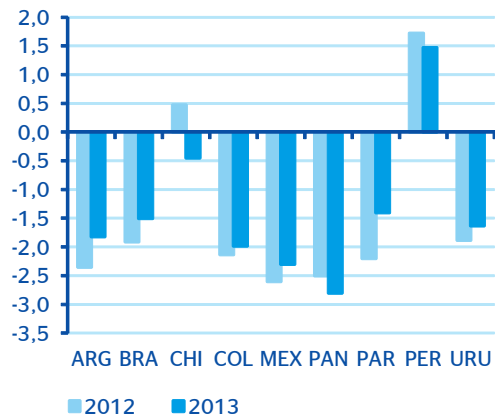
Países Latam:  
cuenta corriente (% PIB) y PIB - 2012 2013



Fuente: BBVA Research

Gráfico 15

Países Latam: resultado fiscal (% PIB)



Fuente: BBVA Research

## Política fiscal: apoyo a la actividad económica sin poner en peligro la solvencia de las cuentas públicas

El crecimiento de los ingresos públicos, en línea con la expansión de la demanda interna- y los relativamente elevados precios de las materias primas han estado permitiendo que la política fiscal sea, así como la política monetaria, un elemento de apoyo a la actividad económica en un entorno caracterizado por una incertidumbre inusualmente alta y por el bajo crecimiento de las economías desarrolladas.

En algunos países de la región, como es claramente el caso de Colombia, los gastos públicos han estado compensando la moderación de las exportaciones y de la demanda interna privada. Los ejemplos de Brasil y Perú muestran que las políticas salariales, de gastos sociales y de transferencias al sector privado van también en la dirección de apoyar la actividad económica, sea por motivos estructurales (como la reducción de la pobreza y de la desigualdad) o por motivos cíclicos.

En la misma línea, destacan las reformas tributarias recientemente aprobadas en Paraguay y en Chile, así como las discusiones sobre el tema en México, que aumentarán la capacidad de adopción de políticas anti-cíclicas y darán mayor respaldo a las políticas de transferencia de ingresos. Todo ello sin comprometer la solvencia fiscal ya que en los tres países la deuda pública es relativamente baja.

Destaca también el mayor apoyo de la política fiscal a la actividad económica en Brasil, donde se ha revisado al alza el déficit fiscal de este año desde -1,5% hasta -1,9%, en un ambiente marcado por un crecimiento inferior al potencial y por gastos significativamente más bajos con el pago de intereses (debido a la significativa caída de los tipos SELIC).

El apoyo a la actividad económica no amenazará, en general, a la solidez de las cuentas públicas de los países de la región (para más detalles sobre la evolución positiva de la deuda pública en Latam en los últimos años véase la edición anterior de nuestro Situación Latinoamérica). Los resultados fiscales se mantienen en niveles manejables (Gráfico 15). Solo en algunos pocos casos (básicamente Brasil y Paraguay) hemos revisado al alza las previsiones de déficit fiscal para el cierre de 2012.

En prácticamente todos los países de la región el tamaño de déficit público estará acotado, tanto en 2012 como en 2013, en niveles que permitirán una reducción adicional de la deuda pública como porcentaje del PIB. En Chile y, especialmente, Perú esperamos un superávit fiscal para al menos parte del horizonte de previsiones, lo que permitirá una reducción aún más acentuada de la deuda pública en estos países y, consecuentemente, un mayor espacio para la adopción de políticas de apoyo al crecimiento en el futuro.

**Recuadro 1.**

**El nuevo bloque de la Alianza del Pacífico: México y los países Andinos miran hacia Asia**

La Alianza del Pacífico es un nuevo bloque regional cuyo objetivo es fomentar la cooperación internacional y las relaciones con las economías asiáticas. Chile, Colombia, México y Perú crearon este bloque económico en junio de 2012 con el objetivo de promover la cooperación y también como estrategia de acercamiento hacia las economías Asiáticas. Costa Rica y Panamá son miembros asociados. Como bloque, la Alianza es la novena mayor economía mundial, con más de 200 millones de consumidores, y un PIB per cápita de alrededor de 10.000 dólares americanos.

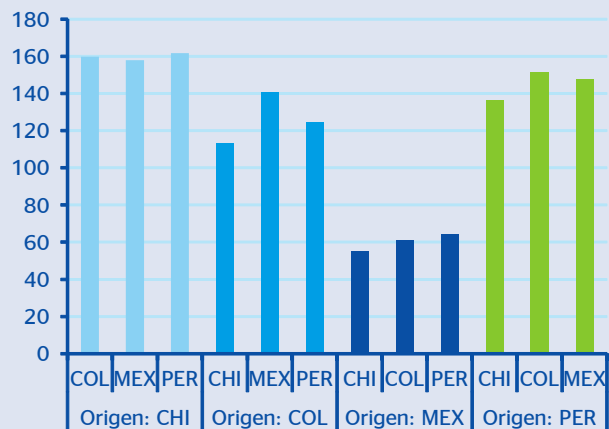
Las oportunidades de incrementar el comercio entre sus miembros son asimétricas, y potencialmente beneficiarían más a México que a los otros tres países, dada su estructura económica. Por el momento la economía mexicana exporta la mayoría de los bienes (productos manufacturados de alto valor agregado) que los países Andinos importan, pero no así al contrario, especialmente en los casos de Chile y Perú. En otras palabras, México no concentra sus importaciones en los recursos naturales, en particular el cobre y los minerales, los cuales suponen las exportaciones principales tanto chilenas como peruanas.

Sin embargo hay otros sectores con un alto potencial de ganancias derivado de la cooperación, tales como infraestructuras y mercados de capitales. En el primer caso, la calidad de las infraestructuras disponibles en México, Colombia y Perú es mucho menor que en Chile, que puede proveer su "know how", o saber hacer y experiencia, en la estructuración de este tipo de proyectos a sus países compañeros. En el segundo caso, una posible "Joint venture" entre el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA, la integración de los mercados de valores en Chile, Colombia, y Perú) y la Bolsa Mexicana de Valores, crearía el mayor mercado de valores de la región.

La Alianza crea un atractivo bloque económico para fomentar lazos de unión con las economías asiáticas, no solo con China. Aunque China es el mayor socio comercial Asiático de la Alianza, Japón y Corea del Sur también son destacables como grandes inversores en la región, interesados en otro tipo de proyectos como el sector automovilístico y la electrónica. Por otro lado la Alianza crea un atractivo bloque económico que podría convertirse en parte de la cadena de valor mundial debido a su área de libre comercio con Estados Unidos, la Unión Europea y otras economías desarrolladas.

Gráfico 16

**Alianza del Pacífico: similitud de estructura productiva y potencial para exportación intrarregional (índice: 0=alto potencial para exportación; 200=bajo potencial para exportación)\***



\* Cuanto más alto el valor, mayor similitud de estructura productiva y por lo tanto menor es el potencial para exportación (desde el país de origen al país de destino).

Fuente: BBVA Research con datos de Comtrade



## 4. Riesgos externos se moderan, pero aún son importantes

### La región sigue pendiente de los efectos de un posible shock proveniente de los países desarrollados

A pesar de las acciones llevadas a cabo por los principales bancos centrales de los países desarrollados (analizadas en la sección 2), se mantiene la posibilidad de una recaída por parte de las principales economías desarrolladas, si bien con una probabilidad menor que hace tres meses. En el caso de Europa, esto se podría producir por un accidente en el camino hacia la unión fiscal y bancaria, que elevarían sustancialmente las tensiones financieras globales. Este “accidente” podría producirse, por ejemplo si los países del centro llegan a una fatiga de rescates o los de la periferia presentan fatiga de reformas e incumplen las metas a las que se comprometieron.

Las repercusiones serían importantes en el resto del mundo. En el caso concreto de América Latina, se produciría a través de los canales de contagio que desarrollamos en nuestro número anterior del Situación Latinoamérica. En primer lugar, el sustancial aumento de la aversión global al riesgo y de las prima de riesgo locales, dificultando la financiación, revirtiendo los flujos de entrada de capitales y depreciando las monedas. En segundo lugar, a través de la disminución de los precios de las materias primas y la demanda externa, también en socios comerciales importantes de la región como en EEUU y, en menor medida, en China. Finalmente, habría un fuerte retroceso de la confianza de empresarios y consumidores con un fuerte impacto en la inversión privada y la demanda de consumo duradero.

Por otro lado, los riesgos en EEUU se centran en la posibilidad de una brusca contracción fiscal a inicios del próximo año si no se llega a un acuerdo político para suavizar ese ajuste. En ese caso el efecto sobre México sería fuertemente contractivo.

¿Cuál sería el impacto sobre la región de un brusco empeoramiento de las tensiones en Europa y un fuerte ajuste fiscal automático en EEUU? En su conjunto, Asia emergente —especialmente China—resistiría dados sus fuertes fundamentos y el espacio de política para compensar pérdidas de demanda externa y la reducción de la inversión privada debido a la incertidumbre. Esto sería un elemento que permitiría a América Latina sobrellevar mejor el ajuste exterior, junto con el espacio para políticas contracíclicas (monetarias y fiscales) y un tipo de cambio flexible en muchos países de la región.

### América Latina está preparada para soportar una nueva crisis global. Con todo, el impacto sobre el crecimiento sería significativo.

Si bien un agravamiento de las condiciones externas tendrá impactos que pueden llegar a ser importantes para la economía de la región, no llegará a ser una crisis como en episodios anteriores de contagio desde las economías desarrolladas.

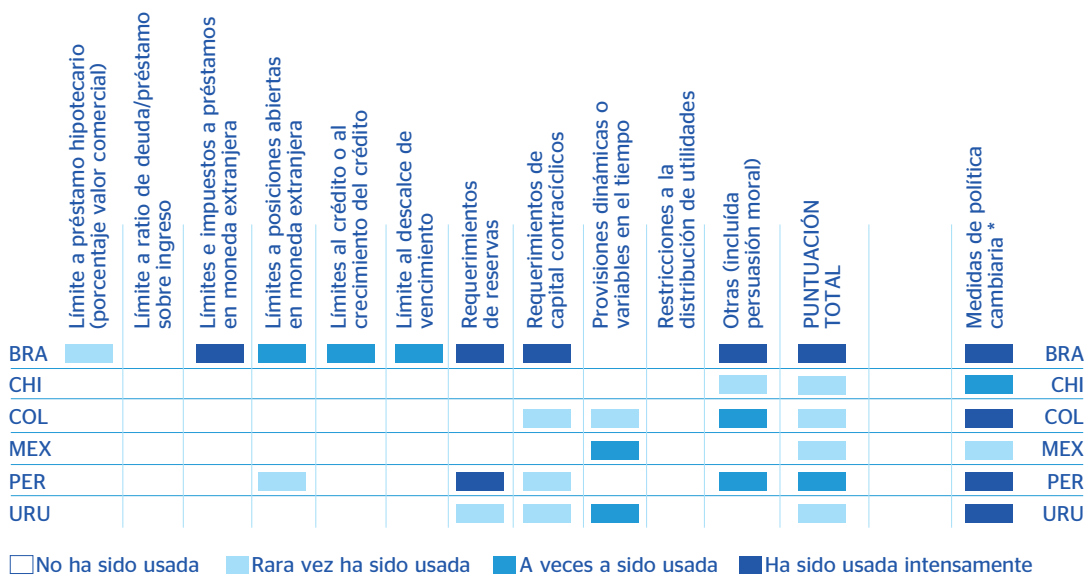
El impacto sobre la región en su conjunto sería manejable, aunque con mucha heterogeneidad por países. Habría una fuerte desaceleración del crecimiento en 2013 y 2014, con una rápida recuperación al potencial en un periodo relativamente corto de tiempo. Los mejor preparados serían Perú y Chile con mayor margen de maniobra fiscal y monetario, y los que menos, aquellos países con menos capacidad de contar con acceso a los mercados internacionales para poder amortiguar la caída de precios de las materias primas y con menor espacio de maniobra para utilizar políticas contracíclicas.

También en parte, el carácter menos sorpresivo que el shock que representó la quiebra de Lehman Brothers haría que los efectos de una nueva crisis en Europa fueran menores sobre la región que los experimentados en 2008-2009. Es cierto que la desaceleración sería intensa, pero la región en su conjunto debería poder evitar tasas negativas de crecimiento.

En todo caso, es necesario que las autoridades permanezcan alertas ante un posible empeoramiento súbito de las condiciones de financiación exterior y de los generosos términos de intercambio actuales. Los riesgos externos son considerables y, por tanto, es necesario que las autoridades mantengan a la región preparada.

Gráfico 17

**Intensidad de uso de las políticas macroprudenciales en América Latina entre enero de 2010 y octubre 2012**



\* Incluye, por ejemplo, intervención del tipo de cambio, límites a la inversión en el extranjero de fondos de pensiones, límites a la compra de moneda extranjera por fondos de pensiones, etc.  
Fuente: BBVA Research

**En el contexto de una fuerte expansión monetaria en países desarrollados, también se corre el riesgo de una carrera de medidas macroprudenciales no completamente calibradas**

Como mencionamos al inicio de este informe, las acciones de los bancos centrales en los países desarrollados han permitido reducir la probabilidad de un escenario muy desfavorable para la economía mundial en el corto plazo. Sin embargo, con la expansión monetaria en las economías desarrolladas se generan importantes retos para los bancos centrales de las economías emergentes, especialmente aquellas con unas perspectivas de crecimiento robustas, con una demanda interna muy dinámica y con tipos de cambio flexibles. Frente a la expansión monetaria externa y el consiguiente incremento de los flujos de capitales, muchos bancos centrales han optado por aplicar medidas macroprudenciales para limitar o desincentivar esos flujos, evitando aumentar los tipos de interés (para atajar el aumento de las presiones de demanda interna) y, por consiguiente, restando presión a la apreciación de los tipos de cambio.

Entre los países con políticas monetarias con objetivos de inflación, Brasil ha sido el más activo en el uso de medidas macroprudenciales, para desincentivar la entrada de flujos y para controlar el incremento del crédito interno (ver Gráfico 17). En segundo lugar se encuentra Perú, que ha operado con cautela en un contexto de un sistema financiero aun fuertemente dolarizado –si bien con una clara tendencia a la desdolarización–. De este modo, las políticas macroprudenciales en la mayoría de países se han utilizado para reemplazar a los instrumentos monetarios tradicionales como herramienta de endurecimiento monetario.

Sin embargo, surgen tres riesgos de esta tendencia que resulta importante que sean tomados en cuenta por las autoridades. En primer lugar, si las políticas macroprudenciales sirven para desviar a otros países emergentes los flujos de capitales empujados por las políticas monetarias expansivas en las economías desarrolladas, en su conjunto se corre el riesgo de un exceso de uso de esas medidas macroprudenciales. Una suerte de carrera de medidas macroprudenciales que termina por ir más allá de su utilidad para cada economía emergente considerada individualmente. En segundo lugar, las autoridades económicas aún no tienen suficiente experiencia (propia o ajena) con el uso de la mayoría de las medidas macroprudenciales, lo que incrementa la probabilidad de fallos en su uso, por exceso o por defecto. Por último, hay que tener en cuenta que las medidas macroprudenciales terminan imponiendo un lastre al avance en el proceso de profundización financiera necesario para la región, si se tiene en cuenta que la mayoría de países aún tiene, por ejemplo, ratios de crédito sobre PIB muy por debajo de lo que se esperaría para economías con sus características.

En definitiva, resulta importante que las autoridades económicas sean conscientes no sólo de las ventajas de utilizar medidas macroprudenciales, sino también de sus inconvenientes y posibles efectos colaterales. En todo caso, lo que sí resulta imprescindible es avanzar en un proceso de coordinación de políticas macroprudenciales para evitar una carrera hacia arriba en su uso en la región.

## 5 Tablas

Cuadro 1  
PIB (% a/a)

	2010	2011	2012*	2013*
Argentina	8,2	8,9	2,1	3,3
Brasil	7,6	2,7	1,6	4,2
Chile	6,1	6,0	5,0	4,5
Colombia	4,0	5,9	4,3	4,4
México	5,6	3,9	3,7	3,0
Panamá	7,6	10,6	10,0	6,6
Paraguay	13,1	4,3	-1,8	9,8
Perú	8,8	6,9	6,0	5,6
Uruguay	8,9	5,7	3,8	3,9
América Latina	6,3	4,4	3,0	3,7

\*Previsiones. Fecha cierre: 2 de noviembre de 2012  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 2  
Inflación (% a/a, promedio)

	2010	2011	2012*	2013*
Brasil	5,0	6,6	5,4	5,4
Chile	1,4	3,3	3,1	2,9
Colombia	2,3	3,4	3,2	3,0
México	4,2	3,4	4,2	3,8
Panamá	3,5	5,9	5,8	5,5
Paraguay	4,6	8,3	3,6	5,4
Perú	1,5	3,4	3,8	3,3
Uruguay	6,7	8,1	8,2	8,7
América Latina	6,4	6,9	6,2	6,4

\*Previsiones. Fecha cierre: 2 de noviembre de 2012  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 3  
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)

	2010	2011	2012*	2013*
Argentina	3,91	4,13	4,55	5,30
Brasil	1,75	1,68	1,95	1,96
Chile	510	484	485	488
Colombia	1.899	1.848	1.795	1.775
México	12,67	12,48	13,11	12,56
Panamá	1,00	1,00	1,00	1,00
Paraguay	4.734	4.188	4.411	4.167
Perú	2,83	2,75	2,64	2,54
Uruguay	20,0	19,3	20,5	20,4

\*Previsiones. Fecha cierre: 2 de noviembre de 2012  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 4

**Tipos de interés (% promedio)**

	2010	2011	2012*	2013*
Argentina	10,11	13,34	13,72	15,06
Brasil	10,00	11,71	8,46	7,25
Chile	1,54	4,75	5,00	5,00
Colombia	3,13	4,10	5,00	4,96
México	4,50	4,50	4,50	4,50
Panamá	2,69	1,86	1,44	1,60
Paraguay	1,46	8,49	6,00	7,38
Perú	2,06	4,04	4,25	4,25
Uruguay	6,31	7,69	8,81	9,31

\*Previsiones. Fecha cierre: 2 de noviembre de 2012  
 Fuente: BBVA Researchs

Cuadro 5

**Cuenta Corriente (% PIB)**

	2010	2011	2012*	2013*
Argentina	0,8	0,0	0,1	0,8
Brasil	-2,2	-2,1	-2,3	-3,1
Chile	1,5	-1,3	-3,6	-4,1
Colombia	-3,1	-3,0	-3,3	-2,5
México	-0,4	-1,0	-1,0	-1,4
Panamá	-10,8	-12,6	-7,3	-6,9
Paraguay	-3,7	-2,0	-2,8	-2,2
Perú	-2,5	-1,9	-3,8	-4,2
Uruguay	-1,9	-2,8	-3,3	-2,0
América Latina	-0,8	-0,9	-1,6	-1,8

\*Previsiones. Fecha cierre: 2 de noviembre de 2012  
 Fuente: BBVA Research

Cuadro 6

**Balance Fiscal (% PIB)**

	2010	2011	2012*	2013*
Argentina	0,2	-1,5	-2,3	-1,8
Brasil	-2,5	-2,6	-1,9	-1,5
Chile	-0,4	1,3	0,5	-0,4
Colombia	-3,9	-2,9	-2,1	-2,0
México	-3,4	-2,7	-2,6	-2,3
Panamá	-1,9	-2,3	-2,5	-2,8
Paraguay	1,4	1,2	-2,2	-1,4
Perú	-0,3	1,9	1,7	1,5
Uruguay	-1,1	-0,9	-1,9	-1,9
América Latina	-2,4	-2,3	-2,3	-1,9

\*Previsiones. Fecha cierre: 2 de noviembre de 2012  
 Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión**, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

**Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Coordinación Latam:***Economista Jefe***Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com**Enestor Dos Santos**  
enestor.dossantos@bbva.com**Miguel Poblete**  
miguel.poblete.contractor@bbva.com**Argentina**  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com**Chile**  
**Alejandro Puente**  
apuente@bbva.com**Colombia**  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com**Perú**  
**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com**Venezuela**  
**Oswaldo López**  
oswaldo.lopez@bbva.com**BBVA Research***Economista Jefe del Grupo*  
**Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk  
Análisis Transversal Economías Emergentes  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk*Coordinación Latam***Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

Chile

**Alejandro Puente**  
apuente@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

Venezuela

**Oswaldo López**  
oswaldo.lopez@bbva.com

México

**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com*Áreas Globales:*

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

**Javier Serna**  
javier.serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com**Interesados dirigirse a:****BBVA Research**Paseo Castellana, 81 - 7ª planta  
28046 Madrid (España)  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
www.bbvaresearch.com