

# Situación Latinoamérica

Primer Trimestre 2013  
Análisis Económico

- **El entorno global ha continuado mejorando en el último trimestre** con la continuada caída de las tensiones financieras globales.
- **América Latina aumentará su crecimiento del 2,8% en 2012 al 3,6% en 2013 y 3,7% en 2014.** El crecimiento se apoyará en la demanda interna e irá convergiendo gradualmente hacia el potencial de la región.
- **La política monetaria se mantendrá en compás de espera en 2013, salvo en México, Colombia y Paraguay.** El tono de la política monetaria se hará menos laxo a partir de 2014, con la excepción de Brasil y México, que mantendrán tipos estables..
- **La región deberá gestionar el éxito.** Deberá encontrar fórmulas para moderar las presiones a la apreciación de los tipos de cambio vigilando posibles excesos internos derivados de la entrada de flujos de capital.

## Índice

|  |    |
|--|----|
| 1. Resumen.....  | 3  |
| 2. Mejora la percepción del escenario económico global .....               | 4  |
| 3. América Latina: recuperación a partir de 2013 .....                     | 5  |
| Recuadro 1. Efectos del QE3 y las acciones del BCE en América Latina ..... | 15 |
| 4. Los retos de gestionar el éxito en América Latina.....                  | 17 |
| 5 Tablas .....   | 21 |

Fecha de cierre: 15 de febrero de 2013

# 1. Resumen

La percepción del escenario económico global ha mejorado en el último trimestre con la continuada caída de las tensiones financieras globales, particularmente en Europa, y con el acuerdo para evitar por ahora el llamado “abismo fiscal” en EEUU. El crecimiento mundial repuntará desde el 3,2% en 2012 hasta el 3,6% en 2013 y el 4,1% en 2014. Sin embargo, la continuidad de la recuperación necesita de la implementación de políticas apropiadas en EEUU y el área del euro. En este contexto es menor tanto la probabilidad de que se produzca un shock externo adicional como el impacto en caso de que estos finalmente ocurran.

**El crecimiento en América Latina se habría recuperado ligeramente ya en el cuarto trimestre.** Los buenos datos observados en el cuarto trimestre –mejores a lo previsto– en países como Perú, Chile y México fueron compensados en parte por la decepción del crecimiento en Brasil en el tercer trimestre del año y los moderados indicadores del cuarto. Asimismo, la desaceleración fue mayor a lo esperado en Argentina y Colombia, aunque en este último país sería de carácter temporal y ya en vías de recuperación a partir del primer trimestre de este año.

**De este modo, la estimación de crecimiento en 2012 para la región en su conjunto se reduce de 3% hace tres meses a 2,8% actual. Para 2013 esperamos un crecimiento de 3,6%, muy similar al estimado en noviembre, que aumentaría ligeramente a 3,7% en 2014.** Estimamos una gradual recuperación del crecimiento ya a partir del primer trimestre de este año, en especial por la recuperación del crecimiento en Brasil –en un entorno de fuertes estímulos monetarios y fiscales– así como en Argentina y Colombia. Entre los países de la región, destacará en 2013 el fuerte crecimiento de los tres países andinos, el repunte de Paraguay y el mantenimiento de una dinámica actividad en Panamá. El crecimiento seguirá convergiendo al potencial de la región (cercano al 4%) en 2014.

**La inflación sigue bien anclada en los países andinos y en México, mientras que en Brasil aumentan las presiones sobre los precios.** La inflación cerró dentro del rango meta en la mayoría de países, ayudado en parte por menores presiones de precios sobre los alimentos y la energía. La excepción fue Chile, donde la inflación se mantuvo por debajo del rango objetivo y Uruguay, por encima del rango, si bien flexionando a la baja. Esperamos que la inflación se mantenga dentro de los rangos objetivos de los respectivos bancos centrales en 2013 y 2014, con la excepción de Uruguay. En el caso de Brasil, esto se logrará especialmente gracias a la reducción de impuestos y el manejo de precios administrados.

**Se sigue manteniendo en la mayoría de países un cierto equilibrio entre la debilidad e incertidumbre sobre el escenario exterior y las presiones de la demanda interna, lo que mantendrá a la mayor parte de bancos centrales en un compás de espera.** Salvo en México, Colombia, y Paraguay, se esperan tipos de interés estables en los niveles actuales durante 2013. A partir de 2014 el tono de la política monetaria será menos laxo, en línea con la recuperación mundial, con la importante excepción de Brasil y México, que mantendrán los tipos inalterados, y Uruguay, donde la reducción de la inflación permitiría el regreso a tipos de interés menores.

**Los tipos de cambio retomarán una leve tendencia a la apreciación** a medida que se vaya reduciendo cada vez más las tensiones financieras y se siga manteniendo la expansión de la liquidez global. Algunos bancos centrales, especialmente en Perú, enfrentarán crecientes dilemas entre una demanda interna robusta y presiones sostenidas a la apreciación del tipo de cambio.

**Los saldos fiscales y exteriores se mantendrán en rangos manejables** a pesar de un leve deterioro de la previsión sobre las cuentas externas, por la robustez de la demanda interna. Respecto a las cuentas fiscales, la tendencia general en la región será hacia una mejora, apoyado también en la robustez de la demanda interna y precios elevados de las materias primas de exportación.

**El nuevo normal de la región está caracterizado por un crecimiento alto y una menor vulnerabilidad, lo que genera el problema de cómo gestionar el éxito en muchas economías.** La región deberá encontrar fórmulas para moderar las presiones a la apreciación de los tipos de cambio vigilando posibles excesos internos derivados de la entrada de flujos de capital. Una

posible respuesta es tratar de resistir el impacto de los flujos a través de un creciente uso de medidas macroprudenciales. Otra respuesta –complementaria– es aprovechar el empuje de esos flujos y canalizarlos hacia inversión directa en sectores clave como infraestructuras. Además, resulta apropiado aprovechar los buenos tiempos para profundizar en el proceso de reformas por el lado de la oferta.

## 2. Mejora la percepción del escenario económico global

### **La continuada caída de las tensiones financieras globales, particularmente en Europa, y el acuerdo para evitar por ahora el llamado “abismo fiscal” en EEUU ha mejorado el panorama mundial**

Han repuntado los indicadores de confianza en las principales áreas económicas y los datos de actividad y gasto siguen siendo consistentes con una expansión global moderada. Europa lleva ya seis meses de caídas de las tensiones financieras, con una paulatina apertura, aun incompleta, de los mercados de financiación a empresas, financieras y no financieras, de algunas economías de la periferia del área del euro.

El sentimiento en los mercados financieros en los países desarrollados ha mejorado sostenidamente en los últimos meses, debido en gran medida a tres factores: (i) los datos muestran que China no sufrirá una fuerte desaceleración, como algunos analistas preveían; (ii) en EEUU se evitó el llamado “abismo fiscal” y, de hecho, su economía mantiene un crecimiento razonable a pesar de la incertidumbre existente, y (iii) incluso en Europa se continuaron realizando avances en la unión bancaria, lo que refuerza el compromiso de las autoridades con la unión monetaria ya mostrado con las acciones del BCE en la segunda mitad de 2012.

Con todo, la mejora de la percepción de mercado no altera demasiado los fundamentos, y el crecimiento mundial seguirá siendo lento en los países desarrollados. Así, el crecimiento mundial repuntará desde el 3,2% en 2012 hasta el 3,6% en 2013 y el 4,1% en 2014, casi la misma estimación de hace tres meses (Gráfico 1). En 2013 se compensan la revisión a la baja del crecimiento brasileño y el mantenimiento en el área del euro y EEUU con las mejores previsiones de China, México o algunas economías latinoamericanas (Gráfico 2).

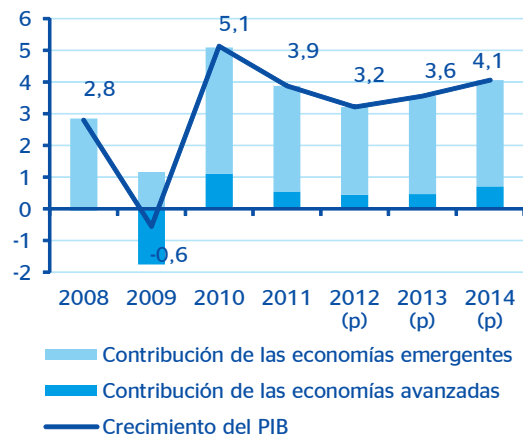
### **Pero la continuidad de la recuperación necesita seguir implementando las políticas adecuadas en los países desarrollados**

La continuidad de la recuperación necesita de la implementación de políticas apropiadas en EEUU y el área del euro. En EEUU deben ir más allá de amortiguar transitoriamente subidas inminentes de impuestos y deben evitar incertidumbres sobre el pago de la deuda y el reparto de la carga de la consolidación fiscal. En el área del euro, han de seguir los avances en la gobernanza, en particular en lo relativo a la unión bancaria, tanto con acuerdos adicionales como con la implementación efectiva de los alcanzados sobre la supervisión y procedimientos de resolución bancaria.

Sin descartar la posibilidad de sorpresas positivas, la incertidumbre del escenario económico global sigue sesgada a la baja. Crecimientos globales más bajos resultarían de un aumento de las tensiones financieras y del deterioro de la confianza si resurgen las dudas sobre el compromiso de las autoridades europeas con el fortalecimiento del euro, por ahora bien acotadas tanto por el anuncio del BCE de julio pasado como por los acuerdos de los países de la zona en apoyo de la moneda única. En caso de producirse estas tensiones, que requerirían de nuevos acuerdos

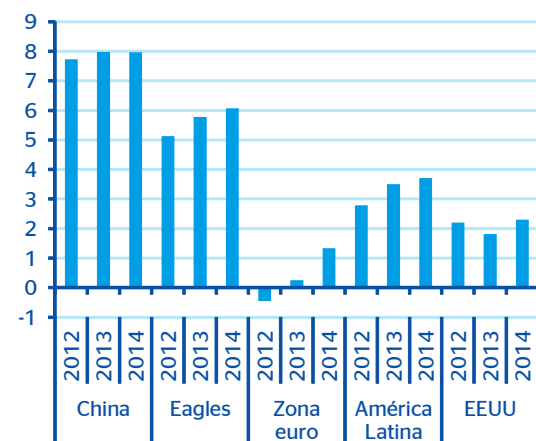
de salvaguarda financiera, el área del euro seguiría en recesión en 2013. En EEUU, el riesgo sería que al contagio del riesgo europeo se sumara el efecto de desacuerdos para lograr la consolidación fiscal o ampliar el techo de deuda. El PIB global, con el soporte de las economías emergentes, oscilaría en 2013 y 2014 en este escenario de riesgo entre el 2,5% y el 3%. Este escenario de riesgo es menos probable y de menor impacto hoy que lo estimado hace tres meses, dados los avances ya logrados en la definición e implementación de políticas en las áreas más desarrolladas y la resistencia mostrada por el crecimiento de las emergentes.

Gráfico 1  
**Crecimiento del PIB mundial y contribución de países desarrollados y emergentes (%)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
**Previsiones de crecimiento en las principales regiones (pp)**



\* Eagles: Emerging and Growth-Leading Economies, es decir, economías emergentes que lideran el crecimiento global. Incluye a China, India, Brasil, Indonesia, Corea, Rusia, Turquía, México y Taiwán.

Fuente: BBVA Research

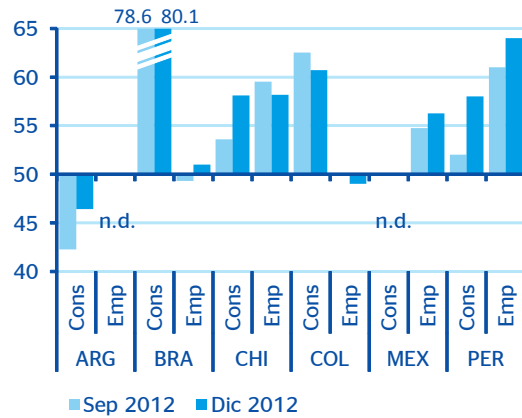
### 3. América Latina: recuperación a partir de 2013

#### La moderación del crecimiento a finales de 2012 en Brasil, Argentina y, en menor medida, en Colombia contrastó con el buen desempeño de países como Perú, Chile y México

La reducción de las tensiones globales en los últimos meses ha favorecido un ajuste a la baja de los niveles de riesgo-país, así como un repunte en los precios de una serie de activos en la mayoría de los países latinoamericanos en los últimos meses. Si bien la disminución de las turbulencias en los países desarrollados crea también algunos desafíos de política económica, en general tiene un impacto positivo sobre los países de la región (véase el recuadro sobre el efecto del QE3 en América Latina).

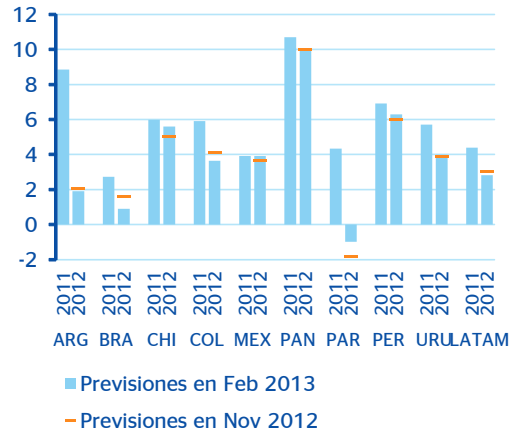
Los cambios recientes en el entorno internacional respaldaron el fortalecimiento de la confianza en el crecimiento de algunas de las economías más abiertas de la región (véase el gráfico 3). Este es el caso de países como Perú, Chile, Panamá y Uruguay donde hemos revisado al alza nuestras estimaciones de crecimiento de la actividad económica en 2012, (véase el Gráfico 4).

Gráfico 3  
**Confianza de los consumidores (cons) y empresarial (emp) en septiembre y diciembre de 2012**



\* Niveles superiores a 50 indican expansión/optimismo e inferiores a 50 indican retracción/pesimismo. Último dato disponible: diciembre 2012 (ARG-Con; BRA-Con; BRA-Emp; COL-Emp; PER-Con; PER-Emp), enero 2013 (todos los otros). Datos para ARG-Emp y MEX-Con: no disponibles.  
Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 4  
**Crecimiento del PIB, 2011-2012 (%)**



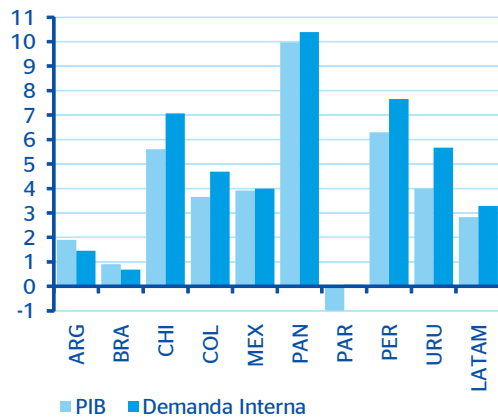
Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Otra característica común de este grupo de países, también respaldada por un generalizado aumento de la confianza en la economía, tanto de los consumidores como de las empresas, es que la demanda interna habría crecido más que el PIB el 2012 (véase los Gráficos 3 y 5). En general la robustez del crecimiento en estos países está relacionada no solo a la reducción del estrés global, sino principalmente al espacio existente para que se haya mantenido el tono expansivo de las políticas económicas y a los factores de más largo plazo que continúan apoyando la actividad económica en estas geografías (profundización de los mercados de crédito, estabilidad institucional, avances en los mercados laborales y elevados precios de las materias primas) En el caso de México, el crecimiento se apoya en una reciente ganancia de competitividad frente a países como Brasil e incluso China y las perspectivas de adopción de reformas económicas que aumenten el potencial de crecimiento del país.

La fortaleza de estas economías contrasta con la fuerte moderación de la actividad en países como Brasil y Argentina, donde no sólo estimamos que el PIB en 2012 creció mucho menos que en los años anteriores, sino que además hemos tenido que revisar a la baja nuestras previsiones para este año 2013 debido a unos datos observados en el cuarto trimestre peores a los que esperábamos hace tan solo tres meses. En ambos países, la fuente de estas sorpresas está más relacionada a factores internos (menores precios de la soja y menor producción a la esperada en el caso de Argentina y un cierto agotamiento del modelo de crecimiento basado en el consumo y el crédito en Brasil) que a factores externos. Asimismo, dados los fuertes lazos económicos entre los dos principales socios del Mercosur, se puede decir que parte de la debilidad en Brasil está relacionada a la debilidad observada en Argentina y vice-versa.

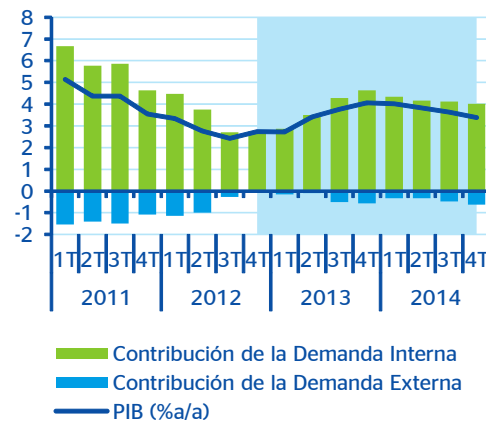
En el caso de Colombia, el PIB ha sorprendido a la baja recientemente, lo que también ha condicionado una revisión del crecimiento esperado para el 2012 desde el 4.1% hasta el 3.7%, lo que se compara desfavorablemente con el crecimiento de 5.9% observado en 2011. En todo caso, el crecimiento en Colombia se mantiene en niveles relativamente elevados ya que el país también se beneficia de los mismos factores de más largo plazo que favorece a otros países de la región, así como del espacio para la adopción de políticas de apoyo al crecimiento.

Gráfico 5  
PIB y demanda interna en 2012 (%)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

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



Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

De manera agregada, el mayor peso conjunto de las economías de Brasil y Argentina implica que las nuevas sorpresas negativas en estos países determinan una revisión a la baja del crecimiento de América Latina en 2012, desde un 3,0% hasta un 2,8%. Asimismo, el crecimiento agregado de la región muestra una fuerte desaceleración en comparación con el crecimiento de 4,4% registrado en 2011. En todo caso, esto enmascara la gran heterogeneidad del crecimiento de los países de la región dado el entorno global más desafiante.

## El mantenimiento del dinamismo en niveles relativamente elevados en los países andinos y México, junto con la recuperación de Brasil y Argentina elevarán el crecimiento de la región hasta 3,6% en 2013

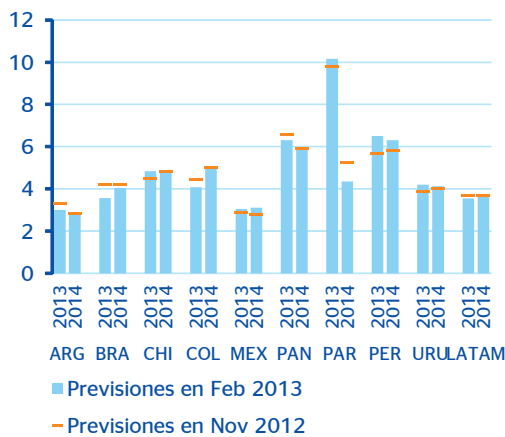
De acuerdo con nuestras previsiones, el proceso de moderación de la actividad económica de América Latina habría acabado en la segunda mitad de 2012. Como lo ilustra el Gráfico 6, la desaceleración del PIB ya habría tocado fondo y se observaría una gradual recuperación a partir del primer trimestre de este año. Esta recuperación estaría liderada por la aceleración del crecimiento en Brasil, Argentina y en menor medida en Colombia, así como por el empuje sostenido de países como Chile y Perú. En Brasil el gradual repunte de la actividad estará determinado por el impacto de los crecientes estímulos introducidos por las autoridades económicas del país, así como por la reducción de los inventarios industriales y la moderación de las turbulencias globales. En Argentina, la recuperación vendría de la mano de una mejor cosecha de soja y del mayor dinamismo en Brasil (los datos de confianza presentados anteriormente apoyan esta perspectiva de recuperación para Brasil y Argentina). Por último, en Colombia, donde la moderación ha sido bastante menos acentuada que en los dos socios del Mercosur, el desempeño del consumo privado garantizaría una aceleración del PIB a lo largo del año.

En 2013 la recuperación de la actividad de los países que sufrieron una moderación en 2012 compensaría una ligera reducción del dinamismo en países como Chile y México. En el caso de Chile la moderación está en línea con la convergencia del PIB a su nivel potencial y en México estaría en gran parte explicada por una cierta pérdida de dinamismo de EE.UU. en el 2013. Finalmente, la moderación que anteriormente esperábamos se produjera en Perú no debería concretarse dado que el ritmo de crecimiento del consumo y de la inversión ha estado sorprendiendo al alza, lo que aumenta las perspectivas de crecimiento hacia adelante. Así, esperamos que en el caso de este país el crecimiento se mantenga prácticamente estable en 2013 en línea con los altos niveles registrados en 2012.

Considerando nuestras perspectivas de desempeño de las principales economías de la región a lo largo del año y tomando en cuenta la esperada mejora -aunque gradual - del entorno global, esperamos que el crecimiento del PIB de la región alcance 3,6% en 2013 (véase el Gráfico 7). Este crecimiento seguirá estando apoyado en el dinamismo de la demanda interna en la mayoría de países (Gráfico 6) , al tiempo que se verá favorecido por el mantenimiento de unos niveles altos de precios de las principales materias primas de exportación (Gráfico 8), Por países, dentro de la región destacará el crecimiento de los tres países andinos (Chile, Colombia y especialmente Perú, con un 4,8%, 4,1% y 6,5% respectivamente), así como el repunte de Paraguay (10,2%) después de superar los efectos de la sequía y de Panamá (6,3%), impulsada por la fuerte inversión en proyectos de infraestructura.

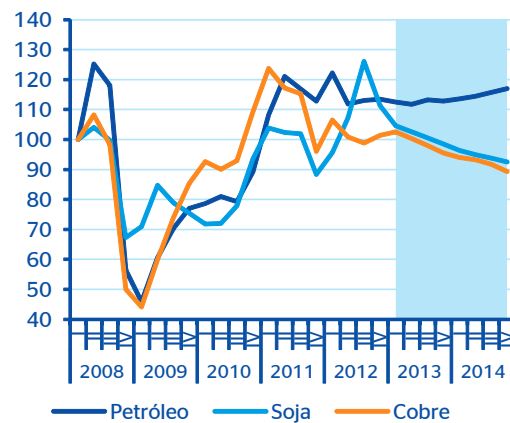
De manera agregada nuestras previsiones de crecimiento para 2013 se mantienen prácticamente inalteradas con respecto a hace tres meses ya que la revisión a la baja de los números para Brasil, Argentina, Colombia y Panamá fueron compensados por revisiones al alza en las demás geografías, entre las que destaca la de Perú (desde 5,6% hasta 6,5%).

Gráfico 7  
Previsiones de crecimiento del PIB, 2013-2014 (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 8  
Precio de las principales materias primas de exportación (índice 1q2008=100)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

## El crecimiento seguirá convergiendo al potencial de la región, cercano al 4%, en 2014

La convergencia hacia el producto potencial de los países de la región continuaría en 2014, cuando el PIB de América Latina se expandiría a una tasa de 3,7%, ligeramente por encima del ritmo esperado para 2013. Al igual que en 2013, ese dinamismo se seguirá apoyando en la demanda interna en la mayoría de países

En Brasil la actividad continuaría acelerándose y alcanzaría el 4% en 2014, apoyada por la recuperación de la inversión privada en un entorno interno marcado por el impacto positivo (aunque temporal) en la demanda interna de la organización del mundial de fútbol y la realización de las elecciones presidenciales.

En México el crecimiento se mantendría ligeramente por encima del 3% en 2014. En todo caso, la activa agenda política en 2013 podría resultar en la adopción de importantes reformas (energética, competencia, fiscal, entre otras) que podrían acabar generando un aumento del crecimiento potencial y, por tanto, del observado. En otras palabras, nuestras previsiones de mediano y largo-plazo para México tienen un sesgo alcista por el impacto de las posibles reformas en la oferta agregada. Este sesgo positivo contrasta con el sesgo a la baja de nuestras previsiones para Brasil, donde hay una serie de riesgos internos (aceleración de la inflación,



incertidumbre relacionada al modelo de crecimiento del país y a la excesiva intervención del gobierno en la economía) podrían frenar la recuperación del país.

En los demás países de la región el PIB mantendría una tasa de expansión superior al 4,0%, con la excepción de Argentina donde esperamos que el PIB crezca por debajo del 3,0% en 2014. Destaca la recuperación de la economía colombiana, que en aquel año alcanzaría un crecimiento de 5,0% y el mantenimiento de un intenso dinamismo en Perú, con un aumento de 6,3% del PIB.

## La inflación sigue bien anclada en los países andinos y en México, mientras que en Brasil aumentan las presiones

Pese a que en Brasil el dinamismo de la actividad sigue estando significativamente por debajo de lo observado en México y en los países andinos (Perú, Chile y Colombia, pese la moderación en este último), es precisamente en este país donde las presiones inflacionarias se mantienen muy fuertes.

La inflación cerró 2012 dentro del rango meta tanto en México y los andinos (excepto Chile, que cerró por debajo del piso), como en Brasil (donde el objetivo de inflación es de 4,5%, más alto que en los otros países). Sin embargo, la dinámica observada de los precios en Brasil fue muy distinta de la de los otros países (véase el Gráfico 9). Mientras en Brasil los precios sorprendieron al alza en la segunda mitad del año pasado, en los demás países analizados la inflación se ha movido a la baja al final de 2012.

En nuestra visión esta diferencia en las dinámicas de precios no estuvo determinada por factores externos a estas economías, en particular el aumento del precio de los alimentos registrado en el segundo semestre de 2012. Como analizamos en [el número anterior de nuestro Situación Latinoamérica](#), el peso del grupo alimentos en el indicador oficial de inflación no es mayor en Brasil que en los otros países. Siendo más precisos, solo es mayor que el peso que tiene dicho grupo en Chile, pero es prácticamente idéntico al peso que tiene en México y es inferior al de Colombia y Perú.

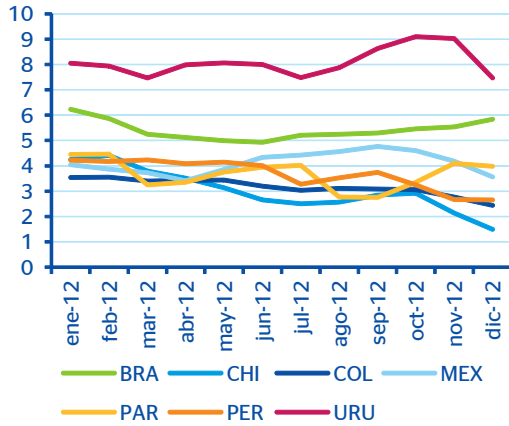
Son los factores idiosincrásicos los que explican las diferentes dinámicas. Más concretamente, la mayor depreciación del real brasileño a lo largo del año en comparación con los demás países, la percepción de mayor tolerancia de su banco central con respecto a la inflación y el alto grado de indexación de su economía. Asimismo, hay que notar que el mercado laboral brasileño sigue muy ajustado, lo que ayuda a entender el avance de los precios al final de 2012.

Por otro lado, además de una contribución más benigna de los tipos cambio sobre los precios domésticos y una percepción de mayor conservadurismo monetario por parte de sus bancos centrales, la inflación se benefició en los países andinos y en México de factores como la reversión de los aumentos de los precios de los alimentos y de los combustibles (Chile, Colombia, Perú) y de los precios regulados (Colombia, México), así como de shocks de oferta interna positivos (Colombia, México) y la moderación de la demanda interna (Colombia).

En Paraguay la inflación también cerró 2012 dentro del rango meta, cosa que no sucedió en Uruguay pese a la tendencia a la baja observada al final del año y a al endurecimiento del tono de política monetaria.

Gráfico 9

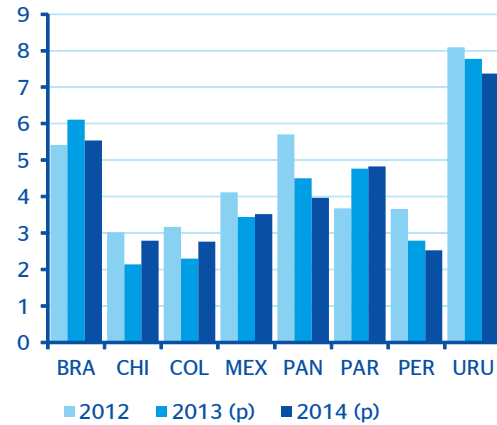
**Inflación mensual en 2012  
en países con objetivos de inflación (% a/a)**



Fuente: Estadísticas nacionales

Gráfico 10

**Inflación promedio anual (%)**



Fuente: BBVA Research

En 2013, esperamos que la inflación se mantenga acotada en la mayoría de los países de la región, en muchos casos por debajo de lo registrado en 2012, (véase el Gráfico 10, con la inflación promedio en los países de la región que mantienen un sistema de metas de inflación).

De manera general, esperamos que la inflación se mantenga en el rango de 2,0% y 3,0% en Chile, Perú y Colombia. En México, esperamos que esté entre 3,0% y 4,0% a lo largo de todo el año. En los cuatro países las previsiones para 2013 están por debajo de lo previsto hace tres meses, lo que en gran parte está determinado por las sorpresas observadas en los últimos meses. Asimismo, la inflación en estos bajos niveles reforzará el anclaje de precios y ayudará a evitar un deterioro del poder de compra de los consumidores y una pérdida de competitividad de estas economías.

En Brasil las presiones inflacionarias seguirán acumulándose en 2013 (a un ritmo mayor de lo esperado anteriormente), especialmente en la primera mitad del año, cuando la inflación podría acercarse al techo del rango objetivo (6,5%), a pesar del manejo estratégico de los precios administrados, de los recortes impositivos y de una mayor tolerancia con respecto a la apreciación del tipo de cambio.

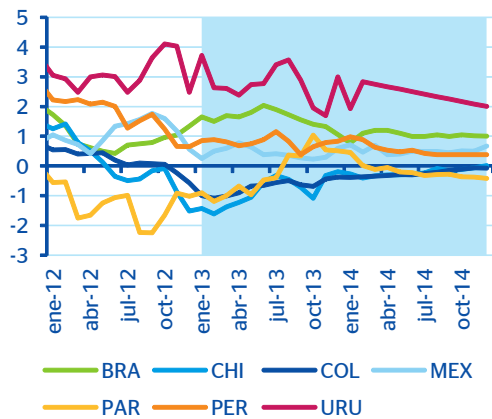
En Paraguay el aumento de la inflación acompañará, en nuestra visión, la fuerte aceleración de la demanda interna. Preveemos que la variación de los precios internos será de 5,5% al final de 2013, dentro del rango de referencia de la autoridad monetaria paraguaya. En contraposición, en Uruguay la inflación podría moderarse, pero seguiría por encima del rango objetivo pese a un posible endurecimiento adicional del tono de la política monetaria.

En todos estos casos, la labor de mantener los precios bajo control en los países de la región se beneficiará a lo largo de 2013 de la esperada apreciación de las monedas locales y de unos precios menores a los esperados hace tres meses para las principales materias primas.

En 2014 esperamos que la inflación continúe su lenta y gradual convergencia hacia el rango objetivo en Uruguay y que se mantenga dentro de los límites establecidos en los demás países de la región que gestionan un sistema de metas. En el caso de México, Perú y Brasil, se mantendrán en el rango superior de sus objetivos y, en el caso particular de Brasil, mantenemos un sesgo alcista a nuestras previsiones de inflación.

Gráfico 11

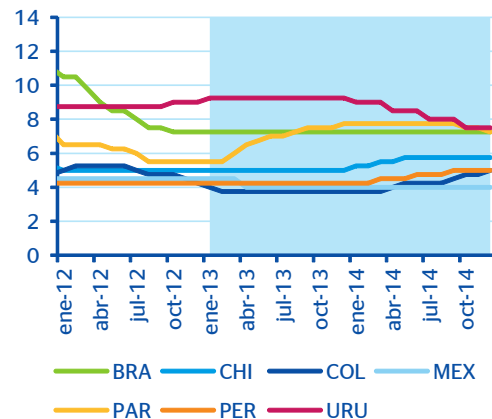
Países con objetivos de inflación: diferencia entre la inflación y el objetivo del banco central (pp)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 12

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



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

## La política monetaria se mantendrá en compás de espera a lo largo de 2013, con las excepciones de Colombia, México y Paraguay

Los tipos de interés oficiales, que se mantienen estables ya más de un año en Perú y Chile, y algunos meses en Brasil, se mantendrán inalterados en esos tres países a lo largo de todo el 2013. Lo mismo sucederá en Uruguay, después de una última subida de tipos ocurrida a finales de 2012.

A pesar de que estos cuatro países compartan perspectivas de estabilidad de las condiciones monetarias para todo este año, hay bastante heterogeneidad con respecto al tono actual de sus autoridades monetarias en un entorno donde los bancos centrales de la región reconocen la reciente reducción de las tensiones globales.

En Perú, el tono neutral adoptado por su banco central se mantiene prácticamente inalterado. A pesar de que el crecimiento sigue siendo elevado y la inflación se encuentre también en el rango superior de las metas de inflación, un aumento del tipo de interés de política monetaria se ve improbable dadas las presiones adicionales que podría añadir al Nuevo Sol. Frente a este dilema de política monetaria, lo más probable es que la autoridad monetaria siga utilizando aumentos de los encajes bancarios como instrumento para evitar el sobrecalentamiento de su economía. La normalización de las condiciones monetarias, a través de un aumento de los tipos de interés hasta su posición neutral, ocurriría a partir de 2014, en sintonía con la esperada menor holgura monetaria a nivel global.

En Chile, recientemente se ha adoptado un discurso un poco más duro con respecto al balance de riesgos para la inflación debido a la fortaleza de la demanda interna y pese los bajos registros de la inflación. En este caso, el tono más restrictivo debería ir aumentando gradualmente a lo largo del año y un ajuste de los tipos de interés hasta niveles neutrales empezaría a adoptarse al inicio de 2014.

En Brasil el banco central ha reconocido recientemente el deterioro del balance de riesgos para la inflación y ha adoptado un tono más restrictivo pero aún acorde con la estabilidad de los tipos SELIC por un período de tiempo prolongado (2013 y 2014). El aumento de las presiones inflacionarias en los próximos meses debe generar un endurecimiento adicional del tono de la autoridad monetaria, sin que esto determinase un aumento de los tipos de interés de referencia dadas las preocupaciones respecto al bajo crecimiento del país.

Finalmente, en Uruguay, la tasa de política monetaria se mantendría invariante hasta fin de 2013, de manera de mantener la tasa real en terreno positivo, para apuntalar el proceso de convergencia de la inflación al rango objetivo.

Contrario a estos cuatro países, en México, después de más de una año de estabilidad de los tipos de interés oficiales, Banxico ha flexibilizado su tono neutral hace unos pocos meses debido a las sorpresas inflacionarias positivas, una inflación subyacente por debajo del 3% y las perspectivas de aumento del producto potencial en caso de adopción de las reformas actualmente en discusión. Esto ha prácticamente eliminado las apuestas por un ajuste al alza de los tipos de interés de referencia y aumenta los sesgos hacia un recorte durante este año, que esperamos se produzca en el segundo trimestre. A partir de ese momento, esperaríamos que los tipos de interés oficiales se mantengan en 4% durante 2013 y 2014.

En Colombia, el Banco de la República tiene espacio para un último recorte de 25 pb de los tipos, en un contexto de sorpresas a la baja en la inflación en los últimos meses. Esta reducción se catalizaría con el nombramiento de dos nuevos miembros de la junta de la autoridad monetaria, que anticipamos tendrían un sesgo bajista. Este recorte adicional llevaría entonces los tipos oficiales a 3,75%, 150 puntos por debajo de lo observado a mediados del año pasado, cuando las sorpresas negativas de la actividad económica empezaron a crear espacio para la adopción de una política monetaria más laxa.

A diferencia del resto de los países que gestionan un sistema de metas en la región, esperamos que en Paraguay las autoridades monetarias anuncien a lo largo del año ajustes al alza de los tipos de referencia, lo que aseguraría que la inflación no superara el rango objetivo a pesar del fuerte repunte esperado de la actividad económica.

## **La reducción de las tensiones globales, la abundante liquidez externa y las buenas perspectivas para la región seguirán manteniendo la fortaleza de las monedas en Latam**

Las monedas de las principales economías latinoamericanas se apreciaron entre el 3,0% y el 8,0% a lo largo del año pasado, con la clara excepción del Real Brasileño (Gráfico 13). Este fortalecimiento fue el resultado del elevado dinamismo de las economías de la región en un entorno marcado por la debilidad de las economías desarrolladas y la abundante liquidez global. Contribuyeron también a esta robustez cambiaria, la reciente reducción de las tensiones globales registradas y el mantenimiento de unos precios de materias primas en niveles históricamente elevados (véase el sobre el efecto del QE3 en América Latina).

En el caso de Perú y Colombia la apreciación de sus monedas se dio a pesar de las constantes medidas de carácter macroprudencial tomadas para reducir las presiones sobre sus monedas. Brasil también recurrió a este tipo de medidas en la primera parte del año, lo que contribuyó a que en este país la moneda se haya debilitado en lugar de fortalecerse como en los demás países de la región. Asimismo, la depreciación de la moneda brasileña también estuvo relacionada con la fuerte moderación del crecimiento interno y con el aumento de la incertidumbre con respecto al país. Sin embargo, el aumento de las preocupaciones con respecto a la inflación y la magnitud de dicha depreciación (que llegó a ser superior al 12,0% en comparación con el valor registrado al final de 2011) determinaron un relajamiento de las medidas de control de capitales adoptadas por las autoridades brasileñas al final del año.

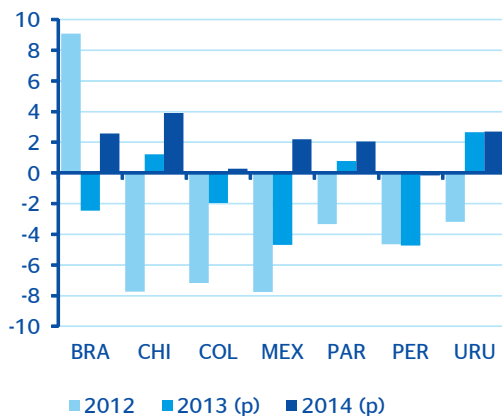
En 2013, esperamos que la reducción de las tensiones globales así como el mantenimiento del dinamismo interno (aceleración en los casos de, por ejemplo, Colombia y Brasil) continúe manteniendo la presión apreciatoria sobre las monedas. Al menos en algunos países, como es el caso de Perú y Colombia, estas presiones determinarán la adopción de más medidas para controlar una excesiva apreciación de sus monedas, lo que incluye el aplazamiento de un ajuste al alza de sus tipos de interés.

De acuerdo con nuestra previsiones, la mayoría de las monedas de la región se apreciará a lo largo de este año (véase el Gráfico 13), aunque la magnitud de dicha apreciación (cerca de 2% en Colombia y Brasil y de 5% en Perú y México) sea inferior a lo observado en 2012.

A pesar de que en Brasil una pequeña apreciación deberá ser tolerada dada la creciente preocupación con la inflación, se espera que las autoridades sigan temiendo que una apreciación más fuerte reduzca la competitividad de sus exportaciones, lo que en la práctica limitará el movimiento de fortalecimiento de su moneda. Este mismo tipo de preocupación -además de una caída del precio de la soja (de cerca de 8%) - deberá producir una pequeña depreciación nominal (pero no en términos reales) del Guaraní Paraguayo y del Peso Uruguayo. Finalmente, en Chile la expectativa es que el Peso se deprecie ligeramente, en línea con la caída esperada del precio del cobre (de cerca de 3%).

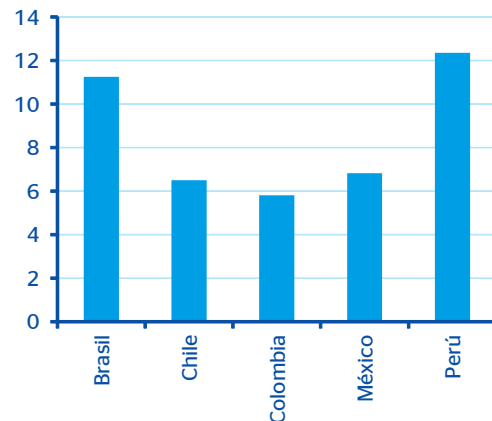
En el año 2014, la ligera depreciación esperada en prácticamente todos los países se explica por la continuidad del proceso de recuperación de la economías desarrolladas y la asociada gradual reducción de la liquidez global (es decir, se trata más de un movimiento de fortalecimiento de las monedas de los países desarrollados que de un movimiento de debilidad de las monedas locales), por una corrección natural, dado que la inflación en los países Latam seguirá por encima de la inflación en las economías desarrolladas, y por una caída en los precios de la soja y del cobre (de 7% en ambos casos).

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



\* Una variación positiva indica depreciación de la moneda frente al dólar.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 14  
**Variación\* del tipo de cambio efectivo real (% enero 2010-enero 2013)**



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

## Las cuentas externas se deteriorarán ligeramente en algunos países, al tiempo que los saldos fiscales presentarán alguna mejora en los próximos dos años

La robustez de la actividad económica debe continuar favoreciendo tanto un deterioro de la cuenta corriente (a través de mayores importaciones) como una mejora de los resultados fiscales (debido al impacto sobre los ingresos fiscales).

Nuestras previsiones apuntan hacia un claro empeoramiento de la cuenta corriente en los casos de México, Brasil y Chile, pero aun manteniéndose en niveles manejables (véase el Gráfico 15). En todos estos tres casos, sin embargo, el aumento del déficit será menor de lo que esperábamos hace tres meses debido a la reducción de las perspectivas de crecimiento (Brasil) y la mejora de los términos de intercambio (México, Chile).

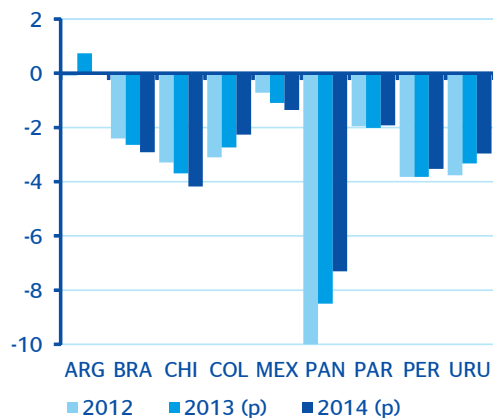
En Perú, donde el déficit en cuenta corriente se mantendría en los próximos años entre el 3,0% y el 4,0%, las perspectivas de unos mejores términos de intercambio y un mayor volumen exportado implican una gradual corrección del mismo. La mejor cosecha de soja debe aumentar el superávit en cuenta corriente de Argentina (al menos en 2013) y reducir las presiones sobre la cuenta corriente en Paraguay. Por su parte, la menor necesidad de importación de energía en Uruguay ante la normalización climatológica, junto con la mayor demanda esperada desde Brasil y Argentina, contribuirán a una reducción del déficit en ese país. Destaca, finalmente, la saludable reducción del déficit en cuenta corriente de Panamá en los próximos años a consecuencia de la moderación de la demanda interna en el país.

De manera general, el proceso de aumento de los déficits en cuenta corriente, determinado por el dinamismo de la demanda interna así como por el impacto negativo sobre la competitividad causada por la apreciación de los tipos de cambio efectivos reales (entre el 6% en Colombia hasta el 12% en Perú en los últimos tres años, de acuerdo con los datos presentados en el Gráfico 14), debe seguir en los próximos años. Continuarán, sin embargo, en niveles manejables, considerándose los fuertes influjos de IED hacia la región y los niveles actuales de reservas internacionales.

Con respecto a las cuentas del sector público, la tendencia general para los dos próximos años es de mejora (véase el Gráfico 16). Los relativamente elevados precios de las materias primas, las mayores cosechas agrícolas (Argentina, Paraguay), los menores gastos (Uruguay) incluyendo por el pago de intereses (Brasil), además de la robustez generalizada de la actividad económica en los países de la región apoya esta tendencia a la baja.

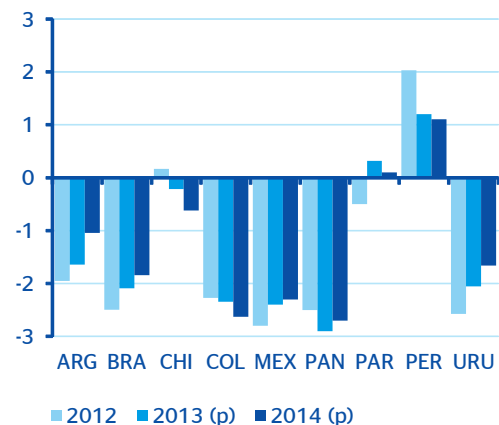
En contraste con la tendencia global de la región, se espera algún deterioro de los saldos fiscales en Chile y Perú. En el primer caso esto se debe a una perspectiva de caída del precio del cobre y, en el segundo, a la decisión de apoyar con más fuerza la actividad económica. Sin embargo, estos son precisamente los dos países que siguen (y seguirán) manteniendo los mejores resultados fiscales en toda la región.

Gráfico 15  
**Cuenta corriente (% PIB)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 16  
**Resultado fiscal (% PIB)**



Fuente: BBVA Research

## Recuadro 1. Efectos del QE3 y las acciones del BCE en América Latina

El anuncio de una nueva ronda de expansión cuantitativa (QE3) por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos significó una inyección de liquidez importante a los mercados financieros mundiales. En tanto que Estados Unidos aún sigue en una débil senda de crecimiento y Europa se mantiene en recesión, una parte importante de esta liquidez eventualmente terminará en países emergentes con economías abiertas y de alto rendimiento.

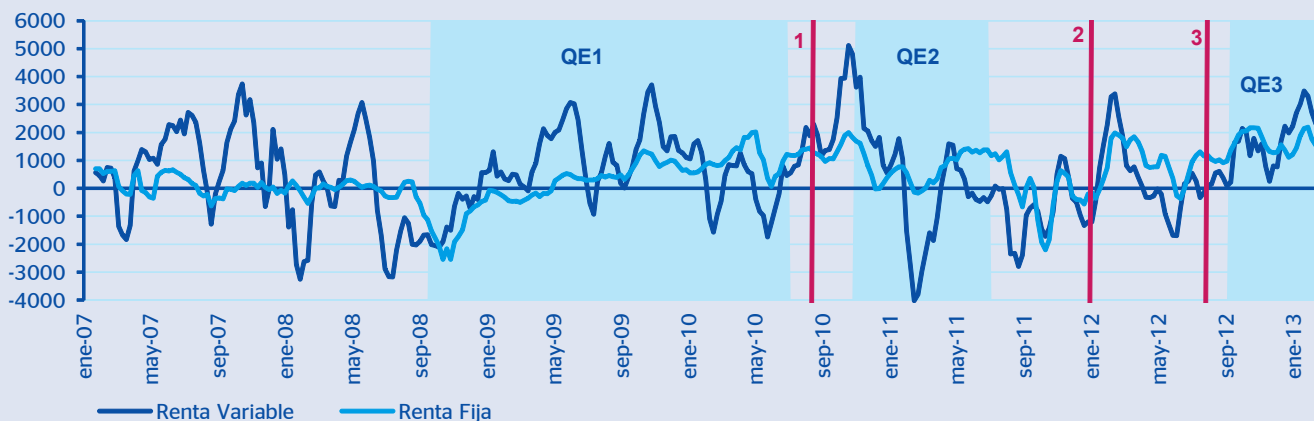
Como analizamos en nuestro [informe](#) de septiembre, América Latina sería una de las regiones beneficiadas por esta medida y sus efectos se verían especialmente no sólo

a través del mayor influjo de capitales, sino también en precios de las materias primas y variaciones del tipo de cambio.

En el gráfico 17 observamos que, a diferencia de lo observado durante el QE1 y el QE2, los flujos de capitales hacia América Latina han aumentado a partir del QE3 y de la actuación del BCE en el segundo semestre de 2012, en tanto que la región se encuentra mucho mejor posicionada que en las ocasiones previas, con crecimientos cercanos al potencial y suficiente espacio para medidas contracíclicas en caso de un empeoramiento del escenario global.

Gráfico 17

### Flujos de capitales a América Latina (millones USD)



1: Anuncio del QE2 en Jackson Hole.

2: Provisión de liquidez de largo plazo (LTRO) por parte del BCE.

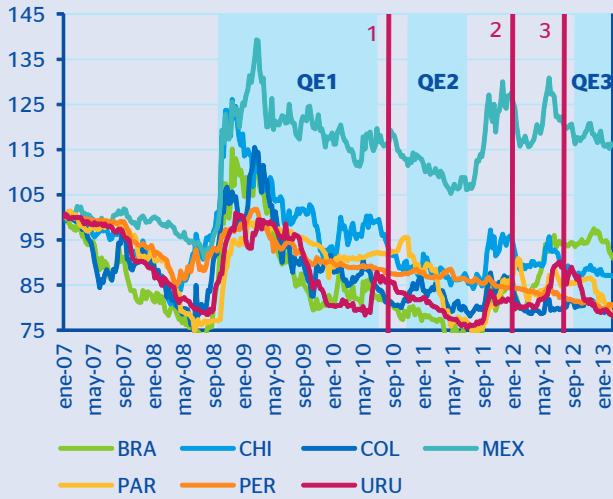
3: Discurso de Draghi en el que da indicios de salvar el euro.

Fuente: BBVA Research y EPFR

Por su parte, tal como vemos en el gráfico 18, las últimas dos rondas de suavización cuantitativa, impulsadas en períodos de menores tensiones financieras que la primera, han significado apreciaciones en las monedas de América Latina. El efecto es mucho más notorio al evaluar el período entre QE2 y QE3, donde el dólar se apreció sustancialmente en la región. Desde el anuncio del QE3 hasta hoy, la mayoría de países han mantenido principalmente una política de no intervención en el mercado cambiario, exceptuando los casos de Brasil, Colombia y Perú.

Por el lado de precios de materias primas, el análisis es más complejo. Si ajustamos nuestra escala de tiempo podemos ver un aumento de los precios especialmente del cobre, y en menor medida del petróleo, a partir de la reunión de Jackson Hole (donde se comienza a anticipar la intervención por parte de la Fed). Sin embargo, ya a mediados de octubre se aprecia una nueva tendencia a la baja a medida que empiezan a ser más visibles los temores respecto al abismo fiscal. En el caso de la soja, no se ve ninguna presión al alza a causa del QE3. Por el contrario, los precios descienden especialmente por factores relacionados con una mayor oferta mundial esperada para este nuevo período de cosechas.

Gráfico 18  
Tipo de cambio vs USD\* (enero 2008=100)



\* Áreas sombreadas representan períodos de suavización cuantitativa.  
1: Anuncio del QE2 en Jackson Hole.  
2: Provisión de liquidez de largo plazo (LTRO) por parte del BCE.  
3: Discurso de Draghi en el que da indicios de salvar el euro.  
Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfico 19  
Precios de materias primas (enero 2008=100)



1: Anuncio del QE2 en Jackson Hole.  
2: Provisión de liquidez de largo plazo (LTRO) por parte del BCE.  
3: Discurso de Draghi en el que da indicios de salvar el euro.  
Fuente: Haver y BBVA Research

Otra consecuencia positiva se ha visto en la emisión de bonos soberanos, donde varios países se han visto favorecidos a través de una mayor demanda y menores tasas de interés, incluso aquellos que habitualmente no acudían a los mercados internacionales. Destacan en particular los casos de Bolivia y Paraguay. En el caso del primero, la emisión de bonos realizada en Octubre del 2012 (la primera en 90 años) sorprendió al mercado con una demanda ocho veces superior a la oferta y una tasa de interés de 4.875%, tasa notablemente baja para un país de sus características. En el caso de Paraguay, la emisión de Enero de 2013 (la primera de este tipo) evidenció la

misma tendencia, con una demanda diez veces superior a la oferta y una tasa aún menor de 4.625%, muy sorprendente para un país que viene saliendo de una recesión.

En el caso de países con mayor experiencia en emisión de bonos, también se observó el mismo patrón, con tasas de interés llegando a mínimos históricos y demandas también muy por encima las cantidades ofrecidas, aprovechando también un momento donde que las calificaciones de estos países se han mantenido (o incluso mejorado, como en el caso de Chile) pese a la crisis mundial.



## 4. Los retos de gestionar el éxito en América Latina

### **El “nuevo normal” de la región está caracterizado por un crecimiento más alto que en los países desarrollados y una menor vulnerabilidad**

América Latina se presenta actualmente como una región que se ha mostrado tremendamente resistente durante esta crisis y que tiene un enorme potencial de crecimiento a medio y largo plazo. El crecimiento promedio antes de la crisis (2003-2008) fue de 4.7%, mientras que esperamos un crecimiento para los próximos 5 años (2013-17) de 3.5%, cercano a lo que creemos que es el potencial de Latam (4%).

Pero el “nuevo normal” de Latam no es sólo un crecimiento más alto que los países desarrollados, ni el hecho de que haya superado sin problemas mayores la crisis global de 2008. El “nuevo normal” de Latam es algo más, en dos dimensiones principales: convergencia con el mundo desarrollado y menor vulnerabilidad.

Respecto al primer punto, la región está cerrando de forma ininterrumpida desde hace ya un tiempo la brecha con los estándares de vida en las economías desarrolladas. Así, por ejemplo, según nuestras previsiones esperamos que Latam aumente su nivel de renta per cápita relativa a EEUU desde un 23% de la misma en 2003 a un 31% en 2016. Pero quizás lo más notable de este proceso de convergencia sea que, a diferencia de crisis globales anteriores, este proceso no se ha visto interrumpido por una crisis global de la envergadura de la sufrida en 2008: la brecha de renta per cápita se ha seguido cerrando incluso en los peores años de la crisis.

El segundo punto importante a destacar del “nuevo normal” de la región es que este mayor dinamismo se ve acompañado también de un entorno con menor vulnerabilidad apoyado en factores económicos, políticos y sociales.

Por el lado económico, se ha producido una reducción de los déficits exteriores y fiscales a niveles manejables, por lo general no superiores al 3% del PIB, pero también un proceso continuado de reducción de la deuda externa y pública, unido en este último caso a un aumento de la proporción del endeudamiento público en moneda local. Al mismo tiempo, se ha producido un aumento de la profundización financiera (en casos como los de Perú y Chile, por ejemplo, más de 10 puntos porcentuales adicionales en la ratio de crédito sobre PIB en los últimos 10 años), sin que eso haya comprometido la solidez y salud del sistema financiero, que mantiene ratios de morosidad muy contenida y niveles de capitalización muy elevada. De esta forma, en esta crisis el sistema bancario ha actuado como una fuente de fortaleza, en lugar de ser un mecanismo de amplificación de la crisis exterior, como en la crisis de 1998. Por último se han consolidado en la mayoría de países de la región políticas económicas prudentes, que han abierto espacio para políticas monetarias y fiscales contracíclicas las que, junto con la apuesta por tipos de cambio flexibles, representan un amortiguador esencial frente a las crisis exteriores.

Por el lado político, la mayoría de países de la región ha incrementado su estabilidad institucional, con un proceso de democratización que ya dura dos décadas, y que siguió al estrepitoso fracaso del modelo de sustitución de importaciones y la incapacidad de las dictaduras militares para afrontar los desequilibrios que dejaron como legado.

Por el lado social, no hay que menospreciar el impacto positivo que el crecimiento y la estabilidad institucional han tenido sobre el fuerte aumento de las clases medias, que han pasado de aproximadamente 100 millones de personas en 2000 a 150 millones en 2010. Esto significa que las clases medias en Latam han igualado en tamaño al número de pobres en la región, cuando hace diez años éstos últimos eran 2,5 veces más numerosos. Al mismo tiempo, el aumento de las clases medias ha apoyado decididamente el proceso de reformas y el giro hacia economías de mercado, como una fuente de oportunidades. El aumento de las clases medias,

por tanto, ha servido para cimentar las reformas y mantener a raya el populismo y las políticas heterodoxas, acelerando el incremento de la renta per cápita y ensanchando, a su vez, las clases medias, en un círculo virtuoso en muchos países de la región.

### **Pese a la menor vulnerabilidad, hay dos tipos de riesgos que las autoridades no deben menospreciar: por un lado los riesgos cíclicos externos, como un shock exterior...**

La aceleración en China, el acuerdo parcial sobre el "abismo fiscal" en los EE.UU. y los efectos del programa de operaciones monetarias en firme (OMT) del BCE son buenas razones para pensar que la economía mundial ha evitado un escenario de riesgo sistémico, algo que podía estar en parte al menos asumido por el mercado. Sin embargo, estas tres regiones constituyen las fuentes de riesgo de un shock exterior que pueda afectar a la región aunque, claro está, con probabilidades de ocurrencia muy diferentes.

Por un lado, incluso aunque los EE.UU. hayan evitado el abismo fiscal, los políticos estadounidenses todavía tendrán que ponerse de acuerdo sobre algunas cuestiones clave, como el recorte automático de gastos y el techo de deuda. Cualquiera de ellos podría hacer descarrilar el proceso. Incluso si se llega a acuerdos, en 2013 la política fiscal se tornará más contractiva. Pero si no se alcanzan esos acuerdos el endurecimiento de la política fiscal podría ser suficiente como para que EE.UU. vuelva a registrar tasas de crecimiento negativas. Por otro lado, el sector inmobiliario se está recuperando, pero el proceso de desapalancamiento sigue jugando un papel importante y el sector externo está lejos de ser dinámico.

En la zona euro la mejora de los mercados financieros todavía no se ha visto secundada por los datos de actividad, aunque hay señales de recuperación de la confianza de los agentes económicos y los riesgos de cola (poco probables pero de elevado impacto negativo) han descendido. Sin embargo, la periferia sigue en recesión, arrastrada por la consolidación fiscal y las condiciones de financiación, e incluso si la mejora del sector externo y de las exportaciones impulsa al alza el PIB, algunas economías aún tienen por delante un proceso de desapalancamiento y austeridad fiscal. Aunque el nuevo marco institucional limita la probabilidad y el impacto de potenciales riesgos, las tensiones financieras pueden resurgir por diferentes razones, como por ejemplo el incumplimiento de los objetivos fiscales en la periferia europea, que lleve a más ajuste fiscal. Por otro lado, aunque el BCE parece dispuesto a intervenir en caso de necesidad, cualquier desacuerdo potencial entre los países centrales y los periféricos sobre la condicionalidad es una fuente de posible inestabilidad. Otros factores también pueden desempeñar un papel importante, como los detalles del plan de rescate bancario de Chipre, aún no determinados, o eventos políticos como las elecciones en varios países europeos. Si las tensiones financieras aumentasen como consecuencia de uno o varios de los factores señalados, la zona euro podría seguir en recesión también en 2013.

China es probablemente la economía en la que el panorama se ha vuelto más claro en el corto plazo. Las nuevas autoridades se han comprometido con un crecimiento sostenido, lo que supone una clara intención de utilizar una política económica suficientemente expansiva, al tiempo que el crecimiento parece repuntar.

Aunque la probabilidad de que estos escenarios de riesgo se materialicen es mucho menor que hace tres o seis meses (y el impacto de una crisis en Europa estaría más acotado por la disposición a intervenir del BCE), de acuerdo con nuestras estimaciones, si ambos riesgos se materializan la economía mundial crecería casi un punto porcentual menos que en el escenario base, muy por debajo de su promedio histórico.

Con todo, la región tiene amortiguadores suficientes para reducir el impacto de un eventual shock externo, a través de los tipos de cambio flexibles, amplias reservas internacionales, una menor deuda pública y exterior y la credibilidad de sus políticas macroeconómicas. Además, la mayoría de países de la región tienen espacio para políticas económicas contracíclicas (si bien menor que

en 2008), tanto por el lado monetario como por el fiscal, así como también existe espacio para que el crédito siga fluyendo pues no es necesario un proceso de desapalancamiento del sistema financiero. De este modo, el efecto de un shock externo desde los países desarrollados no sería desdeñable, pero tampoco llevaría a una recesión en la mayoría de países de la región.

### **... o el derivado de un alto crecimiento con bajo riesgo: cómo gestionar el éxito**

Otro de los riesgos cíclicos de la región tiene que ver con la combinación de alto crecimiento y baja vulnerabilidad que mencionábamos antes. En efecto, la región ha crecido desde 2007 a un ritmo cuatro veces superior al de los países desarrollados y, hacia delante, cuando se supere la crisis actual, seguirá creciendo por lo menos al doble del ritmo de las economías industrializadas. Esto hace que América Latina sea hoy una región muy atractiva para los inversores internacionales, especialmente si a este favorable diferencial de crecimiento se añaden políticas monetarias muy expansivas en los países desarrollados, que empujan a la mayor liquidez global a buscar rentabilidad en destinos alternativos como las economías emergentes.

Ante la menor flexibilidad cambiaria y menor apertura financiera en Asia, especialmente en China, esa presión de los flujos de capitales se ha dirigido de forma desproporcionada a América Latina (ver Recuadro 1), que cuenta con tipos de cambios flexibles y una mayor apertura de la cuenta financiera. En parte, de lo que se trata es de gestionar el éxito. De cómo encontrar fórmulas de moderar las presiones sobre la apreciación de los tipos de cambio vigilando posibles excesos internos derivados de la entrada de capitales especulativos de corto plazo. En suma, de consolidar que el “nuevo normal” sea que la región siga siendo una de alto crecimiento y de bajo riesgo.

Ante este reto hay dos posibles respuestas: resistir el impacto de los flujos o, como en el judo, aprovechar su empuje y canalizarlo.

Así, una posible respuesta para resistir el impacto de los flujos de capitales ha sido la creciente utilización de medidas macroprudenciales, adoptadas por unos cuantos países de la región. Si bien válidas en teoría, hay que ser conscientes de que aún se está experimentando con ellas y hay aún poca evidencia de sus efectos, por lo que representa un sustituto de la política monetaria muy imperfecto y con riesgos. Es natural que se quiera frenar parte del impacto a través de este tipo de medidas, pero quizás lo más importante es tener en cuenta que algunas medidas macroprudenciales inherentemente frenan el proceso de profundización financiera, y eso puede ser contraproducente en el largo plazo en una región como América Latina donde la penetración del sector financiero es aún muy baja dadas las características de los países.

La otra respuesta —complementaria— a la expansión monetaria global es aprovechar su “momentum” y verlo como una oportunidad para la región. Es decir, apalancar la crisis europea (y, en general, en países desarrollados) a favor de la región. En primer lugar, aprovechar las buenas condiciones de financiación internacional para apuntalar la inversión directa en la región, en sectores claves para el crecimiento de largo plazo como, por ejemplo, las infraestructuras. En segundo lugar, aprovechar la menor resistencia que ofrecen los “buenos tiempos” para profundizar en el proceso de reformas, que permitan a su vez que la expansión de la productividad y de la oferta hagan sostenible el incremento de la demanda interna. Por supuesto, a diferencia del primer camino, en esta segunda vía para gestionar el éxito de la región resulta esencial el desarrollo del sistema bancario y de los mercados financieros como intermediario natural y como pilar del crecimiento en el largo plazo.

## Por otro lado existen también riesgos estructurales para los que hay que estar preparados

Por último, no sólo hay que estar preparados para los riesgos cíclicos, sino que es necesario pensar en los riesgos de corte estructural que penden sobre la región. En particular, México y los países de América Central deben enfrentar el riesgo de un agotamiento del modelo de crecimiento en EEUU, basado en el consumo y el apalancamiento del sector privado. Por su parte, en América del Sur se corre el riesgo del agotamiento del modelo de crecimiento basado en la demanda interna y los elevados precios de las materias primas, lo que podría reducir su crecimiento potencial muy por debajo del 4% actual. Estas preocupaciones se concentran en este momento especialmente en Brasil, donde se ha puesto un énfasis quizás excesivo en políticas de demanda para impulsar el crecimiento, pero presenta un escenario que puede extenderse también a otros países de la región.

¿Qué hacer para enfrentar este riesgo estructural? América Latina debe mirar hacia dentro y desarrollar los reservorios de aumento de productividad y por tanto de crecimiento potencial. Es imprescindible para ello seguir llevando a cabo reformas que apunten al lado de la oferta, en cinco posibles frentes: (i) reformas fiscales, para ampliar la base tributaria, reducir impuestos distorsionadores, aumentar la sensación de justicia del sistema impositivo y la calidad del gasto; (ii) reformas en el mercado de trabajo, para disminuir la informalidad y aumentar la movilidad; (iii) reformas regulatorias y aumento real de la competencia en los mercados de productos, servicios y factores; (iv) aumento de la igualdad de oportunidades y de la movilidad social, para generar incentivos a la inversión individual en capital físico y humano y potenciar el desarrollo del mercado interno, y (v) inversión en capital físico y humano, con una atención especial a las infraestructuras y a la inversión pública en educación y salud.

Pero también es necesario que la región mire hacia fuera y potencie la integración de la región con el exterior, más allá del vínculo generado por la exportación de materias primas. En este sentido, México es el país que más ha avanzado, al potencial su entrada en las cadenas de producción global. La región en su conjunto debe aprovechar su cercanía a mercados clave, especialmente en un contexto de aumento de los costes de transporte. Para ello es crucial el desarrollo de una red tupida de tratados de libre comercio, del que la Alianza del Pacífico constituye un ejemplo importante. Incidentalmente, la mayor apertura comercial con los principales mercados desarrollados puede llegar a convertirse en un factor que contrarreste los efectos nocivos de la guerra de divisas provocada por las políticas monetarias laxas en los países desarrollados.

## 5 Tablas

Cuadro 1  
PIB (% a/a)

|                | 2011 | 2012* | 2013* | 2014* |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| Argentina      | 8,9  | 1,9   | 3,0   | 2,8   |
| Brasil         | 2,7  | 0,9   | 3,6   | 4,0   |
| Chile          | 6,0  | 5,6   | 4,8   | 4,8   |
| Colombia       | 5,9  | 3,7   | 4,1   | 5,0   |
| México         | 3,9  | 3,9   | 3,1   | 3,1   |
| Panamá         | 10,7 | 10,0  | 6,3   | 5,9   |
| Paraguay       | 4,3  | -1,0  | 10,2  | 4,4   |
| Perú           | 6,9  | 6,3   | 6,5   | 6,3   |
| Uruguay        | 5,7  | 4,0   | 4,2   | 4,1   |
| América Latina | 4,4  | 2,8   | 3,6   | 3,7   |

\*Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 2  
Inflación (% a/a, promedio)

|                | 2011 | 2012 | 2013* | 2014* |
|----------------|------|------|-------|-------|
| Brasil         | 6,6  | 5,4  | 6,1   | 5,5   |
| Chile          | 3,3  | 3,0  | 2,1   | 2,8   |
| Colombia       | 3,4  | 3,2  | 2,3   | 2,8   |
| México         | 3,4  | 4,1  | 3,4   | 3,5   |
| Panamá         | 5,9  | 5,7  | 4,5   | 4,0   |
| Paraguay       | 8,3  | 3,7  | 4,8   | 4,8   |
| Perú           | 3,4  | 3,7  | 2,8   | 2,5   |
| Uruguay        | 8,1  | 8,1  | 7,8   | 7,4   |
| América Latina | 6,8  | 6,2  | 6,7   | 6,4   |

\*Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

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

|           | 2011  | 2012  | 2013* | 2014* |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| Argentina | 4,13  | 4,55  | 5,42  | 6,56  |
| Brasil    | 1,68  | 1,96  | 1,97  | 2,01  |
| Chile     | 484   | 486   | 473   | 496   |
| Colombia  | 1.848 | 1.798 | 1.758 | 1.749 |
| México    | 12,48 | 13,15 | 12,56 | 12,37 |
| Panamá    | 1,00  | 1,00  | 1,00  | 1,00  |
| Paraguay  | 4.188 | 4.417 | 4.196 | 4.373 |
| Perú      | 2,75  | 2,64  | 2,51  | 2,42  |
| Uruguay   | 19,26 | 20,25 | 19,56 | 20,09 |

\*Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 4

**Tipos de interés (% promedio)**

|           | 2011  | 2012* | 2013* | 2014* |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| Argentina | 13,34 | 13,85 | 15,39 | 16,85 |
| Brasil    | 11,71 | 8,46  | 7,25  | 7,25  |
| Chile     | 4,75  | 5,00  | 5,00  | 5,63  |
| Colombia  | 4,10  | 4,94  | 3,77  | 4,27  |
| México    | 4,50  | 4,50  | 4,13  | 4,00  |
| Panamá    | 1,86  | 1,52  | 1,77  | 2,33  |
| Paraguay  | 8,49  | 6,00  | 6,81  | 7,67  |
| Perú      | 4,04  | 4,25  | 4,25  | 4,69  |
| Uruguay   | 7,69  | 8,81  | 9,25  | 8,25  |

\*Previsiones.

Fuente: BBVA Researchs

Cuadro 5

**Cuenta Corriente (% PIB)**

|                | 2011  | 2012* | 2013* | 2014* |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| Argentina      | -0,1  | -0,1  | 0,7   | 0,0   |
| Brasil         | -2,1  | -2,4  | -2,6  | -2,9  |
| Chile          | -1,3  | -3,3  | -3,7  | -4,2  |
| Colombia       | -3,0  | -3,1  | -2,7  | -2,3  |
| México         | -0,8  | -0,7  | -1,1  | -1,4  |
| Panamá         | -12,6 | -10,0 | -8,5  | -7,3  |
| Paraguay       | -1,0  | -2,0  | -2,0  | -1,9  |
| Perú           | -1,9  | -3,8  | -3,8  | -3,5  |
| Uruguay        | -2,9  | -3,8  | -3,3  | -3,0  |
| América Latina | -1,0  | -1,4  | -1,7  | -1,8  |

\*Previsiones.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6

**Balance Fiscal (% PIB)**

|                | 2011 | 2012 | 2013* | 2014* |
|----------------|------|------|-------|-------|
| Argentina      | -1,6 | -1,9 | -1,6  | -1,0  |
| Brasil         | -2,6 | -2,5 | -2,1  | -1,8  |
| Chile          | 1,3  | 0,2  | -0,2  | -0,6  |
| Colombia       | -2,9 | -2,3 | -2,3  | -2,6  |
| México         | -2,6 | -2,8 | -2,4  | -2,3  |
| Panamá         | -2,3 | -2,5 | -2,9  | -2,7  |
| Paraguay       | 0,7  | -0,5 | 0,3   | 0,1   |
| Perú           | 1,9  | 2,0  | 1,2   | 1,1   |
| Uruguay        | -0,9 | -2,6 | -2,1  | -1,7  |
| América Latina | -2,3 | -2,6 | -2,1  | -1,9  |

\*Previsiones.

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

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos

**Julián Cubero**

juan.cubero@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

**Carlos Serrano**

carlos.serranoh@bbva.com

Análisis Macro México

**Carlos Serrano**

carlos.serranoh@bbva.com

**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

**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

**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

**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