

# Situación Latinoamérica

Cuarto Trimestre 2013  
Análisis Económico

- **La economía mundial crecerá un 2,9% en 2013 y 3,6% en 2014** con cierta desaceleración en las economías emergentes y recuperación en las desarrolladas.
- **Las tensiones financieras disminuyen en Latam y se estabilizan los flujos de capitales**, pero la región sigue enfrentando un entorno exterior menos favorable.
- **Las previsiones de crecimiento en Latam se ajustan a la baja hasta el 2,4% en 2013**, arrastradas por México y Brasil. **El crecimiento repuntará hasta el 3,1% en 2014** a medida que mejore gradualmente la demanda externa y se recupere el crecimiento en México.
- **Heterogeneidad en la dirección de política monetaria entre países de la región, por diferentes presiones inflacionarias y posición cíclica.** Habrá una ligera depreciación de los tipos de cambio por el *tapering* de la Fed.
- **La región está preparada para soportar nuevos shocks del exterior** pero es importante mantener el espacio de maniobra para las políticas económicas e impulsar las reformas.

# Índice

1. Resumen.....	3
2. Entorno exterior: recuperación del ciclo global, pero desaceleración en emergentes.....	5
3. La estabilización de los mercados financieros da un respiro a América Latina.....	9
4. Desaceleración del crecimiento en 2013 y recuperación en 2014.....	15
Recuadro 1. La Alianza del Pacífico: el gigante de América Latina apuesta por la integración comercial y financiera.....	20
5. La desaceleración mejora las perspectivas para los déficits exteriores en Latam.....	24
Recuadro 2. Saldos externos estructurales en Latam: ¿qué nos dicen sobre la sostenibilidad de la Cuenta Corriente?.....	26
6. Heterogeneidad de política monetaria ante diferentes presiones inflacionarias.....	30
7. Los retos de política económica en Latam en un entorno menos favorable.....	34
8. Tablas.....	36

Fecha de cierre: 13 de noviembre de 2013

## 1. Resumen

**El ciclo económico global mejora, sobre todo en las economías desarrolladas, aunque aún está lejos de una recuperación enérgica.** Las tensiones en los mercados financieros internacionales, causadas por la discusión sobre la reducción de compras de bonos por parte de la Fed, han remitido a lo largo del tercer trimestre, otorgando un cierto soporte no sólo a EEUU sino también a la economía global. Por su parte, China sigue estimulando su crecimiento, si bien de una forma más acotada, lo que ha disipado las dudas sobre el compromiso de las autoridades para sostener un crecimiento por encima del 7,5% anual, aun a costa de aumentar sus vulnerabilidades de medio plazo. Mientras tanto, en Europa disminuyen los riesgos más extremos y se sigue esperando una débil recuperación en 2014. Así, revisamos ligeramente a la baja la previsión de crecimiento mundial en 2013, hasta el 2,9%, que aumentaría al 3,6% en 2014.

**La remisión de las tensiones financieras internacionales ha dado un cierto respiro a América Latina, después de las turbulencias del segundo trimestre.** Tanto el retraso en la retirada del estímulo monetario por parte de la Fed como la consolidación del crecimiento en China generaron una estabilización de los flujos de capitales a la región, una recuperación de las cotizaciones bursátiles, reducción de los diferenciales soberanos y cierta apreciación de los tipos de cambio, pero sin recuperar los niveles previos a mayo. En los siguientes meses, continuará la volatilidad en los mercados financieros a la espera de las acciones de la Fed, pero la mayor parte del efecto de la retirada de los estímulos ya se habría incorporado en los precios de los activos en la región, que estarían ahora más cercanos a sus valores fundamentales. Aunque menos favorable que antes de mayo, el entorno financiero para la región será aún benigno en perspectiva histórica, con diferenciales soberanos y corporativos relativamente bajos.

**Por su parte, la demanda interna también ha mostrado señales de estabilización en la mayoría de países,** con el mantenimiento de indicadores de confianza en niveles de cierto optimismo y alguna recuperación del dinamismo de las ventas al por menor y las importaciones, aunque inferior al de 2012.

**El crecimiento en la región se revisa a la baja en 2013 del 2,7% al 2,4%, especialmente lastrado por el bache de México en el primer y segundo trimestre. La actividad se aceleraría al 3,1% en 2014.** Los indicadores de crecimiento del segundo trimestre sorprendieron al alza en la mayoría de países, con la principal excepción en México, que enfrentó shocks temporales en la producción industrial y construcción y una revisión histórica a la baja del PIB. En 2014, esperamos que la actividad se acelere hasta el 3,1% a medida que México (y, en menor medida, Brasil, Perú y Colombia) deje atrás los shocks temporales que lo afectaron en la primera mitad del año y que se recupere gradualmente la demanda externa de la región, en consonancia con el crecimiento global.

**Perú, Chile y Colombia mantendrán, junto con Paraguay, el mayor crecimiento en la región en 2013 y 2014. Por otro lado Brasil mantendrá un crecimiento moderado.** La heterogeneidad del crecimiento en la región estará marcado por los dos extremos: Perú crecerá 5,6% en 2014, Colombia 4,7% y Chile 4%, mientras que Paraguay lo hará en 5,3%. Por otro lado, anticipamos un crecimiento en 2014 de 2,8% en Brasil, por el endurecimiento monetario, la incertidumbre asociada al proceso electoral y los problemas estructurales de su economía. De este modo, si excluimos a Brasil y México, el crecimiento en la región sería del 3,5% en 2014, con tendencia ascendente, convergiendo hacia su potencial cercano al 4% en los próximos años.

**La debilidad de la demanda interna y un entorno menos favorable empeora las perspectivas fiscales en la región, aunque los déficits esperados se mantienen en rangos manejables.** Quizás la mayor preocupación se centre en Brasil, donde el alza de los tipos de interés tendrá un impacto negativo en las cuentas públicas. En el caso de Perú y Chile (y menos en el caso de Colombia) se mantiene aún el espacio para el uso políticas fiscales expansivas aunque, en general, las condiciones cíclicas no parecen justificar un impulso fiscal en la región.

**La escasa holgura interna se refleja en el empeoramiento de los saldos exteriores desde la crisis de 2008, aunque la reciente desaceleración de la demanda interna y el inicio de operación de algunas inversiones en el sector exportador hace prever una disminución en los próximos años.** A la leve mejora de las previsiones de saldo externo también ha contribuido el fin de los problemas de oferta en el sector exportador en algunos países como Brasil, Perú o Colombia. Los déficits exteriores en la mayoría de países se encuentran aún financiados en gran medida por inversión directa extranjera, más estable frente a posibles turbulencias internacionales. Además, eliminando el componente cíclico de esos déficits exteriores se puede comprobar que los déficits estructurales en América Latina no superan el 3% del PIB en los próximos años, niveles sostenibles dadas las perspectivas de crecimiento en la región.

**La inflación en la región seguirá controlada y alineada con los objetivos de inflación de los bancos centrales, salvo en Uruguay, donde se mantendrá por encima del objetivo durante el próximo año.** Con todo, la dinámica subyacente de la inflación resulta claramente diferente entre Brasil y Uruguay, que mantendrán presiones al alza sobre la inflación, y el resto de países con objetivos de inflación, donde esta se mantendrá contenida y convergiendo al objetivo del banco central.

**La heterogeneidad en las presiones inflacionistas ha condicionado una respuesta diferente de los bancos centrales frente a las turbulencias en los mercados financieros y unas previsiones diferentes sobre el curso futuro de la política monetaria en la región.** Mientras Brasil y Uruguay endurecieron la política monetaria, incluso más de lo esperado hace tres meses, se produjeron reducciones de tipos de interés en México, Chile y Perú, de la mano de una demanda interna más débil. Hacia delante, esperamos un mayor endurecimiento en Brasil y Uruguay, por la persistencia de la presión sobre la inflación, pero también en Colombia, a medida que se recupere el crecimiento. Por otro lado, los tipos de interés se mantendrán estables en México y Perú, mientras que la desaceleración en Chile enmarcará una bajada de 75pb adicionales en 2014.

**La tendencia a una menor liquidez global contribuirá a una ligera depreciación del tipo de cambio en la mayoría de países de la región.** La depreciación seguirá la tendencia al aumento de los tipos de interés a largo plazo en EEUU y también estará condicionada por saldos externos que aún no se recuperan significativamente. Pero será una depreciación contenida pues buena parte de estos efectos ya han sido incorporados por los mercados en la depreciación observada desde mayo. La principal excepción será Brasil, —donde las autoridades estarían dispuestas a soportar una depreciación de cerca del 10% en 2014 para recuperar parte de la erosión de competitividad de los últimos años— que arrastraría también a Uruguay.

**La región está, en general, preparada para soportar nuevos shocks del exterior, pero es importante mantener el espacio de maniobra para las políticas contracíclicas.** La región sigue mostrando indicadores de vulnerabilidad relativamente sólidos (altas reservas internacionales, deuda externa en declive, sistema bancario sólido, tipos de cambio flexibles). Con todo, se ha avanzado poco en recomponer los espacios de maniobra para las políticas fiscales y monetarias, desde que se usaron tras la crisis de Lehman Brothers. No es ahora el momento de recomponer esos espacios —se debería haber hecho en los momentos de condiciones financieras más holgadas y precios más elevados de materias primas—, pero tampoco se debe usar antes de tiempo el espacio que aún queda.

**A medida que se reducen los vientos de cola de las condiciones financieras y los precios de las materias primas, no se debe sobre-estimular la demanda. En su lugar, hay que seguir impulsando la oferta a través de reformas.** Es necesario resistir la tentación de mantener el crecimiento con impulsos de demanda cuando se mantienen los signos de estrecheces por el lado de la oferta, reflejados en el mercado laboral, cuellos de botella en las infraestructuras, déficits exteriores en expansión y, en algunos países, una inflación subyacente aún elevada. Los espacios para la política fiscal y monetaria serán necesarios cuando se inicie el retiro de los estímulos monetarios en los países desarrollados. Mientras tanto, el avance en el proceso de reformas es crucial para aliviar las estrecheces de oferta y contribuir a la sostenibilidad del crecimiento en el largo plazo.

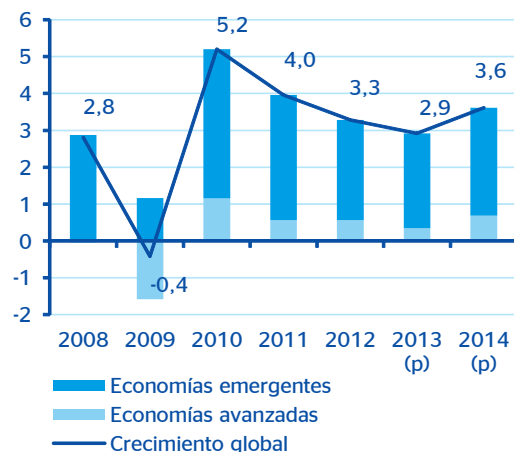
## 2. Entorno exterior: recuperación del ciclo global, pero desaceleración en emergentes

### El ciclo económico mejora sobre todo en las economías avanzadas, aunque lejos todavía de una recuperación energética

Dos rasgos generales han caracterizado el último trimestre desde un punto de vista macroeconómico. Por una parte, la evolución de los indicadores de confianza de los agentes económicos y de volatilidad en los mercados financieros ha continuado reflejando la baja posibilidad de eventos de riesgo de cola, disruptivos para el panorama global. Así, la recuperación económica continúa asentándose y tiene menos riesgo de descarrilar. Sin embargo, también durante el trimestre se han registrado eventos que contribuyen a un escenario de recuperación global débil, muy acotada en el horizonte de uno o dos años. Eventos con impacto presente (cierre parcial del gobierno en EE.UU.) pero también futuro (la más o menos pronta salida de los excepcionales apoyos de liquidez).

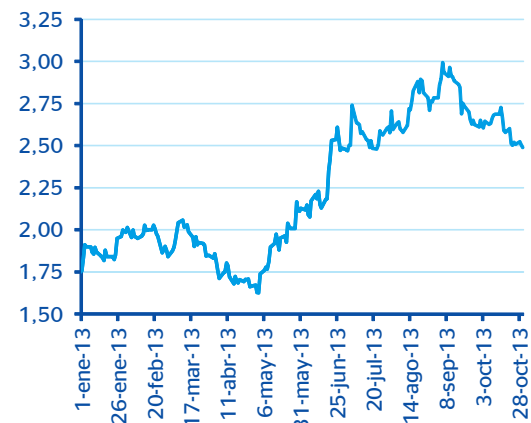
En su conjunto, revisamos dos décimas a la baja el crecimiento esperado de la economía mundial en 2013 y 2014, hasta el 2,9% y 3,6%. La revisión de 2013 se deriva de las peores cifras registradas en EEUU, así como de la desaceleración experimentada en algunos de los países de Asia emergente, afectados también por las turbulencias financieras que siguieron al anuncio de la Fed de la próxima disminución del ritmo de compra de activos (conocido como *tapering* del QE). El crecimiento en 2014 también se revisa a la baja, hasta el 3,6%. Tras esta revisión bajista están las economías emergentes (con la excepción de China, cuyas previsiones se mantienen), aunque seguirán siendo los mayores contribuyentes al crecimiento global (gráfico 1). La mayor tasa de crecimiento global de 2014 viene respaldada por una aceleración en la economía en todas las áreas geográficas, con la excepción de Asia, donde se espera que el crecimiento aproximadamente se mantenga.

Gráfico 1  
Crecimiento mundial y contribución por regiones



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2  
EEUU: tipos de interés de la deuda pública a 10 años



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## Las tensiones en los mercados financieros causadas por el anuncio del *tapering* de la Fed remiten, dando soporte no sólo en EEUU

La Fed sorprendió cuando en septiembre decidió no dar comienzo al proceso de reducción del ritmo de compra de activos de su programa de expansión cuantitativa (QE). Al retrasar su inicio, ha venido a reforzar el carácter “dependiente de los datos” del programa además del efecto proveniente de la incertidumbre sobre la negociación del déficit fiscal y el techo de deuda.

Las aclaraciones sobre el proceso de *tapering* que los miembros de la Fed se esmeraron en hacer ante la inesperada reacción del mercado a su primer anuncio y el retraso del mismo hasta (previsiblemente) comienzos de 2014 han disminuido los riesgos de descarrilamiento de la recuperación. Por una parte, se ha revertido gran parte del alza en tipos de interés registrada desde mayo (gráfico 2) y los mercados ahora no anticipan alzas de tipos hasta 2015. Por otra parte, han caído la volatilidad y las tensiones financieras a nivel global, especialmente en lo que respecta a las economías emergentes de Asia y Latinoamérica, afectadas también por una reducción de las entradas de capital. Así, los temores de un “frenazo brusco” en emergentes han ido perdiendo paulatinamente intensidad y, al mismo tiempo, las economías emergentes muestran indicios de recuperación de la confianza y la actividad, tras el freno en los meses centrales del año.

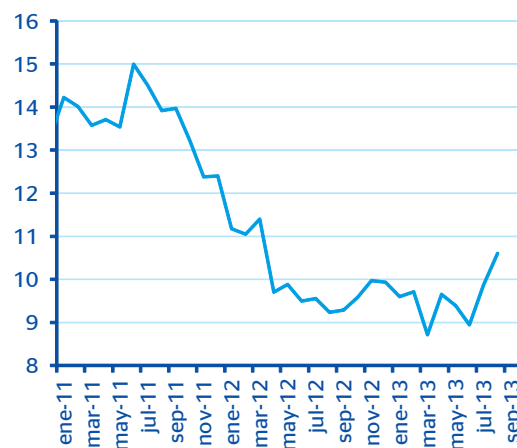
En todo caso, el *tapering* terminará llegando, cambiando un escenario global de inyecciones de liquidez que favorecían flujos indiscriminados hacia mercados emergentes. El impacto del *tapering* una vez que efectivamente esté en marcha será, previsiblemente, una mayor discriminación de los flujos hacia economías emergentes de acuerdo a los fundamentales de cada una de ellas.

## China vuelve a estimular su crecimiento, pero de una forma más acotada

También en China se han disipado, al menos en el corto plazo, las dudas existentes a comienzos de año sobre la posibilidad de un ajuste brusco en su economía: ha mantenido un alto ritmo de crecimiento, y los datos más recientes (tercer trimestre) apuntan a que el PIB se estaría acelerando (Gráfico 3). Los mejores datos de lo previsto a lo largo de 2013 hacen que se revisen ligeramente al alza las perspectivas anuales, del 7,6% de crecimiento al 7,7%. Aun así, persisten dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en el medio y largo plazo ya que el reciente repunte del crecimiento ha sido resultado de la mejora de la demanda externa, pero también de medidas puntuales de política impositiva y de gasto público con un renovado recurso al crédito.

Gráfico 3

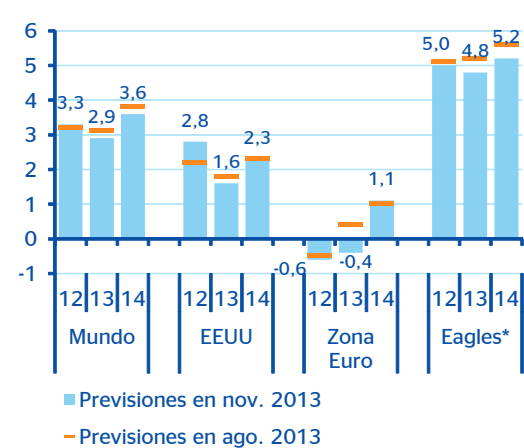
China: índice de producción industrial (% a/a)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 4

Previsiones de crecimiento del PIB (%)



EAGLEs es el grupo de economías emergentes que más contribuirán al PIB mundial en los próximos 10 años, compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.

Fuente: BBVA Research y FMI

## Mejora la percepción sobre Europa y se disipan los riesgos más extremos. Siguen las reformas hacia una mejor gobernanza y el crecimiento vuelve

En Europa se han confirmado las previsiones y ha continuado mejorando la situación económica, hasta el punto que la zona euro salió de la recesión en el segundo trimestre de 2013, tras 6 trimestres de recesión, con un crecimiento del 0,3%. La lectura de los datos es positiva en dos aspectos, pues el reciente rebote se fundamenta también en una mejora de la demanda doméstica y la mejora de la actividad se extiende también a la periferia, contribuyendo a eliminar los riesgos sistémicos que caracterizaron trimestres anteriores. La recuperación de actividad ha venido facilitada por una disminución de las tensiones financieras en la zona y por una relajación (de facto) de los objetivos de más corto plazo de consolidación fiscal, implícitamente tolerada por las autoridades europeas.

El aumento del PIB en esta parte del año formaba parte de nuestro escenario, y no se ha dado ningún elemento adicional que nos haga cambiar nuestra expectativa de débil recuperación. En 2013 el PIB europeo caerá un 0,4%, para crecer el 1,1% en 2014. Esta débil recuperación resulta consistente con el proceso de desapalancamiento en marcha en el sector privado de algunas de las economías del área y la fragmentación financiera aún vigente, que afecta a la capacidad de oferta de crédito bancario. Los próximos meses serán decisivos en los avances hacia la unión bancaria, con la entrada en funcionamiento del supervisor único, el BCE, y la definición de los mecanismos de resolución bancaria, sobre cuyo modelo de implementación se discute aún.

## El acuerdo fiscal en EEUU ha sido un nuevo parche que no afronta la sostenibilidad fiscal a largo plazo y no evita el impacto contractivo a corto

El acuerdo fiscal alcanzado el 16 de octubre en EEUU es una mera prórroga de la situación actual, ya que tan sólo incluye que el Gobierno tendrá financiación hasta enero, mientras que el nuevo techo de deuda será alcanzado en febrero. Se avecinan de nuevo intensas negociaciones sobre recortes en gasto discrecional y aumento de impuestos. EEUU, por tanto, vuelve a afrontar un proceso incierto ya vivido durante estos meses y en anteriores ocasiones, algo que no puede dejar de tener consecuencias negativas. Lo más probable es que el cierre parcial del gobierno haya tenido un impacto directo relativamente marginal en el PIB del trimestre, quizá unas pocas décimas. Sin embargo, la amenaza de continuidad de este proceso puede tener un impacto adicional. En todo caso continuará una situación en la que las políticas económicas empujan en direcciones contrarias, con una política monetaria laxa, que lo seguirá siendo por un largo periodo de tiempo, y una política fiscal innecesariamente contractiva en el corto plazo. Así, el déficit público en EEUU habrá caído sin presión del mercado (al contrario que en Europa), desde el 6,8% en 2012 hasta el 4% en 2013, lo que puede suponer un drenaje de 1,3 puntos porcentuales de crecimiento del PIB en 2013. Y ello, sin abordar los retos de largo plazo de sostenibilidad fiscal de la economía americana. En todo caso, en nuestro escenario central, un menor lastre fiscal en 2014 y la continuación de la recuperación permitirán un aumento del crecimiento en EEUU, desde el 1,6% que estimamos para 2013, hasta el 2,3% en 2014 (Gráfico 4).

## Riesgos en la previsión: sesgados a la baja pero a priori con menor probabilidad y menor impacto

Los riesgos sobre el escenario central detallado antes se han reducido. Ello no quita que el balance de riesgos continúe sesgado a la baja, dada la existencia todavía de diversos factores. Cabe señalar en primer lugar por su carácter la posibilidad de una "salida desordenada" del QE de la Fed, que pueda generar un incremento excesivo de los tipos de interés (en EEUU, y en otros

países). Unas condiciones financieras demasiado tensas para el resto del mundo podrían abortar una recuperación global no especialmente intensa, sobre todo en la zona euro.

En segundo lugar, cabe identificar como factor de riesgo el posible ajuste en el crecimiento de China y de otras economías emergentes. Esto podría ser el resultado de factores idiosincráticos, pero también resultado de los dilemas a los que se tienen que enfrentar las políticas domésticas en un entorno financiero global menos favorable.

Finalmente, hay que seguir señalando como riesgo global el resurgimiento de la crisis del euro. Las autoridades han de sostener la buena percepción de los mercados con avances decididos en el fortalecimiento de la unión monetaria, en particular en su faceta bancaria. Con todo, son diversos los elementos que podrían hacer que la mejor percepción cambiase, desde un freno en las reformas necesarias hasta resultados inesperados en los trabajos de revisión de los balances bancarios y test de resistencia a escenarios de riesgo, necesarios para la puesta en marcha del supervisor bancario único, el BCE. Finalmente, como muestran pasadas experiencias, desacuerdos en la definición de políticas que fortalezcan el área del euro, en este caso los mecanismos de resolución de entidades bancarias, pueden producir tensiones y volatilidad en los mercados financieros.



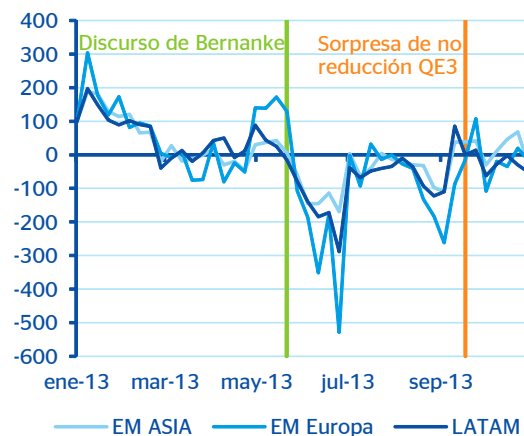
### 3. La estabilización de los mercados financieros da un respiro a América Latina

#### Los mercados financieros se estabilizaron en las economías emergentes, luego de las turbulencias del segundo trimestre

La dinámica en la economía global durante el tercer trimestre revirtió parcialmente los eventos de máxima volatilidad del segundo trimestre, marcado por un lado por la mayor volatilidad en los mercados internacionales y el aumento de los tipos de interés en las economías desarrolladas y, por el otro, por el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento en varias economías emergentes, especialmente las dudas sobre una fuerte desaceleración en China.

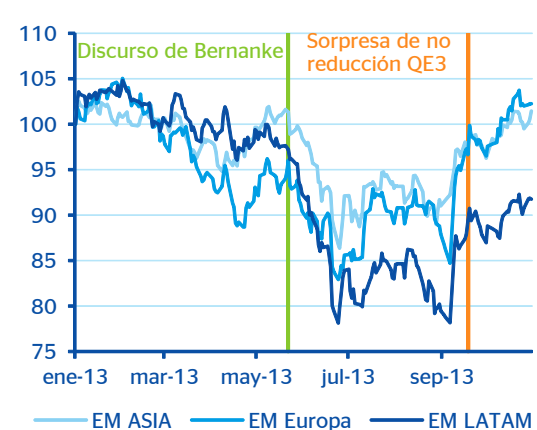
En el tercer trimestre, sin embargo, se revirtieron en parte estos factores. En primer lugar, se pospuso el inicio de la reducción del impulso monetario en EEUU, reflejado en la sorpresiva decisión de la Fed de no iniciar la reducción de compra de bonos el 18 de septiembre, cuando todos los analistas lo daban por seguro. Posteriormente, el retraso hasta inicios de 2014 del debate sobre el presupuesto y el techo de deuda en EEUU genera incertidumbres adicionales que estarían pesando sobre la decisión de reducir las compras de bonos por parte de la Reserva Federal. En segundo lugar, como mencionamos en la sección anterior, se redujeron las dudas existentes sobre hasta dónde se ajustaría el crecimiento en China, resultado de la mejora de la demanda externa, pero también de medidas puntuales de política impositiva y de gasto público con un renovado recurso al crédito. Aunque esto presenta dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en el medio y largo plazo, despejó las dudas sobre qué tan comprometidas estarían las autoridades con los objetivos de crecimiento de por lo menos el 7,5% anual.

Gráfico 5  
Flujos de capitales en economías emergentes  
(índice enero 2013 = 100)



Fuente: BBVA Research y EPFR

Gráfico 6  
Evolución de cotizaciones bursátiles en mercados emergentes (MSCI, índice enero 2013 = 100)

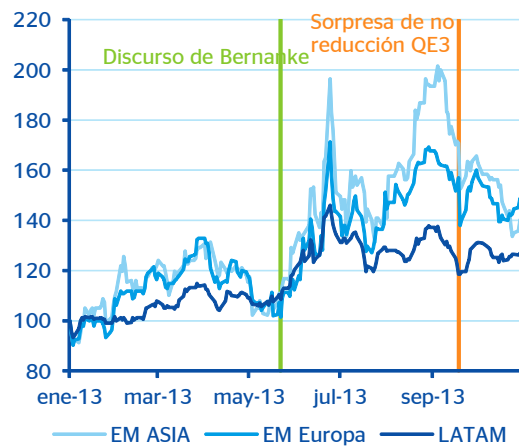


Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Estos dos elementos sirvieron para reducir las tensiones financieras en los mercados emergentes, desde los máximos alcanzados a finales de junio. Así, especialmente a partir de septiembre se estabilizaron los flujos de capitales (Gráfico 5), se recuperaron las cotizaciones bursátiles (Gráfico 6), se redujeron los diferenciales soberanos (Gráfico 7) y se apreciaron los tipos de cambio (Gráfico 8). Con todo, no se han llegado a recuperar los niveles previos a mayo, antes de la primera discusión por parte de Bernanke sobre el inicio de la disminución de compras de bonos, pues los mercados financieros ya han asumido que se producirá esa retirada eventualmente, lo que se ha incorporado en el precio de los activos en economías emergentes.

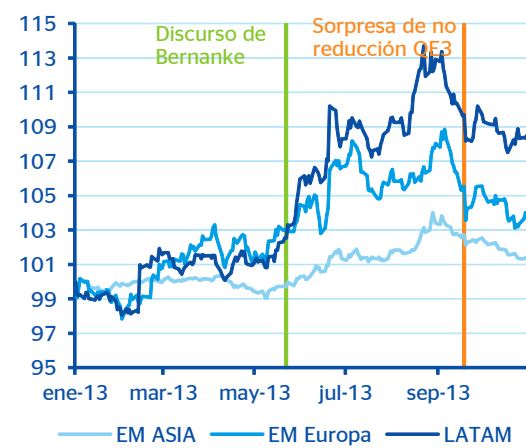
Es interesante notar que, a diferencia del comportamiento de los mercados antes de mayo, ha aumentado la correlación entre los movimientos de precios de activos en Brasil y el resto de países de América del Sur —si bien con una mayor amplitud en el caso de Brasil— al dominar claramente los factores globales sobre los idiosincráticos. Con todo, la estabilización de flujos de capitales a América Latina ha sido más marcada en los países andinos y en México que en Brasil (Gráficos 9 y 10).

Gráfico 7  
**Diferenciales soberanos en mercados emergentes (EMBI)**



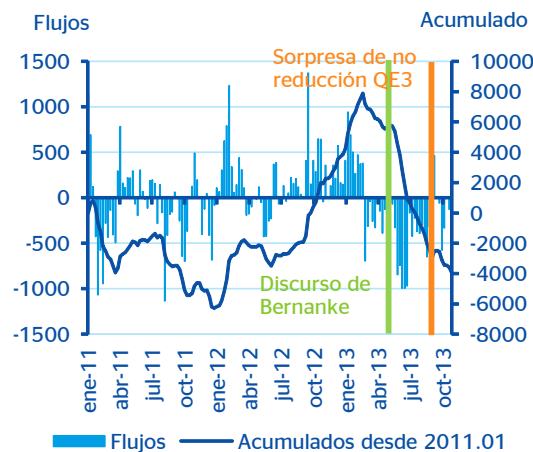
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 8  
**Tipo de cambio frente al USD en mercados emergentes (índice enero 2013=100)**



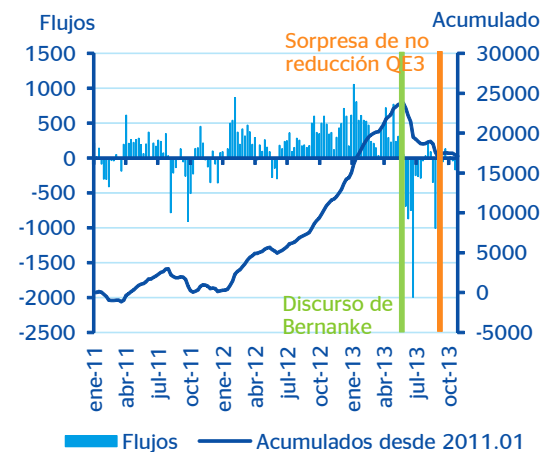
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 9  
**Flujos de capitales en Brasil (millones de dólares)**



Fuente: EPFR y BBVA Research

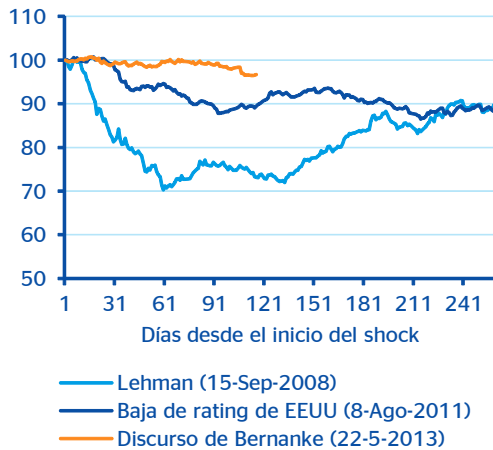
Gráfico 10  
**Flujos de capitales en el resto de América Latina (millones de dólares)**



Fuente: EPFR y BBVA Research

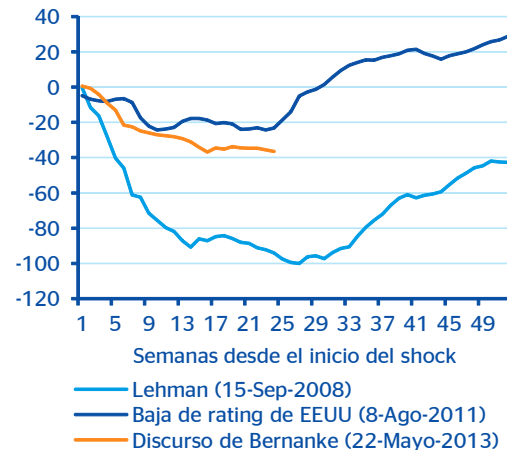
Por su parte, si comparamos la dinámica de las variables financieras con episodios anteriores de alta volatilidad en los mercados internacionales seguimos viendo que este es un episodio más parecido a las turbulencias ocurridas después de la reducción de la calificación crediticia de EEUU por parte de S&P en agosto de 2011 que al episodio inmediatamente posterior a la quiebra de Lehman Brothers (Gráficos 11-14). En realidad, en muchos casos, las correcciones observadas desde mayo han servido para llevar a los tipos de cambio más en línea con sus fundamentales y corregir cierta sobrevaloración observada a inicios de año. En el caso de los spreads soberanos ha habido una corrección al alza que, sin embargo, aún los sitúa en niveles moderados para los estándares históricos de la región.

Gráfico 11  
Evolución del precio de materias primas en episodios de alta volatilidad (índice CRB, inicio de volatilidad=100)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 12  
Evolución de flujos de capital a América Latina en episodios de alta volatilidad (acumulado, porcentaje de activos bajo gestión)



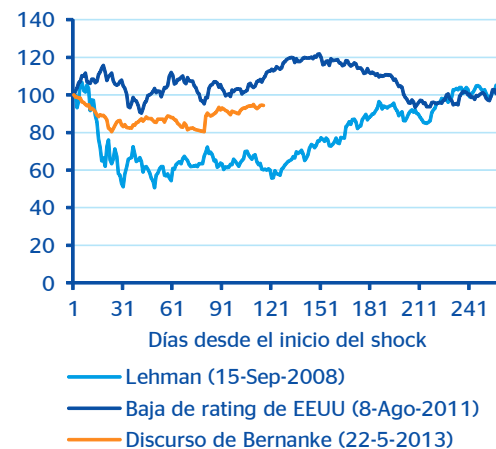
Fuente: EPFR y BBVA Research

Gráfico 13  
Evolución del tipo de cambio en Latam en episodios de alta volatilidad (índice inicio de volatilidad=100)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 14  
Evolución de las cotizaciones bursátiles en Latam en episodios de alta volatilidad (índice MSCI Latam, inicio de volatilidad=100)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

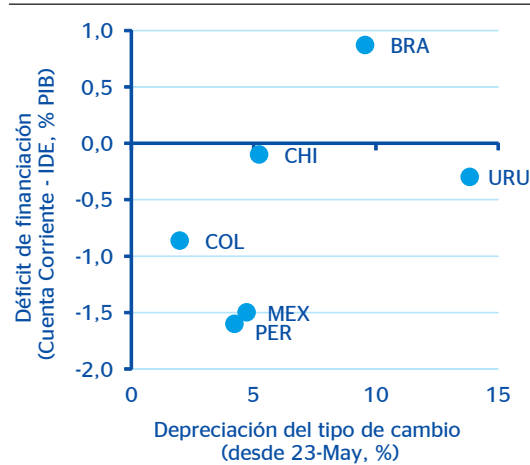
Como en otras economías emergentes, y desde el inicio de las turbulencias de mayo, por lo general, han sido aquellas economías con inflación elevada, mayores déficits exteriores (especialmente los que se encuentran financiados en mayor medida por flujos de capitales de corto plazo) y políticas económicas menos prudentes las que han visto mayores caídas en los precios de los activos, incluyendo la depreciación de sus monedas (Gráfico 15).

Por su parte, los precios de las principales materias primas de exportación se han visto relativamente inmunes a las consideraciones financieras (Gráfico 16), salvo quizás en el caso del cobre (ligado a las dudas sobre la desaceleración en China), que recuperó un poco su precio en este último trimestre. Por el lado del petróleo sigue pesando el apoyo por el lado de la oferta de la OPEP y de las continuadas tensiones geopolíticas en zonas productoras. En el caso de la soja la normalización por el lado de la oferta a nivel mundial continúa presionando el precio a la baja hacia su equilibrio de largo plazo.

Cabe destacar que no han cambiado significativamente respecto a hace tres meses los elementos que consideramos más determinantes para las previsiones de largo plazo del precio de las materias primas. En particular, prevemos que el crecimiento siga siendo superior en economías emergentes que en desarrolladas, si bien con una gradual rotación hacia un menor énfasis en inversión y mayor en consumo. Esa rotación nos lleva a previsiones de precios de largo plazo menores a los actuales (salvo en petróleo donde se mantendría el precio actual en términos reales), pero que todavía son superiores al promedio de los últimos 5-6 años, y, por tanto, seguirán siendo un factor de apoyo a América del Sur.

Gráfico 15

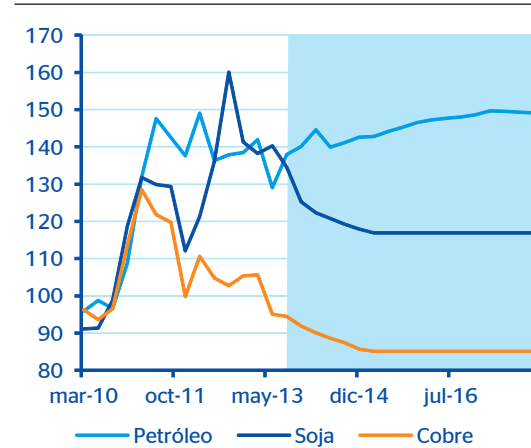
**Variación del tipo de cambio y necesidades de financiación externa no cubierta por IDE**



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 16

**Previsiones de precios de Materias primas**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

En los siguientes meses consideramos que la volatilidad en los mercados financieros se mantendrá mientras continúe la espera para el inicio de la salida del QE por parte de la Fed y durante el proceso de salida, en la medida que este proceso dependerá de que los datos confirmen o no la fortaleza de la recuperación en EEUU, además de la incertidumbre generada por las negociaciones sobre el techo de la deuda en ese país. Aunque los mercados financieros han incorporado ya en el precio de los activos la eventual salida del QE3 por parte de la Fed, con lo que se deberían estabilizar los flujos de capitales a la región y los precios de los activos financieros, también es cierto que la perspectiva de tipos de interés de largo plazo más elevados hacia adelante materializará un entorno menos favorable e influirá sobre las disyuntivas de política monetaria, como se analiza más adelante. Aun así, aunque menos favorable que antes de mayo, el entorno financiero para la región en los próximos trimestres será aún benigno en perspectiva histórica, con diferenciales soberanos y corporativos relativamente bajos.

**Por su parte, la demanda interna también ofrece síntomas de estabilización en la mayoría de países**

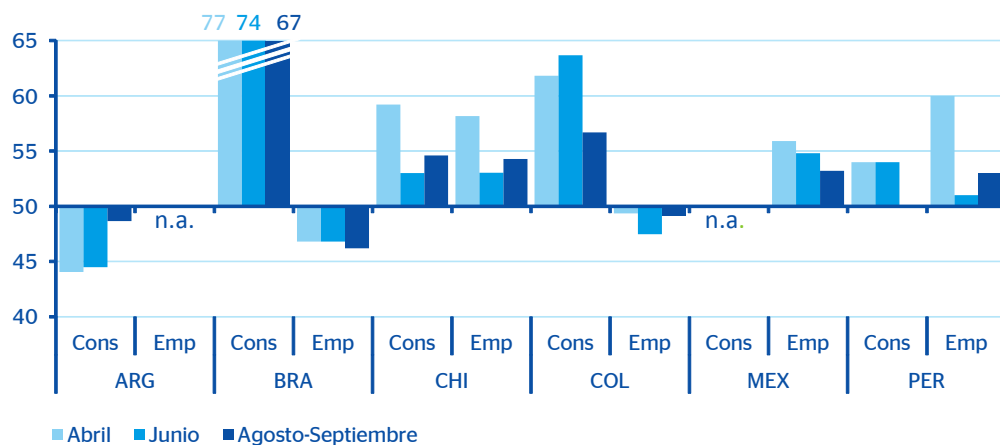
Sin duda el entorno internacional menos favorable y las turbulencias en los mercados financieros han condicionado una reducción de la confianza empresarial en la región desde inicios de año. Asimismo, la perspectiva de un menor crecimiento de los salarios reales y del empleo (en algunos casos por un mercado laboral menos estrecho y, en otros, por unas tasas de inflación aún elevadas) también ha condicionado un ajuste de la confianza de los consumidores respecto a los registros del primer trimestre (Gráfico 17).

Con todo, de la mano de la estabilización de los mercados financieros internacionales, se produjo también en el último trimestre una cierta estabilización en los indicadores de confianza, tanto

por el lado del consumidor como por el lado de las empresas, en la mayoría de países de Latinoamérica, con la importante excepción de Brasil y México, sin duda condicionados por su debilidad cíclica. En este sentido, cabe señalar que por el lado de las empresas, la menor volatilidad financiera así como anuncios sobre planes de inversión pública en algunas geografías (como en el caso de Perú y Colombia) han influido en la estabilización e incluso mejora de los niveles de confianza. De este modo, a pesar de que en la mayoría de países los indicadores de confianza aún se mantienen en niveles asociados con un moderado optimismo (excepto en Argentina y en la confianza empresarial en Brasil), este es sustancialmente menor que el que se observaba en la región a inicios de año.

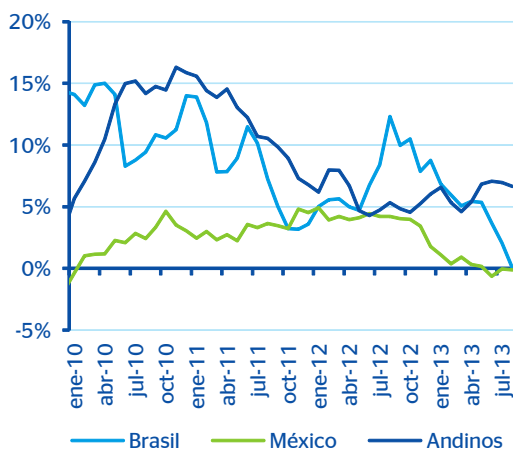
En consonancia con la estabilización en los indicadores de confianza, los indicadores de evolución de la demanda interna como las ventas al por menor y la importaciones han mostrado mayor estabilidad e incluso mejora en la mayoría de los países, aunque manteniendo un menor dinamismo que en 2012.

Gráfico 17  
Indicadores de confianza



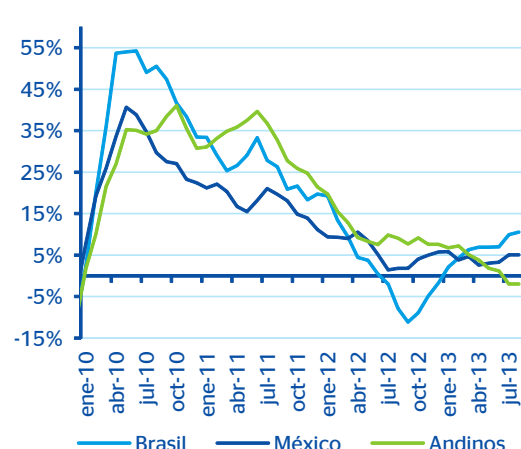
Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 18  
Ventas al por menor (% a/a)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 19  
Importaciones (% a/a)



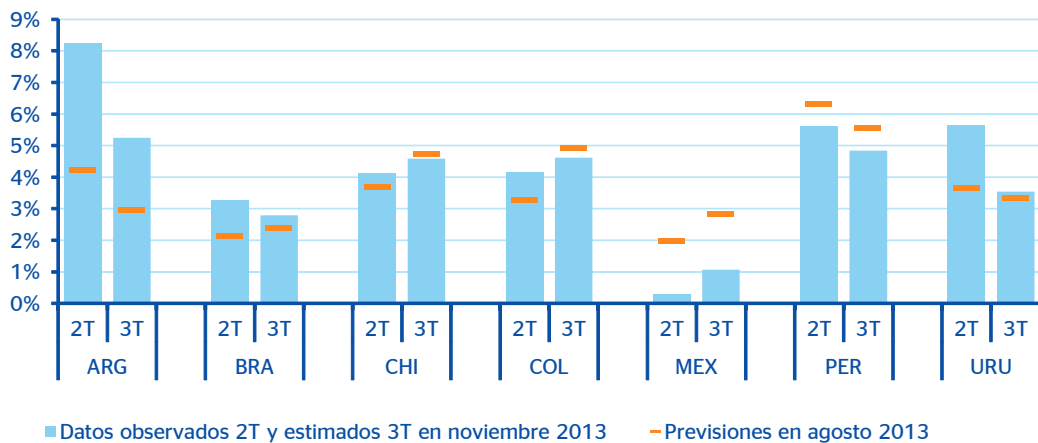
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

En la mayor parte de países, los indicadores de crecimiento en el segundo trimestre han resultado mejores a lo esperado hace tres meses (Gráfico 19). Este es en particular el caso de Chile, Colombia y Uruguay, donde el mayor crecimiento al esperado de la producción industrial y del consumo (y, en el caso uruguayo, los servicios) impulsaron el crecimiento. Por su parte en Brasil se debilitó el consumo, pero se produjo un repunte importante de la inversión. Asimismo, en el

caso de Argentina, Brasil y Uruguay, la expansión de la producción agrícola también generó un fuerte crecimiento en el segundo trimestre, por encima de lo esperado. En contraposición, en México, los datos de actividad del segundo trimestre se vieron influidos negativamente por la ralentización del sector industrial (en particular, el sector automotriz) y las ventas al por menor<sup>1</sup>. La desviación a la baja en el caso de Perú fue significativamente menor, producto de algunos problemas de oferta en el sector exportador y una menor inversión como consecuencia del ajuste a la baja de la confianza empresarial.

Gráfico 20

**Sorpresas en previsiones de crecimiento en el segundo y tercer trimestre de 2013 (%/a)**



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

1: Asimismo, en el caso de México, la tasa de crecimiento interanual del segundo trimestre también se vio influida negativamente por la revisión histórica del PIB. En particular, el crecimiento en el primer trimestre fue rebajado del 0.5% intertrimestral hasta el 0.0%, a lo que se unió una contracción del -0.7% intertrimestral en el segundo trimestre, muy por debajo del 0.4% anticipado hace tres meses.

## 4. Desaceleración del crecimiento en 2013 y recuperación en 2014

### **El crecimiento en la región se revisa a la baja en 2013 hasta el 2,4%, lastrado por el bache en México en el primer semestre y el moderado crecimiento en Brasil**

Pese a los buenos datos del segundo trimestre comentados en la sección anterior (con la importante excepción de México), los indicadores de actividad del tercero apuntan a dinámicas algo menos favorables que lo esperado hace tres meses en la mayor parte de países, que tenderían a compensar el efecto positivo sobre el crecimiento interanual de las sorpresas del segundo trimestre (Gráfico 20). Así, los efectos del segundo y tercer trimestre han tendido, en general, a compensarse.

Con todo, a pesar de unas perspectivas menos favorables que las que anticipábamos hace tres meses, seguimos esperando una recuperación en la segunda mitad de 2013 respecto al relativamente débil crecimiento de la primera mitad del año. Esta recuperación se extendería a 2014 (Gráfico 21), a medida que se vaya recuperando la demanda externa —especialmente la proveniente de los países desarrollados— y se supere el bache temporal en el crecimiento en México.

Los efectos estadísticos del mayor crecimiento al esperado en el segundo trimestre generan una ligera revisión al alza de las previsiones de crecimiento en Brasil (0.3 puntos porcentuales) y más significativa en Paraguay (0.8 pp), respecto a las que publicamos hace tres meses. Con todo, el moderado crecimiento en Brasil (2.6% en 2013), inferior al promedio del resto de la región, sigue lastrando al agregado de América Latina.

En contraposición a Brasil y Paraguay, la desaceleración en el segundo trimestre mayor a la anticipada en Perú y, particularmente, en México, implica una considerable revisión a la baja del crecimiento en 2013, especialmente en este último caso. La magnitud de la revisión en México es suficientemente significativa (1.4 pp menos que lo que esperábamos hace tres meses) como para lastrar al agregado de la región, cuyo pronóstico de crecimiento para 2013 pasa del 2,7% estimado hace tres meses hasta el 2,4% actual. Cabe destacar que, excluyendo a México, el crecimiento en Sudamérica en 2013 pasaría de 2,7% a 2,9%.

Mención especial merece el caso de la revisión en el crecimiento de México (desde el 2.7% anterior hasta el 1.2% actual). Y es que en la primera mitad del año un conjunto de factores en general de orden temporal implicaron fuertes sorpresas a la baja. Por un lado, vinculado con la menor demanda externa, la producción manufacturera acentuó la tendencia a la moderación en los primeros meses del año, a lo que contribuyó fuertemente la caída en producción automotriz iniciada ya en la última parte de 2012. Por otro lado, el sector de la construcción ha sumado seis meses de contracción en comparación anual, solo comparable con la caída de 2009. En este sentido, por un lado el retraso en la ejecución del gasto público así como la nueva política en términos de vivienda han sido factores clave en el fuerte ajuste del sector. Aunado a esto, las exportaciones petroleras, fuente importante de recursos para el país, se contrajeron por efecto tanto del menor precio como de la moderación en barriles exportados. Por su parte, muchos servicios con gran vinculación con la industria reflejaron la caída en producción, lo mismo que el empleo, donde la expansión en términos de incorporaciones anuales es cada vez menor. Adicionalmente, y relacionado con el repunte en inflación del primer trimestre, el salario real cayó por debajo de los niveles de un año atrás, lo que se relacionó con el menor consumo de las familias. Finalmente, aunque pequeño en magnitud, debe recordarse el efecto negativo sobre el PIB (0.1 pp aproximadamente) de las fuertes tormentas y huracanes a mediados de 2013.

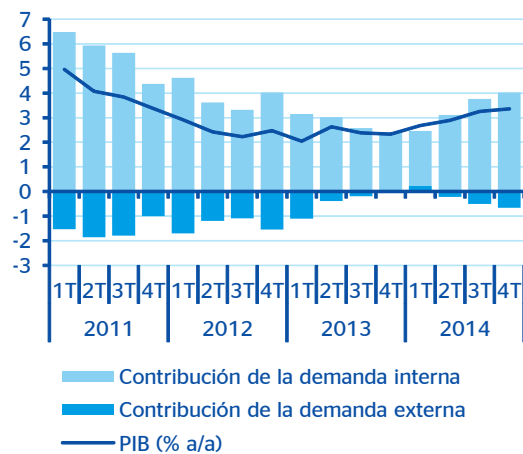
En este contexto es relevante destacar la naturaleza transitoria de los efectos mencionados. Por una parte, el crecimiento de la manufactura irá de la mano de la mejora en perspectiva de

crecimiento de Estados Unidos. En este sentido, mejoras importantes en el crecimiento de la producción industrial ya se han registrado en julio y agosto pasados. Por otra parte, el gasto público habrá de crecer significativamente en el tercer y, especialmente, en el cuarto trimestre; en este sentido, la inversión prevista en el Plan Nacional de Infraestructura así como el impulso a los proyectos público-privados son clave. Finalmente, la industria de la vivienda se adapta paulatinamente a la nueva normativa que incluye políticas de subsidios para incrementar la oferta.

### La actividad se aceleraría al 3,1% en 2014, a medida que se superen los shocks negativos temporales en México y se recupere gradualmente la demanda externa

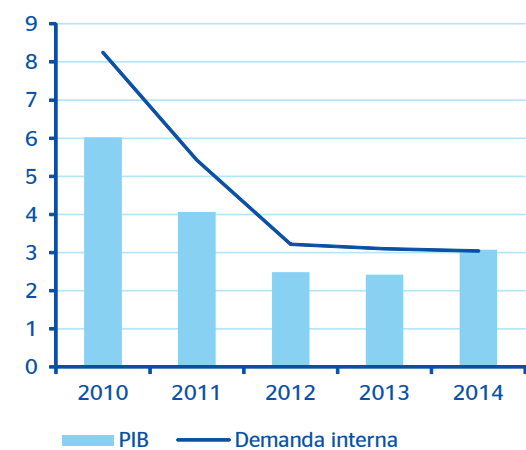
En 2014 la actividad en Latinoamérica se acelerará desde el 2,4% hasta el 3,1% (Gráfico 21), sólo ligeramente por debajo (0,1 pp) de lo estimado hace tres meses. A esta aceleración de la actividad contribuirá la mejora de la demanda externa a medida que aumenta el crecimiento mundial, especialmente el de los países desarrollados (EEUU en particular), pero también el de las principales economías emergentes destino de los productos de exportación de América del Sur (Gráfico 4). Asimismo, en el frente externo, quedarán atrás los problemas temporales de oferta que afectaron a las exportaciones de varios países de la región (Brasil, Perú, Colombia). Por el lado interno, la recuperación del crecimiento en México después de superar los ya mencionados shocks temporales sufridos en 2013 (y arrastrado por el aumento del crecimiento en EEUU) también contribuirá a un mayor crecimiento del agregado regional.

Gráfico 21  
Latam: Crecimiento trimestral del PIB



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 22  
Latam: crecimiento del PIB y de la demanda interna (%)



Fuente: Haver y BBVA Research

### Perú, Chile y Colombia mantendrán, junto con Paraguay, el mayor dinamismo en la región en 2013 y 2014. Brasil, por otro lado, mantendrá un crecimiento moderado

El crecimiento será muy heterogéneo en la región. Por un lado, los tres países andinos y Paraguay volverán a ser los de mayor crecimiento en 2013 y 2014 (Gráfico 22). En particular, Perú crecerá un 5,3% en 2013 y 5,6% en 2014, a medida que se recupera la confianza empresarial (y con ella la inversión y el gasto privado) y entran en operación una serie de grandes proyectos mineros que apoyarán la producción en el sector y las exportaciones, a lo que se uniría también el mantenimiento de la expansión del gasto público como en 2013. En Colombia, el PIB crecería



un 4,1% en 2013 y se aceleraría al 4,7% en 2014 con la recuperación del consumo privado y de las obras civiles, por la transmisión de las bajadas de tipos de interés del Banco Central durante 2012 y la primera mitad de este año. Por último, en Chile, el crecimiento ha dado muestras claras de desaceleración en los últimos meses, lo que haría que el crecimiento del PIB en 2013 sea de 4,2%, que seguiría corrigiéndose levemente al 4% en 2014, principalmente por una cierta debilidad de los fundamentos del consumo privado, especialmente en el mercado laboral, y de la inversión, que sin embargo seguirían expandiéndose a tasas de alrededor del 4,5% en 2014.

Por su parte, Paraguay crecerá a dos dígitos en 2013 (12,5%), como rebote tras el shock en el sector agropecuario sufrido en 2011. Ya en 2014, el sector exportador y las inversiones apoyarán un crecimiento del 5,3%, aún elevado, pero más en línea con su crecimiento potencial. Uruguay continuará creciendo alrededor de su potencial (3,7% en 2013 y 3,9% en 2014), si bien en el marco de una desaceleración de la demanda interna por un cierto deterioro del mercado laboral y menores niveles de inversión.

Como ya mencionamos antes, México presentará el menor crecimiento entre los principales países de la región en 2013 (1,2%) como consecuencia del bache temporal del primer semestre de este año, que una vez superado debería apoyar una aceleración de la actividad al 3,1% en 2014 (Gráfico 22).

Finalmente, en el caso de Brasil, la sorpresa positiva del crecimiento en el segundo trimestre se compensaría en buena medida con una fuerte desaceleración esperada para el tercero, con lo que el crecimiento se situaría en el 2,6% en 2013, por debajo del promedio regional. En 2014, la falta de espacio relevante para la política fiscal y el endurecimiento en marcha de la política monetaria restringirán el crecimiento a un 2,8%, a lo que se unirá la incertidumbre asociada al proceso electoral y los problemas de fondo del modelo económico<sup>2</sup>. Por el lado del sector privado, ha habido avances recientes en la inversión y los gastos asociados con los eventos deportivos de 2014 y 2016 deberían suponer un apoyo a la misma. Sin embargo, el consumo (con un peso en el PIB mayor que en otros países) seguirá estructuralmente restringido, en la medida que el crédito se desacelere, las tendencias demográficas empiecen a ser desfavorables y el mercado laboral ya no tenga espacio para una mayor reducción del desempleo.

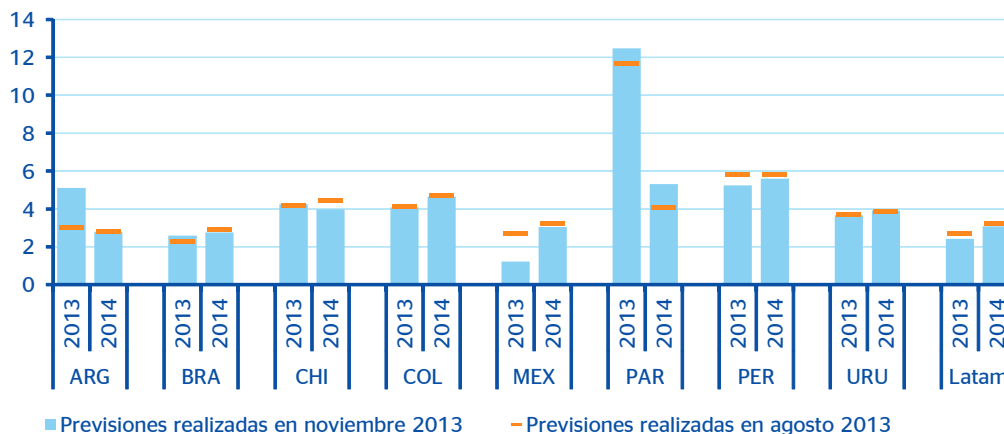
De este modo, si excluimos a Brasil y México, el crecimiento del resto de países de Latinoamérica se ubicará en 3,5% en 2014, con una tendencia ascendente, convergiendo hacia su potencial de alrededor del 4% en los próximos años. Con todo, es importante diferenciar en las perspectivas de medio y largo plazo los esfuerzos reformadores llevados a cabo recientemente por México, frente al relativo inmovilismo observado en Brasil. En el primer caso, las reformas tienen el potencial de aumentar el crecimiento de largo plazo en México en hasta un punto porcentual. Además, las iniciativas de apertura e integración comercial y financiera de México y los tres países andinos dentro de la Alianza del Pacífico y la sintonía de sus política macroeconómicas tienen el potencial de constituir un área económica con un peso y dinamismo mayor que el brasileño (ver Recuadro 1).

---

2: Además hay que incluir el efecto base negativo en 2014 de la revisión de la serie histórica del PIB en Brasil.

Gráfico 23

Países Latam: previsiones de crecimiento del PIB, 2013-2014 (%)



Fuente: BBVA Research

## La debilidad de la demanda interna y un entorno externo menos favorable empeora las perspectivas fiscales, especialmente en Brasil, Perú y Chile. Con todo, los déficits fiscales se mantienen en rangos sostenibles y en la mayoría de países flexionarían a la baja a partir de 2015

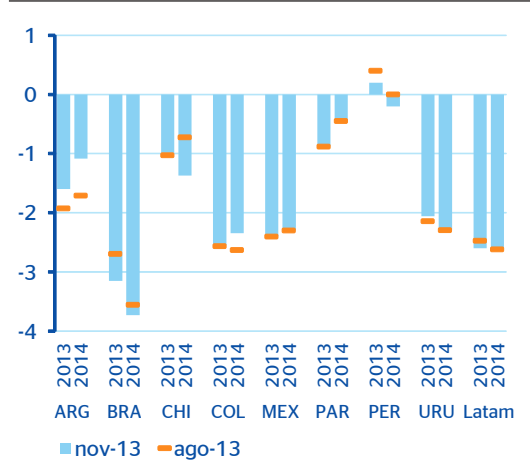
En un contexto exterior menos favorable (incluyendo condiciones de financiación menos holgadas y precios de materias primas con tendencia a la baja) y con una desaceleración gradual de la demanda interna (Gráfico 21), los países enfrentan en general peores perspectivas en materia fiscal que las previstas hace tres meses (Gráfico 23). A esto se une, en algunos casos como en Perú, la continuación del impulso fiscal para apoyar a la demanda interna.

Quizás la mayor preocupación por la situación fiscal se centre en Brasil, donde el ajuste al alza en la tasa Selic tendrá un impacto negativo directo en las cuentas públicas. La mayor tasa Selic incrementará los pagos de interés del gobierno y por ende la magnitud del déficit fiscal en 2013 y 2014. Con todo, pese a que factores como la relativamente elevada inflación así como una posible rebaja en la calificación soberana (que probablemente se produzca a lo largo de 2014) limitarán en alguna medida la política fiscal, no esperamos que se cumpla con el objetivo de déficit en 2013, ni tampoco en 2014, éste último condicionado por las elecciones presidenciales.

Por otra parte, la Reforma Fiscal planteada y recientemente aprobada en México implicó pasos en la dirección correcta aunque resultaron insuficientes ya en el proyecto originalmente planteado: la propuesta original implicaba una recaudación adicional de 1.4 puntos porcentuales del PIB, mientras que la aprobada la dejó en 1.1pp. La reforma no resuelve asuntos de fondo detrás de la muy baja recaudación fiscal del país, con lo que México continuará siendo el menor recaudador de la OCDE. No resuelve temas relacionados con la alta evasión y baja calidad recaudatoria. La reforma aprobada no genera recursos adicionales para aumentar la inversión pública federal, deja fuera también el discutido cobro de IVA a alimentos y medicinas aunque por otro lado sí elimina una serie de exenciones a bienes de consumo<sup>3</sup>, aumenta el límite máximo de impuesto al ingreso de las personas y elimina regímenes especiales para las empresas. Entre los aciertos de la reforma destaca que se contemplan mecanismos contracíclicos para expandir el gasto responsablemente en épocas bajas del ciclo y se posibilita el generar ahorros. Además se contempla un seguro de desempleo -con recursos del propio trabajador- que es un paso adecuado en términos de protección social.

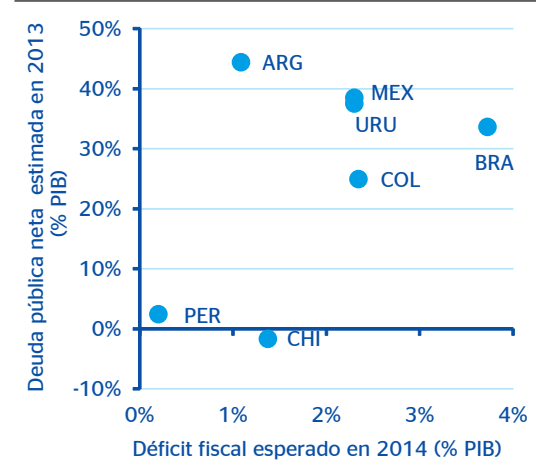
3: Se cobrará impuesto a bienes como bebidas azucaradas, chicles, alimento para mascotas y comida rápida.

Gráfico 24  
Países Latam: déficit fiscal (% PIB)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 25  
Países Latam: déficit fiscal esperado en 2014 y deuda pública neta estimada en 2013 (% PIB)



Fuente: FMI y BBVA Research

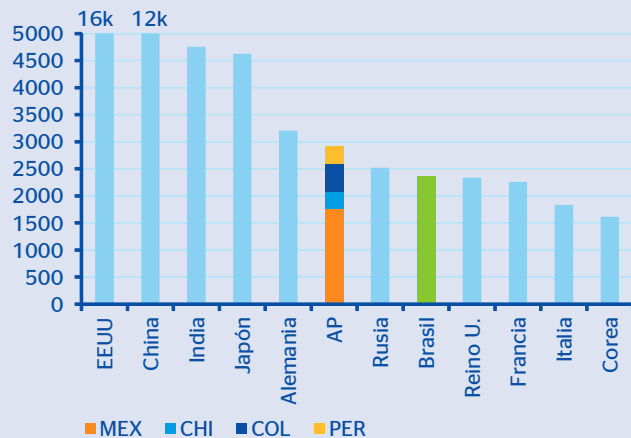
En el caso de Chile y Perú, aún se mantiene el espacio para políticas de apoyo cíclico, en caso de que sea necesario, por los bajos niveles de déficit y deuda neta (Gráfico 25). Menos en el caso de Colombia, donde de hecho ya se está usando. En general, y aunque las previsiones de crecimiento han disminuido, en muchos países no parece justificarse un impulso fiscal en la región. En los países que mantienen un tipo de cambio controlado no hay espacio para hacerlo. En el resto de países de la región, su posición cíclica no parece ameritarlo, bien por tener aún brechas de producción positivas como es el caso de Chile y Perú, o bien por tener escasa holgura en el mercado de trabajo o incluso presiones inflacionistas aún elevadas (Brasil, Uruguay). Esta escasa holgura en la actividad se refleja en muchos casos en el empeoramiento de los saldos externos desde la crisis global de 2008-9, como se analiza en la siguiente sección.

### Recuadro 1. La Alianza del Pacífico: el gigante de América Latina apuesta por la integración comercial y financiera

La Alianza del Pacífico (AP) es un proceso integrador profundo y de índole económico-comercial, que tiene como uno de sus pilares construir de manera participativa y consensuada un área de integración profunda para avanzar progresivamente hacia la libre circulación de bienes, servicios, capitales y personas. Está conformada por ahora por Chile, Colombia, México y Perú –Costa Rica y Panamá se encuentran en proceso de incorporación– y busca no sólo la integración entre sus miembros sino también con el resto del mundo, con especial énfasis en Asia-Pacífico.

La apuesta por la integración entre estas cuatro economías hace que sea cada vez más relevante ver a este bloque en su conjunto, y no como países aislados. Bajo este prisma, hay que tener en cuenta que los cuatro países que conforman la AP representan la sexta economía mundial, sólo por detrás de Alemania y por delante de Rusia y Brasil (ver Gráfico 26). Más importante aún: será la cuarta economía que más contribuirá al crecimiento mundial en los próximos diez años, sólo por detrás de China, India y Estados Unidos (ver Gráfico 27). En definitiva, parece claro que la AP se constituye en el verdadero gigante de Latam.

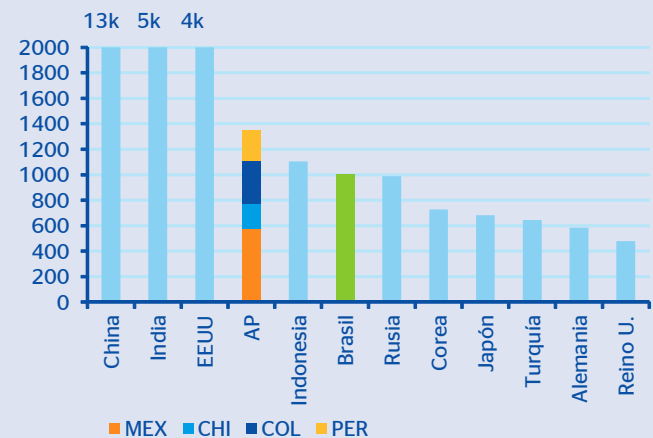
Gráfico 26  
Mayores economías en 2012 (mm USD ajustados por PPC)



Fuente: BBVA Research y FMI

Pero el tamaño no lo es todo. También es importante el tipo de políticas que se espera que implementen los países que conforman la Alianza. Aquí la AP destaca también por su apuesta por la integración, no sólo entre sus miembros sino también con la economía global. Los países de la Alianza son las economías emergentes que tienen un mayor número de acuerdos de libre comercio firmados (ver Gráfico 28), incluyendo, en el caso de Perú y Chile, con las cuatro principales áreas económicas: EEUU, Unión Europea, Japón y China. Esto en contraposición, por ejemplo, con Brasil, que no tiene acuerdos de libre comercio con ninguna de ellas.

Gráfico 27  
Mayores contribuciones al crecimiento mundial en los próximos 10 años (mm USD ajustados por PPC)

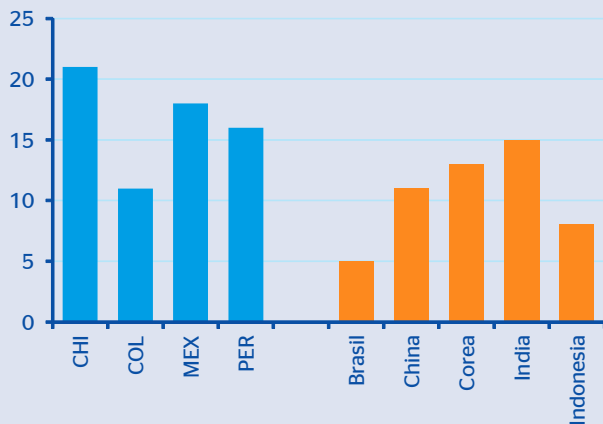


Fuente: BBVA Research y FMI

La apuesta por la integración comercial también pasa por potenciar los flujos comerciales entre los países miembros de la AP. Así, se han producido avances importantes al desgravarse completamente el 92% de las partidas arancelarias, mientras que un 6,5% adicional se desgravará en plazos muy cortos. Con todo, dada la estructura actual de las exportaciones (principalmente manufactureras en México, frente a la preponderancia de materias primas en los países andinos) existe una cierta asimetría en el potencial para aumentar el comercio de bienes dentro de la Alianza, que favorecería en principio a México más que a los tres países andinos (ver Gráfico 29). Aun así, el potencial es elevado para la cooperación, transmisión de *know-how* e inversión en los sectores de desarrollo de infraestructuras y mercados de capitales<sup>4</sup>.

4: Para un análisis más detallado de los vínculos comerciales en la Alianza del Pacífico véase nuestro Observatorio Económico de agosto de 2012 "New Pacific Alliance Bloc: Mexico and Andeans look towards Asia" disponible en [http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/120822\\_EW\\_EAGLEs\\_New\\_Pacific\\_Alliance\\_Bloc\\_tcm348-355823.pdf?ts=25102013](http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/120822_EW_EAGLEs_New_Pacific_Alliance_Bloc_tcm348-355823.pdf?ts=25102013)

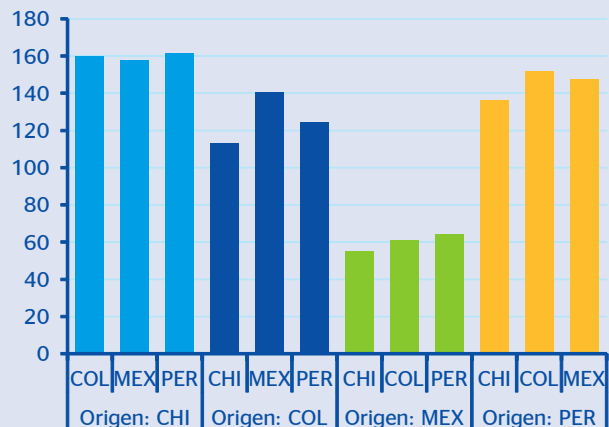
Gráfico 28  
Número de acuerdos comerciales firmados



Fuente: BBVA Research y OMC

También en la AP hay una apuesta clara por la apertura e integración financiera tanto con el resto del mundo como entre los países que la conforman. Así, los países de la AP han sido grandes receptores de inversión directa (tanto en términos absolutos como en relación al tamaño de sus economías), proveniente sobre todo de EEUU y Europa, pero con un creciente interés desde Asia. Más importante aún, de acuerdo a la UNCTAD, los países de la AP se

Gráfico 29  
Índice de potencial de exportaciones  
(0 = muy elevado; 200=muy pequeño)



Fuente: BBVA Research y COMTRADE

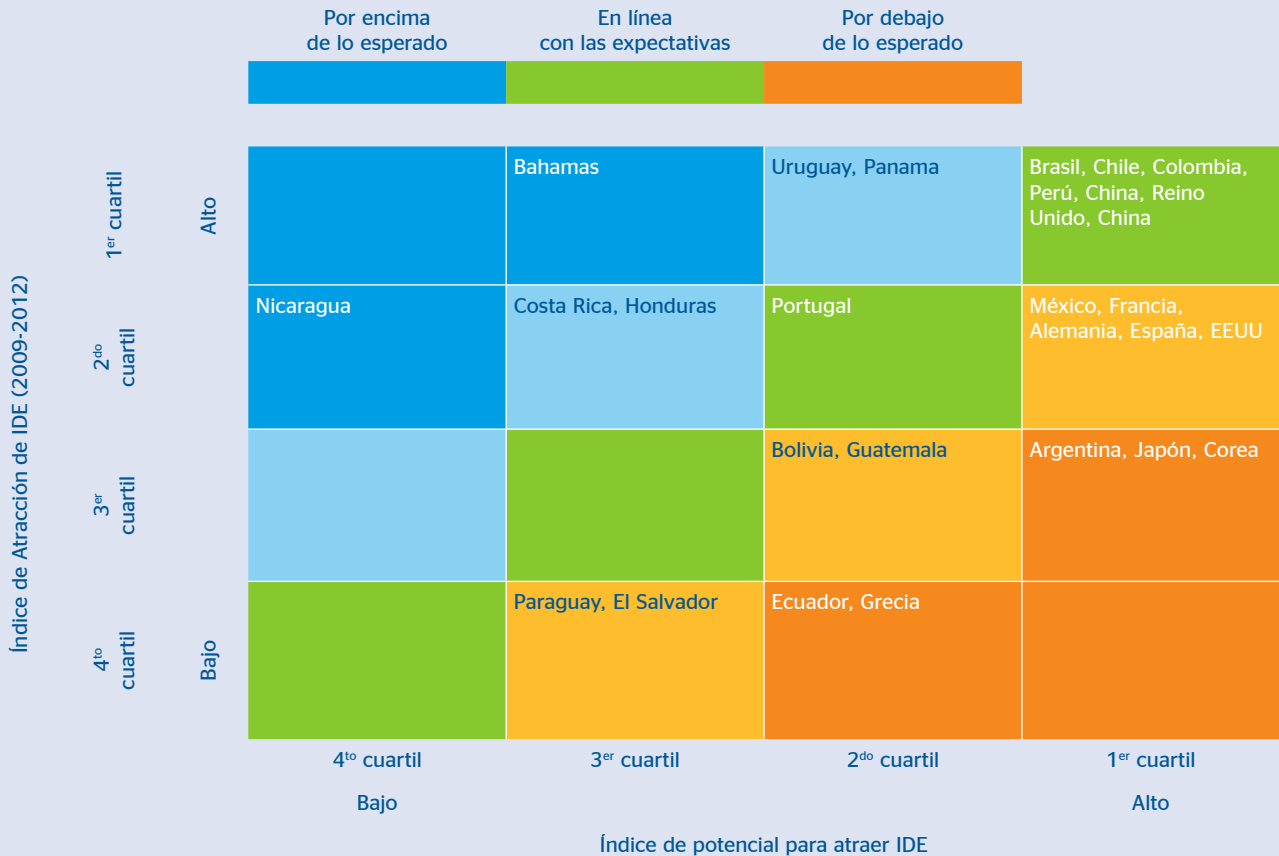
encuentran dentro del 25% superior en el ranking global de países por su potencial para atraer IDE. Como muestra el gráfico 30, comparando ambas dimensiones (flujos de IDE observados y potencial de atracción de IDE), podemos observar que los países de la Alianza del Pacífico no sólo tienen una alta potencialidad para atraer flujos de IDE sino que en realidad los consiguen atraer dentro de lo que se esperaría para ese alto potencial<sup>5</sup>, a diferencia de muchos

5: México aparece solamente en el segundo cuartil del ranking mundial de atracción de IDE, si bien hay que tener en cuenta que en su caso son muy importantes las operaciones de producción no participativas o Non-equity mode of production (NEMs) tales como la producción manufacturera por contrato o el outsourcing de servicios, que no se contabiliza como IDE pero incluye muchas de sus ventajas, incluyendo la transferencia de know-how y tecnologías.

6: Un análisis más detallado del potencial para atraer IDE y de los flujos de IDE dentro de la AP se puede encontrar en nuestro Observatorio Económico de noviembre de 2013 "Integración financiera en la Alianza del Pacífico" disponible en [http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/120822\\_EW\\_EAGLEs\\_New\\_Pacific\\_Alliance\\_Bloc\\_tcm348-355823.pdf?ts=25102013](http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/120822_EW_EAGLEs_New_Pacific_Alliance_Bloc_tcm348-355823.pdf?ts=25102013)

Gráfico 30

**Ranking de entrada de IDE (2009-2012) y de potencial para atraer IDE (2012)**



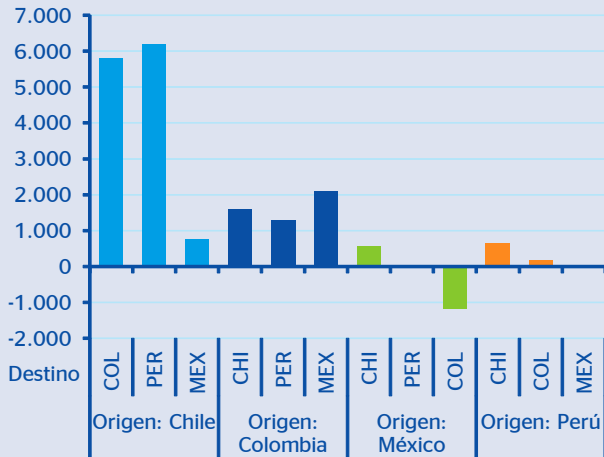
Nota: El ranking y la distribución por cuartiles se realiza sobre un total de 177 países. En la tabla solamente se presentan los países Latinoamericanos y algunos países seleccionados fuera de la región.  
Fuente: BBVA Research y UNCTAD

Al igual que en el caso de los flujos comerciales, si observamos los flujos de IDE dentro de la AP destaca en primer lugar el escaso porcentaje dentro del total de IDE recibida por los cuatro países (3% del total en 2009-2012). Además, también se encuentran fuertemente concentrados en flujos de IDE desde Chile hacia Perú y Colombia (gráfico 31), probablemente promovidos por el menor tamaño de la economía chilena (en búsqueda de diversificación y expansión de operaciones de algunas de sus empresas dentro de la región). Indudablemente también ha contribuido que la madurez del sistema de pensiones en Chile permitió inyecciones de capital a empresas con políticas de expansión regional, particularmente en los sectores de ventas al por menor y financiero. La concentración de los flujos de IDE en Perú y Colombia estaría condicionado por su cercanía geográfica y cultural, asociada a menores costos de monitoreo y control de dichas inversiones. Lo anterior se refleja

también en las cifras agregadas entre el 2009 y 2012, donde Perú absorbe el 42% de la inversión extranjera intra-AP, seguido por Colombia con un 27% (Gráfico 32).

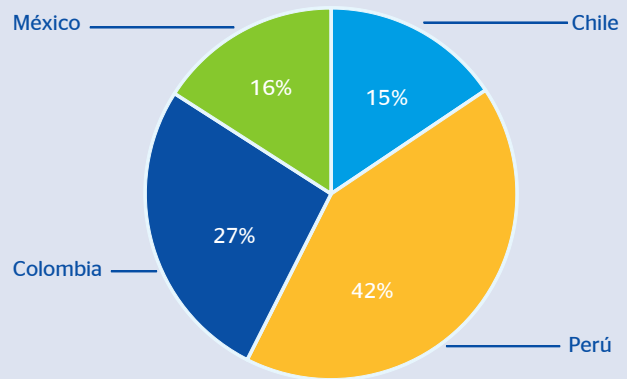
Es cierto que la integración por el lado de flujos de cartera aún es incipiente, pero iniciativas como el mercado integrado latinoamericano (MILA) tienen, cuando se complete la incorporación de México a inicios de 2014, el potencial de crear una bolsa de valores con una capitalización similar a la de Brasil (gráfico 33), si bien la profundidad y liquidez de sus mercados es menor que la de este último. En ese contexto, esperaríamos que los flujos cruzados comiencen a aumentar aprovechando y generando sinergias hacia mercados más profundos e integrados, especialmente si se sigue avanzando en la homologación, clarificación y coordinación de los tratamientos tributarios entre las autoridades de cada país.

Gráfico 31  
Flujos acumulados de IDE intra-AP, 2009-2012. Por origen-destino (millones de USD)



Fuente: BBVA Research y Banco Central de Chile

Gráfico 32  
Destino de la IDE intra-AP. Acumulado 2009-2012 (% del total)

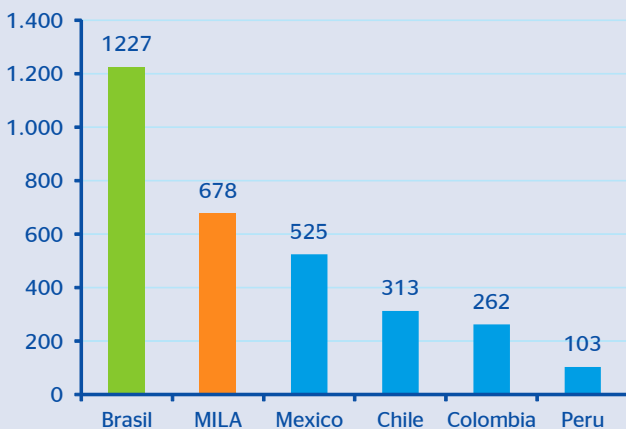


Fuente: BBVA Research y Banco Central de Chile

¿Cuáles son las perspectivas económicas de la AP a largo plazo? Hablamos de una región con un elevado crecimiento potencial, cercano al 6% en Perú y de alrededor del 5% en Colombia y Chile. En el caso de México, la agenda de reformas actual podría aumentar el crecimiento potencial hasta cerca del 4%. Esto significa un crecimiento potencial promedio para la AP cercano al 4,5% anual, superior al brasileño y casi el triple de lo que se espera para las economías desarrolladas (ver Gráfico 34).

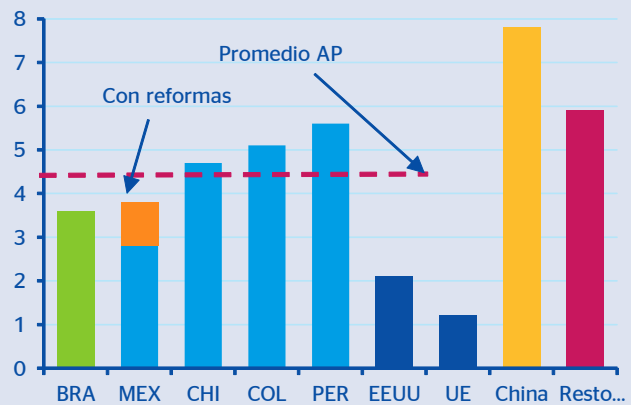
Aunque la región tiene aún desafíos importantes por delante (alta informalidad, falta de infraestructuras, baja calidad de la educación y la salud) se ha ido avanzando en los últimos años en la dirección adecuada. Una apuesta decidida por reformas en esos ámbitos podrá aumentar aún más su ya alto crecimiento potencial.

Gráfico 33  
Capitalización bursátil en diciembre 2012 (miles de millones de USD)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 34  
Crecimiento Potencial (%)



Fuente: BBVA Research y COMTRADE

## 5. La desaceleración mejora las perspectivas para los déficits exteriores en Latam

### Las perspectivas para el saldo exterior de la región mejoran levemente por la debilidad de la demanda interna y el fin de los problemas de oferta en el sector exportador en algunos países

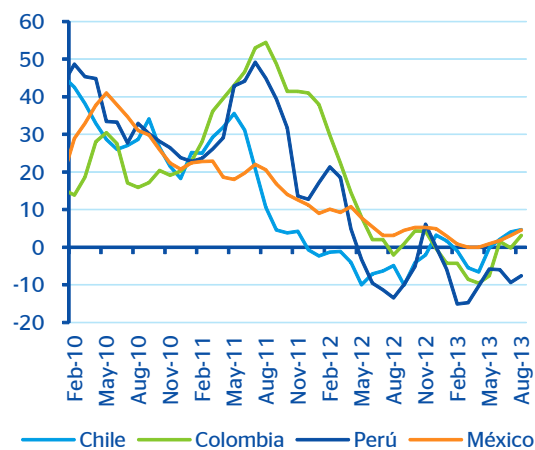
Una de las consecuencias de la comentada menor dinámica de la demanda interna para la mayoría de los países de la región, así como de cierta mejora en el precio de algunas materias primas (por ejemplo, el cobre), es la mejora generalizada en las perspectivas para la cuenta corriente, debido a la anticipada disminución del ritmo de las importaciones.

Asimismo, por el lado de las exportaciones, la debilidad mostrada a lo largo de los últimos trimestres ha obedecido tanto a una desaceleración de la demanda externa como a problemas de oferta en el sector exportador en Brasil, Perú y Colombia. En particular, en el caso de Brasil una serie de problemas operativos redujo la producción local de petróleo, estimulando las importaciones y frenando las exportaciones. En Perú, se recupera paulatinamente el sector minero y entrarán en fase de producción fuertes inversiones en el sector que ampliarían los volúmenes exportados ya a partir de inicios de 2014. Por su parte, en Colombia disminuyeron las movilizaciones sociales que afectaron especialmente a la agricultura y las exportaciones de carbón.

En la medida que los shocks temporales de oferta van desapareciendo, han contribuido a una recuperación del dinamismo de las exportaciones en el último trimestre aunque aún muy por debajo de la fortaleza observada en 2010 y 2011 (Gráficos 35 y 36). Al mismo tiempo, contribuirá decisivamente el aumento de la demanda externa a medida que se reavive el crecimiento mundial. En este sentido, la recuperación de Estados Unidos en 2014 será clave para México, pero también el mantenimiento del crecimiento en China para América del Sur.

Gráfico 35

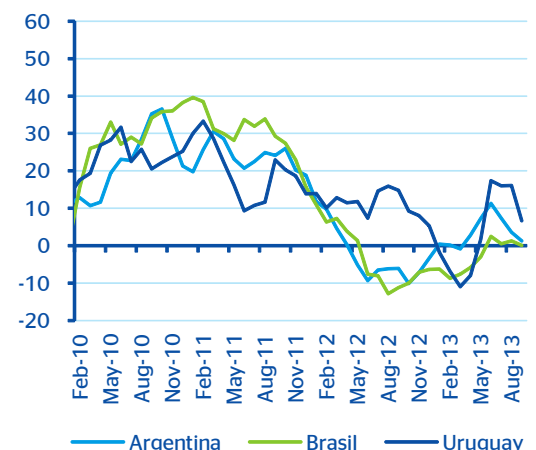
Países Latam: exportaciones (% a/a)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 36

Países Latam: exportaciones (% a/a)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics



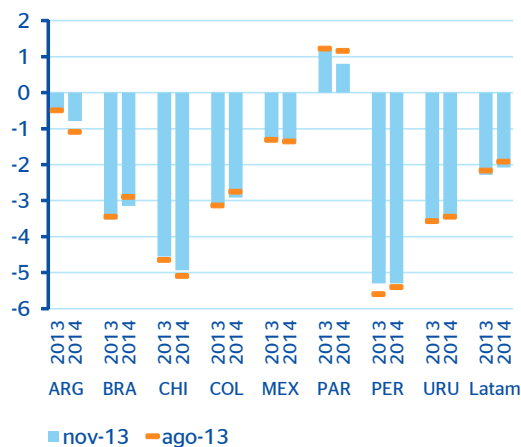
Con todo, la demanda interna seguirá siendo más dinámica que el PIB, lo que mantendrá el desequilibrio externo, aunque la brecha entre el crecimiento de ambas se irá cerrando paulatinamente (Gráfico 22). De este modo, la región seguirá mostrando déficits exteriores abultados en 2013 y 2014, especialmente en Perú y Chile, pero también en Brasil, Uruguay y Colombia (Gráfico 37). Con todo, estos déficits exteriores empezarían a flexionar a la baja a partir de 2015, de manera más acusada precisamente en Perú y Chile (hacia niveles de alrededor de 3,5% del PIB en 2017), en el primer caso por la entrada en funcionamiento de varios de los proyectos de inversión en sectores mineros, y en el segundo también por una mayor desaceleración de la actividad y una mayor depreciación real del tipo de cambio.

### Los déficits exteriores siguen estando financiados en su mayoría por flujos de inversión directa extranjera, lo que reduce la vulnerabilidad exterior

Por el lado del financiamiento de los déficits exteriores, como vimos antes, en los últimos meses se han reducido las entradas brutas de flujos de capitales diferentes a la IDE, aunque siguen siendo positivos y también se han visto compensados por repatriaciones de activos por parte de residentes. Con todo, los flujos totales de capitales se mantienen robustos, gracias en buena medida a la resistencia de la IDE, que continúa financiando en su mayor parte al desequilibrio externo (Gráfico 38), lo que reduce sustancialmente la vulnerabilidad exterior en la mayoría de países. Además, como ya apuntamos en nuestro Situación Latinoamérica de agosto de 2013, el crecimiento en los déficits en la mayoría de países de la región se ha producido en mayor medida por un aumento en la inversión y no tanto por caídas en el ahorro (público o privado).

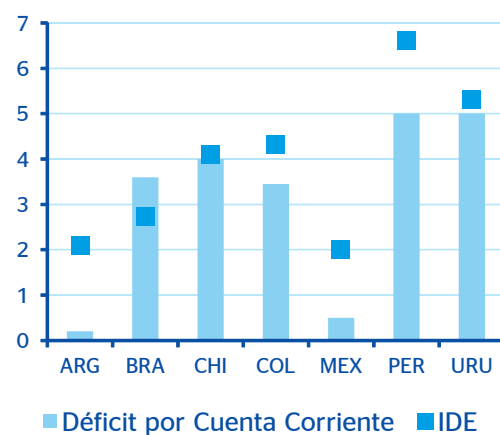
Si excluimos el efecto de la posición cíclica y otros elementos de corto plazo sobre la cuenta corriente podemos analizar los factores estructurales de la misma. El recuadro 2 sigue esta metodología y permite ver el grado de desajuste del saldo exterior. Según se aprecia en nuestras estimaciones, la cuenta corriente estructural en América Latina muestra un déficit de alrededor de 3% en los países andinos y Uruguay, un desajuste moderado y, dados los crecimientos esperados para estos países, sostenible en el medio plazo, en el sentido de que los pasivos externos como porcentaje del PIB se mantienen acotados.

Gráfico 37  
**Países Latam: Previsiones de déficit por cuenta corriente (% del PIB)**



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 38  
**Déficit por cuenta corriente e IDE (último dato disponible, % PIB)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## Recuadro 2. Saldos externos estructurales en Latam: ¿qué nos dicen sobre la sostenibilidad de la Cuenta Corriente?

El saldo en cuenta corriente puede entenderse como la diferencia entre ahorro e inversión (públicos y privados) de manera que variaciones en el saldo externo, por ejemplo un déficit, pueden derivarse de un aumento en la inversión, una bajada en el ahorro, o combinaciones de ambas. Mayores o menores déficits pueden obedecer a relaciones intertemporales para suavizar el consumo de la economía. Por ejemplo, ante choques externos que impliquen menores ingresos públicos o menor demanda externa que limite las exportaciones, un déficit en cuenta corriente puede contribuir a suavizar el consumo agregado de la economía a lo largo del tiempo.

Por su parte, dado que el déficit en cuenta corriente representa también la posición deudora de un país frente al resto del mundo, un déficit puede resultar insostenible en caso de que las fuentes de financiamiento que lo respalden se retiren abruptamente -en situaciones tales como el que la composición de la entrada de capitales favorezca más a flujos de corto plazo que a inversión extranjera directa- o debido a la composición de moneda nacional y extranjera de las obligaciones (situaciones todas desfavorables en México en 1995).

La medida de cuenta corriente, sin embargo, suele tener un componente cíclico importante; de hecho, algunos de los patrones que han redundado en el balance actual de cuenta corriente son el resultado de efectos cíclicos derivados de las crisis recientes y la dinámica de los determinantes de la cuenta corriente a raíz de estas. Con el objetivo de tener una mejor valoración sobre si un determinado déficit es sostenible o no, un análisis interesante consiste en separar el componente estructural del componente meramente relacionado con el ciclo en el balance de cuenta corriente.

La metodología seguida aquí consiste en analizar el efecto de una serie de variables que se descomponen en sus contribuciones de largo, mediano y corto plazo y así estimar su incidencia en el resultado de la cuenta corriente. Se considera que los componentes de largo y mediano plazo constituyen el componente estructural mientras que el de corto plazo constituye el componente cíclico. En este

ejercicio se obtiene así una "cuenta corriente ajustada" que se genera mediante la extracción de los componentes de largo y medio plazo de las variables explicativas y sus correspondientes efectos estimados (componente estructural) a lo que se agrega el componente meramente relacionado con el ciclo. La cuestión de si grandes déficits en cuenta corriente en algunos años implican mayor o menor vulnerabilidad que bajos déficits mantenidos en el tiempo depende de qué factores están detrás de dichos montos. El análisis que se describe a continuación es relevante para aportar más luz en cuanto a la naturaleza "permanente" o "temporal" de los déficits.

En el análisis se incluye un conjunto de variables que se pueden agrupar como sigue: (1) variables relacionadas con factores demográficos (2) variables relacionadas con la inversión, (3) variables relacionadas con el ahorro, (4) variables de crédito (5) variables de comercio. En el siguiente cuadro se describen los efectos esperados de cada variable incluida en el grupo<sup>7</sup>.

Los resultados del ajuste del modelo son buenos en el sentido de que la cuenta corriente estimada con los factores considerados replica de forma cercana la cuenta corriente observada para cada país: la correlación entre la serie observada y la estimada por el modelo es mayor al 80% en el total de la muestra (1980-2012) para todos los países excepto Brasil. Si bien hay algunos años con desviaciones entre el modelo y los datos observados, estas desviaciones tienden a revertirse en el siguiente periodo. Con ello se concluye que las variables consideradas son adecuadas para modelizar la dinámica de la cuenta corriente en el periodo considerado. Con esta metodología se obtienen también pronósticos para la cuenta corriente en el horizonte 2013 a 2020 así como de sus componentes estructural y cíclico y de los factores que con base en la evolución estimada de las variables explicativas influirán en dicha evolución (ver Gráficos 39 y 40). Estos pronósticos son consistentes además con modelos elaborados con base a otras metodologías anteriores.

7: Para mayor detalle sobre la estimación ver: Observatorio Económico España. Un análisis de la evolución y los determinantes del saldo por cuenta corriente en España. [http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/131028\\_Observatorio\\_Cuenta\\_Corriente\\_Espa\\_a\\_Esp\\_tcm346-407130.pdf](http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/131028_Observatorio_Cuenta_Corriente_Espa_a_Esp_tcm346-407130.pdf) y Economic Watch. Structural twin deficits, a problem of the developed world rather than the emerging one. [http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/111216\\_Economic\\_Watch\\_Twin\\_Deficits\\_in\\_G7\\_final\\_tcm348-287802.pdf?ts=762012](http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/111216_Economic_Watch_Twin_Deficits_in_G7_final_tcm348-287802.pdf?ts=762012)

Tabla 1

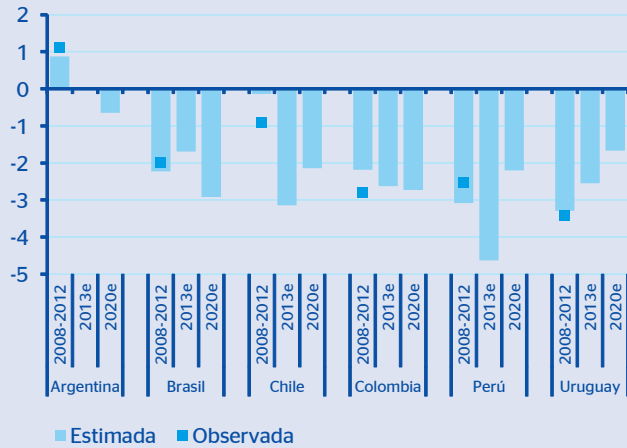
**Variables determinantes de la cuenta corriente**

Variable	Signo esperado	Mecanismo teórico
<b>Variables de Demografía</b>		
Ratio de Dependencia de la tercera edad (% de la población total)	(-)	Una mayor proporción de dependientes económicamente inactivos se asocia a un menor ahorro nacional
Ratio de dependencia de la población joven (% población total)	(-)	
Crecimiento de la población (%)	(-)	Variable que aproxima la población activa futura
Gasto sanitario público (% PIB)	(-)	Variable que aproxima brechas estructurales de política económica
<b>Variables de inversión</b>		
Inversión (% PIB)	(-)	El déficit por cuenta corriente se correlaciona con las ganancias futuras de productividad derivadas de una mayor inversión presente como consecuencia de, por ejemplo, un proceso de convergencia o "catching-up" (-). Si la tasa de inversión a largo plazo es elevada, el retorno de dicha inversión -vía ganancias de productividad- acabaría por generar mejoras en el saldo corriente (+). La correlación (-) tiende a dominar en la literatura
PIB per cápita (ajustado PPA, dólares EE. UU, en logs)	(+)	Países con una menor renta y, por lo tanto, menor grado de desarrollo suelen producir déficits corrientes elevados debido al conjunto de inversiones que se realizan de cara a favorecer la convergencia económica
Brecha de producción (% PIB)	(-)	Variable que aproxima shocks de demanda
Tipo de interés a corto plazo en EE. UU (%)	(-)	Movimientos adversos en los mercados de capital se asocian a un empeoramiento del saldo por cuenta corriente
VIX (variación en %)	(+)	Un aumento en la aversión al riesgo se asocia a un mayor ahorro
<b>Variables de ahorro</b>		
Saldo fiscal (% PIB)	(+)	Los déficits presupuestarios se asocian a un peor comportamiento del saldo por cuenta corriente al redistribuir renta de las generaciones futuras a la generación actual
PIIN (% PIB)	(+)	Una mejor PIIN inicial suele asociarse a un mejor comportamiento del saldo corriente debido al mejor comportamiento del saldo de la balanza de rentas (+). Por otro lado, la mejor PIIN inicial podría facilitar la acumulación de déficits en la balanza comercial durante un período largo de tiempo (-). La correlación (+) tiende a dominar en la literatura
<b>Variables de crédito</b>		
Crédito al sector privado (% PIB)	(+)/(-)	Un sistema financiero más desarrollado puede dar lugar a un mayor ahorro (+), en contraposición, también podría señalar una excesiva facilidad de endeudamiento lo que daría lugar a un menor ahorro (-)
<b>Variables de comercio</b>		
Apertura comercial (% PIB)	(+)	Variable que aproxima la existencia de barreras al comercio internacional -, en sentido más amplio, los costes del comercio internacional. Esta variable puede captar otros atributos, tal y como el grado de atractivo de la inversión extranjera directa
Balanza comercial petróleo (% PIB)	(+)	El elevado precio del petróleo empeora el saldo de la balanza energética de los países importadores lo que se asocia a un empeoramiento del déficit por cuenta corriente
Relación de intercambio (variación en %)	(+)	Un aumento en la relación de intercambio se asocia a un aumento de la renta real disponible y, por lo tanto, del ahorro
Tipo de cambio efectivo real	(+)	Las ganancias de competitividad-precio de las exportaciones mejoran el saldo corriente

Fuente: BBVA Research

Gráfico 39

Balanza por cuenta corriente: observada y estimada por el modelo (% PIB)



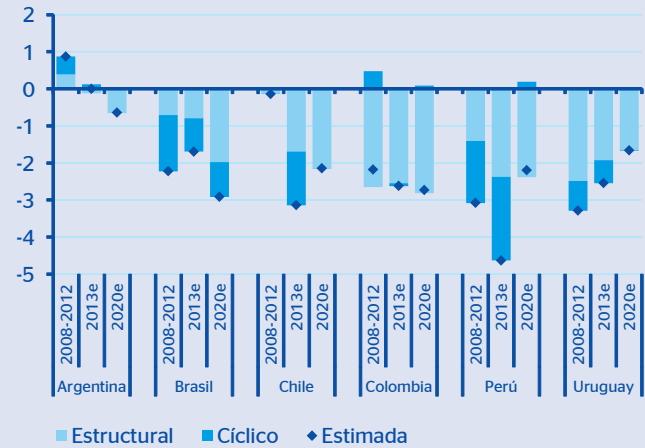
Fuente: BBVA Research

Una vez comprobado el buen ajuste del modelo a los datos observados, se estima que para un horizonte de mediano plazo (2013-2020), el saldo de la cuenta corriente promedio de la región será deficitario en todas las economías. El nivel esperado de déficit se proyecta desde cerca de 0.5% en el caso de Argentina hacia el final de la década, hasta cerca de 3.0% en el caso de Colombia. En otros casos como Perú, factores cíclicos implicarán un crecimiento en el tamaño del déficit en el corto plazo (hasta casi 5.0%) que tenderá a compensarse más adelante. Más relevante aún es el origen del déficit y su trayectoria esperada; tanto para el periodo observado como para los años pronosticados, en general, el componente estructural contribuirá a explicar la mayor parte del déficit (salvo casos como el citado Perú). En el periodo reciente, entre 2008 y 2012, cerca del 70% del déficit en cuenta corriente fue aportado por el componente estructural, particularmente relevante en los países andinos, mientras que en los siguientes cinco años dicho componente estructural aportará en torno del 80% del déficit esperado. Con todo, en cualquier caso los déficits estructurales de la región estarían acotados en niveles que se podrían considerar como manejables.

Considerando una comparación punta a punta del periodo proyectado, destacan por un lado los casos de Argentina y Brasil, economías que se espera que alcancen un mayor déficit en cuenta corriente que el actual hacia 2020, particularmente por el componente estructural. Esta ampliación del déficit estará influenciada en el caso de Argentina por la balanza energética (factores comerciales). En Brasil factores comerciales tienden a cobrar mayor importancia en el mediano plazo, mientras que la aportación

Gráfico 40

Cuenta corriente estimada: componentes cíclico y estructural (% PIB)



Fuente: BBVA Research

de otros como inversión se reduce. Por otra parte, en Chile y Perú esperamos una disminución importante en la brecha de cuenta corriente en los siguientes años, donde el componente cíclico será particularmente relevante. En el caso de Perú, por ejemplo, se espera que los términos de intercambio sean menores a los observados hasta ahora mientras que la inversión se mantendrá alta en relación a lo observado en los años recientes. En el caso de Chile, los efectos de crecimiento relacionados con la mayor integración financiera de los últimos años compensan los efectos de un menor crecimiento potencial y, hacia el futuro, la mayor depreciación prevista contribuirá a cerrar la brecha en el mediano plazo. En el caso de Colombia, el pronóstico apunta a converger a un nivel de déficit de cuenta corriente cercano a 3% al final de la década, con un componente estructural que se mantendrá explicando casi la totalidad de este déficit y con pocos cambios respecto a la situación actual. Con todo, el efecto combinado de la mayor apertura económica así como la mayor capacidad productiva y mejoras continuas esperadas en el balance fiscal del gobierno colombiano amortiguarán la ampliación del déficit estructural.

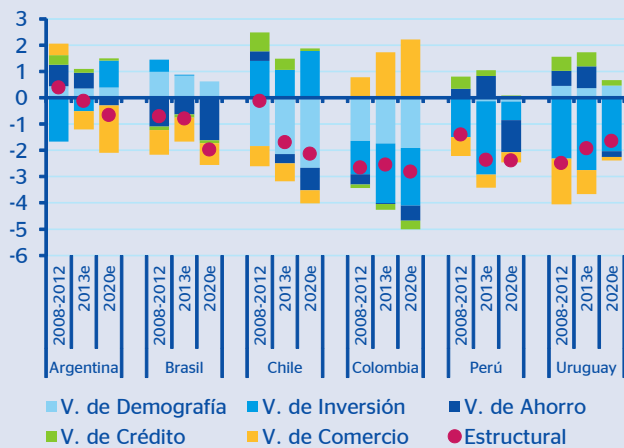
En un contexto intertemporal, los fundamentales en la mayoría de los países permiten asumir un aumento en el déficit de cuenta corriente en el corto plazo que implique un incremento en la capacidad productiva, para lo que es asumible que se valgan de financiamiento externo. Destaca así que desde un enfoque intertemporal los niveles estimados de déficit son congruentes dado el nivel de crecimiento potencial esperado, las condiciones financieras esperadas para la región y los niveles de endeudamiento externo esperado a futuro. En este sentido,

en general, el financiamiento externo ha estado vinculado mayormente a proyectos de inversión del sector privado en actividades productivas como minería e infraestructura (y no en consumo), vinculadas en mayor medida a aumentos sostenibles en el crecimiento potencial de la

región, de ahí la elevada contribución negativa esperada al déficit estructural del componente de inversión, tal es el caso particularmente de Colombia, Perú y Uruguay (ver gráficos 41 y 42).

Gráfico 41

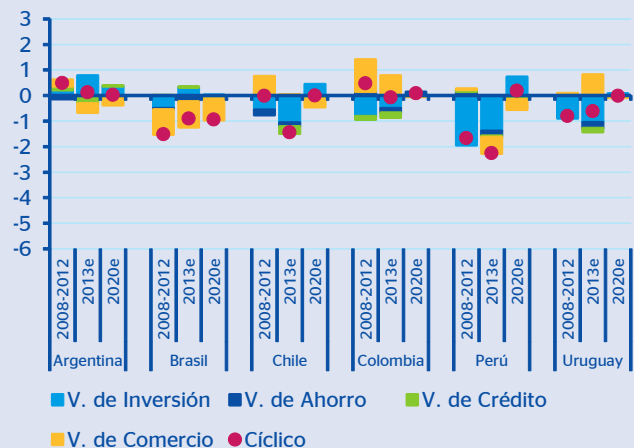
**Descomposición del componente estructural de la balanza por cuenta corriente (% PIB)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 42

**Descomposición del componente cíclico de la balanza por cuenta corriente (% PIB)**



Fuente: BBVA Research

Como se mencionó antes, el componente cíclico contribuirá con cerca del 20% del déficit estimado. En la mayoría de los casos, el componente cíclico de la balanza comercial y, en particular, el componente de factores comerciales contribuirán a compensar parcialmente el efecto en la balanza, vía alto nivel esperado en términos de intercambio, como es el caso de Argentina, Chile y Colombia.

aunque con tendencia a cerrarse en la mayoría de ellos. El componente estructural continuará siendo el de mayor aportación; y el cíclico, clave en el cierre de la brecha. Los déficits estructurales se mantendrán o tenderán a cerrarse en los países andinos y Uruguay en niveles cercanos a 2% del PIB, mientras que tenderán a abrirse aunque en menor nivel en Argentina y Brasil. Con todo, del análisis destaca la viabilidad de las economías de la región para incrementar su capacidad productiva apoyadas en el financiamiento externo como complemento del interno. Esta viabilidad basada en factores estructurales será clave de cara a incrementar la productividad en el largo plazo y en el contexto de las necesarias reformas que impulsen la productividad y la competitividad exterior.

En conclusión, el saldo mayoritariamente deficitario de la cuenta corriente en los países de Latam en los años recientes tuvo un componente estructural elevado. Hacia el final de la década, el modelo pronostica la continuación del déficit en cuenta corriente para todos los países analizados,

## 6. Heterogeneidad de política monetaria ante diferentes presiones inflacionarias

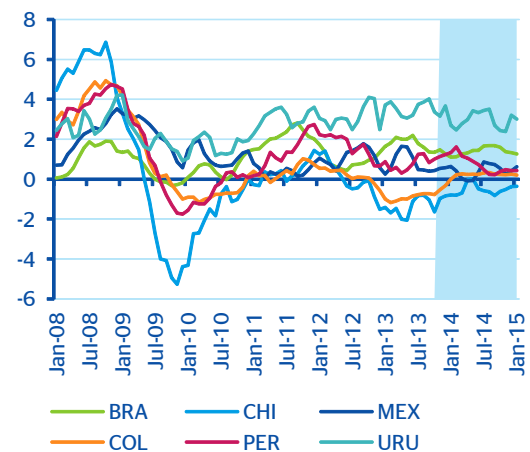
### La inflación regresa a las bandas objetivo de los bancos centrales, con la importante excepción de Uruguay y, en menor medida, Perú. Pero se mantienen las presiones sobre la inflación en Brasil

Durante el tercer trimestre la inflación se redujo en la mayoría de países con objetivos de inflación, con la importante excepción de Uruguay, donde se mantuvo por encima del 8% interanual. Los principales factores detrás de la tendencia a la baja de la inflación fueron la debilidad de la demanda interna (Chile y Paraguay) y la menor presión por parte del precio de los alimentos (México, Colombia, Brasil) y de los combustibles (Chile, Colombia).

Con todo, la dinámica subyacente de la inflación resulta claramente diferente entre Brasil y Uruguay, por un lado, y el resto de países con objetivos de inflación. En Brasil, a pesar de que la inflación ha regresado dentro del (amplio) rango objetivo del banco central, aún se mantiene por encima de la meta (4,5%) y se espera que siga de forma persistente fluctuando alrededor del 6% en los próximos trimestres, por las presiones existentes sobre la capacidad instalada y en parte también impulsada por un ajuste esperado en los precios de los combustibles. Por su parte, en Uruguay, la estrechez del mercado laboral y la indexación salarial mantienen la inflación por encima del rango objetivo del Banco Central (incluso el ampliado que regirá a partir de julio de 2014). Mientras tanto, en el resto de países con objetivos de inflación ésta tenderá a converger hacia el objetivo central (Gráfico 43). En Perú esto significará una reducción de la inflación desde niveles ligeramente superiores a la banda objetivo, a medida que se reduzcan las presiones de demanda y se normalicen los precios de los alimentos. En el caso opuesto se encuentra Chile, donde la inflación debería aumentar hacia el objetivo del banco central impulsada por los bienes transables y el efecto de la depreciación del tipo de cambio.

Gráfico 43

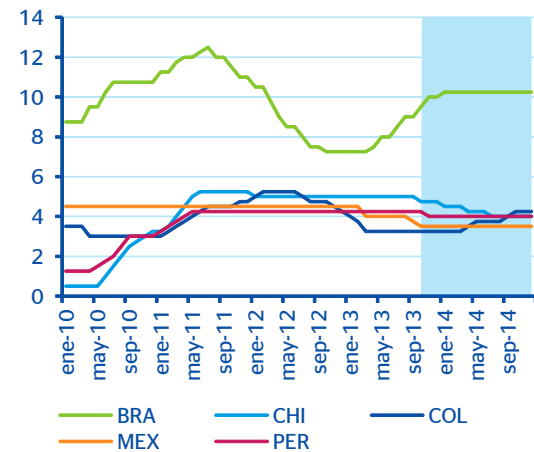
**Latam: desviación de la inflación (%a/a) respecto a la meta del Banco Central (pp)**



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 44

**Países Latam: Tipo de interés oficial (%)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## La heterogeneidad en las presiones inflacionistas condiciona políticas monetarias diferenciadas en la región: endurecimiento en Brasil y Uruguay frente a un sesgo más laxo en los países Andinos y México

A pesar de recibir un impacto similar de las turbulencias financieras internacionales desatadas a partir de la discusión sobre la reducción de compras de bonos por parte de la Fed (el llamado *tapering*) las diferencias en las presiones sobre la inflación condicionaron una respuesta diferente de los bancos centrales durante el trimestre (Tabla 2), con un aumento de los tipos de interés en Brasil y una tendencia hacia la restricción en los agregados monetarios en Uruguay (después del cambio de instrumento de política monetaria). En contraposición, se produjo una reducción de tipos de interés en México, Perú y Chile dada la desaceleración de la demanda interna, mientras que, en el caso de Perú, se continuó optando también por la rebaja de los coeficientes de reservas para favorecer el crédito y la actividad económica, al tiempo que no se fomenta una mayor depreciación del tipo de cambio. En el caso de Perú, la reducción de tipos de interés a inicios de noviembre fue relativamente sorpresiva dada la persistencia de la inflación por encima de la banda objetivo y la aparente tendencia a la mejora de los indicadores externos y de demanda interna en los últimos meses. Por su parte, en Colombia se pasó de un cierto sesgo hacia una continuación de las reducciones de tipos de interés que ya se produjeron desde mediados de 2012, hacia una tendencia a la estabilidad a medida que la actividad económica daba señales de recuperarse tras los estímulos en los trimestres anteriores.

En respuesta a las turbulencias financieras y las presiones a la depreciación del tipo de cambio entre mayo y julio las autoridades en casi todos los países (con la importante excepción de Chile) también respondieron con medidas dirigidas a reducir trabas a las entradas de flujos de capitales (reducción de impuestos a las transacciones financieras en Brasil o reducción de coeficientes de reservas a depósitos en moneda extranjera en Perú) o con intervenciones en los mercados cambiarios, a través de venta de dólares (o reducción en el programa de compras) o swaps de divisas (Tabla 2).

Tabla 2

### Medidas tomadas a partir del inicio de las turbulencias financieras (23 mayo de 2013)

	Política monetaria				Política cambiaria		
	Subidas de la tasa de referencia	Mayor sesgo alcista en la tasa de referencia	Recortes de la tasa de referencia	Relajación de las medidas de liquidez	Swaps de divisas	Intervención en el cambio de divisas	Relajación de los controles de capital
ARG						Ventas más depreciadas de dólares US	
BRA	Sí	Sí			Aumentaron, compromiso futuro		Sí
CHI			Sí				
COL						Reducción en las compras de dólares US	
MEX			Sí				
PER			Sí	Reducción del requerimiento de reservas		Ventas de dólares US	Menores requerimientos de reservas
URU	Sí*	Sí*				Se detuvo la compra de dólares US	

\*En Uruguay se abandonó la fijación de tasas de interés de referencia a favor del uso de agregados monetarios, pero las tasas de interés han tendido a aumentar.

Fuente: BBVA Research

Hacia delante, los bancos centrales continuarán focalizándose principalmente en las perspectivas de inflación y demanda interna, aunque sin descuidar el efecto de sus políticas sobre el tipo de cambio. Así, esperamos políticas más laxas en Chile y Perú, estabilidad de tipos de interés en México y un endurecimiento adicional en Brasil y Uruguay, al que se unirá Colombia en 2014 (Gráfico 44).

En particular, esperamos una reducción de los tipos de interés en Chile en los próximos trimestres, hasta acumular un total de 100 pb de bajadas (incluyendo la bajada reciente de 25 pb en octubre) y una continuación de las reducciones de requerimientos de reservas en Perú, manteniendo los tipos de interés inalterados después de la reducción sorpresiva de inicios de noviembre. En ambos países, la desaceleración de la demanda interna y unos tipos de interés cercanos a los niveles neutrales (Gráfico 45) motivarán esta política monetaria más laxa, si bien en el caso de Perú la mayor dolarización de pasivos condiciona la elección del instrumento de política por parte del Banco Central.

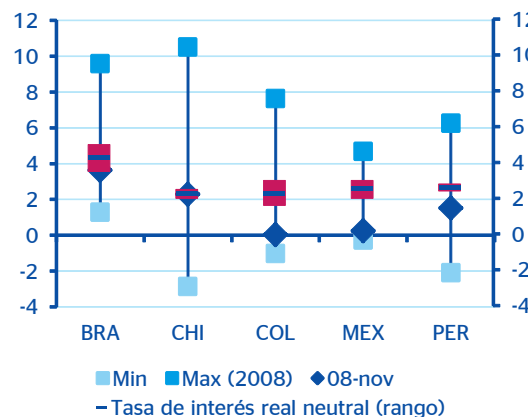
En el caso de México, en los últimos meses Banxico completó el recorte de 50 pb en la tasa de política monetaria y descarta una reducción adicional en el futuro previsible, por lo que esperamos tipos de interés estables en nuestro horizonte de previsión. El banco central destacó los bajos niveles de inflación así como la ausencia de presiones de demanda para 2013 y 2014. Y aunque considera que prevalecen los riesgos a la baja en actividad, descarta un recorte adicional en el futuro previsible, lo que podría obedecer al objetivo del banco central de no mantener una tasa real muy alejada de cero en un contexto de inflación a la alza y cercano al límite superior de su rango de variabilidad.

En el caso de Brasil, a pesar de que la inflación ha regresado a la banda objetivo (aunque se mantiene en la parte superior de la misma) las presiones aún latentes sobre los precios forzarán la continuación de los aumentos de tipos de interés, en por lo menos 50 pb adicionales. También en el caso de Uruguay las presiones sobre la inflación (que se mantendrá por encima de la banda objetivo, incluso después de la ampliación que se produzca en julio de 2014) forzarán una política monetaria restrictiva.

Una motivación diferente es la que está detrás del aumento de tipos esperado en Colombia en la primera mitad de 2014: la expectativa de una recuperación del crecimiento a partir de finales de 2013, lo que empujaría a BanRep a acercar los tipos de interés hacia niveles más neutrales desde niveles actuales cercanos a cero en términos reales (Gráfico 45).

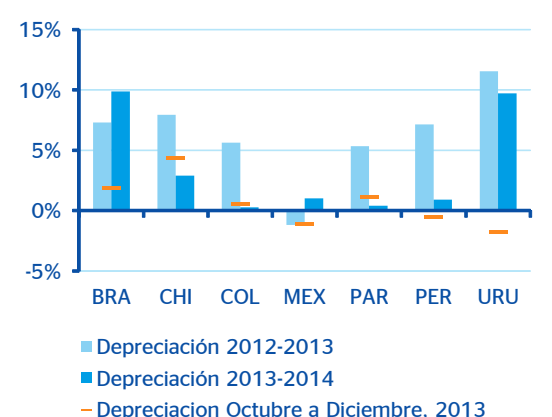
Por su parte, en Paraguay se mantienen los riesgos de choques de oferta que afecten desfavorablemente los precios así como eventuales riesgos cambiarios, por lo que estimamos que el BCP empezará a normalizar su tasa de política en 2014 y la aumentaría en 50pb para asegurar que la inflación se mantenga en el interior del rango objetivo.

Gráfico 45  
**Países Latam con objetivos de inflación: tipos de interés oficiales reales\***



\* Tipos de interés nominales menos inflación interanual observada 12 meses después. Para la observación de noviembre se utilizan las previsiones de inflación a 12 meses.  
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 46  
**Países Latam: depreciación del tipo de cambio (%)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research



## Las dudas sobre el calendario de retirada gradual del estímulo monetario por parte de la Fed mantendrán la volatilidad sobre el tipo de cambio. Pero en general, la tendencia a una menor liquidez internacional contribuirá a una ligera depreciación en la mayoría de países de la región

La evolución de los tipos de cambio en la región estará, como en los últimos dos trimestres, fuertemente condicionada por el proceso de reducción de compras de bonos por parte de la Fed (tapering) y por el inicio de las subidas de tipos de interés oficiales en EEUU. Como hemos reseñado en las primeras secciones, este proceso de retirada de estímulos monetarios en EEUU será muy dependiente de los datos sobre el ritmo de la recuperación en EEUU, por lo que someterá a los mercados a vaivenes naturales de acuerdo a la valoración más positiva o negativa de los mismos. Asimismo, las negociaciones sobre el presupuesto fiscal y el techo de deuda en EEUU añadirán incertidumbres adicionales a este proceso. Por ello, esperamos que en los próximos trimestres la volatilidad de los mercados financieros y de los tipos de cambio en la región sea relativamente elevada, en relación a la observada antes de mayo. A esta volatilidad también podrían contribuir, en los países andinos y Brasil, los amplios déficits por cuenta corriente en algunos países, especialmente si se produjeran reducciones importantes en los precios de las principales materias primas de exportación

Manteniendo como telón de fondo esta mayor volatilidad del tipo de cambio, consideramos que en lo que resta de 2013 y en 2014 continuará la tendencia a una ligera depreciación de los tipos de cambio en los países con flexibilidad cambiaria (Gráfico 46), con la excepción de Brasil, Uruguay y, en menor medida Chile, donde esa depreciación sería más elevada. La depreciación seguirá la tendencia al aumento de los tipos de interés a largo plazo en EEUU (en comparación con una postura algo más laxa en Latam) una cierta mayor aversión al riesgo y saldos externos que aún no se recuperan significativamente. Con todo, anticipamos que esa depreciación será contenida —dentro de una elevada volatilidad— pues buena parte del efecto de la retirada del estímulo monetario por parte de la Fed ya habría sido incorporado por los mercados, además de que la depreciación observada a lo largo de 2013 ha servido para alinear mejor con los fundamentales a los tipos de cambio flexibles de la región.

Como se puede observar en el Gráfico 46, las principales excepciones a una leve depreciación en 2014 serán Chile y, especialmente, Brasil y Uruguay. En el caso de Chile la depreciación esperada en 2014 guarda relación estrecha con nuestra previsión de un declive del precio del cobre a lo largo del año (Gráfico 16). Sin embargo, en Brasil el fin del programa de swaps de dólares así como la necesidad de recuperar parte de la competitividad perdida en los últimos años y disminuir el déficit por cuenta corriente haría que las autoridades estén dispuestas a aceptar una depreciación mayor (alrededor del 10% en el año). Esta depreciación en Brasil muy probablemente arrastraría también a una depreciación similar en Uruguay.

## 7. Los retos de política económica en Latam en un entorno menos favorable

### **La región está, en general, preparada para soportar nuevos shocks del exterior...**

El entorno económico internacional sigue presentando diferentes factores de riesgo que pueden afectar a América Latina. Como se describe en la sección 2 de este informe, tanto una posible retirada desordenada del estímulo monetario en EEUU como una posible disminución brusca del crecimiento en China (que terminaría afectado al precio de las materias primas de exportación de la región) constituyen shocks negativos para la región, con un impacto considerable, si bien con una probabilidad, en estos momentos, reducida.

Como ya hemos venido comentando a lo largo de los últimos Situación Latam, consideramos que la región sigue mostrando indicadores de vulnerabilidad relativamente sólidos en relación a otras regiones emergentes y a sus estándares históricos. Así, en la mayoría de países las reservas internacionales continúan en niveles relativamente altos, la deuda externa se mantiene relativamente moderada (a pesar de un aumento de los déficits exteriores), los sistemas bancarios se mantienen sólidos y con una adecuada supervisión y, especialmente importante, no se cuestiona la flexibilidad de los tipos de cambio como un amortiguador importante frente a un shock externo.

En el área fiscal, los déficits se mantienen en niveles manejables y la deuda pública continúa disminuyendo como porcentaje del PIB en la mayoría de países, si bien en algunos países tipos de interés más elevados que el PIB nominal pueden representar un reto importante en términos de dinámicas de deuda a futuro. Por último, la prudencia de las políticas económicas en la mayoría de países de la región también ha permitido aumentar la credibilidad y la eficacia de las mismas, al tiempo que por primera vez se han podido utilizar de forma contracíclica en la región.

### **... pero es importante mantener el espacio de maniobra para las políticas económicas, en caso de que sean necesarias. Además, la flexibilidad cambiaria será el primer amortiguador**

Es importante recordar que los buenos indicadores fiscales y externos dependen en gran medida del precio elevado de las materias primas de exportación y se han producido en un contexto de condiciones de financiación exterior relativamente favorables por las políticas acomodaticias de los bancos centrales en las economías desarrolladas. Además, en muchos países de la región los márgenes para las políticas contracíclicas son menores que en 2008. El espacio para la reducción de los tipos de interés oficiales (nominales y reales) es menor que en los meses previos a la caída de Lehman Brothers (Gráfico 45) y, por el lado fiscal, los déficits y el gasto público se mantendrán por encima de los observados inmediatamente antes de la crisis de 2008.

Como ya comentábamos en informes previos a lo largo de 2012, los buenos momentos de condiciones financieras holgadas y precios elevados de materias primas, condicionados por políticas laxas en las economías desarrolladas (especialmente EEUU) debían aprovecharse para recomponer ese espacio de maniobra de la política monetaria y fiscal. Poco se ha avanzado desde entonces, y ahora nos acercamos al momento en el que se empezará a reducir el estímulo monetario en EEUU, se reducirá la liquidez global y los precios de las materias primas no seguirán aumentando para aportar ese fuerte apoyo al crecimiento. No es ahora el momento oportuno para recomponer esos espacios, pero tampoco para usar antes de tiempo el espacio que aún queda,

El mantenimiento de la flexibilidad cambiaria (con la posibilidad de cierta intervención para mitigar la volatilidad, pero no las tendencias subyacentes) deberá continuar siendo la primera línea de defensa frente a un shock externo, especialmente después de que los avances en la reducción de la dolarización en la región permitan disminuir sustancialmente los efectos nocivos sobre la posición patrimonial de los agentes como resultado de una depreciación del tipo de cambio.

## **A medida que se reduce el impulso de los precios de las materias primas y las condiciones financieras son menos favorables las políticas económicas no deben sobre-estimular la demanda. Hay que seguir impulsando el lado de la oferta a través de una agenda de reformas**

En este contexto, la principal tentación de las autoridades puede ser girar el énfasis de las políticas económicas hacia el mantenimiento de tasas de crecimiento similares a las de 2010-2012 a través de políticas de demanda, cuando se mantienen los signos de estrecheces por el lado de la oferta, a juzgar por la presión que aún soportan los mercados laborales, por los cuellos de botella por el lado de infraestructuras y por la expansión de los déficits exteriores. A pesar de que el crecimiento se ha desacelerado en la región, el nivel producto está muy cerca del potencial, e incluso por encima en algunos países.

Como ya mencionamos en la sección sobre política fiscal, no parece del todo justificado un mayor impulso fiscal en la región, que podría acentuar las estrecheces de los mercados laborales y los desequilibrios externos. Por el lado monetario, es necesario no desviar tampoco el foco hacia el apuntalamiento de la actividad económica, especialmente en países que mantienen importantes presiones inflacionarias, pero en general en aquellos países donde el espacio de maniobra monetario es ya muy limitado (Gráfico 44). El espacio para la política monetaria será muy necesario cuando se empiece a implementar la retirada de liquidez por parte de los bancos centrales en los países desarrollados, empezando por la Fed.

¿Qué hacer entonces frente a un contexto de vientos de frente tanto por el lado de los precios de las materias primas como por el lado de unas condiciones financieras menos holgadas? El avance en el proceso de reformas resulta esencial para liberar las estrecheces por el lado de la oferta en el medio plazo y asegurar el sostenimiento del crecimiento de la renta per-cápita en el largo plazo. Además, hay que tener en cuenta que, en un entorno con menor liquidez global, los mercados discriminarán cada vez más de acuerdo a los fundamentales y la capacidad de mejorarlos a través de reformas duraderas. Las reformas propuestas recientemente en México tienen el potencial para mejorar la eficiencia y aumentar la productividad y el crecimiento en ese país. La clave para la región será en qué medida ese esfuerzo reformador se pueda extender a otros países y generar un aumento de la productividad a través del aumento del ahorro que financie la necesaria inversión en capital físico (infraestructuras, especialmente) y humano (educación y salud).

## 8. Tablas

Tabla 3  
PIB (% a/a)

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

\*Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

Tabla 4  
Inflación (% a/a, promedio)

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

\*Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

Tabla 5  
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)

	2011	2012	2013*	2014*
Argentina	4,13	4,55	5,45	6,93
Brasil	1,68	1,96	2,15	2,34
Chile	484	486	493	520
Colombia	1.848	1.798	1.863	1.896
México	12,48	13,15	12,68	12,76
Paraguay	4.188	4.417	4.305	4.515
Perú	2,75	2,64	2,70	2,77
Uruguay	19,23	20,23	20,48	22,62

\*Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

Tabla 6

**Tipos de interés (% promedio)**

	2011	2012	2013*	2014*
Argentina	13,34	13,85	16,79	18,03
Brasil	11,71	8,46	8,44	10,25
Chile	4,75	5,00	4,94	4,19
Colombia	4,10	4,94	3,35	3,75
México	4,50	4,50	3,94	3,50
Paraguay	8,49	6,00	5,50	5,85
Perú	4,04	4,25	4,21	4,00
Uruguay	18,97	18,59	16,74	17,12

\*Previsiones.

Fuente: BBVA Research

Tabla 7

**Cuenta Corriente (% PIB)**

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

\*Previsiones.

Fuente: BBVA Research

Tabla 8

**Balance Fiscal (% PIB)**

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

\* 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

**Cecilia Posadas**

c.posadas@bbva.com

**Pablo Urbiola**

pablo.urbiola@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Chile

**Jorge Selaive**

jselaive@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

México

**Carlos Serrano**

carlos.serranoh@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

México

**Carlos Serrano**

carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación Latam

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Chile

**Jorge Selaive**

jselaive@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**

hperea@bbva.com

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo.lopez@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 Económicos

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@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

Inclusión Financiera

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

**José Carlos Pardo**

josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

**Matías Viola**

matias.viola@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