

# Situación Latinoamérica

Segundo Trimestre 2013  
Análisis Económico

- **El crecimiento global se mantiene robusto, aunque aumenta la dispersión entre áreas geográficas**, especialmente en las economías desarrolladas.
- **América Latina aumentará su crecimiento del 2,9% en 2012 al 3,5% en 2013 y 3,7% en 2014**, en línea con su potencial. Destacará el crecimiento en los tres países andinos, Panamá y Paraguay, al tiempo que siguen las dudas sobre la recuperación en Brasil.
- **La política monetaria se mantendrá en compás de espera en 2013**, salvo en Brasil, donde ya ha empezado el ajuste y en México, donde se suavizaría en el tercer trimestre. Continuará la presión a la apreciación de los tipos de cambio en la región.
- **La región deberá promover reformas para incrementar la productividad y consolidar así el crecimiento en el largo plazo**. La región tiene que reconocer que un crecimiento sostenible de la renta per cápita no se puede basar solamente en la acumulación de capital y el aumento del empleo.

## Índice

1. Resumen.....	3
2. Un entorno global más heterogéneo.....	4
3. América Latina mantiene el dinamismo.....	7
4. Latam no puede perder de vista el largo plazo.....	19
5 Tablas .....	22

Fecha de cierre: 13 de mayo de 2013

# 1. Resumen

**El crecimiento global se mantiene robusto, pero con unas perspectivas más heterogéneas para las principales economías.** Esta mayor dispersión de las tasas de crecimiento se extenderá también dentro de las economías desarrolladas, donde la recuperación en Europa se retrasa, frente a la resistencia mostrada por EEUU al ajuste fiscal en marcha. A su vez, las economías emergentes seguirán liderando el crecimiento mundial. De este modo, estimamos que el ritmo de la expansión global en 2013 será del 3,3%, sólo una décima sobre el crecimiento estimado para 2012. En 2014 se alcanzarían tasas cercanas al 4% si bien los riesgos siguen estando sesgados a la baja.

**El entorno internacional sigue presentando retos importantes para la región, incluyendo momentos de alta volatilidad en los mercados, una tendencia a la baja en el precio de las materias primas y un aumento de los flujos de entrada de capitales.** La entrada de capitales sigue estando propiciada por las políticas de expansión cuantitativa adoptadas por varios bancos centrales de las principales economías desarrolladas. El reto para la mayoría de países latinoamericanos sigue siendo gestionar la entrada de estos flujos, en la medida que los últimos datos disponibles muestran que la entrada de los mismos sigue en niveles relativamente elevados.

**La demanda interna permitirá un crecimiento sostenido de la región. El PIB latinoamericano crecerá un 3,5% en 2013 y un 3,7% en 2014, si se termina de producir la recuperación de Brasil.** Pese a alguna moderación en los primeros meses del año, los indicadores de confianza continúan en un rango elevado en la mayor parte de los países de la región. Viendo al agregado de la región, las tasas de crecimiento seguirán aumentando en los próximos trimestres, al sumarse Brasil al dinamismo observado en el resto de la región, si bien en este último caso los riesgos sobre el crecimiento están bastante sesgados a la baja. Entre los países de la región, destacará en 2013 el fuerte crecimiento de los tres países andinos, la recuperación de Paraguay y el mantenimiento de un fuerte dinamismo en Panamá. El crecimiento seguirá convergiendo al potencial de la región (cercano al 4%) en 2014.

**La inflación se mantendrá, en general, dentro de los rangos objetivos de los bancos centrales en los próximos dos años.** La inflación se mantiene actualmente fuera del rango meta en la mayoría de países, con la excepción de Perú y Colombia. Así, en Chile y Paraguay, la inflación se mantuvo por debajo del rango objetivo y, en el caso opuesto, Uruguay, México y Brasil, por encima del rango, si bien en el caso de México la inflación subyacente sigue claramente anclada en el objetivo. Esperamos que la inflación regrese dentro de los rangos objetivos de los respectivos bancos centrales en 2013 y 2014, con la excepción de Uruguay. En el caso de Brasil, esto se logrará especialmente gracias a la reducción de impuestos y el manejo de precios administrados, así como una política monetaria más contractiva.

**Los bancos centrales mantendrán un compás de espera en 2013, pasando a un aumento de tipos de interés recién en 2014.** En Brasil, sin embargo, la elevada inflación forzó un endurecimiento inmediato que continuará. En lo que resta de 2013 se mantendrá un cierto equilibrio entre la debilidad del escenario exterior y presiones de demanda interna en muchos países. Esto determinará tipos de interés estables durante 2013, con la excepción de México y Brasil. En el caso de México, anticipamos una reducción de tipos de interés dado el relajamiento en muchas de las economías de su entorno. Por el contrario, en Brasil, la elevada inflación hará que continúe el endurecimiento monetario ya iniciado durante unos meses más. A partir de 2014 el tono de la política monetaria será menos laxo en los países andinos y en Paraguay, en línea con la recuperación mundial. En el extremo opuesto, Uruguay empezaría a reducir sus tipos de interés oficiales si se confirma la esperada flexión a la baja de la inflación.

**El entorno macroeconómico doméstico e internacional seguirá generando presiones a la apreciación de los tipos de cambio en la mayoría de países.** Estas presiones estarán condicionadas por los programas de expansión monetaria en varias de las principales economías desarrolladas, que seguirán generando presiones para la entrada de capitales en la región. En algunos países, como Perú, Brasil, Colombia y Uruguay, estas presiones seguirán siendo contrarrestadas de forma activa por las autoridades económicas.

**El dinamismo de la actividad económica impondrá aún más presiones sobre las cuentas externas**, por la robustez de la demanda interna. En este sentido, destacará el empeoramiento de las cuentas externas en Brasil, que seguirá llamando la atención hacia la pérdida de competitividad del sector manufacturero en ese país. También se producirá un significativo empeoramiento en otros países de la región, como en Chile y Perú, producto del fuerte empuje de la demanda interna y la apreciación de los tipos de cambio. Respecto a las cuentas fiscales, la tendencia general en la región será hacia una mejora impulsada por el lado de los ingresos, salvo en los países andinos, donde la debilidad de la demanda en Colombia, la desaceleración esperada en Chile y el impulso del gasto en Perú determinará un empeoramiento del saldo fiscal. Asimismo, es importante vigilar la evolución de los saldos fiscales y externos, pues pueden aumentar la vulnerabilidad de la región si se revierten las benignas condiciones de financiación exterior o si se produce una fuerte corrección de los precios de las materias primas.

**La región deberá promover reformas para incrementar la productividad, consolidar el crecimiento en el largo plazo y reducir así la vulnerabilidad frente a shocks externos.** Latam ha alcanzado altos crecimientos en los últimos años, acompañados de una reducción sustancial de la pobreza y el fuerte incremento de las clases medias. Pero, este alto crecimiento ha sido impulsado en un 85% por la acumulación de factores, sobre todo mano de obra. Si la región quiere consolidar las altas tasas de crecimiento tiene que reconocer que un crecimiento sostenible de la renta per cápita no se puede basar solamente en la acumulación de capital y el aumento del empleo, sino que requiere mejoras de la productividad. Así, resulta esencial generar un consenso sobre la importancia de las reformas estructurales, incluida la mejora del clima de negocios, una mayor competencia en los mercados de productos y factores y el aumento de la tasa de ahorro para sostener la inversión en capital físico, sobre todo infraestructuras, pero también en capital humano.

## 2. Un entorno global más heterogéneo

### **El crecimiento mundial se sigue recuperando, pero con mayor heterogeneidad**

El crecimiento global se sigue recuperando gradualmente, pero unas perspectivas más dispares para las principales economías frenan la intensidad de la mejora del PIB en 2013 y 2014. El crecimiento trimestral del PIB mundial, estimado por BBVA Research en el 0,7% a inicios de 2013, habría superado ligeramente el 0,6% del último trimestre de 2012, pero los indicadores disponibles apuntan a una creciente dispersión de la actividad especialmente dentro de las economías más desarrolladas, donde la zona euro vuelve a quedarse rezagada frente a EE.UU. e incluso Japón. A su vez, las economías emergentes seguirán liderando el crecimiento mundial. Con todo, se estima que el ritmo de la expansión global en 2013 será del 3,3%, sólo una décima sobre el crecimiento estimado para 2012 (Gráfico 1). En 2014 se alcanzarían tasas cercanas al 4% si bien los riesgos siguen estando sesgados a la baja.

### **Europa ha resistido bien a los shocks recientes, por el papel del BCE, pero la recuperación se retrasa**

En el área del euro la recuperación se retrasa a 2014 a pesar del papel del BCE como cortafuegos de las tensiones financieras ayudado por el impulso dado a la unión bancaria. Ha sorprendido positivamente la efectividad del BCE como garante del euro ante choques como el desordenado rescate a Chipre, la situación política en Italia o el dictamen del tribunal constitucional portugués. Esto se ha reflejado en una escasa respuesta de los mercados y de las tensiones financieras ante estos eventos (Gráfico 2). Por el lado negativo, los indicadores de coyuntura muestran la

generalización de la debilidad cíclica más allá de la periferia europea, lo que justifica la reciente bajada de tipos de interés del BCE. Es esta una medida positiva, aunque difícilmente reducirá por sí sola una fragmentación financiera que ya impacta menos a emisores soberanos o incluso a grandes corporativos, pero que sigue afectando a hogares y empresas por el desigual funcionamiento del canal bancario. Las condiciones de oferta de crédito bancario en el conjunto del área siguen tensionándose al tiempo que en países periféricos sigue cayendo la demanda de crédito. Se necesita algo más que la ampliación de la línea de liquidez a los bancos al menos hasta mediados de 2014, y deberían concretarse las medidas en estudio para dinamizar la financiación empresarial, con la participación de instituciones como el Banco Europeo de Inversión.

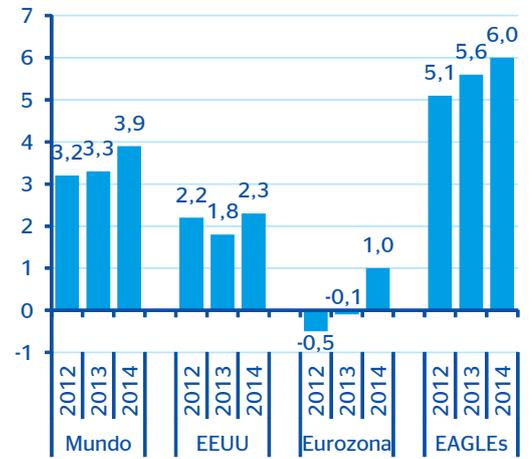
En este contexto, nuestro escenario contempla una revisión a la baja del crecimiento en la Eurozona. Estimamos una caída del PIB en 2013 de -0,1% y un aumento del 1% en 2014, cuatro y tres décimas menos, respectivamente, de lo pronosticado en nuestra publicación de enero. Los riesgos, en todo caso, siguen sesgados a la baja, siendo clave que Alemania no se mantenga como la única fuente de crecimiento del área gracias a su fácil acceso a la financiación, elevada competitividad y mayor exposición a las fuentes de demanda global con mejor comportamiento.

Una consecuencia adicional del debilitamiento del ciclo europeo es el creciente debate sobre el grado apropiado de consolidación fiscal, aquel que logre una senda creíble de caída de déficit sin un deterioro tal del crecimiento en el corto plazo que haga vano el esfuerzo de ajuste. El apoyo de la Comisión Europea al retraso de los objetivos del déficit público en algunos países europeos va en la línea de primar calidad y composición del ajuste fiscal y enfatizar las reformas estructurales sobre los objetivos de corto plazo. ¿Qué falla en Europa? Un avance más decidido hacia la unión bancaria, llevar el debate de los objetivos de déficit a medidas estructurales y un compromiso más firme con las reformas en los países de la periferia.

## La demanda del sector privado en EEUU resiste a pesar del ajuste fiscal

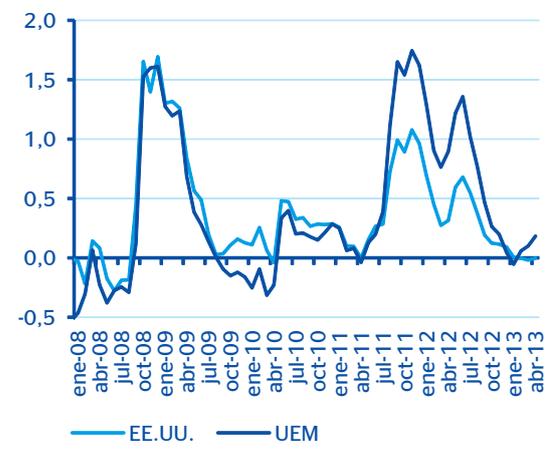
En EEUU, la fortaleza de la demanda privada frente al freno del ajuste fiscal sostiene sus perspectivas de crecimiento. La incertidumbre sobre la política fiscal a corto plazo ha disminuido respecto a escenarios que incluían el cierre de oficinas del gobierno (si bien no se han tomado todavía medidas creíbles de consolidación fiscal a largo plazo). La eliminación de algunas rebajas tributarias y la entrada en vigor de recortes de gasto no han disparado las alarmas en los mercados financieros (Gráfico 2), ni parecen haber supuesto finalmente un freno de consideración del gasto privado gracias a una expansión monetaria que mantiene unas condiciones de financiación muy favorables y contribuye a la mejora del ingreso y de la riqueza. Así, resulta razonable mantener las perspectivas de crecimiento de 2013 en el 1,8% a pesar de la sorpresa bajista de la demanda pública en el PIB de los últimos dos trimestres.

Gráfico 1  
**Crecimiento del PIB**



\* EAGLEs es el grupo de países emergentes que más contribuirán al crecimiento en los próximos 10 años. Los países EAGLEs son China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
**Índice BBVA de Tensiones Financieras**



Fuente: BBVA Research

## Mientras tanto, en Asia, las sorpresas negativas en China se ven compensadas por el fuerte estímulo monetario en Japón

La economía de China pierde fuerza en el primer trimestre de 2013 con la sorpresa negativa de una débil inversión, a pesar de la mayor fortaleza de la demanda externa y de que el crecimiento se mantiene en línea con el objetivo del gobierno del 7,5% para 2013. Así, las medidas puestas en marcha para acotar la fragilidad financiera doméstica parecen haber contribuido a la desaceleración. No obstante, el cambio en el modelo de crecimiento hacia un mayor peso del consumo continúa. Con inflación también más baja de lo previsto, se ha reducido la presión para endurecer las condiciones monetarias, por lo que las autoridades tienen margen de maniobra dado su compromiso con un crecimiento sostenible para lograr el objetivo de crecimiento anunciado. Por ello, nuestro escenario de crecimiento en China se mantiene inalterado en el 8% para 2013 y 2014.

El sostenimiento en el tiempo de la expansión monetaria, a la que se ha unido el banco central de Japón, supone desafíos. El objetivo de que los inversores se desplacen buscando rentabilidad hacia activos de mayor riesgo puede llegar a favorecer en algunos mercados valoraciones alejadas de sus fundamentos de largo plazo, lo que puede suponer ajustes desordenados al ir retirando estímulos. Este riesgo crece dada la falta de coordinación entre los bancos centrales con políticas de expansión cuantitativa, atentos, cada uno de ellos, a sus respectivos objetivos domésticos de inflación anclada y crecimiento sostenible. En el caso de las economías emergentes, aunque por ahora están soportando bien las fuertes entradas de flujos, resulta esencial mantener la vigilancia sobre los excesos domésticos que pueden generar.

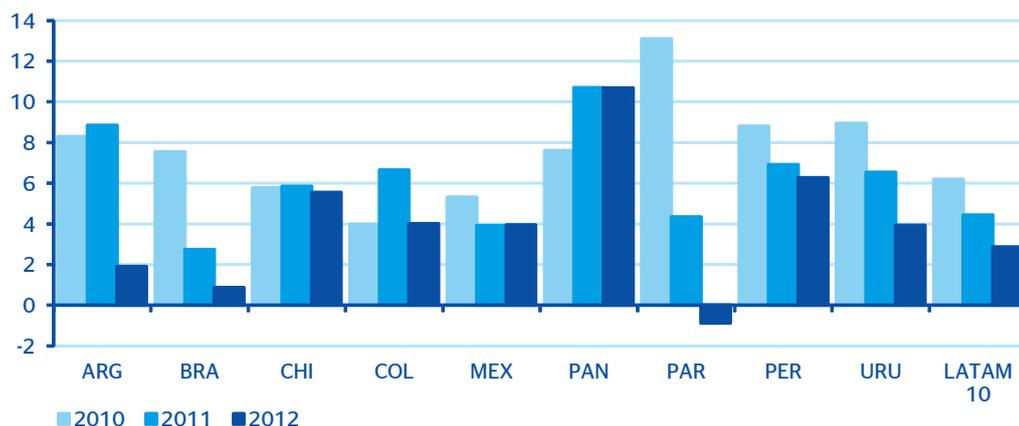
### 3. América Latina mantiene el dinamismo

#### El crecimiento de la región fue del 2,9% en 2012, por debajo de lo observado en los dos años anteriores, lastrado especialmente por el comportamiento de Brasil

Tras crecer 6,2% y 4,4% en, respectivamente, 2010 y 2011, el PIB de América Latina se expandió a una tasa de 2,9% el año pasado. Esta moderación era, al menos en parte, no sólo predecible sino también deseada ya que después de la crisis de 2009, cuando la región entró en recesión y su PIB se desplomó el 2,2%, el crecimiento se mantuvo por encima de los niveles potenciales, solo sostenibles durante un período de tiempo limitado.

En algunos países la moderación de la actividad económica ocurrió de forma bastante suave y el crecimiento se mantuvo muy robusto en 2012. Este es el caso de Perú y Chile, donde el PIB creció 6,3% y 5,6%, respectivamente (Gráfico 3).

Gráfico 3  
Crecimiento del PIB, 2010-2012 (%)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

En México, el crecimiento de 3,9% en el 2012, revela alguna moderación con respecto al año 2010 pero no con respecto a 2011 cuando el PIB creció en magnitud similar. Esta trayectoria refleja una recuperación de la crisis de 2009 más lenta y por lo tanto más extendida en el tiempo que en la mayoría de los demás países de región, donde el impacto de la crisis de Lehman Brothers fue menos fuerte y la recuperación más rápida. Asimismo, la relativa robustez de la economía mexicana en 2012 está relacionada con la recuperación de Estados Unidos, con la ganancia de competitividad de su economía en los últimos años y con las perspectivas de adopción de una serie de reformas que en los próximos años podría impactar positivamente el crecimiento del país.

En Colombia, la tasa de crecimiento del PIB cayó desde el 6,6% en 2011 hasta el 4,0% en 2012, un nivel relativamente elevado, pero inferior al potencial de su economía. En todo caso, en Colombia la pérdida de dinamismo ha sido bastante más marcada que en Perú, Chile y México. Esta desaceleración más fuerte de la economía colombiana está marcada por dos factores temporales: los cuellos de botella logísticos en el sector minero y una baja ejecución de la inversión pública en infraestructura.

Entre los países de la región, la desaceleración ha sido especialmente fuerte en Brasil especialmente el año pasado, cuando el crecimiento del PIB fue de apenas 0,9%. La debilidad del crecimiento en el país está relacionada a la pérdida de competitividad de su sector manufacturero, a la moderación del crecimiento del crédito (en parte explicada por el aumento de la deuda de las

familias) y por la incertidumbre con respecto a las políticas económicas adoptadas en el país. La moderación de la economía brasileña explica parte de la desaceleración observada en Argentina (desde un crecimiento superior al 8% en 2010-11, hasta una expansión del PIB de 1,9% en 2012). Dicho impacto fue amplificado por factores idiosincráticos como, por ejemplo, el impacto de las malas condiciones climáticas sobre la cosecha agrícola.

Finalmente, entre las economías con menor participación en el PIB de América Latina hay también una clara heterogeneidad. Panamá creció a una tasa de 10.7%, la misma que en el 2011, y la convergencia a una tasa más sostenible queda todavía por materializarse mientras continúan los grandes proyectos de inversión en los próximos dos años. En Uruguay, el proceso de moderación hacia el nivel potencial ocurrió el año pasado, cuando el PIB se expandió al 3.9%. Pese al bajo dinamismo de sus dos vecinos, el tono expansivo de sus políticas económicas evitó una desaceleración más fuerte. En Paraguay, sin embargo, el impacto de los problemas sanitarios sobre la exportación de carne, así como la mala cosecha agrícola condicionó una contracción del 0,9% el año pasado.

Así, de manera general, el proceso de moderación del crecimiento iniciado en el año 2010, tras la recesión de 2009, continuó en el 2012. A pesar de que las condiciones idiosincráticas hayan tenido un claro papel en la determinación de la intensidad de esta desaceleración en cada país, la continua - aunque gradual - pérdida de dinamismo de la economía mundial es un factor que no hay que obviar entre los motivos que explican el desempeño de los países de la región en los últimos años (después de contraerse 0,6% en 2009, el PIB mundial creció al 5,0% en 2010, al 3,9% en 2011 y alrededor del 3,2% en 2012).

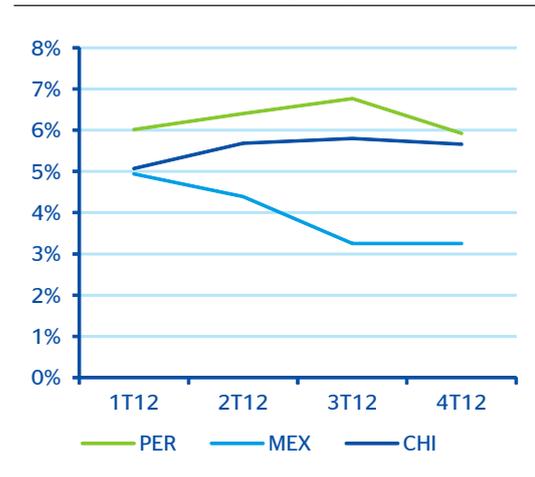
Asimismo, los datos de frecuencia trimestral sugieren que la recuperación de la actividad ya está en marcha en los países donde el proceso de moderación ha sido más abrupto (Gráfico 4) y que dicha moderación prosigue en los países donde ha sido más suave (Gráfico 5).

Gráfico 4  
**Crecimiento del PIB, en términos trimestrales (% a/a)**



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 5  
**Crecimiento del PIB, en términos trimestrales (% a/a)**



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

### El entorno internacional sigue presentando retos importantes para la región, incluyendo alta volatilidad en los mercados, tendencia a la baja del precio de las materias primas y aumento de los flujos de entrada de capitales

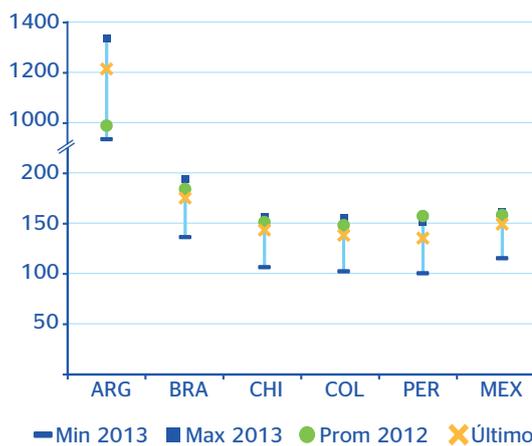
Tal como se mencionó en la primera sección de este informe, el entorno internacional ha evolucionado de tal manera que los riesgos de una fuerte disrupción en los mercados globales se han reducido en los últimos meses, lo que podría permitir que el PIB mundial dejara de ajustarse

a la baja este año y creciera aproximadamente al 3,3% (en comparación con 3,2% en 2012). Sin embargo, las turbulencias y la incertidumbre con respecto a las economías desarrolladas y también con respecto a la continuidad del crecimiento en algunas economías emergentes, como China, persisten.

Entre otras consecuencias, estas turbulencias generan fluctuaciones en la aversión al riesgo global que, por su parte, impactan los países de América Latina a través de variaciones en sus primas de riesgo. En este sentido, el amplio rango de fluctuaciones de dichas primas de riesgo es una medida del impacto la volatilidad de los mercados financieros globales sobre la región (Gráfico 6).

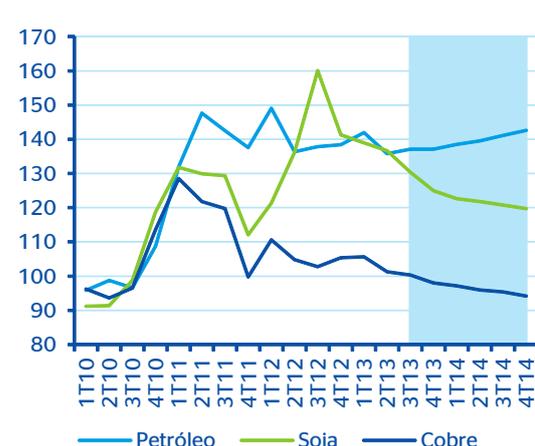
En este entorno, pese a que el comercio internacional deba presentar este año mayor dinamismo que en 2012, el precio de las materias primas debe mantenerse, en promedio, por debajo de los precios registrados el año pasado (Gráfico 7). Prevedemos que China logre crecer 8,0% este año<sup>1</sup>, pero una frustración de este crecimiento - como parte del mercado ha estado especulando - impondría un mayor ajuste a la baja al precio de las materias primas, lo que sería un desafío adicional para los países de la región.

Gráfico 6  
Primas de riesgo - EMBI (bp)



Fuente: Haver Analytics

Gráfico 7  
Precio de las materias primas  
(Índice promedio 2010 = 100)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Otro desafío para los países latinoamericanos es continuar gestionando la entrada de flujos de capitales extranjeros, cuya presión aumentaría como consecuencia de la política de expansión monetaria recientemente anunciada en Japón. Como hemos destacado en publicaciones anteriores (véase, por ejemplo, nuestro [Situación Latam del primer trimestre](#)), estos flujos tienen el potencial de provocar una distorsión del precio de los activos domésticos y aumentar el dilema sobre la conveniencia de un eventual aumento de los tipos de interés en las actuales circunstancias<sup>2</sup>. En particular, tal como se discute más adelante, los flujos de capital podrían contribuir para una excesiva apreciación cambiaria en los países de la región. Se trata, dicha apreciación, de uno de los principales desafíos que tienen que afrontar las autoridades de la mayoría de países latinoamericanos.

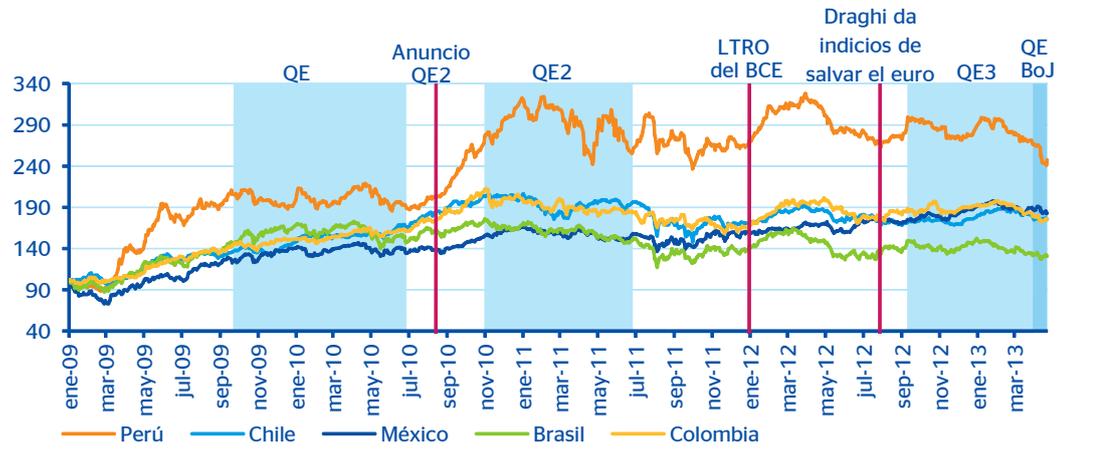
Los datos disponibles muestran que los flujos de capital hacia América Latina siguen en niveles relativamente elevados al menos desde el segundo semestre del año pasado cuando el BCE reforzó su compromiso en la defensa del euro y la Reserva Federal de Estados Unidos anunció una nueva ronda de inyección monetaria, eventos que contribuyeron para una significativa reducción de la aversión al riesgo global. Asimismo, los flujos a la región continúan pese a la desconfianza de los mercados con respecto a Brasil (motivada por temas locales, como la moderación del crecimiento unida a una inflación creciente, así como los temores con respecto a

1: Para más detalles, véase nuestro [Situación China](#), del segundo trimestre de 2013.

2: Para una discusión más detallada del impacto potencial de las expansiones monetarias en las economías desarrolladas sobre las economías emergentes, y la diferente respuesta de política económica, véase, por ejemplo el observatorio económico "The Impact of the QE in Emerging Markets: Managing Success Problems", de noviembre de 2012.

lo que sería una excesiva intervención del gobierno en diversos ámbitos económicos). Los datos de flujos más recientes sugieren que el influjo de capitales extranjeros ya estaría aumentando tras el anuncio de una expansión monetaria en Japón.

Gráfico 8  
Mercados bursátiles (índice enero 2007 = 100)



Fuente: Haver Analytics

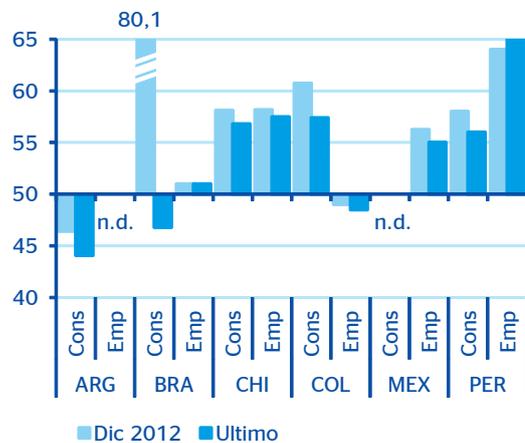
### La demanda interna permitirá un crecimiento sostenido en los dos próximos años. El PIB latinoamericano crecerá un 3,5% en 2013 y un 3,7% en 2014, si se termina de producir la recuperación de Brasil

Pese a alguna moderación en los primeros meses del año, los indicadores de confianza continúan en un rango elevado en la mayor parte de los países de la región (Gráfico 9). Dicha moderación refuerza las perspectivas de una ligera desaceleración de la actividad en países como Chile, México y Colombia (aunque en estos dos últimos se espera que esta desaceleración se revierta a lo largo del año). Sin embargo, en otros países de la región los datos de actividad muestran que, pese la moderación de los indicadores de confianza, el ritmo de expansión de la actividad económica se mantendrá, como en Perú, o incluso se acelerará, como en Brasil y Argentina.

De manera agregada, el crecimiento de la región ha tocado fondo en el tercer trimestre del año pasado y esperamos que la recuperación iniciada en el cuarto trimestre de 2012 continúe este año (Gráfico 10). Dado que la ralentización del crecimiento en la región el año pasado fue determinada fundamentalmente por la reducción del dinamismo en Brasil y Argentina, países que conjuntamente suman casi el 50% del PIB de la región, la recuperación que esperamos se materialice en estas geografías será fundamental para la aceleración del PIB agregado de la región.

Gráfico 9

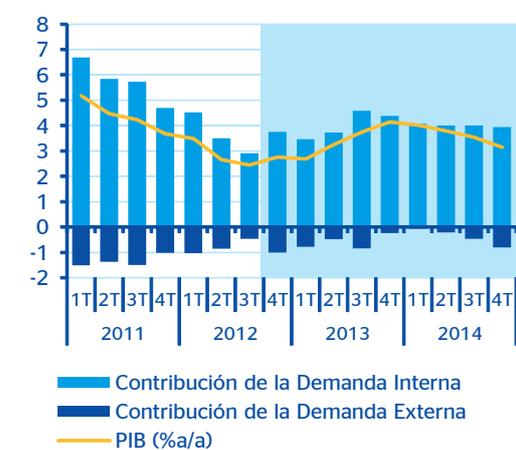
**Indicadores de confianza del consumidor (cons) y empresarial (emp): diciembre de 2012 y último dato disponible\***



\* Valores sobre 50 indican confianza. Último dato: Febrero 2013 (COL Emp), Abril 2013 (ARG Cons, BRA Emp), Marzo 2013 resto.  
Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 10

**Crecimiento del PIB (%/a) y contribución de la demanda interna y externa (pp)**



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

En el caso de Brasil la aceleración observada al final del año pasado y, principalmente, al inicio de este año es consecuencia del tono expansivo tanto de la política fiscal como de la monetaria (pese al ciclo de endurecimiento monetario que el Banco Central de Brasil estará realizando en los próximos meses). El bajo nivel de los inventarios y las perspectivas de una mejor cosecha agrícola están también detrás de este movimiento de recuperación. Este último factor, así como el resurgimiento de la actividad en Brasil, deben estimular la recuperación de Argentina, donde los datos de actividad más reciente ya apuntan hacia un mayor dinamismo de la actividad este año.

Así, proyectamos que en 2013 el PIB de Brasil crezca un 3,4% y el de Argentina un 3,0%, en ambos casos valores bastante superiores a los registrados en 2012 (0,9% y 1,9%, respectivamente). Sin embargo, los riesgos sobre esta previsión de crecimiento en Brasil están fuertemente sesgados a la baja, al existir una probabilidad significativa de que el despegue del crecimiento basado en el empuje de la demanda interna sea sólo temporal, lastrado por el endeudamiento de los hogares, la presión sobre la inflación y las estrecheces ya observadas en el mercado laboral<sup>3</sup>.

En Colombia, la aceleración de la actividad que esperamos se materialice a partir de mediados de este año también contribuirá al aumento del crecimiento promedio en Latam. Esta aceleración estará determinada por el estímulo monetario reciente así como por una serie de otras medidas tomadas por el gobierno, muchas de ellas reunidas en un plan de estímulo anunciado recientemente. En todo caso, la relativa debilidad de la actividad en la primera mitad del año debe impedir que el PIB colombiano crezca este año mucho más que en 2012. Concretamente, esperamos un crecimiento de 4,1% este año, en comparación con 4,0% en 2012.

En Perú, una mayor expansión del gasto público evitará que una moderación de las exportaciones (en parte debido a una menor producción de metales, como el oro y el cobre, que lo que esperábamos hace tres meses) implique un crecimiento menor este año que en el 2012. De acuerdo con nuestras estimaciones, el PIB de Perú debe crecer 6,5% en 2013, ligeramente por encima del potencial y, también, del crecimiento de 6,3% del año pasado.

En Chile y en México esperamos que el PIB se desacelere con respecto a 2012. En el primer caso debido a un menor ritmo de la inversión en maquinaria y equipo y pese al continuado dinamismo del consumo privado. En el caso de México esto se deberá a la esperada suavización del crecimiento en Estados Unidos. Estimamos para Chile y México, un crecimiento de, respectivamente, 5,0% y 3,1% en 2013.

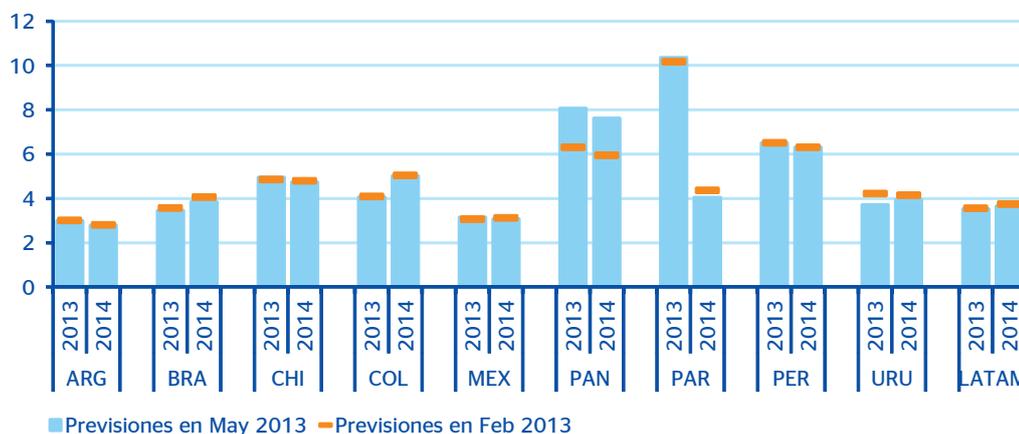
3: Para una discusión de los principales riesgos idiosincráticos de la economía brasileña, véase, por ejemplo, el [Situación Brasil](#) del primer trimestre de 2013.

Finalmente, preveemos que el PIB repuntará con fuerza en Paraguay, debido a la recuperación de la producción agropecuaria y el impulso de Brasil y Argentina, y que se moderará ligeramente en Uruguay y Panamá.

Así, tomando en cuenta estas previsiones para cada uno de los principales países de la región, proyectamos un crecimiento de 3,5% del PIB latinoamericano en 2013. Este número es prácticamente igual al que preveíamos hace tres meses (3,6%) debido a que los ajustes al alza que hicimos en nuestras previsiones para Chile, Panamá y Paraguay compensan casi totalmente el ligero ajuste a la baja en nuestras previsiones para Brasil (debido al impacto de un imprevisto endurecimiento monetario) y Uruguay (Gráfico 11). Como se ha mencionado anteriormente, destacará dentro de este crecimiento el desempeño de los tres países andinos (Chile, Colombia y especialmente Perú, con un 5%, 4,1% y 6,5% respectivamente), así como el repunte de Paraguay (10,4%) después de superar los efectos de la sequía y el continuado dinamismo en Panamá (8,1%), impulsada por la fuerte inversión pública en infraestructura.

Gráfico 11

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



Fuente: BBVA Research

En 2014, esperamos que el crecimiento de la región siga robusto. Más concretamente, proyectamos una pequeña aceleración hacia el 3,7% (sin cambios con respecto a lo que esperábamos hace tres meses). En buena parte esta aceleración se daría por i) el mayor dinamismo esperado en Brasil, en un contexto de elecciones presidenciales y la realización del mundial de fútbol, factores que deberían respaldar un crecimiento del 3,8%, ii) a la continuación de la recuperación en Colombia, iii) al mantenimiento del crecimiento en México en 3,1% y iv) a la moderación esperada, hacia los niveles potenciales, que será muy suave en Argentina, Chile y Perú (en estos dos últimos, parcialmente condicionada por el aumento de sus tipos de interés oficiales).

La demanda interna será el principal determinante del crecimiento de la región. De manera agregada, su crecimiento debe aumentar desde el 3,5% en 2012 hacia el 3,9% en 2013 y en 2014. Además de una serie de cambios estructurales positivos observados a los largo de los últimos años, la fortaleza de la demanda interna seguirá apoyada por el dinamismo de los mercados laborales y del crédito. En el primer caso, la demanda interna se beneficiará de la expansión de los salarios y la caída del desempleo y la informalidad. En el segundo caso, continuará el proceso de penetración del crédito sin un aumento de la morosidad.

El dinamismo de la demanda interna compensará una demanda externa que, en términos netos, presentará una contribución negativa al crecimiento, dado que el dinamismo de la inversión y consumo internos presionarán a las importaciones y la relativa debilidad del crecimiento en los países desarrollados condiciona la evolución de las exportaciones, pese unos favorables términos de intercambio.

## La inflación se mantendrá, en general, dentro de los rangos objetivo de los bancos centrales tanto en 2013 como en 2014

La inflación sorprendió a la baja en Perú, Chile y Colombia durante los primeros meses del año y se encuentra ligeramente por encima del objetivo de 2% en Perú (2,6% en marzo) y ligeramente por debajo de la meta en Chile, Paraguay y Colombia.

Un escenario marcado por la moderación del precio de las materias primas y por la desaceleración del crecimiento, en el caso de Colombia, determinó estas sorpresas. En Chile, además de una moderación en el precio de las materias primas, los precios se beneficiaron de una reducción de las tarifas eléctricas.

La inflación por debajo de lo esperado en el primer trimestre del año, y las perspectivas de reducción de impuestos en Chile y Colombia, determinaron una reducción de nuestras proyecciones de la inflación para este año. Más concretamente, prevemos que la inflación promedio en Perú, Chile y Colombia sea de 2,6%, 1,8% y 2,0%, respectivamente, en comparación con las previsiones de 2,8%, 2,1% y 2,3% de hace tres meses.

Hacia el final del año, la inflación de Chile convergería a 2,5%, un nivel ligeramente por debajo del objetivo de 3% de su banco central, mientras que en Colombia seguiría ligeramente por debajo de 3%, que es el centro del rango objetivo y en Perú seguiría en niveles cercanos a los actuales.

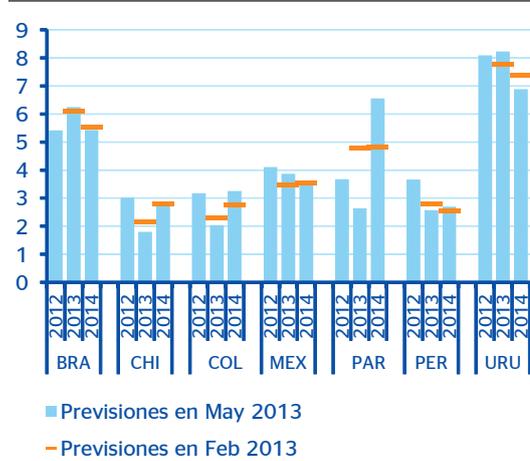
En 2014, la inflación se mantendrá dentro de los rangos objetivos de estos tres países, en niveles en promedio ligeramente superiores a los de 2013 (Gráfico 12).

En México y en Brasil, la inflación recientemente sobrepasó el límite superior de sus respectivos rangos objetivos. En el caso de México, la variación de precios en términos interanuales fue de 4,25% en abril. La inflación, por tanto, superó el techo de 4,0% tras sorprender a la baja y permanecer por debajo de dicho nivel desde el final del año pasado debido a la reducción del precio de algunas materias primas, el impacto positivo de un peso más apreciado y las caídas en los precios de las telecomunicaciones. Pese a que se encuentre por encima del límite superior del rango meta y al riesgo de que algunos choques de oferta no se desvanezcan en línea con lo esperado, proyectamos que la inflación descienda hasta el 3,8% al final del año y que la inflación subyacente siga anclada alrededor de 3,0%. Por lo tanto, la inflación debe pronto volver a estar dentro del rango superior de Banxico, donde permanecería también durante el año de 2014.

Pese a que la inflación de Brasil también se encuentre en estos momentos por encima del límite superior del rango del Banco Central de Brasil (la inflación actual es de 6,6% y el techo del rango meta es 6,5%), la situación es muy distinta de la mexicana. En Brasil la inflación ha estado sorprendiendo constantemente al alza desde el final del año pasado pese al impacto de una serie de medidas extraordinarias tomadas por el gobierno para, entre otros motivos, reducir los precios domésticos. Entre estas medidas destaca el adelanto de la reducción de las tarifas eléctricas que acabó, además, siendo mayor que lo que se esperaba, la reducción de impuestos de una serie de productos con un peso importante en la canasta de consumo, incluidos los alimentos básicos y el aplazamiento del ajuste de los precios del transporte público. Además, las expectativas de inflación de mediano plazo siguen sin estar bien ancladas.

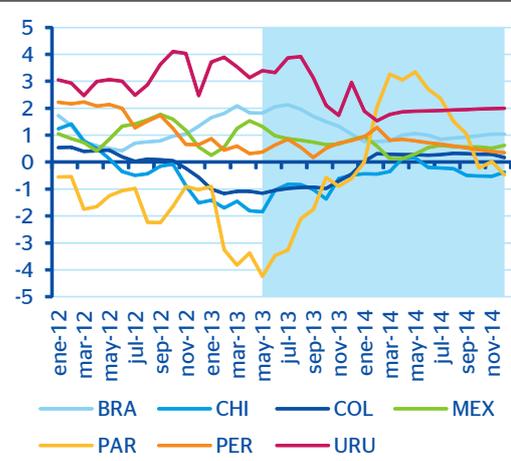
Las presiones sobre los precios internos en Brasil vienen de múltiples fuentes, entre las cuales citamos el tono expansivo de las políticas monetaria y fiscal, la robustez del mercado laboral, el aumento de las tarifas de importación, la depreciación del cambio en el segundo trimestre del año pasado, y la percepción de los mercados de que el banco central no está totalmente comprometido con la convergencia de la inflación al objetivo de 4,5%. En todo caso, y a pesar de la recuperación esperada de la actividad interna, esperamos que la inflación vuelva a estar dentro del rango objetivo de manera permanente a partir de la segunda mitad del año. Más concretamente, proyectamos que la inflación cierre el año en 5,5% y se mantenga en niveles similares durante 2014. Esta reducción de la inflación estará facilitada por unos efectos base positivos, además del ajuste monetario que está actualmente adoptando la autoridad monetaria y de menores presiones provenientes del tipo de cambio.

Gráfico 12  
Inflación, promedio anual(% a/a)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 13  
Países con objetivos de inflación: diferencia entre la inflación y el objetivo del banco central (pp)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

En Paraguay, la reacción de las autoridades económicas a mayores presiones de demanda debe permitir que la inflación siga próxima a 4,5% al final de 2013 y también de 2014, cerca del objetivo de inflación del país.

Finalmente, Uruguay continuará siendo la excepción dentro del grupo de países de la región que tienen un sistema de objetivos. En dicho país, la inflación permanecería en niveles elevados (8,0% y 7,0% al final de 2013 y 2014, respectivamente) y fuera del rango meta del Banco Central de Uruguay.

### Los bancos centrales mantendrán un compás de espera en 2013, pasando a un endurecimiento recién en 2014. Las excepciones son México, con una reducción de tipos en el tercer trimestre, y Brasil, donde el ajuste al alza continuará

En los primeros meses del año, los bancos centrales de México y Colombia anunciaron reducciones de sus tipos de interés de referencia. En el caso de México, la tasa de fondeo fue recortada en 50 puntos hasta el 4,0% en marzo debido a que i) se espera que la inflación disminuya hacia la meta en el segundo semestre, ii) se han observado avances estructurales en el combate a la inflación (como la reducción de su nivel, volatilidad y persistencia; así como la ausencia de efectos de segundo orden), y iii) se mantiene la debilidad del crecimiento económico global y, en particular, los riesgos a la baja para el crecimiento en Estados Unidos.

En el caso de Colombia, el ajuste iniciado en junio del año pasado, cuando la tasa de política monetaria estaba en 5,25%, siguió este año. Tras los tres recortes de 25 puntos anunciados desde enero, los tipos de interés de referencia alcanzaron el 3,25% en marzo, muy cercanos al mínimo valor histórico, el 3,0%, observado durante buena parte del año de 2010. Este ajuste monetario fue determinado por un entorno doméstico marcado por la pérdida de dinamismo de la economía desde mediados del año pasado así como de la moderación de la inflación, el anclaje de las expectativas y por un entorno internacional de bajo crecimiento, donde la excesiva liquidez global representa un riesgo en términos de sobre apreciación de las monedas (y otros activos) de la economías emergentes.

Aunque este último factor, el entorno global, podría favorecer un recorte de los tipos de interés en otros países de la región, esto no se ha producido ya que la demanda interna o sigue muy robusta (como en Chile y Perú), o ya muestra señales de recuperación tras el bajo crecimiento

en 2012 (como en Paraguay). En otros casos, la inflación sigue siendo una importante fuente de preocupación, como en Brasil y Uruguay.

En el caso específico de Brasil, pese al cuadro externo, el BCB fue forzado a aumentar los tipos SELIC, en 25 puntos hasta el 7,50%, en su más reciente reunión debido a un creciente riesgo de que la inflación saliera de control.

Tras los ajustes anunciados en los primeros meses del año, esperamos que los tipos de interés se mantengan estables a los niveles actuales a lo largo del año en Colombia. Las reuniones de política monetaria más recientes del Banco de la República en Colombia refuerzan esta visión, si bien también señalan que los riesgos son a la baja. Es decir, una suavización adicional de las condiciones monetarias podría producirse si se materializan los riesgos a la baja de actividad, por ejemplo si la economía no reaccionara de la forma esperada a los incentivos monetarios y fiscales adoptados recientemente.

En el caso de México, sin embargo, la confluencia de tres factores hace prever una bajada adicional de 50 pb en septiembre. Por un lado, la inflación subyacente ha permanecido alrededor del 3% pese a los choques de oferta. En segundo lugar, se ve un cierto tono pesimista en Banxico en lo que se refiere a las perspectivas de evolución de actividad. Por último, una reducción de tipos de interés corregiría en parte el reciente endurecimiento relativo de la política monetaria en México, dado el relajamiento monetario observado en varios países de su entorno..

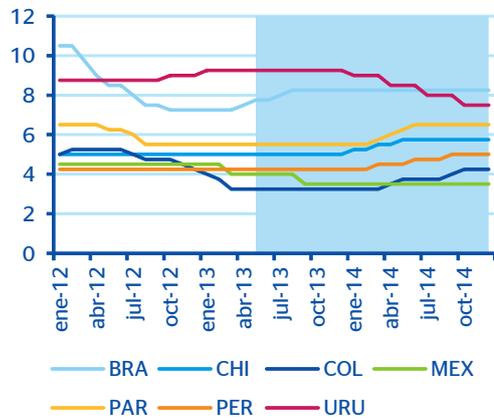
En Brasil, el endurecimiento de las condiciones monetarias debe seguir en los próximos meses. Más concretamente, esperamos que tres ajustes adicionales de 25 puntos en las próximas reuniones de política monetaria lleven los tipos Selic a 8,25%, un nivel relativamente bajo para los patrones del país. En nuestra opinión, el aumento de los tipos de interés oficiales tiene como principal objetivo controlar las expectativas de inflación en el medio plazo (básicamente 2014) y no necesariamente garantizar que la inflación converja al objetivo del 4.5%.

Así como en Colombia, y a diferencia de Brasil y México, la estabilidad de los tipos de interés oficiales se mantendrá previsiblemente a lo largo de este año en todos los demás países de la región que tienen un sistema de metas de inflación. En Chile y Perú los riesgos externos seguirán contraponiéndose a los riesgos internos y evitando un aumento de los tipos de interés en 2013. Es probable, sin embargo, que el foco de los bancos centrales de estos dos países vaya crecientemente estando en los factores internos (la robustez del crecimiento y su posible impacto sobre la inflación) a la vez que los riesgos externos pierdan protagonismo. En Paraguay y Uruguay también esperamos que los tipos de interés se mantengan inalterados este año.

En 2014 no esperamos ajustes monetarios ni en Brasil ni en México, donde los tipos de interés seguirían por lo tanto estables en 8,25% y 3,5% respectivamente, pero sí en los demás países de la región donde la política monetaria convergería a niveles menos expansivos. Estos ajustes ocurrirían durante el primer trimestre de 2014 en Chile, Perú y Paraguay y a mediados del año en Colombia. En contraste, los tipos de interés en Uruguay se recortarían desde el 9,25% hasta el 7,50% a lo largo de 2014 debido a la moderación de la inflación que esperamos ocurra el próximo año (Gráfico 14).

Gráfico 14

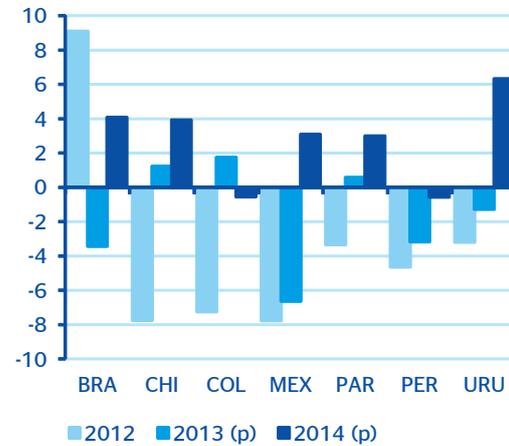
Tipos de interés de política monetaria (% a/a)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 15

Tipos de cambio



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

## El entorno macroeconómico seguirá generando presiones a la apreciación de los tipos de cambio en la mayoría de países

Los programas de expansión monetaria y los bajos tipos de interés adoptados en algunas regiones desarrolladas, así como precios históricamente elevados de las materias primas y el dinamismo de la actividad económica en América Latina, siguen presionando hacia la apreciación a la mayoría de las monedas de la región.

En algunos países como Perú, Colombia, Uruguay y Brasil estas presiones apreciatorias están siendo contrarrestadas por intervenciones de las autoridades económicas, sea directamente a través de compras de dólares por sus bancos centrales<sup>4</sup>, o sea a través de la imposición de medidas para desincentivar la entrada de capitales extranjeros lo que incluye el retraso en la normalización de las condiciones monetarias o una mayor reducción de los tipos de interés de lo que sería recomendado de acuerdo a las demás variables macroeconómicas.

En Perú este tipo de medidas, así como los frecuentes episodios de aumento de la aversión al riesgo, ha impedido que el Nuevo Sol peruano se apreciara en lo que va de año (la moneda acumula una ligera depreciación, de 2,7%) y se fortaleciera tan solo un 0,8% en los últimos doce meses. En Colombia, las medidas adoptadas por las autoridades así como un deterioro reciente de los términos de intercambio y la desaceleración de la actividad, han generado una depreciación de aproximadamente 4% tanto en lo que va de año como en los últimos doce meses. En Brasil, la intervención en los mercados cambiarios ayuda a explicar la depreciación de 6% acumulada desde hace un año, pese a la tolerancia marginal con respecto a la apreciación del real brasileño debido a la preocupación con la inflación (lo que ayuda a entender la valorización de casi 3% desde el inicio de este año).

En los países donde no ha habido intervenciones recientes, como México y Chile, la apreciación de los tipos de cambio ha sido más marcada: 5% en lo que va de año y 8% en comparación con hace un año en México y de 1% y 3% en los mismos períodos, respectivamente, en Chile.

Proyectamos que en el corto y el mediano plazo tanto el dinamismo de las economías de la región (que en muchos casos implicará un ajuste al alza de los tipos de interés) como la liquidez global y la debilidad de las economías desarrolladas seguirán impactando las monedas de la región. Sin embargo, las intervenciones cambiarias deberán continuar impidiendo una valorización más fuerte de los tipos de cambio y de otros activos.

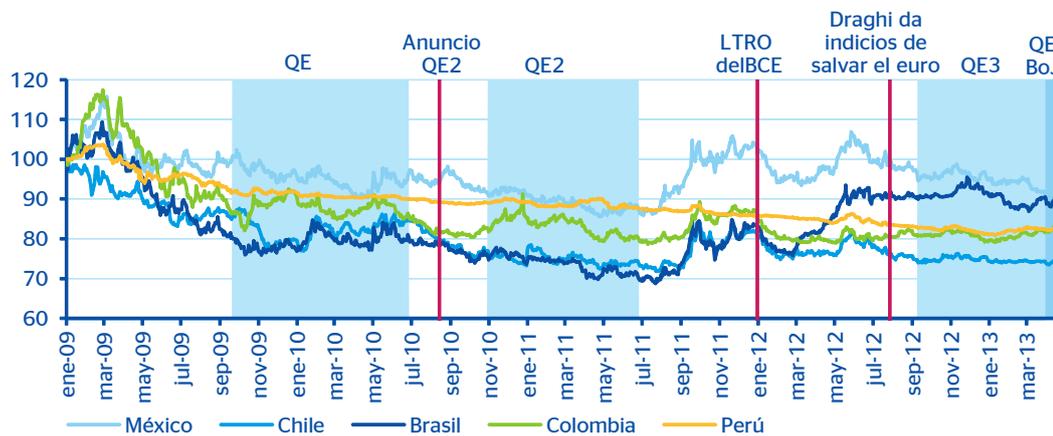
4: Para un análisis más detallado de las estrategias de intervención cambiaria en la región y la identificación de los bancos centrales de Perú, Colombia, Uruguay y Brasil como los más activos en resistir las presiones a la apreciación véase el observatorio económico "Foreign Exchange interventions in Latam: effective and sustainable?", de próxima aparición en [www.bbvarsearch.com](http://www.bbvarsearch.com).

De manera más concreta, esperamos una relativa estabilidad del cambio en Brasil, Colombia y Perú en lo que queda de año y también en 2014. En Chile la esperada reducción de los precios del cobre (Gráfico 7) debe promover una ligera depreciación del peso chileno. En México, el optimismo de los mercados globales con respecto al país, en buena parte debido a las perspectivas de adopción de reformas pro-crecimiento del nuevo gobierno, deberían generar una apreciación adicional del cambio en 2013 (pero no en 2014) de manera que el peso mexicano converja a su valor de equilibrio de largo plazo. De acuerdo con el comunicado reciente de las autoridades mexicanas, el peso seguiría en estos momentos relativamente depreciado - en términos nominales y en términos reales - en comparación con antes de la crisis de Lehman Brothers (para nuestras previsiones, véase el Gráfico 15 y las tablas al final de este informe).

En todo caso, tanto el ambiente doméstico como el externo favorecen que, de manera general, el movimiento de apreciación de los tipos de cambio efectivo real siga en el mediano plazo, sea por la apreciación de los tipos de cambio nominales, o sea por el diferencial de inflación positivo entre los países de la región y sus principales socios comerciales.

Gráfico 16

Tipos de cambio (índice enero 2007 = 100)



Fuente: Haver Analytics

## El dinamismo de la actividad económica deteriorará las cuentas externas en la mayoría de países de la región

Los saldos en cuenta corriente siguen deteriorándose en gran parte de la región. Efectivamente, en el año pasado los déficits aumentaron significativamente en Chile, Perú, Uruguay y, con algo menos de fuerza, en Colombia y Brasil. En estos países el déficit estuvo en el 2012 en un rango de 2% a 5% del PIB (Gráfico 17).

Este deterioro es, en general, una consecuencia directa del dinamismo de la demanda interna de estos países en un entorno global marcado por la debilidad de las economías desarrolladas. Este será, por ejemplo, el caso de Chile y Perú, si bien en este último caso la maduración de varios importante proyectos de inversión minera debería mejorar sustancialmente el saldo exterior a partir de 2015. Algunos problemas idiosincráticos también contribuyeron para la elevación del déficit en cuenta corriente en la región, como por ejemplo, los cuellos de botella del sector exportador en Colombia y Perú; la pérdida de competitividad del sector manufacturero y los problemas comerciales con Argentina en el caso de Brasil.

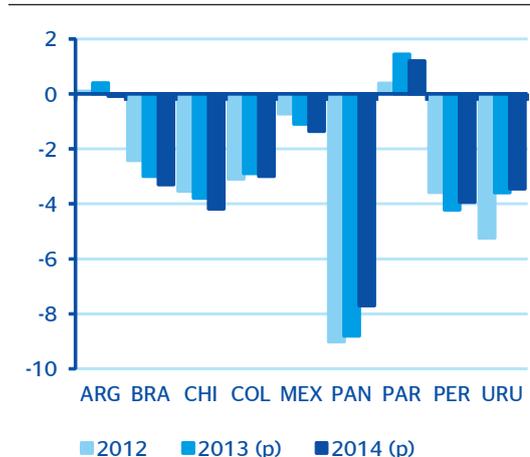
Este deterioro no ha sido, sin embargo, generalizado en el 2012. Las ganancias de competitividad de la economía mexicana y la relativa recuperación del sector manufacturero en Estados Unidos impidieron que el dinamismo de su demanda interna generase un aumento de su déficit en cuenta externa, que sigue en niveles bajos (el 0,7% del PIB en 2012). En Argentina y en Paraguay

los resultados de sus cuentas externas tampoco presentaron un deterioro el año pasado ya que en estos países la demanda interna se desaceleró marcadamente. Finalmente, en Panamá el déficit en cuenta corriente se redujo, pero se mantuvo en un nivel muy elevado (9,0%) ya que su demanda interna creció otro año más por encima del 12,0%.

El movimiento de deterioro de los déficits externos de los países de la región debe continuar en los próximos años, dada la conjunción del ciclo expansivo interno con un ciclo de debilidad en muchas economías desarrolladas. Así, pese a que las mejores cosechas agrícolas puedan beneficiar a los países del cono sur de la región y que la moderación de la demanda interna logre reducir el desequilibrio externo en Panamá, el cuadro regional seguirá siendo de aumento de los déficits externos.

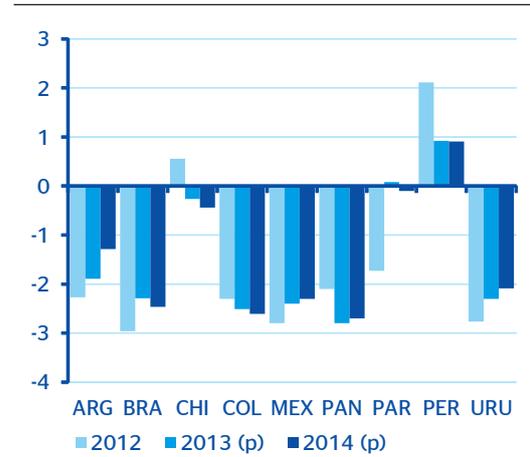
En todo caso, estos déficits seguirán en niveles aún manejables, principalmente considerándose que las reservas internacionales siguen en niveles muy elevados y que la financiación externa se da mayoritariamente a través de flujos de IED (que son más estables que los flujos de corto plazo y, además, contribuyen para el aumento de la capacidad productiva y exportadora). Con todo, esta tendencia de los saldos exteriores es un elemento que es importante vigilar, pues puede incrementar significativamente la vulnerabilidad de la región si se revierten las benignas condiciones de financiación exterior o si se produce una fuerte corrección de los precios de las materias primas. Ambos, son, sin embargo, escenarios que por ahora tienen una probabilidad reducida de que se materialicen.

Gráfico 17  
Saldo en cuenta corriente (% PIB)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 18  
Saldo fiscal (% PIB)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

### Pese a que el dinamismo de la actividad beneficiará a los ingresos tributarios y a que los precios de las materias primas se mantendrán elevados, los saldos fiscales empeorarán en los países andinos

Si bien el impacto del dinamismo de la demanda interna sobre las cuentas externas es negativo, su efecto sobre los ingresos tributarios es, en general, positivo. El aumento de dichos ingresos ha estado permitiendo que muchos países de la región adopten una política fiscal de mayor apoyo al crecimiento interno sin que esto implique necesariamente un deterioro significativo de las cuentas públicas. El mantenimiento de precios de materias primas en niveles históricamente elevados, así como la adopción de reformas y reglas fiscales acordes con la solvencia de las cuentas públicas (en este sentido destacan las medidas anunciadas el año pasado en Colombia) y los menores costes de financiación (especialmente en Brasil, tras el recorte estructural de los tipos Selic implementados desde mediados de 2012 y pese al ajuste al alza reciente), también contribuye en este sentido.

En prácticamente todos los países de la región el déficit se mantiene por debajo del nivel de 3,0% del PIB y, además, se espera que continúe reduciéndose en los próximos años (Gráfico 18). La principal excepción serán los países andinos, donde la debilidad de la demanda en Colombia, la desaceleración esperada en Chile y el impulso del gasto en Perú determinará un empeoramiento del saldo fiscal.

Asimismo, una reducción del apoyo fiscal a la actividad debería ser bienvenido (excepto, probablemente en Colombia, dada la desaceleración reciente) ya que podría reducir las presiones sobre la demanda interna, moderar las presiones apreciatorias sobre los tipos de cambio y, en consecuencia, suavizar el dilema de política monetaria que afrontan muchos bancos centrales de la región actualmente. Adicionalmente, esto permitiría una reducción del tamaño del déficit fiscal de los países de la región. Aunque dichos déficits estén en niveles manejables, en general se mantienen muy dependientes de los precios de las materias primas y, por lo tanto, relativamente vulnerables ante un shock externo negativo.

## 4. Latam no puede perder de vista el largo plazo

### La región ha alcanzado altos crecimientos con baja vulnerabilidad en los últimos años

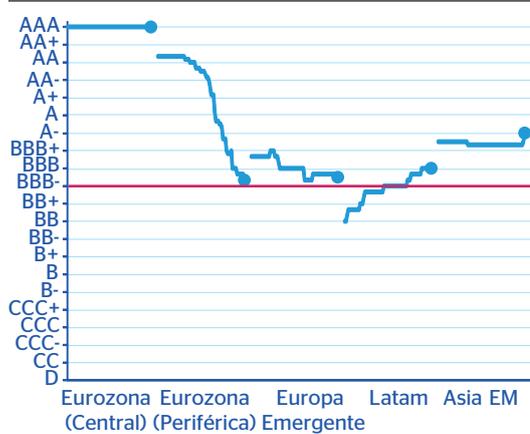
Latam fue durante mucho tiempo una región marcada por la inestabilidad macroeconómica, la alta inflación y la pobreza y la desigualdad excesiva. Sin embargo, como ya hemos resaltado en otras ediciones de este Situación Latam, la región ha sufrido una gran transformación en los últimos 20 años.

América Latina se presenta actualmente como una región que se ha mostrado tremendamente resistente durante esta crisis y que tiene un enorme potencial de crecimiento a medio y largo plazo. Pero el “nuevo normal” de Latam no es sólo un crecimiento más alto que los países desarrollados, ni el hecho de que haya superado sin problemas mayores la crisis global de 2008. Es, principalmente, avances en la convergencia con el mundo desarrollado y una menor vulnerabilidad. Estos avances se han manifestado en altas tasas de crecimiento y baja inflación, acompañados también por déficits fiscales y exteriores más reducidos y manejables y, en consecuencia, una sostenida reducción del endeudamiento público y exterior. Por último se han consolidado en la mayoría de países de la región políticas económicas prudentes, que han abierto espacio para políticas monetarias y fiscales contracíclicas las que, junto con la apuesta por tipos de cambio flexibles, representan un amortiguador esencial frente a las crisis exteriores. Esto ha permitido a Latam avanzar de forma decisiva hacia niveles de renta media. Las calificaciones de riesgo también han reflejado esos avances, con la mayoría de países con calificaciones intermedias, por encima del grado de inversión (Gráficos 19 y 20).

Pero los logros de la región van más allá de mejorar la gestión macroeconómica. La última década ha sido testigo de una reducción sustancial y sostenida de la pobreza y la desigualdad, sin duda impulsado por el mayor crecimiento y la estabilidad institucional. La pobreza se redujo en casi todos los países y, para la región en su conjunto, 55 millones menos de personas viven bajo la línea de pobreza en América Latina en 2011, en comparación con el 2000 (BID, 2013). Al mismo tiempo, se ha producido un fuerte aumento de las clases medias, que han pasado de aproximadamente 100 millones de personas en 2000 a 150 millones en 2010, según referíamos en nuestro Situación Latam del trimestre pasado. Aunque se mantiene elevada, la disminución de la desigualdad también ha sido sustancial. Entre 2000 y 2011, el coeficiente Gini de desigualdad se redujo en 6 puntos porcentuales o más en Argentina, Brasil, Perú y Venezuela, en más de 3 puntos porcentuales en Chile y México, y 2 puntos en Colombia (BID, 2013).

Gráfico 19

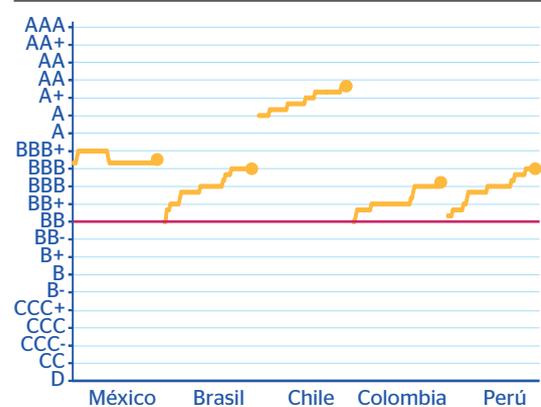
**Índice de Rating soberano por regiones 2007-2012**



La línea horizontal indica grado de inversión  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 20

**Índice de rating soberano en Latam 2007-2012**



La línea horizontal indica grado de inversión  
Fuente: BBVA Research

**Pero para evitar caer en la trampa del ingreso medio será necesario consolidar un alto crecimiento potencial, a través de avances de la productividad**

A pesar de los buenos avances de la región en los últimos años, es importante ver su desempeño comparado con otras economías emergentes. Las tasas de crecimiento en América Latina siguen siendo más bajas que en el este de Asia. Por otra parte, también es cierto que al menos parte de los buenos resultados de crecimiento observado en la última década son el resultado de los altos precios de las materias primas de exportación asociados al crecimiento en Asia y las buenas condiciones de financiación en los mercados internacionales (reforzadas recientemente por los programas de expansión cuantitativa de los bancos centrales en muchas economías desarrolladas). Por último, y quizás lo más importante, desde el año 2000 el crecimiento de la productividad ha sido similar en América Latina y Estados Unidos, pero la región ha seguido perdiendo terreno respecto al este de Asia.

Al mismo tiempo, el ahorro y las tasas de inversión en la región siguen siendo muy bajos en relación a los observados en Asia. Las tasas de ahorro en América Latina van desde el 18 por ciento del PIB en Brasil al 24 por ciento en México y Chile, lo que contrasta con el 31 por ciento en India, 34 por ciento en Malasia, y el 51 por ciento en China. Y, a pesar de los recientes avances, América Latina sigue siendo la región con mayor desigualdad, con tasas de pobreza muy superiores a lo que cabría esperar dada la renta per cápita de la región.

El fuerte crecimiento de América Latina durante la última década ha sido impulsado principalmente por la acumulación de factores (sobre todo mano de obra, aprovechando el bono demográfico en muchos países), que explica cerca del 85% del crecimiento en los últimos 10 años (el resto está explicado por la productividad total de los factores, PTF). Más importante aún, la mayor parte de la diferencia de crecimiento entre Asia y Latam se puede atribuir a la diferencia en el crecimiento de la productividad entre ambas regiones.

Como hemos descrito en números anteriores del Situación Latam, este proceso de acumulación de factores se ha visto beneficiado por los cambios institucionales y un manejo macroeconómico más prudente en los últimos 20 años, pero esto es un proceso que tiende naturalmente a agotarse una vez que van desapareciendo los réditos de eliminar esas primeras barreras al desarrollo. En efecto, una buena parte de la contribución del factor trabajo al crecimiento de la región se ha debido a la reducción del desempleo, con límites naturales, mientras que tanto el incremento de la población en edad de trabajar como el de la tasa de participación serán menos

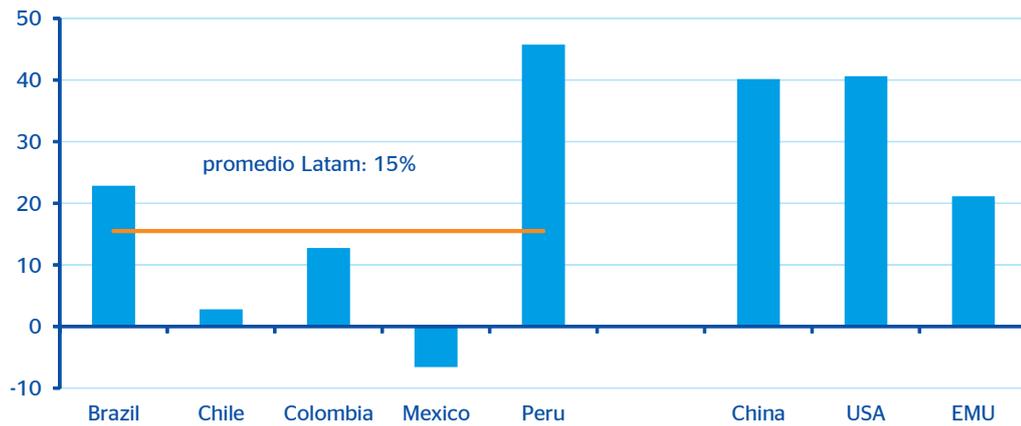
importantes hacia delante. Por otro lado, en muchos países, la inversión está fuertemente concentrada en sectores minero-extractivos, en muchos casos con productividad decreciente.

La región tiene que reconocer que un crecimiento sostenible requiere mejorar la productividad, no sólo continuar con la acumulación de factores y depender de unas condiciones internacionales favorables, incluyendo altos precios de las materias primas de exportación. Hace dos décadas surgió el consenso sobre la necesidad de políticas monetarias y fiscales prudentes para lograr la estabilidad macroeconómica, que a su vez era condición necesaria para reanudar el crecimiento. Sin embargo, no parece existir ahora mismo un consenso en la región de que el crecimiento de la productividad es esencial para mantener ese rápido crecimiento y menos consenso aún sobre las políticas que se necesitan para lograr ese aumento de la productividad.

En este sentido, las reformas estructurales, incluida la mejora del clima de negocios, una mayor competencia en el mercado de productos y factores y el aumento de la tasa de ahorro para sostener una mayor inversión en capital físico (sobre todo en infraestructura) y humano serán esenciales para aumentar la productividad.

Gráfico 21

**Contribución de la productividad de los factores (PTF) al crecimiento del PIB, promedio entre 2003 y 2012 (% del crecimiento total)**



Fuente: BBVA Research

## 5 Tablas

Cuadro 1  
PIB (% a/a)

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

\*Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 2  
Inflación (% a/a, promedio)

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

\*Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

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

	2011	2012	2013*	2014*
Argentina	4,13	4,55	5,41	6,56
Brasil	1,68	1,96	1,96	2,00
Chile	484	486	473	496
Colombia	1.848	1.798	1.812	1.810
México	12,48	13,15	12,18	12,25
Panamá	1,00	1,00	1,00	1,00
Paraguay	4.188	4.417	4.162	4.380
Perú	2,75	2,64	2,54	2,45
Uruguay	19,26	20,25	19,07	19,69

\*Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 4

**Tipos de interés (% promedio)**

	2011	2012*	2013*	2014*
Argentina	13,34	13,85	16,13	18,03
Brasil	11,71	8,46	7,83	8,25
Chile	4,75	5,00	5,00	5,63
Colombia	4,10	4,94	3,35	3,75
México	4,50	4,50	3,92	3,50
Panamá	1,86	1,51	1,62	2,25
Paraguay	8,49	6,00	5,50	6,21
Perú	4,04	4,25	4,25	4,69
Uruguay	7,69	8,81	9,25	8,25

\*Previsiones.

Fuente: BBVA Researchs

Cuadro 5

**Cuenta Corriente (% PIB)**

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

\*Previsiones.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6

**Balance Fiscal (% PIB)**

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

\*Previsiones.

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Coordinación Latam:***Economista Jefe***Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

**Enestor Dos Santos**

enestor.dossantos@bbva.com

**Miguel Poblete**

miguel.poblete.contractor@bbva.com

**Jaime Costero**

jaime.costero@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

**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

México

**Carlos Serrano**

carlos.serranoh@bbva.com

Análisis Macro México

**Carlos Serrano**

carlos.serranoh@bbva.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**

clara.barrabes@bbva.com

*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

**Interesados dirigirse a:****BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com