

Situación Latinoamérica

Primer Trimestre 2014
Análisis Económico

- **La expansión de la economía mundial continuará en 2014 (3,6%) y 2015 (3,9%),** ahora con una contribución mayor de las economías desarrolladas.
- **Retornan las tensiones financieras a emergentes,** pero los mercados empezarán a diferenciar de acuerdo a fundamentales y a la solidez de las políticas económicas.
- **Latam crecerá 2,5% en 2014 y 2,6% en 2015 con creciente diferenciación entre países.** La Alianza del Pacífico crecerá 3,8% en 2014, mientras que Mercosur lo hará 1,5%.
- **Los déficits exteriores empezarán a reducirse a partir de 2014.** Estos déficits siguen financiados con capitales de largo plazo. Con todo, la región muestra una cierta pérdida de competitividad en los últimos años.
- **La mayor parte de países de la región tiene buenos amortiguadores para soportar el *tapering* de la Fed,** pero ante unas condiciones financieras menos holgadas los países reflejarán más la diferencia entre sus fundamentales.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Entorno global: mayor crecimiento y riesgos más equilibrados	5
3. Retorno de la volatilidad en los mercados financieros en América Latina.....	9
Recuadro 1. Escaso contagio desde Argentina al resto de América Latina, concentrado en Brasil y Uruguay	13
4. Creciente heterogeneidad en América Latina.....	15
5. Los déficits exteriores empezarán a disminuir en 2014	23
Recuadro 2. Competitividad manufacturera en América Latina: retroceso reciente tras una evolución favorable hasta 2007	25
6. Política monetaria diferenciada ante distintas perspectivas cíclicas y de inflación.....	28
Recuadro 3. Traslación del tipo de cambio a precios en Latam	29
7. América Latina tiene amortiguadores para enfrentar el <i>tapering</i> de la Fed.....	33
8. Tablas	36

Fecha de cierre: 14 de febrero de 2014

1. Resumen

El ciclo global mejora, con un mayor crecimiento y riesgos más equilibrados. El PIB mundial se acelerará desde el 2,9% en 2013 al 3,6% en 2014 y 3,9% en 2015. A esta mejora de la actividad global ha contribuido la aceleración de las economías desarrolladas, sobre todo de Estados Unidos, que esperamos que continuará en los próximos dos años. Esta mejora del ciclo en EE.UU. ha dado espacio a la Reserva Federal para empezar a disminuir el estímulo monetario (el llamado *tapering*), que, como es natural, tendrá un impacto global. Las economías emergentes han sido las más afectadas, con reducciones de los flujos de entrada de capitales y depreciaciones de sus monedas, aunque más que por el inicio del *tapering*, por eventos idiosincráticos en grandes economías emergentes. Dentro de ellas, las más golpeadas vienen siendo aquellas con mayor déficit externo financiado con capitales de corto plazo. Estas tensiones no alteran nuestras previsiones de crecimiento del conjunto de economías emergentes (y, de particular importancia para América Latina, no alteran nuestras perspectivas de crecimiento en China), pero sí suponen un riesgo a la baja no desdeñable, si bien menor que hace seis meses.

La volatilidad también regresó a los mercados en América Latina, si bien esperamos que el peso de los fundamentales propicie la diferenciación hacia delante. Si bien el inicio del *tapering* por parte de la Fed no generó demasiados movimientos en tipos de cambio y precios de activos, que ya tenían incorporado ese movimiento, los eventos idiosincráticos en economías emergentes clave sí generaron un aumento de la aversión al riesgo en emergentes. Con todo, el ajuste no es comparable al registrado en mayo de 2013 o en episodios de volatilidad anteriores. Asimismo, los flujos de entrada de capitales no se han revertido en la región, con la excepción de Brasil en los últimos meses. Hacia delante, los mercados deberían empezar a discriminar de acuerdo a la solidez de los fundamentales macroeconómicos, y se espera un escaso contagio de la fuerte depreciación del tipo de cambio en Argentina sobre el resto de la región, si bien el efecto en Brasil y Uruguay, a través de los canales comerciales, podría ser moderado.

América Latina aumentará su crecimiento de 2,2% en 2013 a 2,5% en 2014 y 2,6% en 2015. Este año el crecimiento irá aumentando gradualmente a medida que la demanda interna vaya acelerándose, especialmente por la recuperación en México, luego del bache temporal en 2013. También contribuirá el crecimiento de las exportaciones, de la mano de la recuperación del crecimiento mundial, especialmente en los países desarrollados, y propiciado por un tipo de cambio más competitivo. Más a largo plazo, el crecimiento en la región seguirá convergiendo gradualmente hacia su potencial, situado levemente por debajo de 4%.

El crecimiento en la región será cada vez más heterogéneo. La Alianza del Pacífico crecerá a un ritmo que más que duplicará el de los países del Mercosur en 2014 y 2015. En particular, respecto a hace tres meses, revisamos ligeramente al alza el crecimiento promedio de la Alianza del Pacífico hasta el 3,8% en 2014 y 3,7% en 2015, mientras revisamos a la baja el de Mercosur hasta el 1,5% y 1,8%, respectivamente. Nuevamente serán los tres países andinos, Perú, Colombia y Chile los que –junto con Paraguay– presenten un mayor dinamismo en 2014 y 2015. En particular, Perú crecerá un 5,6% en 2014, Colombia un 4,7%, Chile un 4% y Paraguay 5,3%, tasas que (salvo en el caso de Paraguay) se incrementarán significativamente en 2015. México también debería aumentar fuertemente su crecimiento en 2014 hasta el 3,4%, una vez superado el bache del sector de la construcción en 2013. Por otro lado, Brasil mostrará un crecimiento moderado, de 2,5% en 2014 pues, a pesar de encontrarse en un año electoral, se verá lastrado por el endurecimiento monetario y los problemas estructurales en su economía, lo que también disminuirá el crecimiento en 2015 al 1,9%.

El crecimiento sólo moderado de la demanda interna y una tendencia levemente descendiente de los precios de las materias primas mantendrán la presión sobre los déficits fiscales en la región. Con todo, la perspectiva es que los déficits fiscales empiecen a flexionar a la baja a partir de 2015 en la mayoría de países, a medida que se recupere el crecimiento y la demanda externa.

Por el lado externo, los déficits por cuenta corriente empezarán a disminuir entre 2014 y 2015, especialmente en aquellos países con una brecha exterior más elevada como Perú o Uruguay. Las perspectivas para el saldo exterior mejoran por el fin de los problemas de oferta en el sector exportador en algunos países, la depreciación del tipo de cambio y la recuperación del crecimiento mundial. Asimismo, los déficits exteriores se mantienen financiados principalmente a través de flujos de inversión directa extranjera, lo que acota la vulnerabilidad exterior de la mayoría de países de la región. Con todo, la región muestra una cierta pérdida de competitividad en los últimos años, después de los avances mostrados hasta antes del inicio de la crisis global de 2008.

Con la excepción de Uruguay y Brasil, los países de la región con objetivos de inflación verán una gradual convergencia de la misma hacia el centro de la banda objetivo de los bancos centrales a lo largo de 2014. Aunque esperamos algún efecto de la depreciación de los tipos de cambio sobre la inflación, se estima que este traspaso será acotado y de naturaleza temporal, con mayores presiones en Brasil y Uruguay, por el mayor tamaño de la depreciación del tipo de cambio. Precisamente en estos dos países esperamos que continúen las presiones sobre la inflación a lo largo de 2014 y 2015.

Las presiones inflacionistas condicionarán un endurecimiento monetario en Brasil y Uruguay. El resto de países con objetivos de inflación (los países de la Alianza del Pacífico) seguirá sendas heterogéneas, de acuerdo a sus diferentes posiciones cíclicas. Con todo, los tipos de interés de los países de la Alianza del Pacífico convergerán a un rango de tipos de interés entre el 3,5% y el 4,25% a finales de 2014, en marcado contraste con tipos de interés superiores al 10% en Brasil. En 2015 esperamos aumentos de tipos de interés en todos los países con objetivos de inflación, para atajar las presiones inflacionistas (Brasil, Uruguay) o en línea con su fortalecimiento cíclico (países de la Alianza del Pacífico, especialmente en los tres andinos) y en el contexto del aumento de tipos de interés que se iniciaría en EE.UU. en ese año.

La retirada del estímulo monetario por parte de la Fed debería estar ya incorporada en el tipo de cambio. Anticipamos tipos de cambio relativamente estables en los próximos dos años, con la excepción de Brasil y Uruguay, que enfrentarían depreciaciones significativas. En Brasil la depreciación reflejará la falta de avance en las reformas para recuperar la erosión de la productividad y la competitividad, la debilidad del crecimiento, las altas tasas de inflación y el impacto de la depreciación del tipo de cambio en Argentina. La depreciación en Uruguay también será significativa en 2014 y 2015, arrastrada por la depreciación en sus principales socios comerciales y por una inflación más alta que sus vecinos.

La región cuenta con buenos amortiguadores para enfrentar el *tapering* de la Fed y otros shocks externos. Existen una serie de elementos que reducen la vulnerabilidad de la mayor parte de países de la región frente a un shock externo como la reducción de la liquidez global. Los déficits exteriores, producto del aumento de la inversión, se encuentran financiados por capitales de largo plazo (IDE, principalmente) y ya empiezan a flexionar a la baja. Los niveles de reservas continúan aumentando en la mayoría de países, al tiempo que ese reduce el endeudamiento público y privado, especialmente el realizado en moneda extranjera, disminuyendo los descalces cambiarios. Más aún, ante un menor descalce cambiario, los tipos de cambio flexibles ya han actuado como primer amortiguador frente al shock externo.

Con todo, la menor liquidez hará que los mercados se centren cada vez más en los fundamentales, lo que incrementa la importancia de continuar con el proceso de reformas. Como hemos mencionado en números anteriores del Situación Latinoamérica, resulta esencial aumentar el crecimiento de la productividad para asegurar el crecimiento per cápita en el largo plazo. De lo contrario, cada vez será más difícil crecer al mismo ritmo con la misma tasa de inversión, dado un menor crecimiento de la población y de la eficiencia en el uso de los factores. Por ello, resulta esencial que la región impulse las reformas de segunda generación, luego de ganar el consenso en los 90s sobre los beneficios de implementar políticas económicas prudentes.

2. Entorno global: mayor crecimiento y riesgos más equilibrados

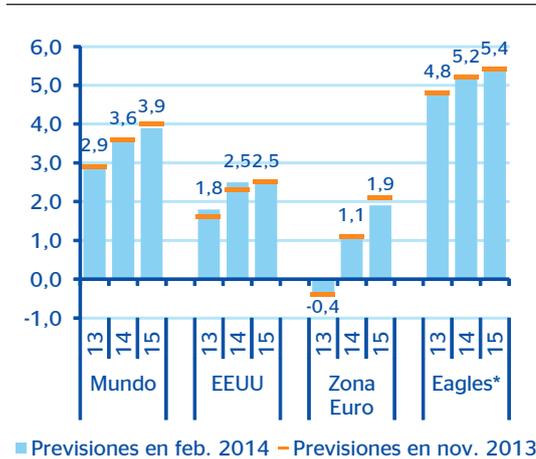
El ciclo económico global mejora y se despejan algunas incertidumbres de la política económica

El ciclo económico global se ha fortalecido durante los últimos meses de 2013. Según nuestras estimaciones, durante el último semestre de 2013 el PIB global se habría acelerado hasta niveles cercanos al 1% trimestral, dejando atrás la moderación iniciada en 2012 y que alcanzó un mínimo a comienzos de 2013, cuando apenas creció el 0,5%. A esta mejora ha contribuido la aceleración de las economías avanzadas, en especial EE.UU., pero también la zona euro, que empieza a crecer moderadamente. En las economías emergentes la situación es más diversa, pero algunas de ellas, como China, mantienen tasas de crecimiento relativamente estables.

La mejor valoración del entorno global es el resultado también de las novedades registradas en el ámbito de la política económica, en la medida en la que contribuyen a reducir la incertidumbre. Por una parte, en EE.UU. se ha alcanzado un acuerdo en materia fiscal de más recorrido de lo esperado. Además, la mejora en la actividad ha permitido que la Reserva Federal dé comienzo a principios de 2014 a la ralentización de su programa de expansión monetaria (*tapering*). En Europa, se han dado pasos adicionales para la construcción de una unión bancaria, lo que, junto a la determinación del BCE para atajar riesgos, debería eliminar el lastre que supone la fragmentación financiera. El panorama global estaría más despejado, si no fuera por el efecto que el *tapering* está teniendo sobre los mercados financieros de las economías emergentes, y que podría terminar afectando al crecimiento de algunas de las economías de este grupo.

Gráfico 2.1

Previsiones de crecimiento del PIB (%)



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

Gráfico 2.2

EE.UU.: Futuros sobre el tipo de interés de los fondos federales y tipos de largo plazo (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

De este modo, el PIB mundial, que en 2013 se habría desacelerado hasta el 2,9%, crecerá en 2014 y 2015 el 3,6% y 3,9% respectivamente (Gráfico 2.1), cifras prácticamente iguales a las de hace tres meses. El previsible aumento del crecimiento mundial no resta importancia a la existencia de riesgos bajistas sobre la previsión. Aunque los riesgos que se adivinan están lejos de tener el carácter sistémico que tenían en el pasado, algunos eventos se han hecho presentes, como las recientes caídas de los precios de los activos y las depreciaciones de los tipos de cambio de las economías emergentes.

EE.UU. empieza a desprenderse del impulso monetario

El PIB de EE.UU. ha mantenido una senda de aceleración durante todo 2013 que, a finales de año, ha permitido que la Reserva Federal dé los primeros pasos en la retirada de los estímulos monetarios. Asimismo, en diciembre se alcanzó un acuerdo que supone un importante paso adelante para eliminar la incertidumbre sobre la financiación de la actividad del gobierno en 2014-15, además de reducir el ajuste fiscal inicialmente previsto para ese periodo.

Las perspectivas de la política monetaria también se han aclarado recientemente, en línea con lo esperado. Como consecuencia de una aceleración de la actividad con expectativas de inflación bien ancladas, la Fed ha decidido comenzar a disminuir el ritmo de compras mensuales de activos financieros, de forma que en el cuarto trimestre de 2014 el aumento de balance del banco central haya terminado. Nuestro escenario base también incluye que la primera subida de tipos de interés se producirá en la segunda mitad de 2015, al tiempo que se continuará insistiendo en el *forward guidance* para anclar las expectativas de tipos. Precisamente el esfuerzo que la Fed ha hecho en los últimos meses para explicar su estrategia de salida ha sido relativamente exitoso en evitar episodios de volatilidad como los registrados a comienzos del verano pasado. Tanto los tipos de interés a largo plazo como las expectativas sobre la senda de los fondos de la Fed se mantienen en niveles no superiores a los registrados al inicio del verano (Gráfico 2.2). Esto es significativo en tanto que parte de la recuperación de la actividad en EE.UU. se debía a sectores sensibles al tipo de interés, particularmente el sector inmobiliario.

En este contexto, revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento de EE.UU. en 2014 hasta el 2,5%, la misma cifra que se estima para 2015 (Gráfico 2.1). Detrás de este ajuste se encuentran tanto la fortaleza que la economía americana ha mostrado en la segunda parte de 2013 como el impulso adicional que supondrá el menor drenaje fiscal gracias al acuerdo fiscal alcanzado a finales de 2013. Cabe señalar que la previsión tiene riesgos al alza si la mejora en la confianza termina suponiendo impulsos adicionales sobre la inversión y la contratación por parte de las empresas.

La retirada del estímulo monetario en EE.UU. puede complicar el panorama de algunas economías emergentes

El cambio de orientación de la política monetaria de EE.UU. tiene, como es habitual, un impacto global. Las economías emergentes se están viendo sometidas a una reducción de los flujos de entrada de capital y a depreciaciones en sus monedas, intensificadas en algunos casos por eventos domésticos que aumentan la incertidumbre sobre la gestión de sus respectivas políticas económicas. Además, continúa produciéndose una diferenciación entre economías de acuerdo a sus fundamentales: mayores déficits externos y mayor peso de una financiación a corto plazo y en moneda extranjera están asociados con mayor vulnerabilidad a salidas de capital y depreciación del tipo de cambio (Gráfico 2.3).

Las tensiones recientes no alteran nuestras previsiones de crecimiento del conjunto de las economías emergentes, pero sí que suponen un riesgo bajista reseñable. Este riesgo sería mayor en aquellas economías con más peso en las carteras de los inversores globales y que tengan vulnerabilidades como las señaladas más arriba. Este sería el caso, sobre todo de Turquía, Brasil, Indonesia o India. El tensionamiento monetario que algunas de ellas están emprendiendo para frenar el deslizamiento del tipo de cambio y de las expectativas inflacionistas tendrá un impacto bajista en el crecimiento. Con todo, la diversidad dentro del grupo de economías emergentes supone que se mantienen las favorables perspectivas en áreas de Sudamérica como el conjunto de las economías andinas, Asia emergente o México, algunas de ellas beneficiadas por el impulso cíclico de la economía de EE.UU. (Gráfico 2.4).

El crecimiento en China se mantiene en el entorno del 7,5%, pero las vulnerabilidades se hacen más evidentes

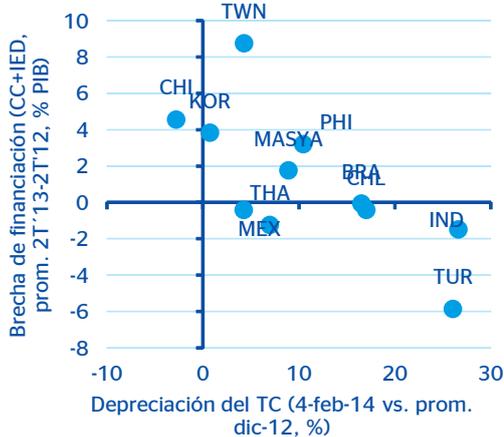
Durante el último trimestre la economía china se ha mostrado con claridad en su doble vertiente de soporte de la economía global y de potencial factor de riesgo. Por una parte, las dudas existentes a comienzos de año sobre la sostenibilidad del crecimiento chino y la posibilidad de un “aterizaje brusco” se han disipado en el corto plazo. La economía se ha recuperado en la segunda mitad de 2013 (Gráfico 2.4) y mantiene un buen tono, aunque algunos de los datos más recientes de confianza y expectativas de actividad manufacturera hayan vuelto a situarse por debajo de lo esperado.

Además, se han anunciado cambios de fondo en la política económica. En el Tercer Plenario del Partido Comunista Chino, las autoridades han reafirmado su compromiso con el mantenimiento de altas tasas de crecimiento, al tiempo que han propuesto medidas que reforzarán el papel del mercado en la asignación de recursos y el balanceo hacia un mayor peso del consumo de las familias desde un modelo de inversión y exportaciones. Estos son pasos en la dirección adecuada, pero su efectividad dependerá de su implementación y no están exentos de riesgos.

Por ejemplo, en lo que se refiere al sector financiero, las autoridades se siguen mostrando comprometidas con atajar las vulnerabilidades existentes, ligadas fundamentalmente al rápido crecimiento del crédito. Así, se están produciendo tensiones de liquidez en el mercado interbancario que afectan sobre todo a la denominada “banca en la sombra”¹, aunque no se ha logrado moderar el ritmo de crecimiento del crédito.

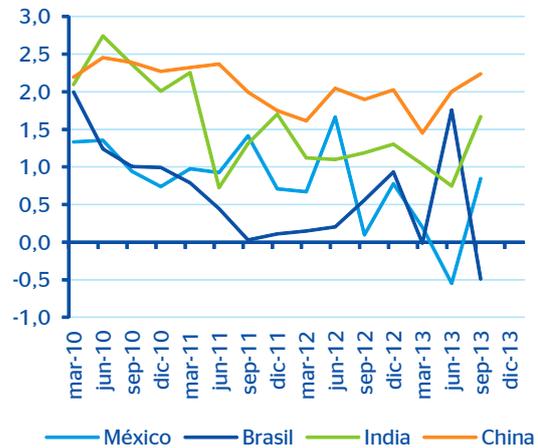
En todo caso, nuestras previsiones de crecimiento en 2014 y 2015 para la economía china se mantienen (en 7,6% y 7,5%, respectivamente), confiando en el margen y la capacidad de actuación de las autoridades.

Gráfico 2.3
Depreciación del tipo de cambio (%) y brecha de financiación externa (CC + Balance IED, % PIB)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 2.4
Crecimiento del PIB en economías emergentes (% t/t, corregidos de estacionalidad)



Fuente: BBVA Research

¹: El conjunto de instituciones y vehículos financieros que escapan de la regulación del sistema bancario cumpliendo sus mismas funciones de intermediar entre los agentes económicos con exceso/déficit de ahorro para acometer decisiones de consumo o inversión.

La zona euro prosigue su lenta recuperación, con el apoyo del BCE y con la unión bancaria en el punto de mira

Tras un inicio de año en recesión, la zona euro ha conseguido mantener una senda de expansión moderada a lo largo de la segunda parte del año, tal y como preveíamos en BBVA Research. Así, los datos del cuarto trimestre apuntan hacia un crecimiento interanual del 0,4%, que, aunque leve, es el mayor desde finales de 2011. Detrás de esta ligera mejora está la perspectiva del creciente papel de la demanda doméstica y la sostenida mejora de las condiciones financieras, favorecida por la determinación y el compromiso del BCE con una política monetaria expansiva, aunque el motor del crecimiento europeo en 2013 y 2014 ha sido y seguirá siendo el sector exportador.

En todo caso, no serían descartables periodos de inestabilidad conforme se acerquen eventos que puedan alterar el panorama de avances en la unión bancaria y, en general, del fortalecimiento de la unión monetaria en Europa. Entre estos eventos a los que estar atentos, cabría destacar las elecciones al Parlamento Europeo, o novedades sobre las condiciones y los resultados de los exámenes de los balances bancarios.

Con todo, mantenemos nuestras previsiones para la zona euro en 2014 en el 1,1%, mientras que se espera un crecimiento del 1,9% en 2015. En cualquier caso, dada la continuada debilidad cíclica que proyectamos, se mantiene en el horizonte de previsión como evento de riesgo, aunque de baja probabilidad, un escenario en el que la posibilidad de deflación pueda ser relevante.

3. Retorno de la volatilidad en los mercados financieros en América Latina

Vuelve a aumentar la volatilidad en los mercados financieros ante el inicio del *tapering* y, sobre todo, por eventos domésticos en algunas economías emergentes

La recuperación y las mejores perspectivas para la economía de EE.UU. han permitido que la Reserva Federal anunciara en su reunión del 18 de diciembre del año pasado la retirada gradual de su agresivo estímulo monetario, que empezó a poner en marcha ya al inicio de 2014. Con todo, la reacción inmediata de los precios de los principales activos en los mercados emergentes, y en particular en América Latina, no fue especialmente significativa.

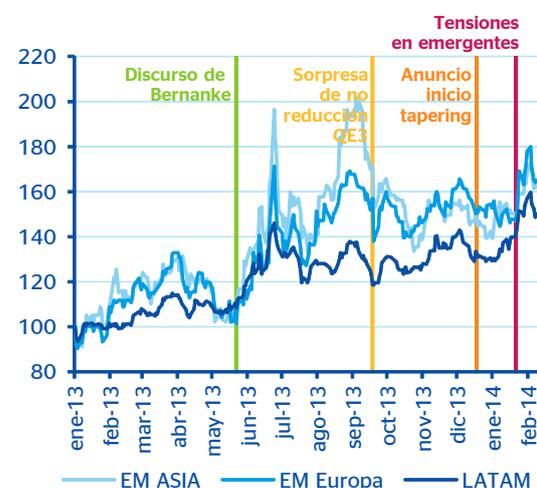
Los movimientos en los mercados financieros latinoamericanos desde el anuncio del *tapering* el 18 de diciembre hasta mediados de enero fueron determinados básicamente por temas idiosincráticos y no por las acciones de la Reserva Federal de EE.UU. Cabe mencionar algunos episodios de volatilidad focalizados, como la suave depreciación de los tipos de cambio de la región y, en algunos casos, la caída de los índices bursátiles (como en Colombia), así como el ligero repunte del riesgo-país (en Brasil, por ejemplo).

Gráfico 3.1
Evolución de cotizaciones bursátiles en mercados emergentes (MSCI, índice enero 2013 = 100)



Fuente: BBVA Research y EPFR

Gráfico 3.2
Diferenciales soberanos en mercados emergentes (EMBI)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Tras los ajustes observados a partir del final de mayo, cuando el entonces presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke señaló que el inicio del proceso de retirada del impulso monetario no tardaría en ponerse en marcha, la relativa calma de los mercados financieros de la región al final de 2013 e inicio de 2014 refuerza la visión de que el *tapering* ya estaba en general incorporado en el precio de los activos.

Una secuencia de mejores noticias a las esperadas en relación al ciclo económico hizo que los mercados anticiparan una subida de los tipos de interés en EE.UU. (véase el Gráfico 2.2), aumentando las preocupaciones por una reducción de la liquidez global. Más recientemente, una serie de eventos negativos en economías emergentes clave, tales como un cierto temor a una renovada debilidad en China, tensiones políticas en Turquía, huelgas en Sudáfrica y una fuerte depreciación del tipo de cambio en Argentina, provocó un marcado aumento de la volatilidad en los mercados emergentes, incluyendo los de América Latina (véanse los datos más recientes de los Gráficos 3.1 y 3.2).

Así, desde mediados de enero los tipos de cambio de la región se depreciaron entre un 0.3% y un 4% en los principales países (sin considerar la depreciación de 15% en Argentina), con más fuerza en Chile y Colombia y menos en Perú y México. Además, los índices bursátiles de estas economías cayeron alrededor de 4% en la mayoría de los países y el diferencial soberano aumentó entre 1 punto en México hasta 15 puntos en Colombia (+31 puntos en Argentina). Hay que destacar que estos movimientos en el último mes se dieron en un entorno en el que los precios de las materias primas metálicas disminuyeron, con un impacto negativo principalmente en Chile y Perú, mientras que los precios del petróleo se mantuvieron relativamente estables y los precios de los productos agrícolas en general subieron (por temas de oferta), con un impacto positivo en los países del Mercosur.

Pese a que las turbulencias registradas desde mediados de enero no hayan sido despreciables, no son comparables con las observadas en mayo de 2013 y en especial con las de episodios de volatilidad anteriores, como el posterior a la quiebra de Lehman Brothers o el sucedido después de la revisión a la baja de la calificación crediticia de EE.UU. (véase los Gráficos 3.3 a 3.5).

Gráfico 3.3
Evolución del tipo de cambio en Latam en episodios de alta volatilidad (índice inicio de volatilidad=100)



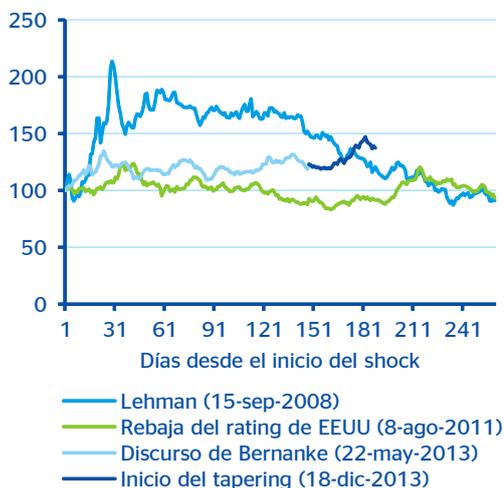
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.4
Evolución de las cotizaciones bursátiles en Latam en episodios de alta volatilidad (índice MSCI Latam, inicio de volatilidad=100)



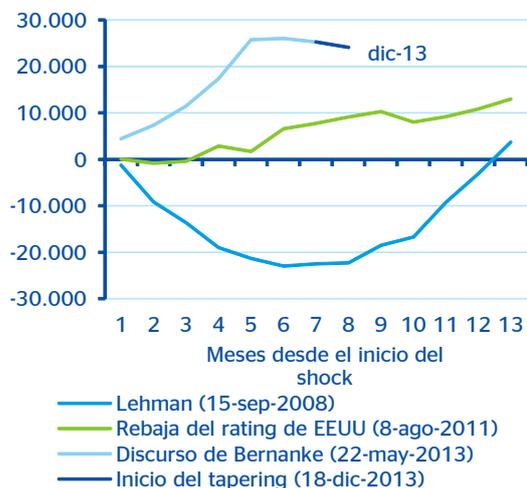
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.5
Evolución del diferencial soberano en Latam en episodios de alta volatilidad (EMBI, inicio de volatilidad=100)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.6
Flujos de cartera de no residentes, Brasil (acumulado, USD millones)

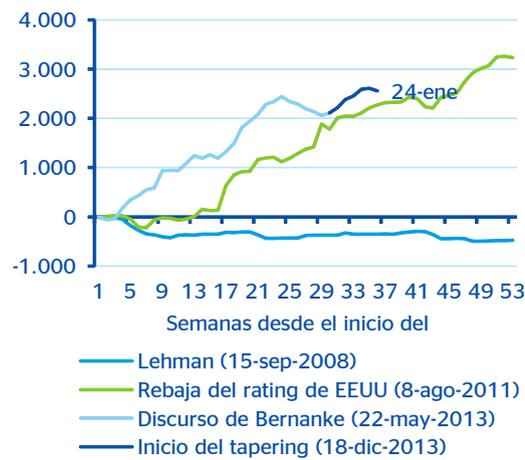


Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Finalmente, los todavía incipientes datos de flujos de capital para el fin de 2013 e inicio de 2014 sugieren que en general no habido salida de capitales de corto plazo por parte de residentes, pero sí una disminución de las entradas de no residentes. Esta disminución implicó incluso moderadas salidas recientes en países como Brasil y Colombia (véase los Gráficos 3.6 y 3.7), pero no en países como Chile, donde los flujos de entrada han continuado siendo positivos (véase el Gráfico 3.8).

Gráfico 3.7

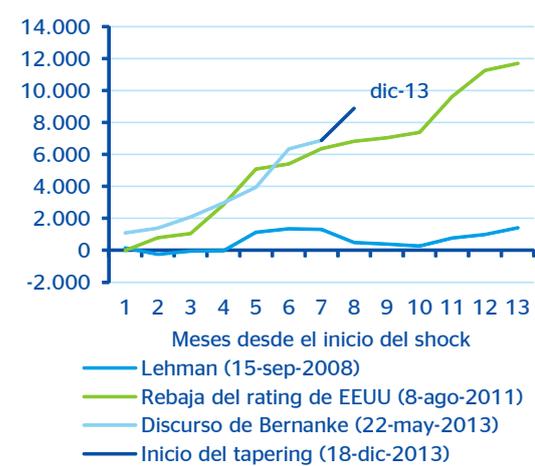
Flujos de cartera de no residentes, Colombia (acumulado, USD millones)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 3.8

Flujos de cartera de no residentes, Chile (acumulado, USD millones)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

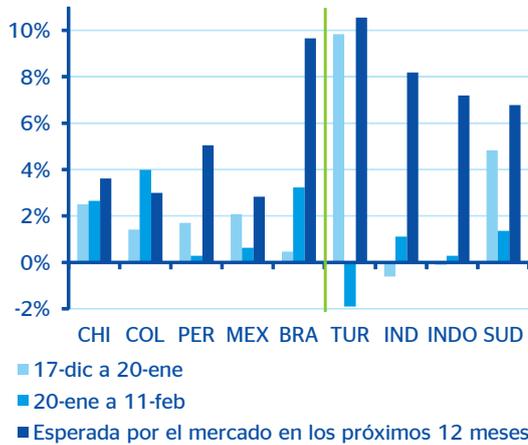
Con todo, ante una primera fase de movimientos comunes, los mercados deberían empezar a discriminar de acuerdo a fundamentales y a la solidez de las políticas económicas

Pese a que la volatilidad reciente haya sido generalizada, se espera que los mercados empiecen a diferenciar los países con fundamentales sólidos de otros más vulnerables. Las fuertes turbulencias en economías como Argentina, Turquía y Sudáfrica refuerzan esta visión. Sin embargo, como muestran los Gráficos 3.9 y 3.10, en el resto de economías emergentes todavía no ha habido mucha discriminación. Tanto los movimientos acumulados desde el anuncio del *tapering* en diciembre, como los registrados a partir del aumento de la volatilidad a mediados de enero e incluso la corrección más reciente observada en los últimos días muestran poca heterogeneidad. Así, de momento, se percibe relativamente poca diferenciación entre países con mejores y peores fundamentales, tanto dentro como fuera de América Latina.

Entre las todavía escasas señales de discriminación, las devaluaciones implícitas en los contratos futuros de tipo de cambio (véase el Gráfico 3.9), que muestran que el ajuste pendiente en los tipos de cambio en países como Brasil, Turquía e India es mucho más significativo que en países como los de la Alianza del Pacífico, y la mejora de la calificación de la deuda soberana de México de Baa1 para A3 anunciado por Moody's al inicio de febrero y la de Colombia para BBB por Fitch en diciembre, que contrastan, por ejemplo, con los comentarios de las principales calificadoras sobre la posibilidad de un empeoramiento de la nota de Brasil en los próximos meses.

Gráfico 3.9

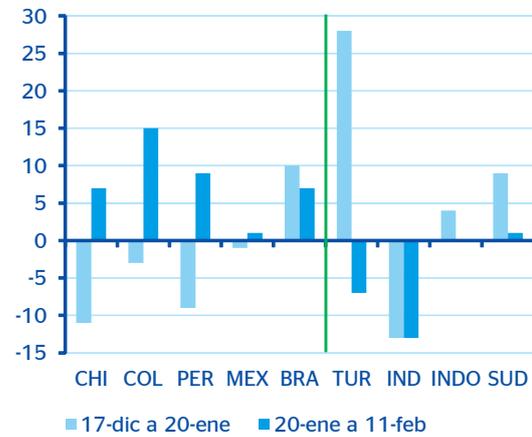
Variación del tipo de cambio desde el inicio del *tapering* y variación esperada en 12 meses a partir de los futuros de tipo de cambio (%)



* Un valor positivo (negativo) equivale a una depreciación (apreciación)
Fuente: Haver Analytics

Gráfico 3.10

Variación del diferencial soberano desde el inicio del *tapering* (p.b.)

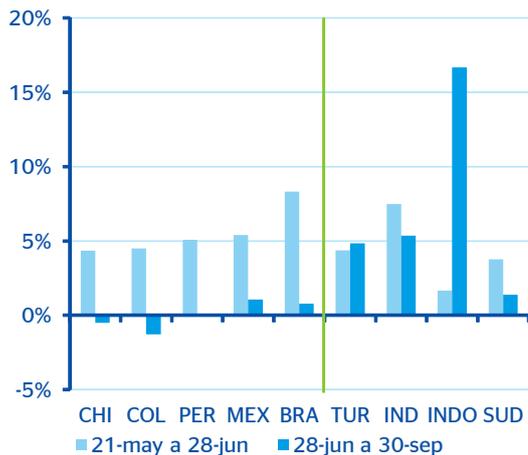


Fuente: Datastream

La visión de que los mercados deberían empezar pronto a discriminar de acuerdo con los fundamentales recibe el respaldo de episodios de turbulencia anteriores. Así, por ejemplo, después de los movimientos comunes en los mercados financieros tras la señalización, en mayo de 2013, de que el *tapering* no tardaría en adoptarse, los mercados pasaron a discriminar las economías más sólidas de las menos sólidas (véanse los Gráficos 3.11 y 3.12). Las economías que, por ejemplo, menos dependían de los flujos de capitales de corto plazo fueron las menos impactadas por el proceso de corrección de precio de activos (véase el Gráfico 2.3).

Gráfico 3.11

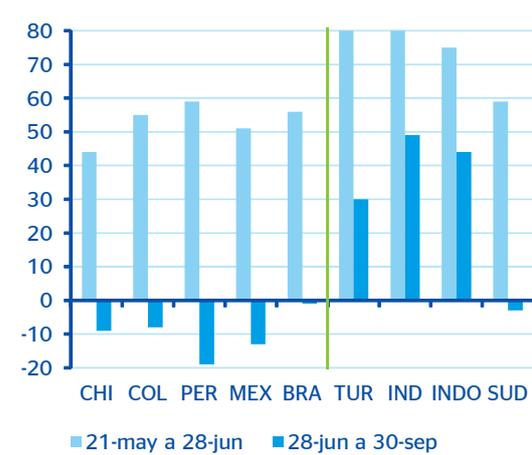
Variación del tipo de cambio entre el anuncio del *tapering* y septiembre de 2013 (%)



Fuente: Haver Analytics

Gráfico 3.12

Variación del diferencial soberano entre el anuncio del *tapering* y septiembre de 2013 (p.b.)



Fuente: Datastream

Esperamos, por tanto, que la retirada de liquidez por la Reserva Federal va a exponer las vulnerabilidades de aquellos países con peores fundamentales, más expuestos a efectos de shocks idiosincráticos. Como la mayor parte de los países de la región, incluyendo los países de la Alianza para el Pacífico (México, Chile, Colombia y Perú), mantiene políticas económicas sólidas y presenta escasos desequilibrios, no debería esperarse un contagio desde las economías más fuertemente afectadas, especialmente en un escenario en el que anticipamos que China estabilizará su crecimiento en los ritmos actuales. Incluso las tensiones en Argentina no tendrían un impacto significativo para el conjunto de la región, y en todo caso sería muy acotado en el caso de Brasil y Uruguay, como se analiza en el Recuadro 1.

Recuadro 1. Escaso contagio desde Argentina al resto de América Latina, concentrado en Brasil y Uruguay

Uno de los eventos a finales de enero que contribuyeron a aumentar las dudas sobre la marcha de las economías emergentes fue el incremento del ritmo de devaluación del tipo de cambio en Argentina. En particular, entre el 21 y 23 de enero, el tipo de cambio se depreció un 14%, al pasar de 6.88 pesos por dólar a estabilizarse en los días posteriores al 23 de enero en alrededor de 8 pesos por dólar.

La depreciación del tipo de cambio en Argentina coincidió con una fuerte depreciación de otras monedas emergentes, como la lira turca y el rublo ruso. El resto de monedas de América Latina también se ha debilitado frente al dólar desde fines de enero. Todo ello ha llevado a algunas dudas sobre la posibilidad de una crisis generalizada en las economías emergentes. Nuestra visión es que la turbulencia en los mercados financieros en enero y febrero ha tenido algún elemento de índole global (como un posible adelanto del aumento de tipos de interés en EE.UU. o dudas temporales sobre el ritmo de crecimiento en China, ver texto principal), pero también condicionantes de índole idiosincrática en las economías más afectadas (Argentina, Turquía, Brasil, India, Indonesia y Sudáfrica, entre otros).

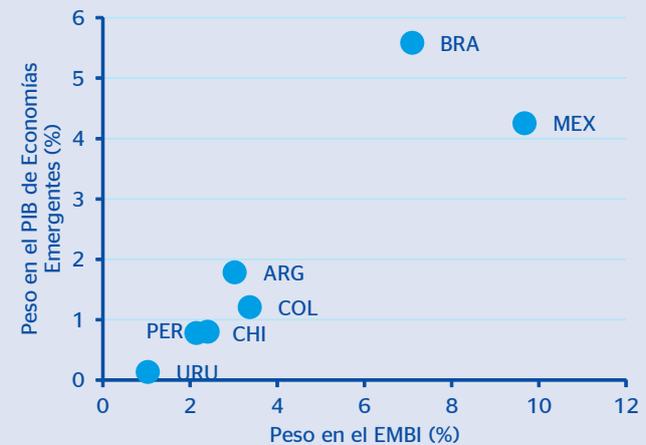
En particular, existe una serie de razones por las cuales una fuerte depreciación del tipo de cambio en Argentina y una desaceleración de su actividad económica, que podría derivarse del aumento de tipos de interés de mercado, tendría un efecto muy reducido en el resto de países de la región, con la excepción de Brasil y Uruguay. Pero incluso en esos dos casos el efecto sería, en todo caso, acotado.

El primer canal a través del cual las turbulencias en Argentina podrían afectar al resto de países de la región es a través de su efecto en los mercados financieros internacionales y el sentimiento de los inversores en la región. Sin embargo, la integración de Argentina con los mercados financieros internacionales es mucho menor que su peso económico en la región. Argentina no ha regresado a los mercados financieros internacionales desde la suspensión de pagos de 2001, lo que ha reducido su nivel de deuda externa desde el 130% del PIB en 2002 a 70% en 2005 y 31% en 2013. Además, los flujos de entrada de capitales por parte de no residentes también han sido limitados en los últimos años. Todo esto ha llevado a que el peso de Argentina en los principales índices de la región sea muy reducido (véase, por ejemplo, el Gráfico R.1.1 para el caso del índice EMBI). De esta forma es muy poco probable que pueda gatillar una salida de fondos centrados en la región. Asimismo, la correlación entre los cambios en los diferenciales soberanos en Argentina y el resto de países de la región es mucho menor que la correlación que

tienen México o Brasil (Gráfico R.1.2), en gran medida porque la evolución del diferencial en el caso de Argentina se ha debido, sobre todo, a factores idiosincráticos.

Gráfico R.1.1

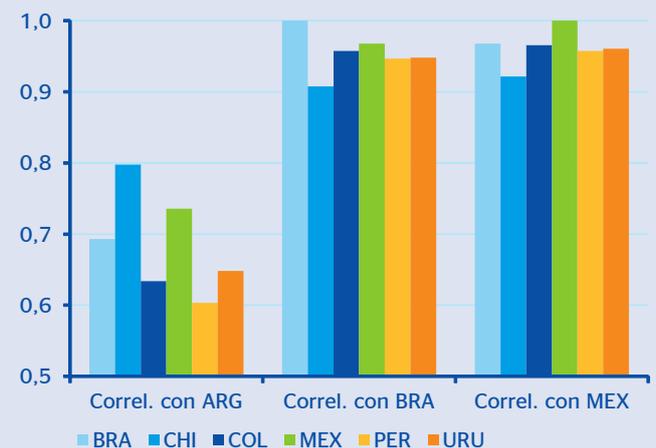
Peso de los países Latam en el índice EMBI y porcentaje del PIB de las economías emergentes



Fuente: BBVA Research y JP Morgan

Gráfico R.1.2

Correlación de los diferenciales soberanos de cada país con los de Argentina, Brasil y México (Enero 2009 - Febrero 2014)

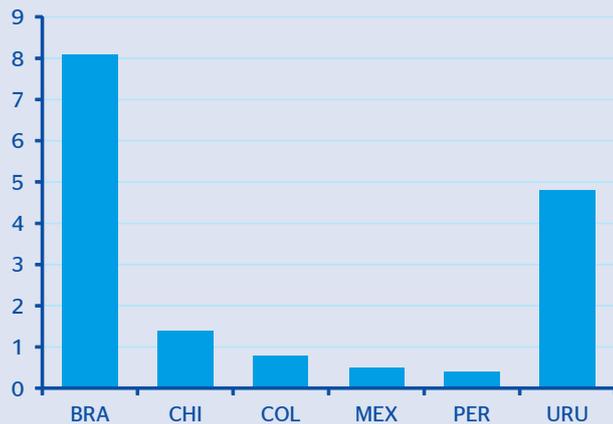


Fuente: BBVA Research y Haver

El segundo canal a través del cual podría existir contagio desde Argentina al resto de la región es a través del canal comercial y de inversión directa. Sin embargo, los vínculos comerciales de Argentina con el resto de países de la región son relativamente reducidos (Gráfico R.1.3). Las exportaciones del resto de la región a Argentina solamente representan el 2.2% de su comercio total, si bien este porcentaje es mayor en el caso de Brasil (8.1%

de sus exportaciones, especialmente del sector automotriz y químico) y Uruguay (4.8% del total, especialmente centrada en el sector turístico).

Gráfico R.1.3

Exportaciones a Argentina como porcentaje del total de cada país

Fuente: BBVA Research y Haver

En el caso de Brasil, el impacto en el crecimiento de 2014 podría ser de aproximadamente -0,2 p.p., aunque podría ser menor si Argentina flexibiliza algunas de las restricciones en vigor a las importaciones desde Brasil, algo más probable ahora que el peso se encuentra en un nivel más competitivo. Este impacto se derivaría especialmente de una caída de 10% de las exportaciones brasileñas al país vecino (en enero de 2014 la caída de las exportaciones fue de 14% a/a). En todo caso, este impacto negativo sobre Brasil de la depreciación del

peso y de la moderación de la actividad en Argentina no está totalmente incorporado en nuestra previsión de crecimiento del PIB de 2,5% en Brasil en 2014, lo que refuerza el sesgo a la baja de dicha previsión.

En el caso de Uruguay, el efecto sobre el crecimiento sería menor que en el caso de Brasil, no sólo porque el nivel de exposición es menor, el crecimiento actual es más robusto y los márgenes de política económica algo mayores, sino también porque la relativa mayor facilidad de acceso a moneda extranjera por parte de las personas físicas decretado por el gobierno en Argentina podría tener un efecto positivo sobre el turismo en Uruguay, que compense de forma parcial el efecto precio y el de una posible desaceleración de la actividad económica en Argentina.

En conclusión, la reciente depreciación del tipo de cambio en Argentina y una posible desaceleración de su actividad económica derivada del incremento del coste de financiamiento interno tendría efectos muy reducidos en la mayoría de países de América Latina. Incluso en el caso de Brasil y Uruguay, los más expuestos por el canal comercial, el efecto sería muy acotado. Como ya hemos apuntado en ediciones anteriores del Situación Latinoamérica, el riesgo principal para la región proviene de una posible desaceleración fuerte en China (con efectos sobre la demanda de materias primas e impacto sobre su precio) o de una retirada desordenada del estímulo monetario en EE.UU., que cause fuertes turbulencias en los mercados financieros internacionales. Por fortuna, ambos eventos de riesgo han reducido su probabilidad de ocurrencia notablemente respecto a mediados de 2013.

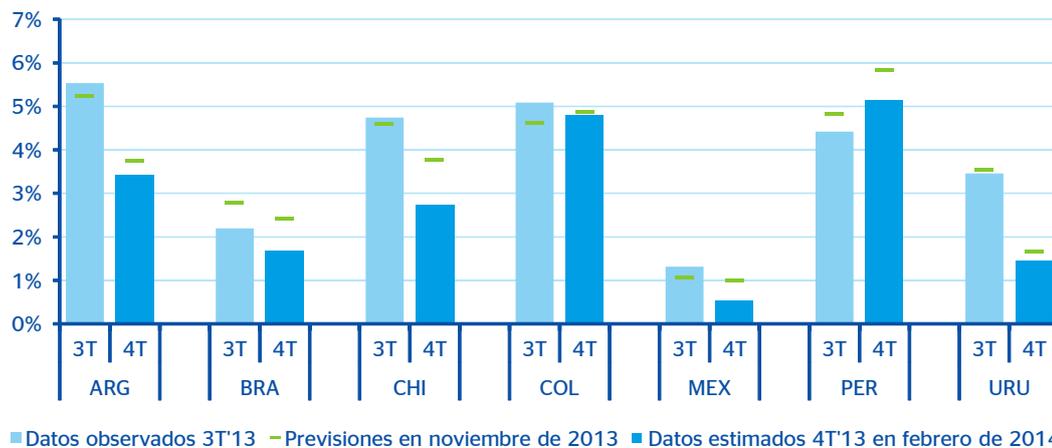
4. Creciente heterogeneidad en América Latina

Peores datos a los esperados en el tercer trimestre lastraron el crecimiento en 2013, pero la demanda interna muestra ya una recuperación en la mayoría de países

Luego de un tercer trimestre con algunas sorpresas a la baja en actividad, ajustamos nuestra estimación del crecimiento en el cuarto trimestre considerando una moderación mayoritariamente ordenada de la actividad de la región. Las sorpresas bajistas del tercer trimestre se concentraron particularmente en Brasil y Perú (Gráfico 4.1). En el primer caso, cabe destacar que la sorpresa a la baja en el caso de la economía brasileña implicó un ajuste en la estimación del año desde el 2,6% inicialmente estimado hasta el 2,2%². Por el lado de las sorpresas positivas, el crecimiento en el tercer trimestre fue ligeramente superior a lo inicialmente previsto en Colombia, resultado matizado por haber sido poco balanceado y por las revisiones a la baja en datos de trimestres anteriores. Por su parte, en Chile, Argentina, México y Uruguay los resultados del tercer trimestre estuvieron prácticamente en línea con lo esperado.

Gráfico 4.1

Sorpresas en previsiones de crecimiento en el tercer trimestre y ajustes en la previsión del cuarto trimestre de 2013 (% a/a)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

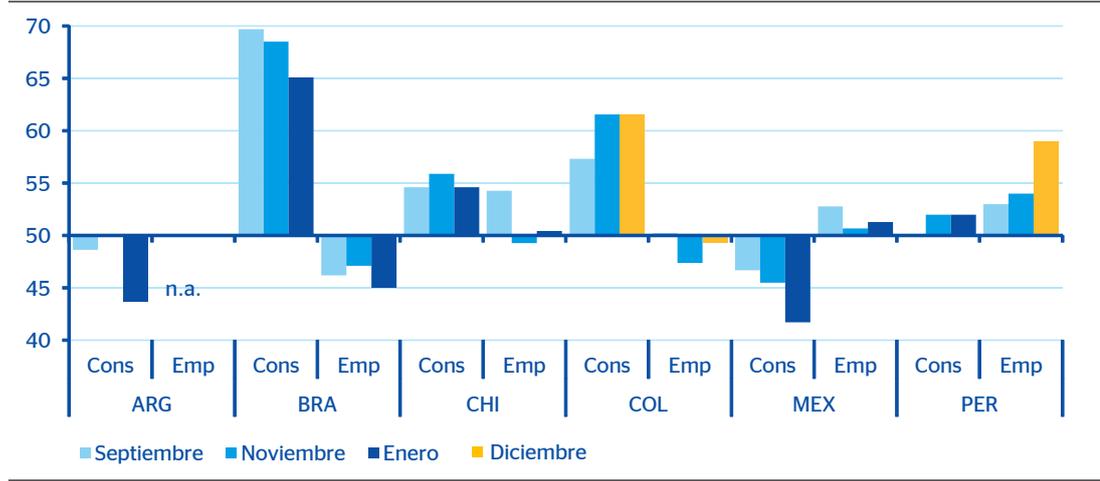
Por su parte, los indicadores de demanda interna en los últimos meses de 2013 y los primeros de 2014 mostraron, en general, una tendencia a la mejora en la mayoría de países. Destacó el buen desempeño de los índices de confianza (Gráfico 4.2) y ventas al por menor (Gráfico 4.3) en los países andinos en los últimos meses de 2013. En particular, el indicador de ventas al por menor (disponible hasta noviembre) apunta a un perfil de crecimiento de menos a más a lo largo de 2013, situación similar en alguna medida a la observada en los indicadores de confianza de los consumidores. En los países andinos el consumo privado continuó siendo uno de los motores del crecimiento, apoyado en buenos datos de empleo y remuneraciones.

En el caso de Brasil, las ventas al menudeo también repuntaron hacia el final del año, en contraste con lo observado en los primeros ocho meses del año, y los indicadores de confianza del consumidor continuaron en terreno optimista, si bien menos que en meses anteriores, a medida que el mercado laboral y la renta disponible se debilitan gradualmente. Mientras tanto, la

2: Ver [Flash Brasil: Contracción en el tercer trimestre](#).

confianza empresarial continúa en terreno negativo. Por su parte, en México las ventas cayeron en comparación anual en toda la segunda parte del año, mientras que la confianza de los consumidores observó caídas continuas y crecientes, pesimismo posiblemente relacionado con la caída en el salario real y la moderación en el empleo.

Gráfico 4.2
Indicadores de confianza



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

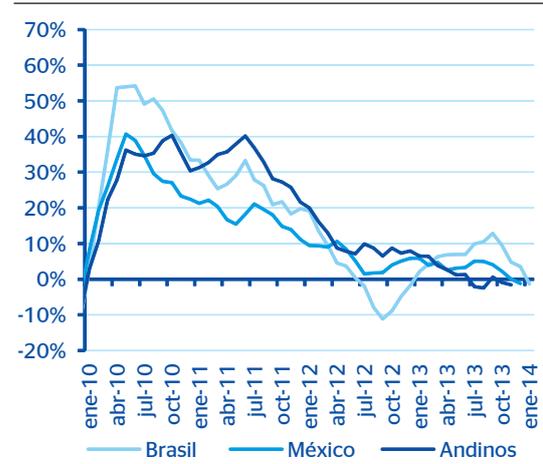
Por su parte, las importaciones continuaron moderándose hacia el final del año (Gráfico 4.4), tanto en los países andinos como en México y Brasil, relacionado en parte con la moderación de la producción (en particular, la manufacturera) y con la depreciación cambiaria. Situación similar ocurrió con el componente de inversión, que en Chile se desaceleró hacia el final del año, lo que coincide con el final del ciclo de inversión en minería. De manera similar, en Perú la recuperación de la inversión se dio de forma más lenta de lo esperado al final de 2013. En contraste, en Colombia destacó el componente de construcción, que, de hecho, se constituyó como el principal motor del crecimiento.

Gráfico 4.3
Ventas al por menor (% a/a)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4.4
Importaciones (% a/a)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Así, los indicadores de demanda interna apuntan a un buen crecimiento al final de 2013 aunque algo por debajo de lo esperado un trimestre antes (Gráfico 4.1). Durante el último trimestre de 2013, estimamos que la expansión en Chile habría estado en el orden de 2.7%, muy por debajo del promedio de los trimestres previos (4.5%), en Colombia el crecimiento se habría ubicado en el orden de 5%, ligeramente menor al del trimestre previo. En Perú, el impulso de los sectores

vinculados a la demanda doméstica como el comercio y los servicios fue clave en el último trimestre, lo que influyó en un repunte al final del año al 5% interanual, aunque algo menor que lo esperado. En el caso de México la moderación habría continuado hacia el último trimestre del año, aunque a mayor ritmo que lo inicialmente pronosticado, ubicándose en un crecimiento del orden de 0,5% a/a. Por otra parte, en Brasil los indicadores más recientes apuntan a que la actividad siguió sin dar señales de recuperación en los últimos meses de 2013 e incluso hay indicios de que este país pudo haber entrado en recesión a finales de 2013. Cabe mencionar en este sentido que los malos datos de Brasil de la última parte del año encajan en el contexto de una economía donde el consumo privado, que representa prácticamente el 80% del PIB, va perdiendo dinamismo.

Así, para el conjunto de 2013 el crecimiento de Colombia se habría ubicado en 4,1% y el de Chile en 4%, mientras que fue del orden del 5% en Perú, en torno a 2,2% en el caso de Brasil, y apenas un 1,2% de en el caso de México, donde cabe recordar la importante sorpresa negativa observada hacia el segundo trimestre del año³. Aunque los perfiles semestrales difieren -Colombia volcado hacia la segunda mitad del año a diferencia de Chile con situación contraria y el más estable Perú-, coinciden en haberse beneficiado de una demanda interna aun elevada.

El crecimiento en América Latina aumentará gradualmente, desde el 2,2% en 2013 al 2,5% en 2014 y 2,6% en 2015, tendiendo en los siguientes años hacia su potencial

En 2014 la actividad en Latinoamérica se acelerará gradualmente a medida que la demanda interna vaya ganando brío (Gráfico 4.5), especialmente por la recuperación del crecimiento en México, después de superar los shocks temporales al sector de la construcción y del retraso de la ejecución del gasto público. También en menor medida contribuirán a este aumento del crecimiento una leve recuperación respecto a 2013 en Brasil y, sobre todo, en Perú y Colombia, sólo en parte compensado por la desaceleración en Argentina y Paraguay respecto a 2013.

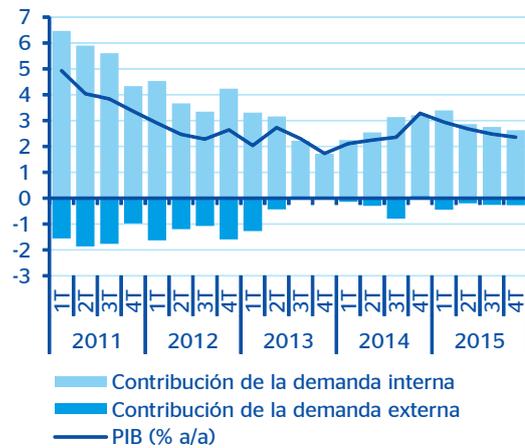
En 2014, además del impulso de la demanda interna, destacará el aumento esperado de las exportaciones de la región, de la mano de la recuperación en las economías desarrolladas, principalmente EE.UU. y la Zona Euro, y el mantenimiento del dinamismo de las principales economías emergentes destino de los productos de exportación de América del Sur (Gráfico 2.1). Asimismo, las exportaciones se verán beneficiadas por un tipo de cambio menos apreciado en la región. Conviene recordar, además, que la moderación reciente en exportaciones en países andinos -variaciones anuales negativas al final del 2013- y Brasil se relaciona más con choques temporales de oferta y elevada base de comparación de forma que las exportaciones deberían remontar en los siguientes meses.

Por su parte, los precios de las materias primas deberán seguir apoyando el dinamismo de la región pese a algunos ajustes a la baja. En un horizonte de mediano plazo, pronosticamos que continuará el perfil de moderación en el precio de la soja y del cobre mientras que el petróleo continuará manteniendo niveles elevados similares a los actuales (Gráfico 4.6). En este último caso no se prevén cambios relevantes respecto a la previsión anterior, aunque hacia 2015-2016, la perspectiva es de un mayor ajuste a la baja de en torno a un 5-6%, teniendo en cuenta la mayor producción esperada de EE.UU. e Irán. En el caso del cobre, en el último trimestre su precio continuó sorprendiendo al alza y, dada la expectativa de crecimiento estable en el futuro cercano en China así como de la recuperación en EE.UU. y Zona Euro, estimamos una convergencia más lenta a la previamente anticipada para este metal, manteniendo sin embargo su tendencia decreciente. El precio de la soja evolucionó de acuerdo a lo esperado hace un trimestre y en línea con la tendencia bajista que continuará en 2014-2015. Esta tendencia se relaciona con el exceso de oferta que resultará luego de estimarse una mayor producción para la campaña 2013-2014. Con todo, los precios de las materias primas se mantendrán en niveles similares al promedio de los años 2006-2012, niveles claramente positivos para la región.

3: Ver [Flash México 2T13](#).

De este modo, para la región en su conjunto, revisamos las previsiones de crecimiento levemente a la baja respecto a noviembre, si bien destaca el perfil ascendente con crecimientos estimados en 2,2, 2,5 y 2,6% en 2013, 2014 y 2015 respectivamente (Gráfico 4.7), desde una estimación previa de 2,4% 3,1% y 2,7%. Con ello, la región irá tendiendo gradualmente hacia su crecimiento potencial, situado levemente por debajo de 4%, al final de esta década. La demanda interna seguirá teniendo un peso importante en el crecimiento de la región, pero cada vez se alineará más con el crecimiento del PIB (Gráfico 4.7), reflejo de una mejora de la contribución del sector externo.

Gráfico 4.5
Demanda interna y exportaciones netas, contribución al crecimiento anual



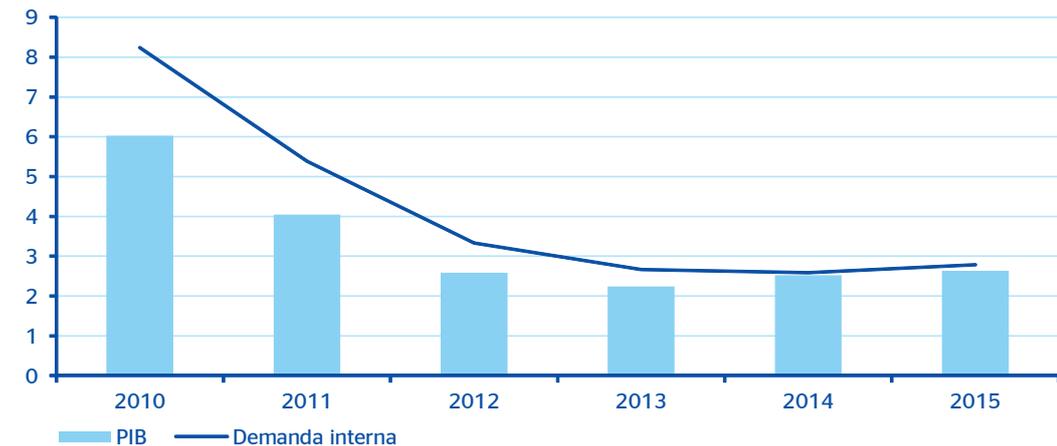
Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 4.6
Precio de las principales materias primas (índice enero 2011=100)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 4.7
Latam: crecimiento del PIB y de la demanda interna (%)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Con todo, existirá una creciente diferenciación dentro de la región. El crecimiento de la Alianza del Pacífico, cercano al 4% en 2014 y 2015, será más del doble del de los países del Mercosur

La heterogeneidad en el desempeño de las economías de la región seguirá siendo la característica principal del entorno macroeconómico de América Latina en nuestro horizonte de previsión. Por grandes bloques de países, contrasta el crecimiento esperado para la región andina y México, integrados en la Alianza del Pacífico, frente a las economías agrupadas en Mercosur (Argentina, Brasil, Paraguay, Uruguay y Venezuela). Así, mientras que para el primer grupo la expansión esperada en 2014 y 2015 ha sido revisada ligeramente al alza (desde 3,6% esperado en noviembre para 2014 y 2015 hasta 3,8 y 3,7% esperados ahora), el crecimiento esperado para Mercosur se rebaja en -1,2 y -0,3 puntos porcentuales en 2014 y 2015, hasta un crecimiento de 1,5% y 1,8%, respectivamente (Gráfico 4.8). Esta diferencia es el reflejo, también, de diferencias aún mayores en el dinamismo de la demanda interna entre ambos bloques de países (Gráfico 4.9).

El bloque andino destacará por la solidez del mercado interno con tasas aún elevadas de crecimiento tanto de consumo como de inversión aunque con perfil de moderación suave; a esto se le añadirá el impulso de la demanda externa, tanto por la recuperación esperada de la Zona Euro y EE.UU. como por el mayor comercio intrarregional esperado en los siguientes años. Cabe mencionar en este sentido que la entrada en vigor de los acuerdos de eliminación de aranceles que implica la Alianza del Pacífico, con los que las cuatro economías eliminan el 92% de los aranceles a sus productos, se traducirá en un avance en el comercio de la región, además de que estos países podrán explotar cadenas productivas internacionales⁴.

En particular, en Chile continuará la moderación en los componentes de la demanda interna (además del efecto negativo adicional de huelgas en puertos importantes durante enero). A pesar de esto, estimamos que la afectación sería transitoria, con lo que no implicaría cambios sobre el pronóstico del crecimiento del 4% en el año (Gráfico 4.10), esto en un contexto donde el mercado laboral será algo menos dinámico y aumentará levemente la tasa de desocupación. Para Colombia se anticipa que continuará el crecimiento robusto en la primera parte de 2014, apoyado en sectores internos como consumo y construcción, a lo que se añadirá una mejora en la industria. En Colombia, 2014 se caracterizará además por mantener un crecimiento más equilibrado entre los componentes de la demanda interna, que llevarán al consumo a crecer desde el 3,9% estimado en 2013 hasta 4,5% en 2014 y a la inversión a pasar de 3,9% a 4,5%. Con ello la expansión en el año se ubicará en torno al 4,7% (Gráfico 4.10). Por su parte, los indicadores disponibles para Perú apuntan a que el la inercia del crecimiento habrá continuado en el primer trimestre, con renovado optimismo por parte de productores y consumidores, y será especialmente relevante el impulso del sector minero; en este caso estimamos que el aporte de la demanda interna al crecimiento de 2014 será algo mayor que 5 puntos porcentuales, lo que redundará en un crecimiento en 2014 del orden de 5,6%, el mayor de la región.

En el caso de México conviene destacar la revisión al alza en el pronóstico estimado para 2014, respecto a lo estimado hace un trimestre, desde 3,1 hasta 3,4%. Esta revisión es resultado de la mejora en la demanda externa y la expansión en el componente público de la demanda, que se aceleró al final de 2013 revirtiendo así el subejercicio que había mostrado a comienzos del año. Le mejores perspectivas tanto en demanda externa como en gasto público también contribuirán al mejor crecimiento para 2015, estimado ahora en 3,0% (desde 2,8% previo). A esta mejor previsión contribuye también la mejor percepción sobre las perspectivas de la economía mexicana derivada de la aprobación de reformas como la hacendaria, financiera, la de telecomunicaciones, competencia económica, laboral, educativa y particularmente energética⁵.

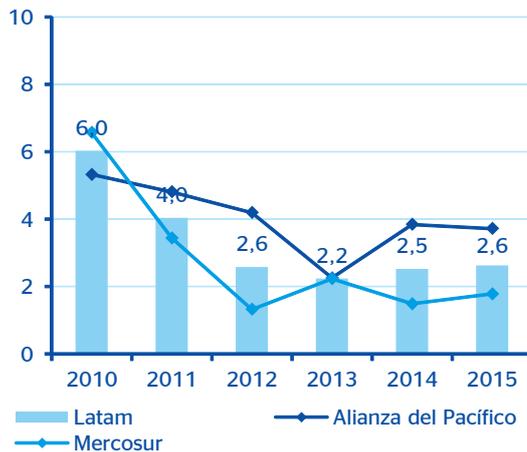
4: Para más información consultar [Flash Latam: Firma del protocolo comercial en la Alianza del Pacífico](#).

5: La Reforma Energética aprobada en diciembre México implica una reforma profunda en el sector con el que se permite la operación de empresas privadas nacionales y extranjeras en el sector energético. Para más detalles consultar [Flash Reforma Energética: Reforma profunda al sector que podría atraer importantes montos de inversión y aumentar el crecimiento potencial](#).

En contraste, en Mercosur el crecimiento se verá ensombrecido principalmente por el mencionado agotamiento de la expansión basada en el consumo interno de Brasil de los años previos, así como por el efecto desfavorable sobre la actividad que implicará la reciente devaluación y el aumento de los tipos de interés en Argentina, en parte atenuado por la depreciación del Real frente al resto de sus socios comerciales. El empuje del sector público previo a las elecciones de 2014 permitiría un crecimiento en Brasil de 2,5% en 2014, pero un probable ajuste posterior implicaría una desaceleración al 1,9% en 2015 (Gráfico 4.10).

Por su parte, Uruguay y Paraguay continuarán destacando por su elevado crecimiento aunque en parte lastrados por las dinámicas poco favorables de Brasil y Argentina. En particular, en Paraguay la expansión será del orden de 5,3% en 2014, impulsada por la inversión y exportaciones. El crecimiento de Uruguay continuará estando en línea con su potencial hacia 2014, en torno a 3,5%, aunque por sus importantes lazos comerciales se verá afectado por la moderación del crecimiento en Argentina, que implicará menores recursos de motores como el turismo y la construcción.

Gráfico 4.8
**Crecimiento del PIB:
Mercosur vs Alianza del Pacífico (%)**



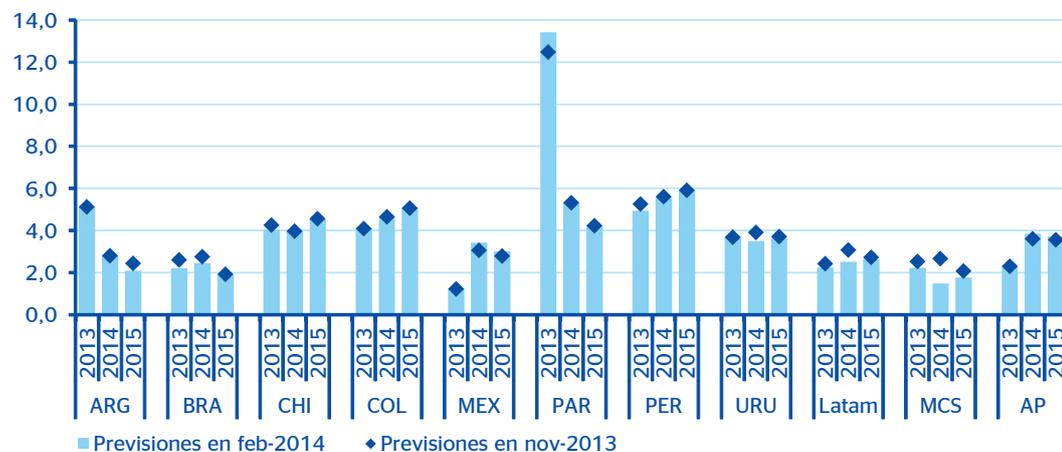
Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 4.9
**Crecimiento de la Demanda interna:
Mercosur vs. Alianza del Pacífico (%)**



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 4.10
Países Latam: previsiones de crecimiento del PIB, 2013-2015 (%)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

El crecimiento sólo moderado de la demanda interna y una tendencia levemente decreciente de los precios de las materias primas mantendrán la presión sobre los déficits fiscales que, sin embargo, flexionarían a la baja a partir de 2015 en la mayoría de países

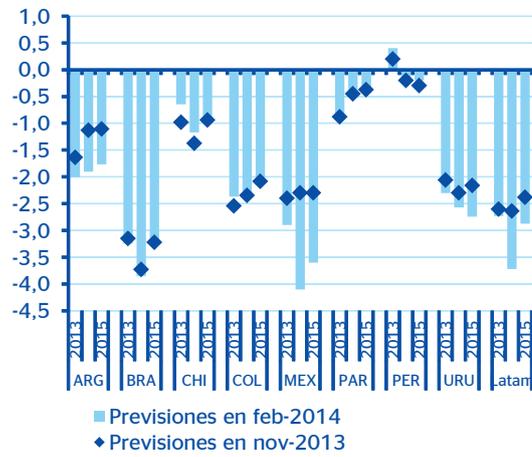
En los países de la región, si bien el mercado interno continuará apuntalando el crecimiento del PIB, lo hará a menores tasas que en el pasado reciente (Gráfico 4.7 y 4.9). Además, el precio de las materias primas, particularmente metales y soja, continuará con su tendencia decreciente, lo que incidirá negativamente en los ingresos fiscales en 2014 (Gráfico 4.11). Con todo, la recuperación del crecimiento y de la demanda externa en 2015 debería ayudar a una flexión a la baja de los déficits fiscales ya a partir de finales de 2014 e inicios de 2015.

Durante 2013 el balance fiscal en Brasil sufrió un deterioro importante, resultado de mayores gastos en comparación a los ingresos. No se espera que este balance mejore hacia 2014, año de elecciones generales y de tipos de interés más elevados. En Chile, se espera que el gasto público crezca a la mayor tasa desde 2010 y, por el lado de los ingresos, la menor dinámica en la economía los afectará, aunque los denominados en dólares crecerán por la mayor depreciación esperada, esto a la espera de la reforma tributaria anunciada por el gobierno que asumirá en marzo y que en teoría aumentará los ingresos fiscales en 3% del PIB en el medio plazo. Recordar por otra parte que la política fiscal en Chile sigue una regla de balance estructural que evita la variación relacionada con movimientos cíclicos del PIB y del precio del cobre. La regla de déficit fiscal abre este año la posibilidad de mayores espacios de gasto público, por mayores ingresos estructurales, debido principalmente a la depreciación cambiaria, y por la posibilidad de que exista un déficit estructural mayor durante 2014, dependiendo de la meta que se proponga el nuevo gobierno. En Colombia existe un compromiso con la disciplina fiscal, con lo que las restricciones al gasto (que se ajustaría principalmente a través de un recorte en la inversión) implicarán gradual convergencia a las metas del esquema fiscal. En Perú, la ligera desaceleración de la demanda interna y los menores precios de metales implicarán menores ingresos fiscales, mientras que el gasto público mantendrá el ritmo de expansión, con la inversión pública creciendo a ritmo de dos dígitos en 2014 y 2015. Con todo, se espera un ligero déficit en 2014 aunque cabe mencionar que Perú, junto con Chile, son los países que mantienen un mayor espacio para implementar políticas de gasto contracíclicas de ser necesario (Gráfico 4.12). En cualquier caso, la política fiscal de los países andinos continuará caracterizada por su manejo disciplinado y por un ratio de deuda pública sobre PIB decreciente.

Conviene destacar que en octubre pasado se aprobó la Reforma Hacendaria en México con la que se plantea un déficit fiscal de 1,5% del PIB en 2014 y que este disminuya paulatinamente hacia un presupuesto balanceado en 2017. Además, se contempla que si la economía crece por encima de su potencial (por definir), exista un techo al crecimiento del gasto corriente. Por otra parte, se crean nuevos gravámenes al consumo y al ingreso con lo que se prevé una recaudación adicional de 1,0% del PIB en 2014⁶.

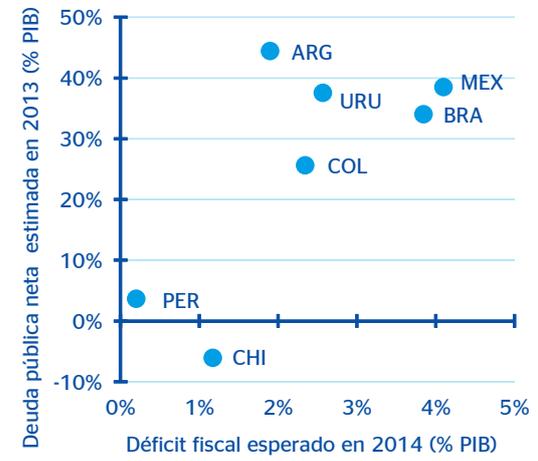
6: Los principales ajustes incluyen nuevos gravámenes a refrescos y alimentos con alto contenido calórico, impuesto a combustibles automotrices, limitación de regímenes especiales, mayores tasas impositivas a personas físicas, etc. Para más detalle consultar [Observatorio Económico México, reforma fiscal: pasos en la dirección correcta pero insuficiente](#). Y [Observatorio Económico México, actualización de la Reforma fiscal](#).

Gráfico 4.11
Países Latam: déficit fiscal (% PIB)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 4.12
Países Latam: déficit fiscal esperado en 2014 y deuda pública neta estimada en 2013 (% PIB)



Fuente: FMI y BBVA Research

5. Los déficits exteriores empezarán a disminuir en 2014

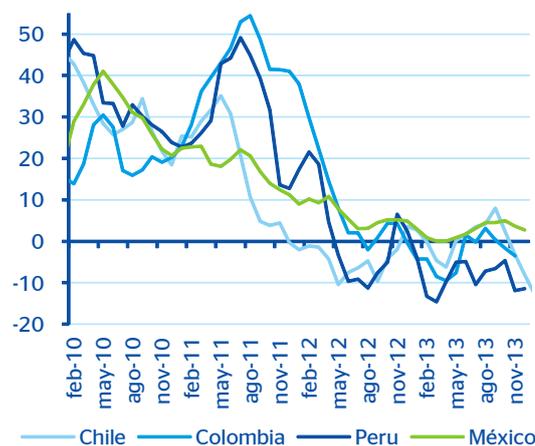
Las perspectivas para el saldo exterior de la región mejoran levemente por el fin de los problemas de oferta en el sector exportador en algunos países, la depreciación del tipo de cambio y la recuperación del crecimiento mundial

Los déficits externos en los países de la región tenderán a disminuir a medida que el tipo de cambio más depreciado y la recuperación en la Zona Euro y EE.UU., así como la estabilidad de China, influyan a través de la mejora en las exportaciones, que han evolucionado débilmente en los últimos meses (Gráficos 5.1 y 5.2). En cualquier caso, los déficits exteriores empezarán a contraerse en la mayoría de países a partir de 2014 y 2015, especialmente en aquellos con una mayor brecha externa como Perú o Uruguay (Gráfico 5.3), lo que contribuirá a la reducción de las vulnerabilidades externas.

En Brasil el déficit externo se deterioró significativamente a lo largo del año pasado, relacionado en buena medida con peores términos de intercambio, algunos problemas de oferta en el mercado petrolero y la pérdida de competitividad de las manufacturas (véase el recuadro sobre competitividad en la región, abajo), y se ubicó en torno al 3,7% del PIB. Para 2014 se espera que el déficit continúe alto y sea del orden del 3,5%. En Chile el pronóstico de déficit en cuenta corriente ha mejorado significativamente respecto a la estimación anterior, desde un 4.6% del PIB pronosticado hace tres meses hasta el 3% actual. Esta es la principal revisión en las previsiones de saldo exterior en la región y obedece a factores como un menor peso de la inversión y una mayor contribución del sector externo en el crecimiento, esto último en parte como consecuencia de la mayor depreciación cambiaria y de un leve ajuste al alza respecto a lo estimado previamente en el precio esperado del cobre, como ya se mencionó. En todo caso, la disminución que ya esperábamos en el déficit exterior en Chile será más acelerada. En Colombia el déficit de cuenta corriente continuará en torno a 3%, considerado manejable en un entorno donde los precios del petróleo continuarán altos en el corto plazo y las importaciones han mostrado menor elasticidad a la demanda interna. A estos efectos cabría añadir el de menor ganancia de las empresas mineras en 2013, que determinarán un menor flujo de dividendos hacia el exterior en 2014. En Perú el déficit se mantendrá alrededor de 5% del PIB en 2014 y las exportaciones se verán beneficiadas especialmente en el sector minero, por la entrada en vigor de mega proyectos en el sector este año. En Paraguay se espera superávit en cuenta corriente del orden de 1%, lo que refleja la recuperación en el sector agrícola y los mayores niveles de exportación. Para México se espera déficit de cuenta corriente en 2014 del orden de 1.5% del PIB, ligeramente más elevado que el año pasado.

Gráfico 5.1

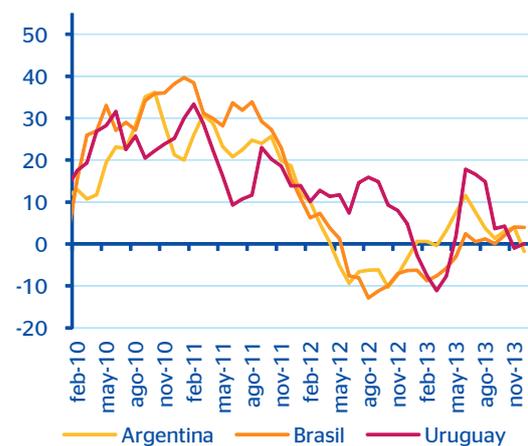
Países de la Alianza del Pacífico: exportaciones (% a/a)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 5.2

Países de Mercosur: exportaciones (% a/a)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

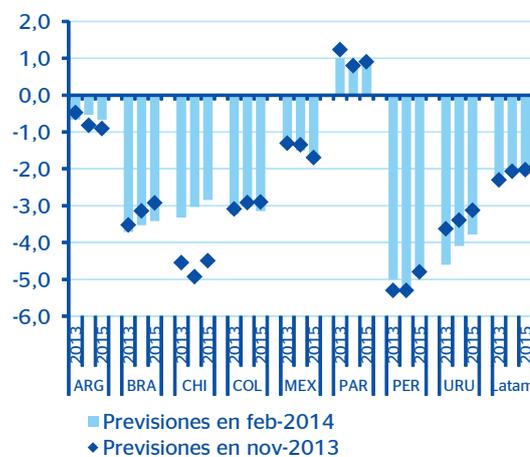
Como comentamos líneas arriba, la moderación reciente en la evolución de las exportaciones ha sido evidente tanto en los países andinos como en Brasil. Estimamos que dicha moderación obedece en buena medida a choques temporales relacionados con problemas focalizados de oferta en Brasil, Perú y Colombia. Conviene destacar en todo caso como un riesgo común de mediano plazo una pérdida de competitividad de la región, después de los avances mostrados hasta antes del inicio de la crisis global de 2008, como analiza el Recuadro 2.

Se mantiene la financiación de los déficits exteriores en la región a través de flujos de inversión directa extranjera, lo que acota la vulnerabilidad exterior

En la mayor parte de los países de América Latina, la financiación de su déficit externo sigue siendo principalmente vía Inversión Extranjera Directa, particularmente en sectores transables. En Brasil y Uruguay los déficits exteriores superan a la IED, pero en todo caso ésta cubre la mayor parte de los déficits. Esta financiación de largo plazo de los déficits exteriores disminuye notablemente la vulnerabilidad exterior de la región, lo que de hecho se ha reflejado en una depreciación de los tipos de cambio menor al de otras economías emergentes con una necesidad mayor de financiación exterior basada en capitales de corto plazo (véase, por ejemplo, el Gráfico 2.3). La evolución de estos flujos de inversión directa extranjera continuará ligada estrechamente a las buenas perspectivas de la actividad en 2014 y 2015. Por su parte, los flujos de entrada de capitales de corto plazo por parte de no residentes continúan siendo positivos en la mayoría de países, lo cual apoya la acumulación de reservas internacionales.

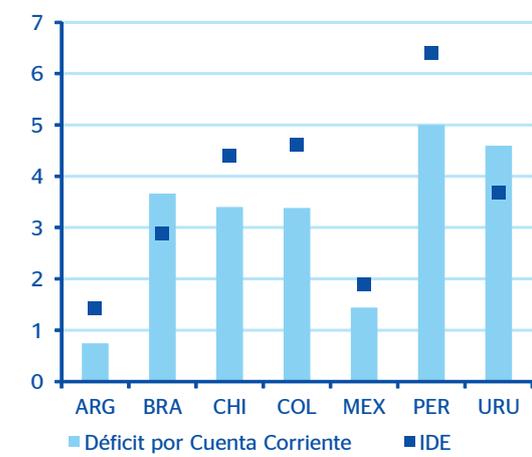
Como se mostró en el recuadro [Saldos externos estructurales en Latam: ¿qué nos dicen sobre la sostenibilidad de la Cuenta Corriente?](#) del Situación Latinoamérica del trimestre anterior, el déficit estructural de las cuentas corrientes en la región será inferior a 3% en los próximos años. Estos déficits se mantendrán o tenderán a cerrarse en los países andinos y Uruguay, mientras que tenderán a abrirse ligeramente en países como Argentina. Del análisis de los déficits estructurales y su evolución esperada destaca que los niveles esperados son congruentes con el nivel de crecimiento potencial estimado y las condiciones financieras esperadas, de manera que el financiamiento externo se constituye como un complemento relevante del desarrollo y la mayor productividad.

Gráfico 5.3
Países Latam: Previsiones de déficit por cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 5.4
Déficit por cuenta corriente e IDE (último dato disponible, % PIB)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

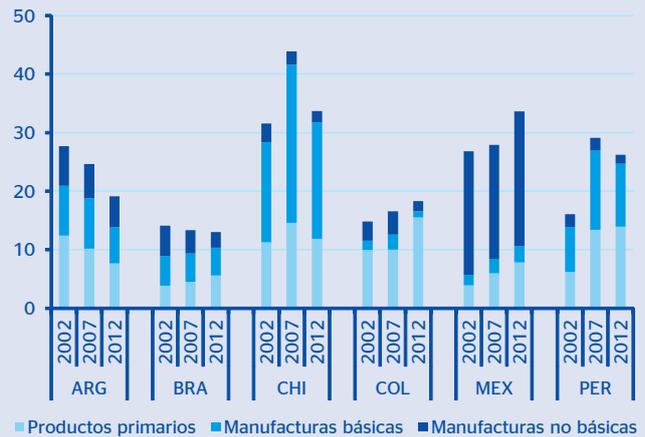
Recuadro 2. Competitividad manufacturera en América Latina: retroceso reciente tras una evolución favorable hasta 2007

El crecimiento económico de América Latina en la última década (3,7% anual promedio), significativo en términos históricos y en comparación con otras regiones, ha estado acompañado en muchos países de la región por la apreciación de los tipos de cambio reales, el aumento de los salarios y, en algunos casos, una subida del nivel impositivo. Esto ha originado una preocupación creciente por una posible pérdida de competitividad manufacturera en las economías de la región, a pesar de que, en general, los países también han implementado reformas para mejorar el entorno institucional y aumentar la productividad.

Los datos de comercio internacional muestran que el peso de las exportaciones de productos primarios en el PIB ha aumentado en prácticamente todos los países entre los años 2002 y 2012, en gran medida por unos precios de las materias primas históricamente altos. Sin embargo, ha caído el peso de las manufacturas no básicas (las menos intensivas en recursos primarios), con la única excepción de México, que es, precisamente, el único país de la región en el que estas exportaciones más avanzadas son las predominantes (véase el Gráfico R.2.1). En cuanto a las exportaciones de manufacturas básicas, más intensivas en recursos primarios, su peso en el PIB ha disminuido en algunos países (Argentina, Brasil y Colombia) y aumentado en otros (Chile, México y Perú), si bien en todos los casos han aumentado en términos absolutos a tasas elevadas en los últimos 10 años.

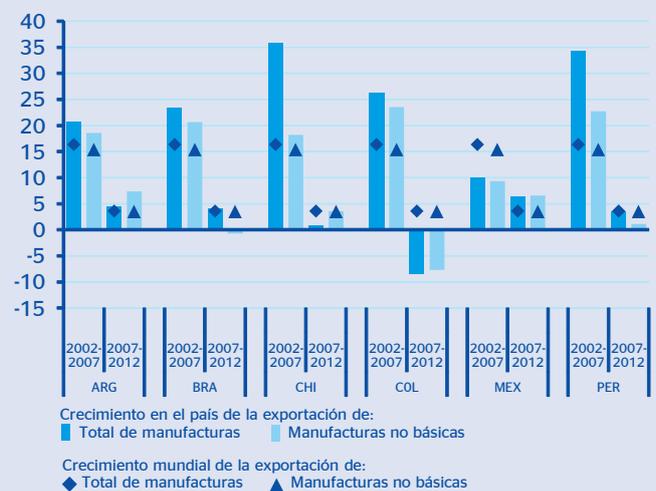
Un indicador estándar de competitividad basado en datos de comercio es la Ventaja Comparativa Revelada (RCA por sus siglas en inglés). La RCA se calcula como el cociente entre la participación de un sector en las exportaciones de un país y la participación de ese mismo sector en las exportaciones mundiales. De esta forma, un RCA por encima de 1,0 indica que el país tiene ventaja relativa en ese sector, pues el peso del mismo en el país es mayor que la media mundial.

Gráfico R.2.1
Exportaciones totales (% del PIB)



Fuente: WITS y BBVA Research

Gráfico R.2.2
Crecimiento anual (%) de la exportación de manufacturas: Latam frente al mundo



Fuente: WITS y BBVA Research

Todos los países, con la única excepción de México, presentan una desventaja comparativa en la exportación de manufacturas no básicas y, además, el RCA de este grupo de productos —considerados en conjunto— ha caído durante la última década, a excepción de Argentina gracias en gran parte a las ventas de equipos de transporte a Brasil (véase la Tabla R.2.1). México, por su parte, tiene ventaja comparativa en las manufacturas no básicas y ha ganado competitividad en la mayoría de los subsectores.

En el resto de los países, los sectores de manufacturas no básicas que han tenido un comportamiento positivo (incrementos de RCA) son: los equipos de transporte en Perú y Colombia, el calzado y la sombrerería en Perú y los productos químicos y textiles en Brasil. En las manufacturas básicas observamos un comportamiento más heterogéneo: cuatro países tienen ventaja comparativa (Chile, Perú, Brasil y Argentina), mientras que Colombia y México presentan desventaja relativa. Durante el período analizado, algunos países han ganado competitividad en estos productos (Chile, Brasil y México), otros han experimentado pérdidas (Perú y Colombia) y Argentina, por su parte, presenta un incremento marginal. Los datos del indicador RCA muestran en general un peor desempeño en el segundo quinquenio de la década analizada.

Otro indicador de competitividad es la pérdida o ganancia de cuota mundial que ha experimentado un país en los distintos productos que exporta. Si analizamos las manufacturas (básicas y no básicas) en su conjunto, la

mayoría de los países tuvieron tasas de crecimiento por encima del promedio mundial en la primera mitad de la década y por debajo o prácticamente iguales en la segunda, lo que sugiere ganancias de competitividad en los primeros años y un deterioro posterior (véase el Gráfico R.2.2). México es una excepción importante a este comportamiento general ya que sus exportaciones de manufacturas crecieron menos que las mundiales hasta 2007 y más en los últimos años, a medida que fue recuperando competitividad y cuota en el mercado de exportación a EE.UU., después del desplazamiento sufrido a inicios de la década por las exportaciones chinas. Entre los que siguieron el patrón general, Chile y Perú fueron los países con un mejor comportamiento relativo en el primer lustro y Colombia uno de los que presenta mayor deterioro en el segundo. Si restringimos la comparación a las manufacturas no básicas (menos intensivas en recursos naturales), también observamos en la mayoría de los países tasas de crecimiento por encima del mundo en el primer período e inferiores o similares entre 2007 y 2012.

Tabla R.2.1

Indicador de ventaja comparativa revelada (RCA) por sectores y agregados de productos

	Argentina			Brasil			Chile			Colombia			México			Perú		
	2002	2007	2012	2002	2007	2012	2002	2007	2012	2002	2007	2012	2002	2007	2012	2002	2007	2012
Productos animales	3,4	4,1	3,4	2,7	3,5	2,7	4,9	3,7	4,2	0,6	1,1	0,2	0,3	0,4	0,5	1,3	1,1	1,1
Productos vegetales	9,6	12,2	9,6	4,2	4,2	5,0	5,8	3,0	3,2	8,1	6,2	3,5	0,9	1,1	1,0	4,4	3,0	3,6
Comestibles	5,0	6,4	6,7	4,3	3,9	4,2	2,9	1,9	1,8	1,4	1,5	0,7	0,7	0,9	0,9	5,7	3,0	2,9
Productos minerales	2,4	1,8	1,6	10,3	9,6	10,5	15,6	17,5	13,8	1,1	0,5	0,1	0,5	0,6	0,8	24,6	25,8	19,2
Combustibles	2,0	0,9	0,5	0,4	0,5	0,6	0,2	0,1	0,0	4,3	2,7	3,5	1,0	1,1	0,7	0,7	0,6	0,6
Químicos y afines	0,6	0,6	0,9	0,5	0,6	0,6	0,7	0,4	0,6	0,7	0,6	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
Plásticos y gomas	0,8	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	0,3	0,2	0,3	0,8	1,0	0,5	0,4	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3
Pieles y cueros	4,0	3,4	2,4	2,1	2,3	1,4	0,2	0,1	0,1	1,4	1,4	0,6	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2
Productos de madera	0,5	0,6	0,5	2,1	2,1	1,8	3,7	2,8	3,2	0,7	1,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,7	0,5	0,4
Textiles	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,0	1,0	1,2	0,3	1,1	0,7	0,5	1,8	1,4	1,0
Calzado y sombrerería	0,1	0,1	0,1	2,8	1,7	0,7	0,1	0,2	0,0	0,2	0,5	0,0	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1
Piedra y vidrio	0,2	0,2	0,8	0,8	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	1,3	1,5	1,9	0,6	0,7	1,1	2,7	3,1	3,5
Metales	1,0	0,5	0,5	1,6	1,2	1,0	4,3	4,5	5,3	0,6	1,0	0,4	0,6	0,6	0,6	2,9	2,0	1,5
Maquinarias y eléctricos	0,1	0,1	0,1	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	1,3	1,4	1,4	0,0	0,0	0,0
Equipos de transporte	0,5	0,9	1,6	0,9	1,0	0,8	0,1	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	1,6	1,7	2,4	0,0	0,0	0,0
Varios	0,2	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	1,3	1,2	1,3	0,1	0,1	0,0
Productos primarios	2,7	1,9	1,5	1,7	1,7	1,8	2,3	1,9	1,6	3,8	2,7	2,9	0,8	1,0	0,8	2,7	2,9	2,5
Manufacturas básicas	2,4	2,4	2,4	2,9	2,7	3,2	4,6	5,0	5,4	0,8	1,0	0,4	0,5	0,6	0,6	4,3	4,1	4,0
Manufacturas no básicas	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,4	0,2	0,1	0,1	0,3	0,4	0,2	1,1	1,1	1,2	0,2	0,2	0,1

Fuente: WITS y BBVA Research.

En conjunto con el análisis detallado de las idiosincrasias nacionales, los indicadores de competitividad basados en datos de comercio internacional permiten concluir que tras un período relativamente favorable, el sector manufacturero presentó un deterioro de la competitividad en la segunda mitad de la década. Este deterioro reciente, mayor en Brasil y Colombia, está relacionado con la apreciación del tipo de cambio, las presiones sobre los costes laborales y un avance insuficiente de la productividad. La principal excepción a estas tendencias regionales es México, donde las ganancias de competitividad en el sector manufacturero continuaron más allá de 2007, en parte porque el cambio se mantuvo más depreciado y los costes y la productividad laboral presentaron un desempeño más favorable que en los países de América del Sur. Sin embargo, a partir del 2011, la reversión de estas tendencias está dificultando las ganancias de competitividad del sector manufacturero mexicano.

Si bien el tipo de cambio, los costes y la productividad laboral fueron los principales determinantes de la evolución

de la competitividad manufacturera en la última década en América Latina, el impacto de las demás variables no fue despreciable: los resultados muestran que las ganancias de competitividad han sido mayores y las pérdidas de competitividad menores en los países, como Chile y Perú, que han logrado mejorar el entorno institucional y reducir o mantener bajo control los costes logísticos y los costes energéticos.

De aquí en adelante, la recuperación del crecimiento en los países desarrollados, aunque gradual, y el *tapering* de la Reserva Federal podrían poner fin (o al menos frenar) a los procesos de apreciación de los tipos de cambio real de los países de la región y de pérdida de competitividad de los sectores manufactureros. En tal entorno, un mejor marco institucional, más y mejores infraestructuras, una carga tributaria adecuada y un aumento del capital humano a través de mejoras en la educación y la salud ayudarán a crear márgenes para un nuevo período de aumento de la competitividad industrial.

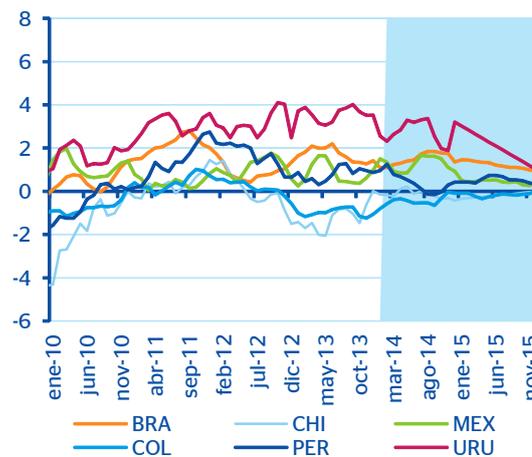
6. Política monetaria diferenciada ante distintas perspectivas cíclicas y de inflación

La inflación convergerá en 2014 a los objetivos de los bancos centrales, con la importante excepción de Uruguay y, en menor medida, Brasil

Con la excepción de Uruguay y Brasil, los países de la región que mantienen objetivos de inflación verán una gradual convergencia de la misma hacia el objetivo central de los bancos centrales a lo largo de 2014 (y, en el caso de México, en 2015), con escasas presiones de demanda y la ayuda de una moderación esperada en los precios internacionales de alimentos. Cabe señalar que esperamos algún efecto de los tipos de cambio más depreciados sobre la inflación, aunque se estima que el nivel de traspaso está acotado y en todo caso será de naturaleza temporal (véase el Recuadro 3 para más detalles). De este modo, el cumplimiento de los objetivos de inflación también se extendería en estos países a 2015 (Gráfico 6.1), pero se mantendrían las presiones sobre la inflación en Brasil y –algo más moderadas que las actuales– en Uruguay.

Gráfico 6.1

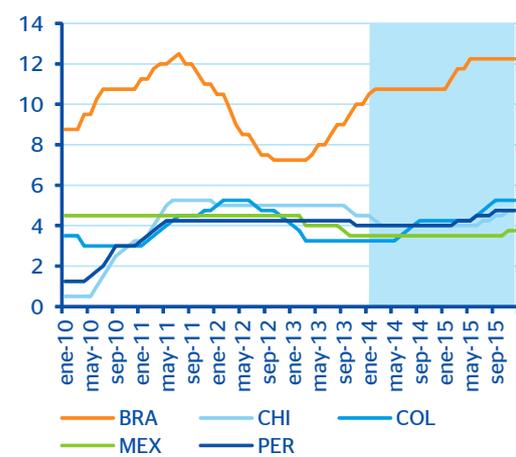
Latam: desviación de la inflación (%a/a) respecto a la meta del Banco Central (pp)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 6.2

Países Latam: Tipo de interés oficial (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

En Chile el 2013 finalizó con una inflación de 3%, en línea con el objetivo del Banco Central, aunque con algunas sorpresas al alza hacia el final del año. Para 2014 se estima que la inflación se mantendrá contenida como resultado de menores presiones salariales, traspaso acotado del tipo de cambio a precios (que en su mayor parte ya se observó) e inflación internacional contenida, de manera que se espera convergencia inflacionaria hacia niveles de 2.6% para finales del año.

La inflación en Colombia convergerá lentamente al objetivo de 3%. Cabe mencionar que se observaron sorpresas deflacionarias en los meses de octubre y noviembre que inclusive implicaron ajuste a la baja en la inflación esperada para 2014. Influida por estas sorpresas bajistas, consideramos que la inflación se ubique a lo largo del año en el rango inferior de la meta del Banco Central. Esta convergencia se da en un entorno de depreciación de la moneda que, en el contexto de la recuperación de la actividad en el mundo, implicará algunas presiones inflacionistas particularmente sobre bienes transables, aunque no se espera que este impacto sea elevado.

En Perú, si bien la inflación cerró el año anterior dentro del rango meta del Banco Central, hay algunas señales de traslado de tipo de cambio a precios, lo que ha afectado recientemente a bienes particularmente de la canasta subyacente. La moderación cíclica esperada para los siguientes meses tenderá a diluir las presiones de demanda sobre los precios; hay que recordar en este sentido que se espera la convergencia del crecimiento hacia niveles cercanos al potencial.

Por su parte, en México los incrementos recientes en la tasa de inflación tienen un componente transitorio importante, y relacionado con la reforma tributaria que incluye nuevos impuestos en bienes de consumo (a bebidas azucaradas, alimentos con alto contenido calórico y combustibles, entre otros). Luego de esta afectación temporal, la tendencia inflacionaria debería de ser a la baja a partir de febrero, ayudada por efectos base de comparación, y cerrará el año cerca del rango alto establecido por Banxico. En todo caso, la convergencia hacia la meta del Banco Central se espera hacia 2015.

Por otro lado, como mencionamos antes, en el caso de Brasil y Uruguay se seguirá manteniendo la presión sobre la inflación, que la mantendrá por encima del objetivo central de sus bancos centrales, si bien, en el caso de Brasil, dentro del rango objetivo. En Brasil, pese a que la inflación ha sorprendido recientemente a la baja, esta moderación será temporal. Un tipo de cambio más depreciado así como las dificultades para mantener la inflación de los precios administrados tan baja como en el 2013 implicarán una tendencia alcista en la inflación. Como analiza el recuadro 3, a pesar de que el traslado de tipo de cambio a precios no es de los más altos de la región, la depreciación del tipo de cambio ha sido de las más elevadas, lo que representará presiones añadidas sobre la inflación. De forma similar, en Uruguay la inflación continuará ubicándose por encima del objetivo del banco central (3-7%), en parte como consecuencia del traslado de una parte importante de la depreciación del tipo de cambio sobre los precios internos (Recuadro 3), a pesar de los esfuerzos de una política monetaria restrictiva.

Recuadro 3. Traslación del tipo de cambio a precios en Latam

En parte debido a las tensiones recientes, las monedas de los países de América Latina acumulan depreciaciones importantes en los últimos 12 meses. En concreto, el tipo de cambio se ha debilitado aproximadamente un 15% en los países andinos y en Uruguay, algo menos (alrededor de 5%) en México y significativamente más en Brasil (22%).

Estas depreciaciones observadas en los países que mantienen un tipo de cambio flexible, así como las perspectivas de depreciación adicional (véase la sección sobre tipos de cambio y la tabla de previsiones al final del informe) pueden generar una cierta preocupación sobre la dinámica inflacionaria a lo largo de 2014.

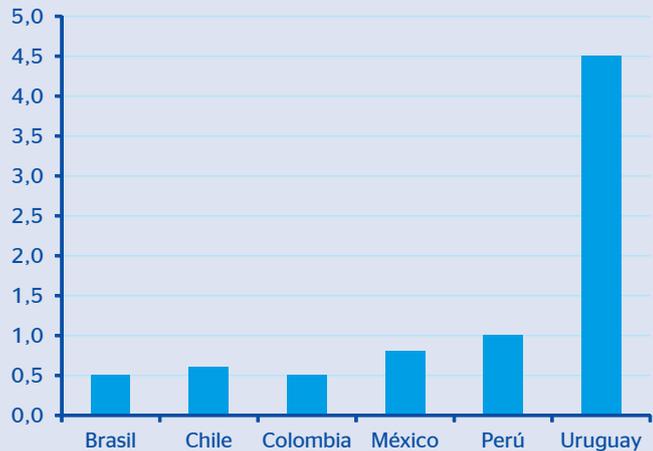
Para evaluar el impacto sobre la inflación es necesario considerar el coeficiente de traslación a la misma de los movimientos en los tipos de cambio, es decir, en qué proporción una determinada depreciación del tipo de cambio se traslada a los precios internos.

La literatura económica sugiere que el *pass-through* del cambio a la inflación ha estado disminuyendo en los últimos años en América Latina, como consecuencia, entre otros motivos, de la efectividad de las políticas monetarias bajo esquemas de objetivo de inflación

(véase el [Situación Colombia de 12 de febrero de 2014](#) para una revisión de la literatura y más detalles sobre este tema). Nuestras estimaciones indican que el coeficiente de traslación del tipo de cambio a precios en los países de la región se encuentra mayoritariamente en el rango de 5% a 10%. Es decir, una depreciación de 10% del tipo de cambio tiene un impacto sobre la inflación de entre 0,50 y 1,0 punto porcentual en un período de 12 meses (véase el Gráfico R3.1). La excepción es Uruguay, con un traslado de 4,5 puntos a la inflación en el caso de una depreciación cambiaria del 10%, como resultado de un nivel de inflación elevado, con expectativas de inflación que no están ancladas en el rango objetivo del Banco Central (entre 3% y 7% a partir de julio de este año), y de una fuerte dolarización de la economía. Asimismo, en Perú, donde el grado de dolarización de la economía es también relativamente elevado, el coeficiente de traslado es significativamente más bajo –aunque más alto que en otros países de la región– debido al éxito de la política monetaria en anclar las expectativas de inflación alrededor de un objetivo del 2%.

Gráfico R.3.1

Coefficiente de traslación de tipo de cambio a precios o *pass-through* (impacto en inflación de una depreciación cambiaria de 10%, en puntos porcentuales)

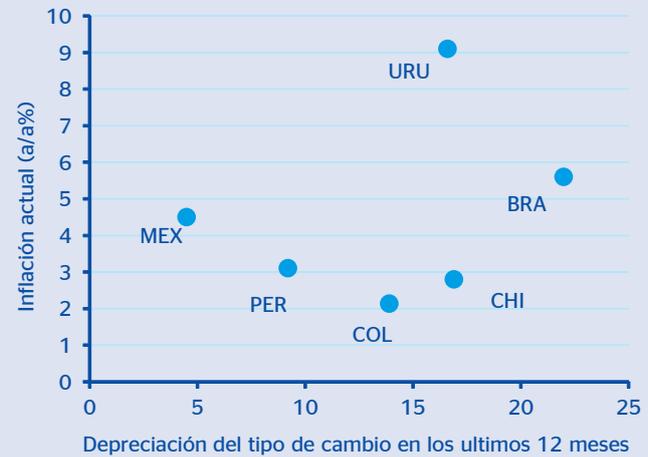


Fuente: BBVA Research y FMI

Tomando en cuenta que, con la excepción de Uruguay, los coeficientes de traslación se encuentran en niveles relativamente bajos, el impacto de los movimientos en los mercados cambiarios dependerá primordialmente de la magnitud de la depreciación de cada moneda y del nivel de inflación actual. El gráfico R.3.2 muestra que en México, donde la inflación se encuentra ligeramente por encima del rango objetivo, la depreciación cambiaria ha sido pequeña. En los países andinos, donde la depreciación ha sido algo más fuerte, la inflación se encuentra en niveles bajos (tantos absolutos como en comparación con el objetivo). La situación claramente más desfavorable es la de Brasil y Uruguay, donde la inflación sigue muy elevada y la depreciación ha sido muy fuerte.

Gráfico R.3.2

Riesgos inflacionarios: inflación actual y depreciación cambiaria en los últimos 12 meses (%)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Así, el efecto sobre la inflación de las depreciaciones cambiarias debería ser en general pequeño y fácilmente absorbible dentro de las bandas objetivo de los bancos centrales. La excepción es Brasil y Uruguay, donde el tamaño de la depreciación y la ya elevada inflación hace que esto sea un shock añadido a una situación de presiones importantes sobre los precios internos pese al proceso de endurecimiento monetario en los últimos trimestres.

Las presiones inflacionistas condicionarán un endurecimiento monetario en Brasil y Uruguay. Diferentes posiciones cíclicas inducirán un aumento de tipos de interés en Colombia en 2014, estabilidad en Perú y México y descensos en Chile

La aún elevada inflación en Brasil y Uruguay implicará que continúe el endurecimiento en la tasa de política monetaria en el corto plazo en el primer caso y se mantenga el tono contractivo en el segundo. En Brasil, las recientes sorpresas bajistas de inflación y actividad contribuirán a que el BCB aumente los tipos de interés 25 p.b. en la reunión de Febrero (y no 50 p.b., como en las reuniones anteriores) después de lo cual esperamos estabilidad en las tasas siempre que el balance de riesgos lo permita (Gráfico 6.2). Ya en 2015, y después de las elecciones, se reanudarán las subidas de tipos de interés en Brasil, condicionadas por el mantenimiento de las presiones sobre la inflación y por el inicio del aumento de los tipos de interés por parte

de la Reserva Federal de EE.UU. Por su parte, en Uruguay el crecimiento continuará en torno al potencial (3,75% en los próximos años) y la inflación, aún por encima del rango meta del Banco Central, condicionará la continuación del tono contractivo para la política monetaria en los próximos dos años.

El resto de países con objetivos de inflación (los países de la Alianza del Pacífico) seguirá sendas heterogéneas, de acuerdo a sus diferentes posiciones cíclicas, pero convergerán en un rango de tipos de interés oficiales entre el 3,5% y el 4,25% a finales de 2014, en marcado contraste con tipos de interés superiores al 10% en Brasil, diferencia que también se refleja en una fuerte divergencia entre los tipos de interés reales ex ante entre Brasil (alrededor del 5%) y los países de la Alianza del Pacífico, donde se sitúan entre el 0 y el 2% (Gráfico 6.3). Al igual que en Brasil, pero en general de forma menos agresiva, en 2015 también se observarán aumentos en los tipos de interés en los países de la Alianza del Pacífico —especialmente en los tres andinos—, en línea con su fortalecimiento cíclico y en el contexto del mencionado aumento de los tipos de interés en EE.UU. Los países andinos continuarán los ajustes hasta llegar a la tasa de interés neutral hacia finales de 2015, en la medida en que se cierre la brecha del producto y la inflación se mantenga alrededor de los objetivos de sus bancos centrales.

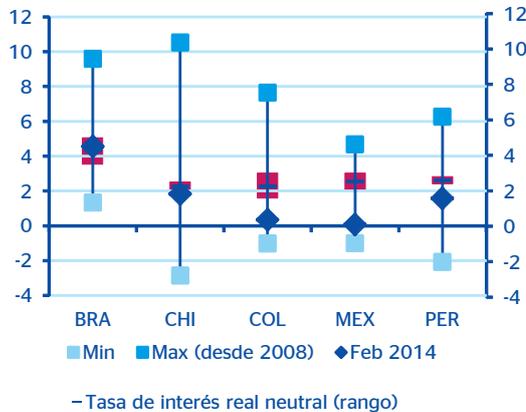
En México, en la medida en que no se presenten efectos de segunda ronda en la inflación y no haya una depreciación significativa hacia delante, las mejores perspectivas en actividad en un contexto aún de holgura en la economía influirán en que Banxico continúe con el tono moderadamente restrictivo en sus comunicados, encaminado a anclar las expectativas inflacionarias manteniendo la pausa monetaria prolongada hasta las primeras subidas de tipos a finales de 2015.

En Chile esperamos que el Banco Central recorte los tipos de interés 25 p.b. en la reunión de febrero y se mantenga dependiente de los datos después, pero con tendencia a continuar con el ciclo de bajadas consistente con el escenario base (el ciclo habría de llevar la tasa a 4% para final del año). Para 2015 la política monetaria habría de acercarse a un proceso de normalización hacia niveles neutrales de 5,25-5,75%, esto en la medida en que la economía se acerque al crecimiento potencial y la inflación converja al objetivo del Banco Central.

En Colombia, a diferencia de hace unos meses, consideramos que la inflación menor a lo esperado al final del año, así como la dinámica de la actividad, ha implicado para el banco central la posibilidad de aplazar la primer subida de tasa monetaria hasta junio, cuando la subirá en 25 p.b. para iniciar un ciclo que la llevará hasta 4,25% (desde el 3,25% actual) a finales de año. Consideramos que este ciclo continuará hasta 2015, cuando se acerque a la tasa neutral estimada en 5,25%, de la mano del cierre de la brecha del producto hacia finales de 2015.

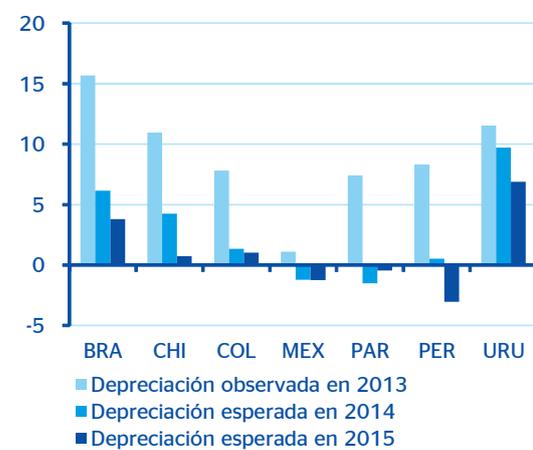
El Banco Central de Perú bajó los requerimientos de reservas en soles efectivo a partir de febrero manteniendo la tasa de referencia en 4%. En la medida que estimamos que el crecimiento continuará en torno al potencial y la inflación convergerá paulatinamente al rango del banco central, consideramos que la tasa de referencia se mantendrá en el mismo nivel. En caso de que sea necesario algún estímulo por el lado monetario, el Banco Central optaría por seguir reduciendo los requerimientos de encaje en los próximos meses, sin alterar la tasa de interés.

Gráfico 6.3
Países Latam con objetivos de inflación: tipos de interés oficiales reales esperados (%)*



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

Gráfico 6.4
Países Latam: Depreciación del tipo de cambio (%a/a, fin de periodo)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

La retirada gradual del estímulo monetario por parte de la Fed debería disminuir la volatilidad del tipo de cambio en la región, al tiempo que contribuirá a una ligera depreciación en la mayoría de países de la región

La evolución de los tipos de cambio en el periodo 2014-2015 vendrá condicionada en primer lugar por la evolución de la retirada del estímulo monetario por parte de la Fed (el llamado *tapering*). Con todo, en la medida que esa retirada se produzca de manera gradual y ordenada, debería generar sólo ligeras presiones a la depreciación del tipo de cambio, en la medida en que buena parte de los efectos del *tapering* ya se ha incorporado a los tipos de cambio de la región. Un elemento adicional de presión a la depreciación de los tipos de cambio provendría de posibles eventos idiosincráticos en las principales economías emergentes, que aumentarían la aversión al riesgo de los inversores internacionales. Adicionalmente serán un factor de ajuste los aún altos déficits externos en algunas economías, aunque ya en declive durante 2014 y 2015, y la flexión a la baja del precio de las materias primas como el cobre y la soja.

En Brasil, la depreciación tenderá a ser más elevada que en el resto de la región (Gráfico 6.4), lo que refleja la falta de avance en las reformas para aumentar la productividad y la competitividad, la debilidad del crecimiento, mayores tasas de inflación y el impacto de la depreciación del tipo de cambio en Argentina (Recuadro 2). Asimismo, en Uruguay la depreciación también será significativa en 2014 y 2015 por las presiones sobre el tipo de cambio real efectivo producto de la depreciación en socios comerciales claves como Brasil y Argentina, así como una inflación más elevada que sus vecinos.

Por su parte, el tipo de cambio en los países andinos se mantendría relativamente estable en 2014 y 2015, con la posible excepción de Chile, donde el tipo de cambio se vería influido claramente por la evolución decreciente esperada para el precio del cobre. Hacia adelante, se irían disipando las preocupaciones sobre la generalización de la crisis a las economías emergentes, y empezará a primar los buenos fundamentales de los tres países. Lo mismo sucedería en México, donde después de la depreciación reciente esperaríamos una cierta apreciación a partir del tercer trimestre de este año, en línea con el fortalecimiento del ciclo en ese país.

7. América Latina tiene amortiguadores para enfrentar el *tapering* de la Fed

La región ha avanzado mucho en reducir su vulnerabilidad frente a shocks del exterior, tanto en flujos como en stocks

A raíz de la mera discusión en mayo sobre el inicio de la disminución del estímulo monetario en EE.UU. (el llamado *tapering*) los países emergentes —y América Latina no fue la excepción— vieron disminuir el interés de los inversores internacionales ante la expectativa de una menor liquidez global.

En este contexto, han surgido voces de alerta sobre la supuesta fragilidad de América Latina frente a una disminución de las entradas de capitales de corto plazo. Es cierto que hemos visto, en general, un aumento de los déficits por cuenta corriente en los últimos años, especialmente en América del Sur (Gráfico 5.3). Con todo, existen una serie de elementos que reducen significativamente la vulnerabilidad de la mayor parte de los países de la región frente al inicio del *tapering*. Sin duda alguna, la región se encuentra en una posición muy diferente a la que tenía para enfrentar la crisis en las economías emergentes en Asia en 1998.

En primer lugar, como mencionamos en la sección 5, hay que tener en cuenta que muchos de los déficits por cuenta corriente en la región han sido el resultado sobre todo de un aumento de la inversión no residencial, más que un repunte del consumo, lo cual significa una mayor capacidad productiva a futuro y la mayor sostenibilidad de esos déficits.

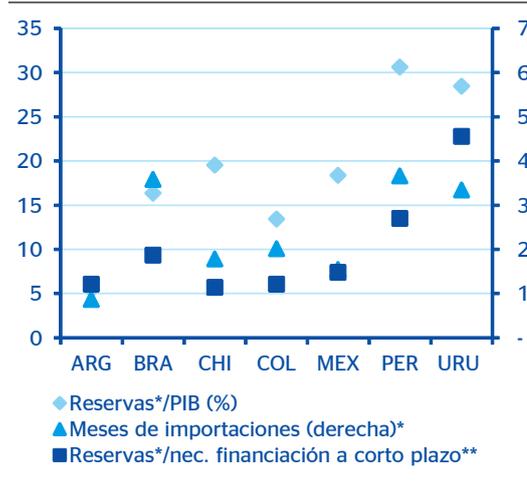
Además, nuestras previsiones apuntan a una flexión a la baja de esos déficits externos entre este año y el próximo, especialmente en los países con un déficit más acentuado como es el caso de Perú y Uruguay (Gráfico 5.3). Por ejemplo, en Perú, el déficit por cuenta corriente (5% del PIB en 2013, el mayor de la región) ha estado condicionado por la inversión en proyectos mineros que, cuando empiecen a operar, contribuirán a un aumento de las exportaciones y a la reducción de esos déficits exteriores hacia un 3% del PIB en el medio plazo, niveles claramente manejables. Una situación similar sucede en Uruguay, donde las exportaciones empezarán a dinamizarse con la entrada en funcionamiento de una de las mayores plantas del mundo de producción de pasta de celulosa, que llegaría a aportar hasta 2 puntos porcentuales del PIB en exportaciones.

Segundo, como hemos mencionado en la sección 5 y se refleja en el Gráfico 5.4, las entradas de capitales de corto plazo no son en este momento imprescindibles para cubrir los déficits por cuenta corriente en la región, que están íntegramente financiados con inversión directa extranjera (IDE) —si bien en Brasil esos flujos de IDE se encuentran en una trayectoria descendente en el contexto de una falta de avance en el programa de reformas—. Hay que recordar que la IDE es intrínsecamente menos volátil que los flujos de cartera ante turbulencias en los mercados internacionales como las observadas desde mayo del año pasado. Con todo, como mencionamos en la sección 2, luego del inicio de la discusión acerca del inicio del *tapering* por parte de la Fed en mayo de 2013, los flujos de entrada de capitales en América Latina se han debilitado, pero no ha habido una salida neta de capitales por parte de no residentes, con la excepción notable de Brasil en los últimos meses, precisamente el país con los fundamentales macroeconómicos más débiles entre los países más integrados en los mercados financieros internacionales.

En tercer lugar, la región también ha reducido su vulnerabilidad en términos de stocks. Los países de la región que están integrados con los mercados financieros internacionales cuentan con elevados niveles de reservas internacionales, de acuerdo a las métricas de vulnerabilidad más comúnmente utilizadas (Gráfico 7.1). Éstas se complementan, en algunos casos, con líneas de financiación flexible del FMI (Colombia y México), significativos fondos soberanos (Chile y Perú) e incluso grandes inversiones de cartera de residentes en el exterior (fondos de pensiones). Al mismo tiempo, se ha reducido sustancialmente el endeudamiento del sector público, por debajo del 40% del PIB (Gráfico 4.12) y del sector privado. Asimismo, buena parte del endeudamiento

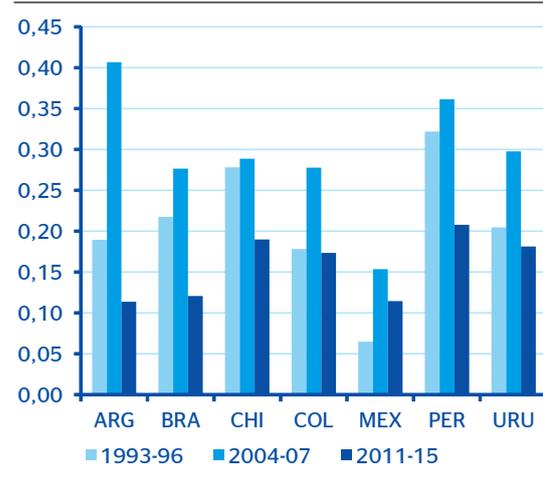
público y privado se realiza ahora en moneda local, con lo que los descalces de moneda son mucho menores. En este sentido, no hay que olvidar que los sistemas bancarios en las economías emergentes tienen ahora una situación mucho más sólida que hace 15 años, lo que les permite servir de amortiguador en lugar de amplificador de shocks en el sector real.

Gráfico 7.1
Indicadores de adecuación de las reservas internacionales



* A las reservas internacionales se le añaden las líneas FCL del FMI en el caso de Colombia y México y el fondo soberano en el caso de Chile.
** La necesidad de financiación a corto plazo es la suma del déficit por cuenta corriente esperado en 2014, la deuda de corto plazo y los vencimientos de deuda de largo plazo en 2014.
Fuente: BBVA Research, Haver y estadísticas nacionales

Gráfico 7.2
Eficiencia de la inversión en Latam: Puntos porcentuales de crecimiento por cada punto de ratio de Inversión/PIB



Fuente: BBVA Research y FMI

Más aún, un tipo de cambio flexible ya ha actuado como el primer amortiguador frente al shock externo

Con todo, la disminución de las entradas de capitales en América Latina por el *tapering* ha tenido por supuesto efectos negativos sobre los precios de los activos en la región y sobre los tipos de cambio, pero eso es muy distinto de una situación de insostenibilidad exterior. Precisamente ha resultado clave que los países de la región integrados con los mercados financieros internacionales cuentan, a diferencia de las crisis externas de los años 80, con un tipo de cambio flexible que sirve como primer amortiguador para suavizar los efectos de las turbulencias financieras internacionales sobre la marcha de la actividad económica local. Aquí ha resultado clave la reducción de posiciones descalzadas en dólares por parte tanto del sector privado como de los gobiernos (incluso en países que aún tienen una dolarización alta como Perú o Uruguay). Esta reducción de descalces en moneda extranjera permite que una depreciación del tipo de cambio genere un empuje en las exportaciones netas y la actividad económica sin que ese efecto positivo se vea desbordado, como hace treinta años, por el efecto negativo sobre el patrimonio de familias y empresas que estaban endeudadas principalmente en moneda extranjera.

En este sentido, se puede interpretar la depreciación reciente de los tipos de cambio y la corrección del precio de los activos en estos países como reflejo del funcionamiento de estos amortiguadores. Así, 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.

Unas condiciones financieras menos holgadas centrarán la atención en la diferencia de los fundamentales entre las economías emergentes. Por tanto, es necesario continuar con el proceso de reformas de segunda generación

Resulta alentador que después de casi dos meses del inicio en firme del *tapering* de la Fed no hemos observado cambios bruscos en las entradas de capitales en la región y los mercados permanecen abiertos y con interés de los inversores por las emisiones soberanas y corporativas. Hacia delante, la región enfrentará unas condiciones financieras menos favorables por la retirada de estímulos de la Fed y la corrección a la baja del precio de las materias primas, pero tanto éstos como los diferenciales soberanos y corporativos seguirán siendo claramente benignos en comparación histórica.

Sin embargo, unas condiciones menos financieras holgadas harán que los mercados financieros internacionales se centren más claramente en la solidez de los fundamentales macroeconómicos y las perspectivas de éstos hacia adelante. En relación al primer punto, como ya hemos comentado en las secciones anteriores, Brasil aparece, entre los países integrados financieramente, como el que cuenta con unos fundamentales menos robustos, con un agotamiento del modelo de crecimiento basado en el impulso del consumo y del crédito y escaso margen de maniobra para políticas expansivas, dadas las presiones sobre la inflación. Por su parte, los países de la Alianza del Pacífico deberían seguir mostrando sólidos fundamentales y políticas económicas que mantengan la entrada de capitales.

Con todo, las perspectivas hacia adelante dependerán del avance en el proceso de reformas, 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. Ya hemos mencionado en ediciones anteriores del Situación Latinoamérica que resulta esencial mantener el crecimiento de la productividad para asegurar el crecimiento per cápita en el largo plazo. Otra forma de ver el riesgo de una desaceleración en la región es a través de la reducción de la capacidad de la inversión para generar crecimiento. Como se puede observar en el Gráfico 7.2, las previsiones apuntan a que cada vez será más difícil crecer al mismo ritmo con la misma tasa de acumulación de capital, dado un menor crecimiento de la población y un escaso crecimiento de la productividad. Por ello, resulta esencial que la región impulse las reformas de segunda generación (es decir, ir más allá de las reformas de política fiscal y monetaria de los 90s) para 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 8.1
PIB (% a/a)

	2011	2012	2013*	2014*	2015*
Argentina	8,9	1,9	5,1	2,8	2,1
Brasil	2,7	1,0	2,2	2,5	1,9
Chile	5,9	5,6	4,0	4,0	4,5
Colombia	6,6	4,2	4,1	4,7	5,1
México	4,0	3,7	1,2	3,4	3,0
Paraguay	4,3	-1,2	13,4	5,3	4,2
Perú	6,9	6,3	5,0	5,6	5,9
Uruguay	6,5	3,9	3,7	3,5	3,6
Mercosur	3,4	1,3	2,2	1,5	1,8
Alianza del Pacífico	4,8	4,2	2,3	3,8	3,7
América Latina	4,0	2,6	2,2	2,5	2,6

*Previsiones.

Fuente: BBVA Research

Tabla 8.2
Inflación (% a/a, promedio)

	2011	2012	2013	2014*	2015*
Argentina	9,8	10,0	10,6	16,0	21,3
Brasil	6,6	5,4	6,2	6,0	5,7
Chile	3,3	3,0	1,8	2,9	2,8
Colombia	3,4	3,2	2,0	2,6	2,8
México	3,4	4,1	3,8	4,3	3,4
Paraguay	8,3	3,7	2,7	4,8	4,9
Perú	3,4	3,7	2,8	2,4	2,5
Uruguay	8,1	8,1	8,6	8,5	6,3

*Previsiones.

Fuente: BBVA Research

Tabla 8.3
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)

	2011	2012	2013	2014*	2015*
Argentina	4,13	4,55	5,48	8,99	12,17
Brasil	1,68	1,96	2,18	2,45	2,57
Chile	484	486	495	548	554
Colombia	1848	1798	1869	1933	1977
México	12,4	13,2	12,8	12,9	12,7
Paraguay	4188	4417	4312	4515	4513
Peru	2,75	2,64	2,70	2,80	2,75
Uruguay	19,2	20,2	20,5	22,6	24,5

*Previsiones.

Fuente: BBVA Research

Tabla 8.4

Tipos de interés (% promedio)

	2011	2012	2013	2014*	2015*
Argentina	13,3	13,8	16,9	30,6	30,8
Brasil	11,7	8,5	8,4	10,7	12,0
Chile	4,8	5,0	4,9	4,1	4,3
Colombia	4,1	4,9	3,4	3,7	4,7
México	4,5	4,5	3,9	3,5	3,5
Paraguay	8,5	6,0	5,5	5,9	6,0
Peru	4,0	4,3	4,2	4,0	4,4
Uruguay	19,0	18,6	16,8	16,9	15,4

*Previsiones.

Fuente: BBVA Researchs

Tabla 8.5

Cuenta Corriente (% PIB)

	2011	2012	2013*	2014*	2015*
Argentina	-0,5	0,0	-0,7	-0,5	-0,7
Brasil	-2,1	-2,4	-3,7	-3,5	-3,4
Chile	-1,3	-3,5	-3,3	-3,0	-2,8
Colombia	-2,9	-3,3	-3,2	-3,0	-3,1
México	-0,9	-1,0	-1,3	-1,5	-1,6
Paraguay	1,1	1,6	1,0	0,8	0,9
Peru	-1,9	-3,3	-5,0	-5,2	-4,8
Uruguay	-2,9	-5,3	-4,6	-4,1	-3,8
Mercosur	-0,6	-1,4	-2,3	-2,1	-2,0
Alianza del Pacífico	-1,3	-1,8	-2,1	-2,2	-2,2
América Latina	-0,9	-1,6	-2,2	-2,2	-2,1

*Previsiones.

Fuente: BBVA Research

Tabla 8.6

Balance Fiscal (% PIB)

	2011	2012	2013*	2014*	2015*
Argentina	-1,6	-2,3	-2,0	-1,9	-1,8
Brasil	-2,6	-2,5	-3,2	-3,8	-3,2
Chile	1,3	0,6	-0,6	-1,2	-0,9
Colombia	-2,9	-2,3	-2,4	-2,3	-2,1
México	-2,7	-3,2	-2,9	-4,1	-3,6
Paraguay	0,7	-1,4	-0,9	-0,5	-0,4
Peru	2,0	2,1	0,4	-0,2	-0,2
Uruguay	-0,9	-2,8	-2,3	-2,6	-2,7
Mercosur	-2,5	-2,7	-3,1	-4,1	-2,9
Alianza del Pacífico	-1,9	-2,2	-2,3	-3,2	-2,8
América Latina	-2,2	-2,5	-2,7	-3,7	-2,9

* Previsiones.

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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