

Situación Latinoamérica

Tercer trimestre de 2014

Unidad de Coordinación Latam

- La calma en los mercados financieros internacionales en el segundo trimestre también se trasladó a los de América Latina con aumento en el precio de los activos pese a la significativa desaceleración de la actividad económica en la región.
- El crecimiento en Latam aumentará del 1,6% en 2014 al 2,5% en 2015 de la mano de un aumento del crecimiento mundial y por la recuperación de la inversión, especialmente pública. La Alianza del Pacífico crecerá 3,1% en 2014 y 4% en 2015.
- La desaceleración económica disminuye la presión sobre los déficits exteriores, pero la aumenta sobre las cuentas fiscales.
- La debilidad del crecimiento ha tendido a sesgar las políticas monetarias en la región hacia un tono más acomodaticio incluso en economías donde una inflación alta deja dudas sobre el espacio para un mayor impulso monetario.

Índice

1. Resumen	3
2. Recuperación global más lenta, en un entorno complejo	5
3. Sigue predominando el optimismo en los mercados financieros en Latam	8
4. La fuerte desaceleración en América Latina en la primera mitad de 2014 se revertirá hacia delante	13
Recuadro 1. Ligera revisión a la baja del heterogéneo crecimiento potencial de América Latina	20
5. Disminuyen los déficits exteriores a partir de 2014, pero la desaceleración presiona a las cuentas fiscales	22
Recuadro 2. El programa de reformas económicas en Chile	25
6. Un sesgo más laxo de la política monetaria en Latam, por la debilidad del crecimiento	29
7. Tablas	34

Fecha de cierre: 4 de agosto de 2014

1 Resumen

La recuperación mundial será más lenta de lo anticipado, en un entorno complejo. Los mercados financieros se mantuvieron sin tensiones aparentes a lo largo de los últimos tres meses y la actividad mantiene un buen dinamismo, después del bache del primer trimestre en EEUU, condicionado por un clima extremo. El crecimiento mundial se moderó en el primer semestre de 2014 pero seguimos pensando que irá a más, desde 3,3% este año hasta 3,8% en 2015. Por áreas, se mantienen las positivas perspectivas para las economías avanzadas en 2015, mientras que en China, se anticipa una desaceleración muy acotada, hasta el 7% en 2015 desde el 7,7% en 2013, apoyado por herramientas de política económica tanto de demanda como de control del riesgo de la banca en la sombra.

La calma de los mercados financieros internacionales también se trasladó a los de América Latina. La tendencia alcista de los mercados se mantuvo en la región y consiguió recuperar buena parte de las correcciones acumuladas desde mayo de 2013. Este buen comportamiento de los activos se produjo pese a la desaceleración de la actividad económica, ayudada sin duda por los buenos fundamentales de la región (con algunas subidas de calificación de riesgo soberano en Colombia y Perú), pero también empujada por la moderación de las tensiones financieras internacionales, el continuado apetito por el riesgo y la aún abundante liquidez internacional, que favorecieron renovados flujos de entrada de capitales. Por su parte, la suspensión de pagos por parte de Argentina al final de julio no tuvo impacto en el resto de la región, por sus escasos vínculos financieros y por el carácter idiosincrático del evento.

Durante el primer semestre del año, los datos de actividad en la región sorprendieron a la baja, salvo en Colombia. La significativa moderación de las expectativas de los hogares y empresas, así como la debilidad de los indicadores de demanda interna marcaron la primera mitad de 2014. Así, salvo en Colombia, los datos de crecimiento en el primer trimestre del año resultaron inferiores a lo anticipado hace tres meses, y los débiles indicadores parciales de actividad en el segundo trimestre han llevado a una corrección a la baja de nuestras estimaciones de crecimiento en ese periodo. Resulta también llamativa la fuerte moderación de la inversión en la región, que llegó incluso a contraerse en el primer trimestre de 2014, en algunos países por una mayor incertidumbre en el sector privado (Brasil, Chile, México), mientras que en otros por una subejecución de los planes de inversión pública (Chile, Perú).

Con todo, se habría dejado ya atrás el bache de crecimiento en la región, que iría de menos a más a partir del tercer trimestre. El aumento del crecimiento a partir ya del tercer trimestre de este año estaría impulsado tanto por un aumento del crecimiento mundial y de la demanda externa como por una recuperación de la inversión, especialmente por parte del sector público (México, Chile, Perú, Colombia). Así, nuestras previsiones apuntan a un crecimiento en América Latina que pasaría de 2,5% en 2013 a 1,6% en 2014, recuperándose al 2,5% en 2015 y convergiendo gradualmente en los siguientes años hacia el potencial de la región, que situamos ligeramente por encima del 3% (ver Recuadro 1).

El dinamismo de la región seguirá siendo muy heterogéneo, con los países de la Alianza del Pacífico sobresaliendo por encima del promedio regional. En particular, los países de la Alianza crecerán 3,1% en 2014 y 4% en 2015, más de tres veces el crecimiento esperado en el bloque de Mercosur (0,4% y 1,2%). A pesar de los ajustes a la baja de las previsiones de crecimiento en 2014 (excepto en Colombia), los países con un mayor dinamismo en 2014 seguirán siendo Paraguay y Colombia (4,9%), Perú (4,1%) y Chile (2,9%). Además, al tiempo que anticipamos el mantenimiento del fuerte dinamismo en Colombia en 2015, esperamos un significativo aumento del crecimiento en 2015 respecto a 2014 en algunos países, de alrededor de un punto porcentual en México y Chile (de la mano de la recuperación en EEUU y de la inversión pública, respectivamente), y de alrededor de dos puntos porcentuales en Perú (por el empuje de las exportaciones y de la inversión pública). Por el contrario, el crecimiento en Brasil seguirá siendo muy

moderado en 2014 (1,3%) y 2015 (1,6%) mientras las políticas públicas no logren reducir la incertidumbre y aumentar la confianza de los agentes.

La desaceleración económica disminuye la presión sobre las cuentas externas, pero la aumenta sobre las cuentas fiscales. Los déficits externos en la mayor parte de países irán disminuyendo a partir de 2014 y 2015 por la debilidad de la demanda interna, pero también por un tipo de cambio más depreciado (que contrarrestará en parte unos términos de intercambio menores) y la finalización de una serie de shocks de oferta negativos en el sector exportador en países como Perú, Colombia, Uruguay y Argentina. Por el lado fiscal, la desaceleración de la demanda y los menores precios de las materias primas de exportación (cobre y soja) seguirán presionando a la baja a los ingresos tributarios, si bien en Chile y México se contrarrestará con la mayor recaudación proveniente de sus reformas tributarias en curso (véase el Recuadro 2 para el caso de Chile). A esto se añadirá también un mayor impulso fiscal en muchos países de la región (Chile, México, Perú, Colombia) y la mayor carga financiera de la deuda en Argentina y Brasil.

Continúan las presiones al alza sobre la inflación, pero se mantendrá en torno a los objetivos de los bancos centrales, excepto en Uruguay. El empuje sobre la inflación, proveniente de la depreciación del tipo de cambio y un aumento del precio de la energía y los alimentos, ya ha empezado a ceder, reflejo de la moderación de la demanda interna. Con todo, con la excepción de Chile, se espera que, hacia delante, la inflación se mantenga en la parte alta del rango objetivo de los bancos centrales (significativamente por encima en el caso de Uruguay), sembrando dudas sobre el espacio de los bancos centrales para relajar el tono de la política monetaria.

La debilidad del crecimiento ha tendido a sesgar las políticas monetarias en la región hacia un tono más acomodaticio, incluso en economías donde hay dudas sobre el espacio para mayor impulso monetario. En efecto, las tasas de inflación en la parte alta del rango meta o incluso levemente por encima —en algunos casos unido a un déficit exterior elevado como en el caso de Perú o Uruguay— parecerían dejar poco espacio para mayores recortes de tipos de interés. Sin embargo, en los últimos tres meses se ha apreciado cierta tendencia de los bancos centrales a priorizar el impulso al crecimiento, con recortes ya anticipados en Chile y más sorprendidos en Perú y México. Esto también se ha combinado con el uso de medidas macroprudenciales como el recorte de coeficientes de reservas y el aumento de la liquidez del sistema bancario en Perú, medidas que empezarán también a utilizarse en Brasil.

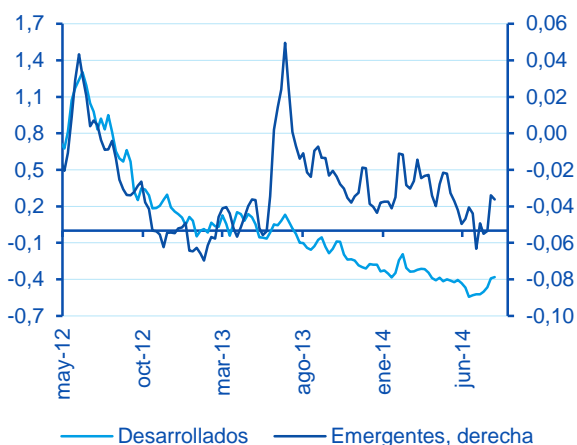
Continuará una leve tendencia a la depreciación de los tipos de cambio en la región, por un menor crecimiento relativo, menores precios de las materias primas y el aumento de los tipos de interés por parte de la Fed. Con todo, la intensidad de la depreciación del tipo de cambio hacia delante será desigual, mayor en aquellos países con presiones inflacionarias más elevadas (Brasil, Uruguay, Argentina) y en aquellos países donde el tipo de cambio puede mostrar alguna señal mayor de sobrevaloración respecto a los fundamentales, como por ejemplo, Brasil.

2 Recuperación global más lenta, en un entorno complejo

Bajas tensiones financieras, dominadas por la Fed, apoyan un escenario favorable al crecimiento

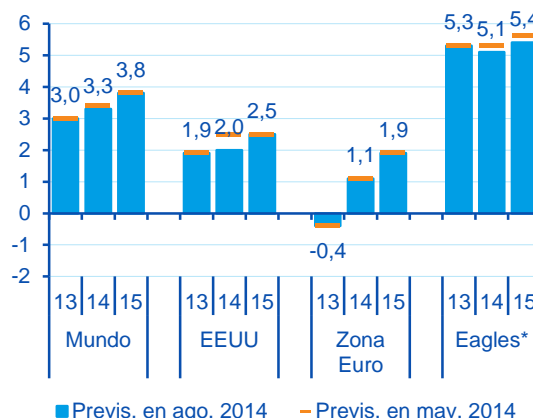
Los indicadores de coyuntura global son consistentes con un escenario favorable al crecimiento. Por un lado, las tensiones en los mercados financieros se mantienen en valores bajos de acuerdo a nuestros indicadores, tanto en mercados emergentes —el repunte reciente se debe específicamente a Rusia— como desarrollados (Gráfico 2.1). Por otro, la actividad industrial y el comercio mundial mantienen un buen dinamismo. Todo ello en un entorno global en el que los eventos de riesgo geopolítico, aun sin ser claramente disruptivos de la actividad económica, sí que surgen por doquier, aumentando la incertidumbre. Por ahora, la volatilidad financiera se encuentra en niveles históricamente bajos, ya que el factor que domina el comportamiento de los mercados financieros globales es la Fed, que gestiona cuidadosamente una salida muy pausada de los excepcionales impulsos monetarios de los últimos años.

Gráfico 2.1
Índice BBVA de Tensiones en los mercados financieros



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Previsiones de crecimiento del PIB (%)



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

En China, se aleja el riesgo de brusca desaceleración y se sostendría un crecimiento por encima del 7%

China se aleja del riesgo de brusca desaceleración, que algunos se planteaban hace pocos meses, gracias a la mejora de las exportaciones y a medidas de apoyo fiscal y monetario. La mejora de la demanda externa y el freno en la apreciación del yuan han favorecido la recuperación de las ventas al exterior, a la vez que las autoridades han puesto en marcha la relajación de la política monetaria con recortes de los ratios de reservas bancarias que han favorecido el crédito. El control del sector bancario en la sombra y los planes de liberalización del sector bancario más regulado están favoreciendo que la mayor parte de la nueva financiación la esté proporcionando este último. Esa combinación de medidas de control y a la vez liberalización para favorecer la competencia de la banca tradicional (libertad de fijación de tasas de interés,

facilitar la entrada de inversión privada, favorecer el crédito a empresas privadas frente a las del sector estatal) son las que deben permitir que el proceso de desapalancamiento se produzca de modo ordenado, sin ajustes bruscos. Finalmente, también se han tomado medidas de política fiscal, sobre todo con el aumento del gasto en infraestructuras, más dirigido que en otras ocasiones.

Con todo ello, se mantienen las perspectivas de una desaceleración muy acotada, hasta el 7% en 2015 desde el 7,7% en 2013. Este movimiento lleva además aparejado un movimiento de largo plazo de aumento del peso del gasto en consumo de los hogares frente a la inversión empresarial, a la vez que la moneda china vuelve a tomar la tendencia previa de apreciación frente al dólar. En definitiva un rebalanceo económico con moderación del crecimiento de la deuda, para lo cual las autoridades cuentan con el margen de maniobra que les da el elevado nivel de reservas, el control de la balanza por cuenta corriente con un ahorro privado elevado y la relativamente baja deuda pública.

Bache transitorio del crecimiento en EEUU. La política de comunicación de la Fed será clave para minorar la volatilidad de los mercados

La caída del PIB estadounidense en el primer trimestre de 2014 se debió principalmente a factores transitorios, pero la intensidad del ajuste obliga a rebajar las perspectivas de crecimiento de 2014 desde el 2,5% al 2% (Gráfico 2.2). El descenso del PIB de EE.UU. del 2,1% trimestral a ritmo anual es de los más intensos de la serie histórica en una etapa cíclica de crecimiento. La información coyuntural más reciente muestra que la economía norteamericana se ha recuperado del efecto intenso pero transitorio del mal tiempo y de una fuerte caída de la acumulación de stocks.

Mayor incertidumbre existe sobre las perspectivas de tensionamiento de la política monetaria de la FED y, sobre todo, del impacto global que ello tendrá en los mercados financieros. La FED dejará de ampliar su balance en octubre, iniciando entonces una etapa en la que será la llegada de nueva información sobre la fortaleza del ciclo económico y el anclaje de las perspectivas inflacionistas la que determinará el ritmo y las medidas monetarias a tomar. En nuestro escenario más probable, será en el tercer trimestre de 2015 cuando se produzca la primera subida de la tasa de los fondos federales, con un sesgo a que se pueda producir más cerca de mediados de año. En este escenario, la política de comunicación de la Fed ganará en importancia, y con ello, también es factible un aumento de la incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros globales.

Mejoran las perspectivas de la zona del euro por el apoyo de las políticas de demanda y los avances en la Unión Bancaria

Los indicadores de coyuntura del área del euro son consistentes con una suave recuperación del PIB, acorde con la previsión de llegar al 1,1% en el conjunto del 2014, primer crecimiento anual desde 2011. La sostenida mejora de las condiciones de acceso a los mercados financieros, especialmente para las economías más estresadas de la periferia del área, es el principal factor de soporte al crecimiento del área, a lo que se une el relajamiento de los objetivos de déficit público en el corto plazo y un entorno exterior que es más positivo. Las razones últimas de este círculo virtuoso son básicamente dos. En primer lugar, la confianza generada por las decisiones tomadas por las autoridades del área para fortalecer el mercado único en el sector financiero y el apoyo de la política monetaria implementada por el BCE, yendo más allá de lo que era previsible hace pocos trimestres. En segundo lugar está el anclaje de las tensiones financieras globales en niveles mínimos. Además, las reformas emprendidas en los mercados de factores productivos de algunas economías, orientadas a favorecer una mejora de los precios relativos frente al exterior, también son un factor positivo.

Con todo, aunque mantenemos las cifras esperadas de crecimiento en el 1,1% para 2014 y 1,9% para 2015 (Gráfico 2.2), el sesgo de las mismas está sesgado al alza si se considera el potencial impacto de las

medidas anunciadas por el BCE. Todo ello no elimina la existencia de un riesgo bajista que se puede desencadenar por el empeoramiento de la crisis de Ucrania y los efectos de las sanciones económicas a Rusia, a lo que no sería ni mucho menos inmune el área del euro.

En resumen, un crecimiento mundial que irá de menos a más a partir de la segunda mitad de 2014

En el escenario más probable, la ralentización registrada en el crecimiento mundial en la primera parte de 2014 habrá finalizado ya. Los indicadores de confianza cíclica y de volatilidad financiera más recientes son consistentes con una mejora paulatina, que permitiría alcanzar un crecimiento mundial en 2014 del 3,3%, tres décimas más que en 2013 (Gráfico 2.2). El mantenimiento de unas favorables condiciones de financiamiento global y el apoyo de las políticas económicas de demanda favorecería que el crecimiento se acelerase adicionalmente en 2015 hasta tasas cercanas al 3,8%, con aumento de la contribución de las economías más desarrolladas, que podrían poco a poco ir planteando la salida de los excepcionales estímulos de los últimos años.

La incertidumbre de este escenario base sigue sesgada a la baja por el resurgimiento de riesgos geopolíticos y las dudas sobre el impacto global en flujos de capital y precios de activos financieros de la cercanía de la subida de tasas en EE.UU.

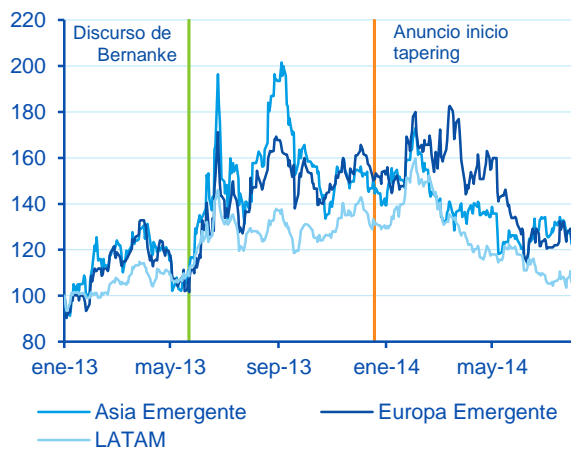
3 Sigue predominando el optimismo en los mercados financieros en Latam

La tendencia alcista en los precios de los activos en América Latina se ha mantenido en los últimos tres meses pese a la desaceleración de la actividad económica

Tras las pérdidas producidas a inicios de 2014 principalmente por una serie de shocks de carácter idiosincráticos en algunos países emergentes, los precios de los activos latinoamericanos empezaron a recuperarse a partir de febrero de este año (véanse los gráficos más adelante y nuestro [Situación Latinoamérica del trimestre anterior](#)). Esta recuperación se ha consolidado en los últimos meses, a pesar de que la actividad económica se ha continuado desacelerando en la mayor parte de la región (véase la siguiente sección para el análisis sobre esta moderación).

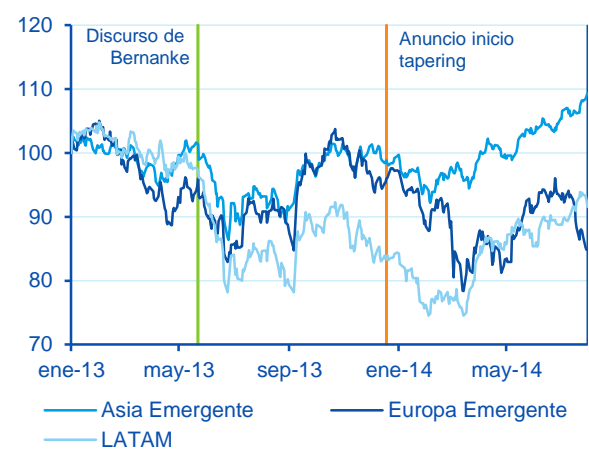
Los diferenciales soberanos de América Latina, por ejemplo, han seguido cayendo en los últimos meses. Si bien esta caída es común a otras regiones emergentes, ha sido más pronunciada en América Latina, en parte por estar la región más aislada de las recientes turbulencias geopolíticas en Oriente Medio y Europa del Este (Gráfico 3.1). Evolución similarmente positiva mostraron las cotizaciones bursátiles latinoamericanas (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1
Diferenciales soberanos en mercados emergentes (EMBI, índice enero 2013=100)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

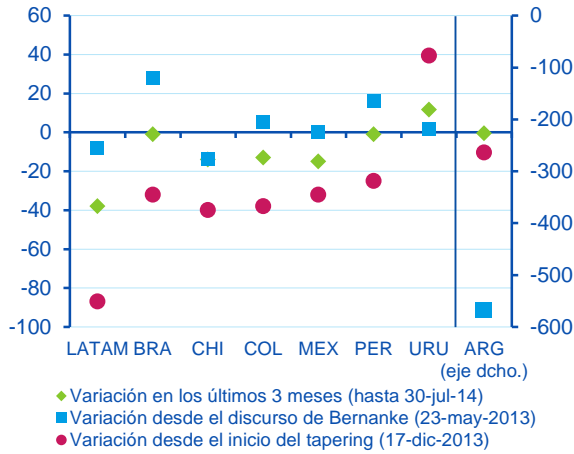
Gráfico 3.2
Evolución de cotizaciones bursátiles en mercados emergentes (MSCI, índice enero 2013=100)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

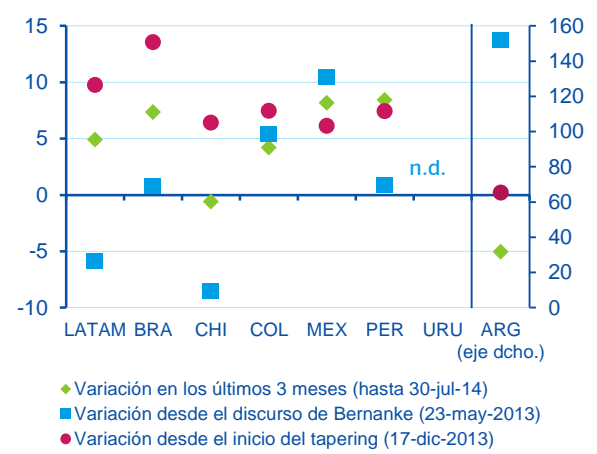
El tono positivo de los mercados financieros ha sido generalizado entre los países de la región. La prima de riesgo soberano, por ejemplo, ha retrocedido en todas las principales economías, con excepción de Uruguay (Gráfico 3.3). La reducción del riesgo soberano ha sido prácticamente nula en Brasil posiblemente debido a la mayor incertidumbre relacionada con las elecciones presidenciales de octubre. Con respecto a las cotizaciones bursátiles, se han observado movimientos alcistas en los últimos tres meses en todos los países, aunque pequeños en algunos casos (como en Brasil, Chile y Colombia, Gráfico 3.4).

Gráfico 3.3
Evolución de los diferenciales soberanos en América Latina (EMBI, puntos básicos)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

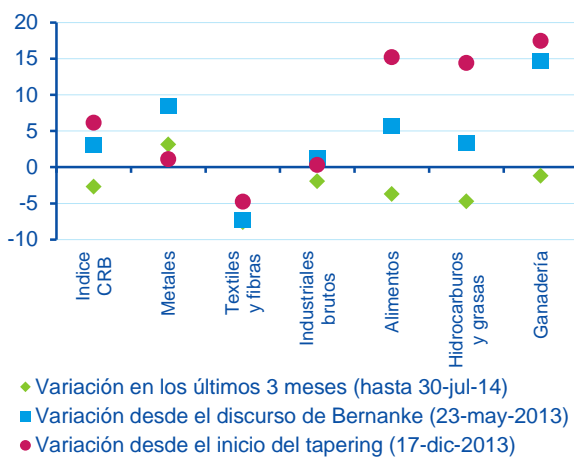
Gráfico 3.4
Evolución de las cotizaciones bursátiles en América Latina (variación %, en moneda local)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

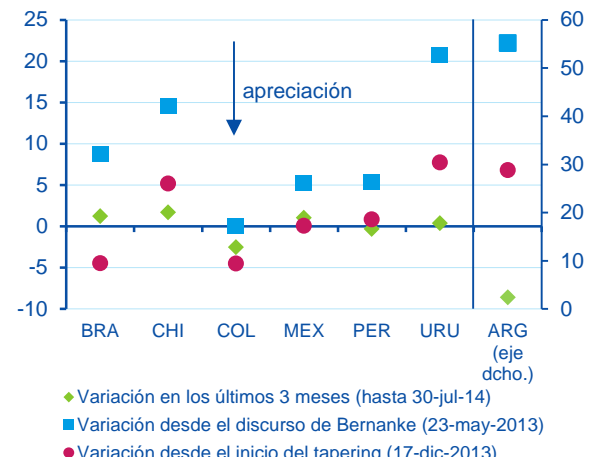
Hay que destacar que el optimismo en los mercados financieros en los últimos meses se da en un entorno de moderación de la demanda interna y del precio de las materias primas en los mercados globales, a pesar de que las políticas anunciadas en para estimular el crecimiento en China y la relativa fortaleza de la actividad revelada por los datos recientes en dicho país hayan apoyado al precio de los metales, como por ejemplo el cobre (Gráficos 3.5 y 3.9). Estos factores, sin embargo, sí parecen haber sido importantes para evitar que el optimismo en los mercados financieros se haya extendido a los mercados cambiarios, donde la situación en los últimos tres meses ha sido de estabilidad (Gráfico 3.6).

Gráfico 3.5
Evolución de los precios de las materias primas, (variación %)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 3.6
Evolución de los tipos de cambio en América Latina (variación %)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

En nuestra opinión, el optimismo en los mercados está relacionado con factores como los sólidos fundamentales de muchas economías de la región. En este sentido, destaca el proceso de mejora de la calificación de riesgo de parte de los países latinoamericanos, siendo ilustrativa las muy recientes subidas

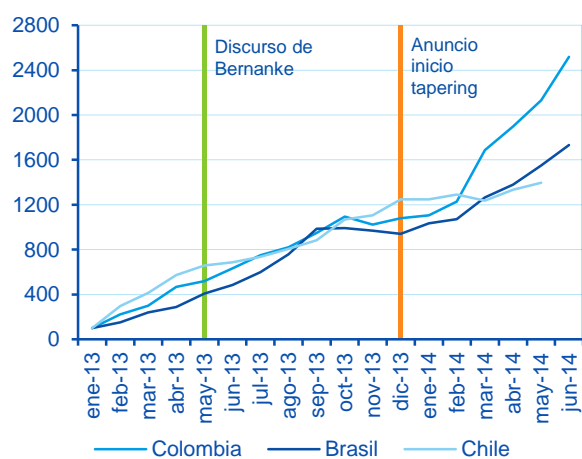
por Moody's de las calificaciones de Perú en dos escalones, desde Baa2 a A3, y de Colombia en un escalón, desde Baa3 a Baa2; mientras que por el contrario S&P bajó la calificación de Argentina a Selective Default.

Además, el acotamiento de los riesgos relacionados con la normalización monetaria en EE. UU. y la moderación de la actividad en China, así como la aún elevada liquidez global, han contribuido al aumento de los flujos de capital hacia la región (Gráficos 3.7 y 3.8) y al desempeño relativamente positivo de los mercados financieros latinoamericanos en los últimos tres meses.

Asimismo, como destacamos a la continuación, hay riesgos importantes de que el tono optimista de los mercados -que contrasta con la simultánea moderación de la actividad económica en muchos países de la región- dé lugar a un nuevo período, en un futuro no muy lejano, de turbulencias y correcciones en los mercados financieros de la región, especialmente en un entorno en el que la Fed continúa la retirada gradual de su estímulo monetario, ahora a través de una subida de los tipos de interés.

Gráfico 3.7

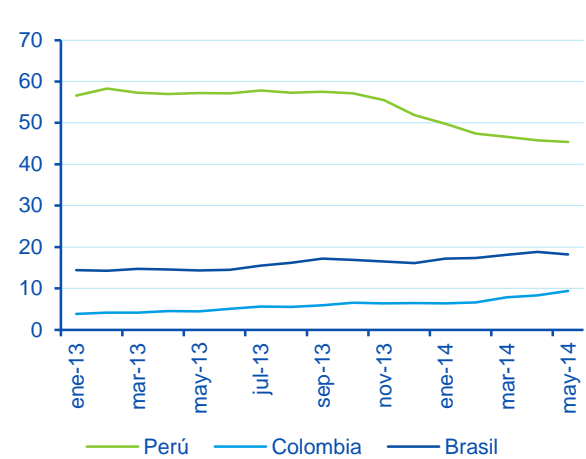
Flujos de cartera de no-residentes (datos acumulados de las balanzas de pagos, índice enero 2013=100)



Fuente: estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 3.8

Tenencia de bonos soberanos por parte de no-residentes (% del total)



Fuente: estadísticas nacionales y BBVA Research

Finalmente, cabe destacar que al final del período analizado en este informe, más precisamente el 30 de julio, se conoció la noticia de que Argentina y los *holdouts* (los tenedores de bonos argentinos que no aceptaron el canje de deuda propuesto por el país en 2005 y 2010), no habían llegado a un acuerdo que destrabara el pago a los tenedores de la deuda reestructurada —es decir, los que aceptaron el canje de deuda—. Esta falta de acuerdo llevó a Argentina a una situación de suspensión de pagos, aunque no tendrá la misma gravedad del de 2001 porque el sistema financiero está sólido, el país está menos endeudado y sin acceso a los mercados de crédito desde 2007 y no hay una fuerte sobrevaluación del peso. En cualquier caso no está en duda ni la solvencia ni la voluntad de pago como en esa oportunidad.

En los primeros momentos tras la noticia de suspensión de pagos, mientras se delineaban los posibles escenarios de resolución del problema, la bolsa y el riesgo soberano argentinos borrraban parte de las ganancias acumuladas en los últimos días antes del 30 de julio, pero mantenían buena parte de las fuertes subidas de los últimos meses. No sorprendentemente, el contagio a los demás mercados financieros era bastante limitado y concentrado en Brasil. Esta reacción está en línea con nuestra visión de que hay poco espacio para que eventos de turbulencia en Argentina impacten significativamente a otros mercados en la región. El contagio a través del canal comercial, por una mayor depreciación del peso argentino y una

pérdida de dinamismo de la actividad económica en el país, podría tener un impacto más relevante, pero concentrado en los principales socios comerciales argentinos en la región, como Brasil y Uruguay (véase, por ejemplo, el Recuadro 1 de nuestro Situación Latinoamérica del primer trimestre de 2014).

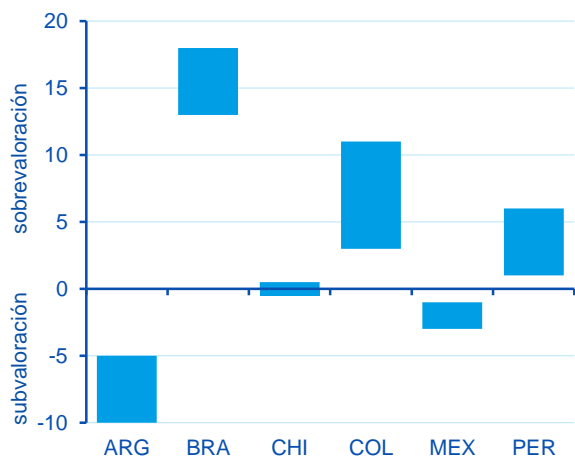
La recuperación reciente elimina las pérdidas acumuladas desde mayo del año pasado, pero habrá que estar atentos a las subidas de tipos de interés por parte de la Fed en 2015

Tras la recuperación observada en los últimos tres meses, los precios de los activos financieros de la región se encuentran, en general, bastante por encima de los niveles del 17 de diciembre, fecha del inicio del *tapering* por parte de la Fed. En otras palabras, las pérdidas registradas al final del año pasado y a inicios de este han sido compensadas por las ganancias registradas desde mediados del primer trimestre.

Además, en general la recuperación reciente elimina también las pérdidas acumuladas desde mayo de 2013, cuando, tras el discurso del entonces presidente de la Fed, Ben Bernanke, los mercados empezaron a descontar los efectos de la normalización monetaria en EE.UU. (véanse los gráficos anteriores). En estos momentos, los precios de los principales activos se encuentran en niveles muy próximos a los registrados en mayo del año pasado. Las principales excepciones se encuentran en los mercados de divisas: las monedas de los países de la región están más depreciadas actualmente que en mayo de 2013, con la excepción del peso colombiano, que se mantiene estable debido a la mayor fortaleza de la actividad económica en este país y al aumento de la ponderación de Colombia dentro de los índices de renta fija del banco de inversión J.P. Morgan (Gráfico 3.6).

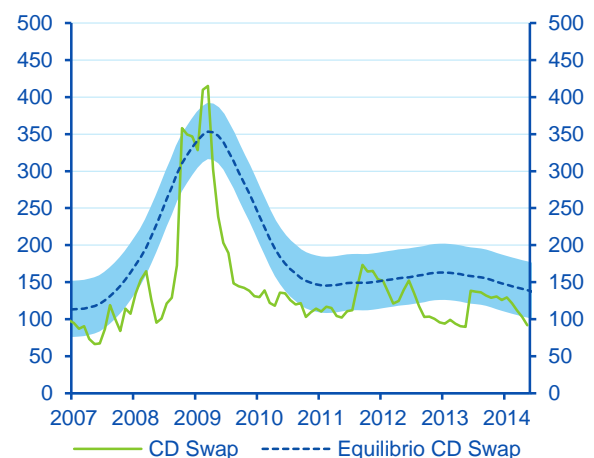
El debilitamiento de las monedas de la región desde mayo de 2013 está relacionado, además de con la moderación de la actividad económica y con el consecuente tono relativamente acomodaticio de la política monetaria en muchos países, con el hecho de que se encontraban en aquel momento algo sobrevaloradas con respecto a sus niveles de equilibrio y también con el mantenimiento de persistentes déficits exteriores en algunos casos. De hecho, las monedas latinoamericanas seguirían actualmente levemente sobrevaloradas pese a las depreciaciones acumuladas desde mayo del año pasado (Gráfico 3.9).

Gráfico 3.9
Nivel de sobrevaloración del tipo de cambio en América Latina respecto a su nivel de equilibrio (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.10
América Latina: CDS soberano, 5 años*



* El equilibrio es calculado como el promedio de cuatro modelos alternativos, con un intervalo de confianza de 0,5 desviaciones estándares. Para más detalles, véase nuestro [BBVA Research Country Risk Report](#).

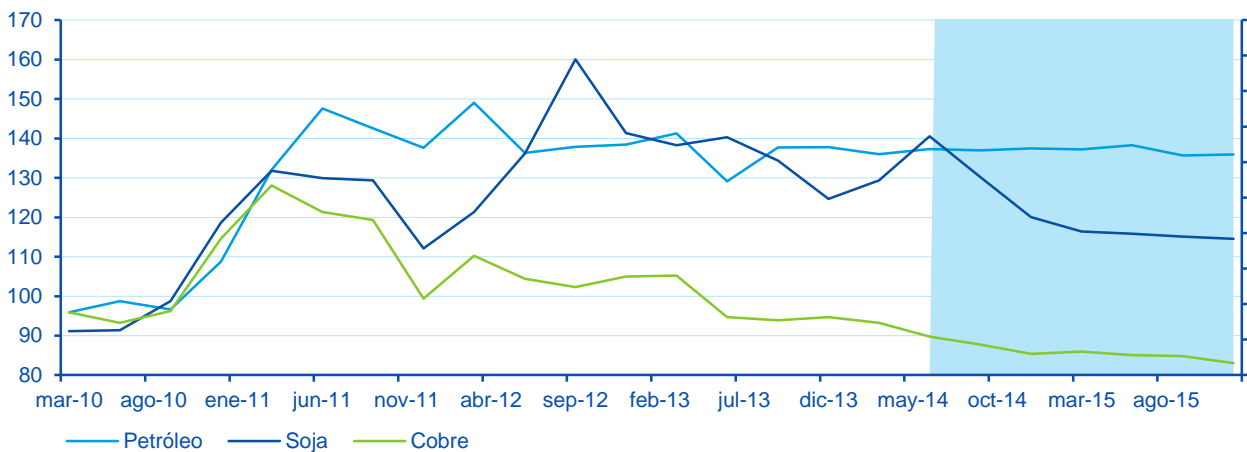
Fuente: BBVA Research

Las señales de que en algunos otros mercados los precios podrían encontrarse ya por encima de sus niveles de equilibrio (Gráfico 3.10), el desacoplamiento de los movimientos (alcistas) en los mercados financieros de la región con respecto a los (bajistas) del crecimiento y de la demanda interna y, también, las perspectivas de normalización de la política monetaria por parte de la Fed podrían generar turbulencias en los mercados de la región, borrar el optimismo reciente y corregir, al menos en parte, las ganancias observadas desde el inicio del año.

La esperada moderación del precio de las materias primas, que sin embargo se mantendrán en niveles históricamente elevados, también puede favorecer alguna corrección a la baja de los mercados financieros de la región

En comparación con nuestras previsiones de hace tres meses, introducimos leves correcciones a la alza en las previsiones de soja (1,0%), petróleo (3,2%) y cobre (1,8%) para el final del año. Con esta corrección se posterga la convergencia hacia valores de largo plazo para finales de 2015. En el caso del cobre en el alza en la previsión subyacen las sorpresas positivas recientes aunque siguen existiendo riesgos bajistas por posibles regulaciones por parte del gobierno chino para desincentivar el uso de metales como garantía de financiamiento en el sistema financiero. En el caso de petróleo en la revisión a la alza inciden factores geopolíticos derivados del conflicto en Iraq y la acumulación de desequilibrios de demanda, mientras que la baja capacidad de reacción de la OPEP condiciona la oferta. Con respecto a los mercados de soja, cuyas previsiones hemos mantenidos prácticamente estables, seguimos esperando un ajuste a la baja en el precio debido al impacto de la mayor producción esperada en esta campaña.

Gráfico 3.11
Latam: Precios de las principales materias primas (índice promedio 2010 = 100)



Fuente: BBVA Research

Con todo, a medio plazo la recuperación de la actividad económica en los principales países de la región — y también a nivel global— debería servir de estímulo a los precios de los activos de la región.

4 La fuerte desaceleración en América Latina en la primera mitad de 2014 se revertirá hacia delante

Decepcionantes datos de actividad en el primer y segundo trimestre, por debajo de lo anticipado hace tres meses

En la mayoría de países de la región la constante han sido los decepcionantes datos de actividad en la primera mitad del año, particularmente los relacionados con la demanda interna, como ventas al menudeo y confianza del consumidor aunque también otros relacionados con la oferta como producción industrial y confianza del productor. En efecto, con la excepción de Colombia, los indicadores de confianza continuaron moderándose, entrando en terreno de ligero pesimismo en la mayoría de países (Gráfico 4.1), al tiempo que se desaceleraban las ventas al por menor en la mayoría de países (Gráfico 4.2). Como se verá más adelante, ha destacado también la fuerte moderación de la inversión. Cabe mencionar que estos decepcionantes datos responden en su mayor parte a choques idiosincráticos que se anticipa que serían de naturaleza temporal.

En Chile y México las principales decepciones han venido por inversión y consumo. Indicadores de confianza de los empresarios en Chile así como producción industrial, afectada principalmente por el sector minero, ya han resentido el efecto de la incertidumbre interna asociada a la reforma tributaria (ver Sección 5). Más recientemente la confianza de los consumidores y las ventas al menudeo han resentido también una moderación importante (Gráficos 4.1 y 4.2). Cabe señalar que tanto en Chile como en el caso de México la moderación en el indicador de ventas al menudeo se relaciona en buena medida con el debilitamiento de los ingresos de las familias en términos reales, que han mostrado moderaciones continuas en los últimos trimestres. En ambos países la pérdida en ingresos reales es evidencia de la creciente debilidad del empleo, ya que la mejora en este indicador se ha producido sobre todo en el segmento de empleo de baja calidad (empleo “por cuenta propia” en el caso de Chile y empleo con salarios de entre cero y tres salarios mínimos en el caso de México). La masa salarial en Chile en términos reales ha pasado de crecer en el orden de 6,0% en 2013 a 5,0% anual en el primer trimestre de 2014, mientras que en el caso de México la misma comparación es más dramática y las variaciones entre 2013 y el 1T14 son desde 0,10% a -3,8%; en este caso afectada por el efecto de la reforma fiscal sobre el precio de algunos bienes y servicios en el primer trimestre del año.

La sorpresa negativa del primer trimestre fue particularmente relevante en el caso de México, donde el crecimiento del 1T que estimábamos (al igual que Banxico) en 0,6% se ubicó en 0,3% t/t. Esta sorpresa estuvo relacionada con varios factores: efectos negativos no anticipados de la reforma hacendaria¹ sobre la inversión y sobre el ingreso real de los asalariados además de su efecto en precios de algunos bienes y servicios que a su vez tuvo un efecto negativo en el consumo. En lo relativo a la reforma fiscal algunos de los sectores más afectados habrían sido el sector minero y el de maquiladoras además de las empresas pequeñas y medianas por mayor carga impositiva y menores deducciones autorizadas. Por su parte, las condiciones extraordinariamente adversas del invierno en EEUU entre otros factores se tradujeron en una contracción en el producto de ese país que afectó también a algunos sectores de la manufactura mexicana. A esto se sumó la dilación en la ejecución presupuestaria a lo largo de 2013 y el inicio de 2014; cabe decir por ejemplo que la inversión pública en los primeros tres meses del año fue 6,5% menor que el trimestre anterior a lo que se sumó un importante desabastecimiento de gas en la segunda mitad del 2013 que afectó la producción industrial.

1: El porcentaje de respuestas en el sentido de que la política fiscal que se está instrumentando es el principal factor que podría obstaculizar el crecimiento pasó de 2% en enero de 2013 a 17% en diciembre; 12% en la encuesta de junio.

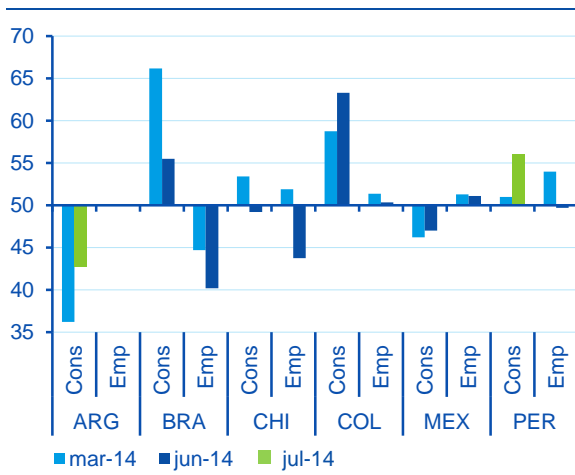
Por su parte, en Perú el crecimiento de la actividad ha sorprendido continuamente a la baja en lo que va del año. Particularmente intensas han sido las moderaciones en la minería, construcción así como las manufacturas no primarias, situación que se ha intensificado por factores de oferta como el retraso en la puesta en marcha de la mina de Toromocho. Los datos disponibles del segundo trimestre tales como confianza del productor, consumidor y producción industrial apuntan a un panorama de crecimiento significativamente menor a lo esperado hace un trimestre.

En el caso de Argentina, los indicadores conocidos del segundo trimestre, en particular ventas al menudeo y actividad industrial, apuntan a que luego de dos trimestres de contracción, la economía se volvería a contraer en el periodo abril-junio. Situación de deterioro se observa en Brasil, donde han sido importantes las revisiones en términos de confianza de productores y consumidores influidos por la incertidumbre asociada a las políticas económicas por venir, el impacto de la desaceleración en China y Argentina sobre las exportaciones y la inflación elevada y persistente, lo que ha desincentivado las inversiones.

Mención aparte merece el caso de la economía colombiana, cuyo ciclo continúa desacoplado del resto de la región. En el primer trimestre en particular, el crecimiento estuvo por arriba de lo esperado, relacionado principalmente con el repunte en el sector de la construcción tanto pública como privada. Destacaron también los indicadores de confianza y la expansión de las ventas al por menor en 7,2% interanual, frente a 4,2% en 2013. Si bien los datos del segundo trimestre apuntan a que fuerte dinámica habrá continuado, el crecimiento se habrá moderado ligeramente comparado con los primeros meses del año y será más acorde con su crecimiento potencial (ver Recuadro 1).

Gráfico 4.1

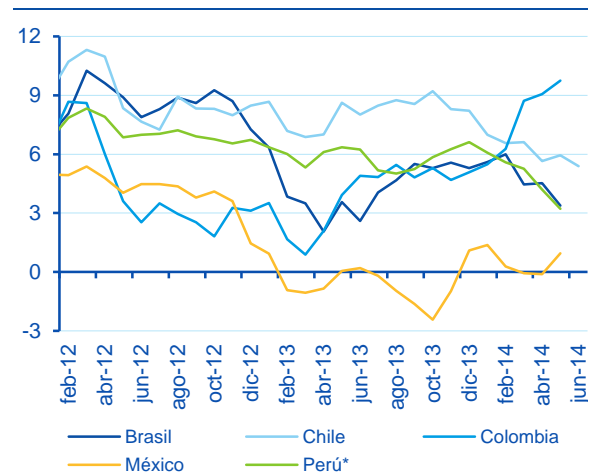
Confianza del consumidor y del productor, índice 50pts el umbral de optimismo (+) pesimismo (-)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 4.2

Latam: Ventas al por menor, %/a



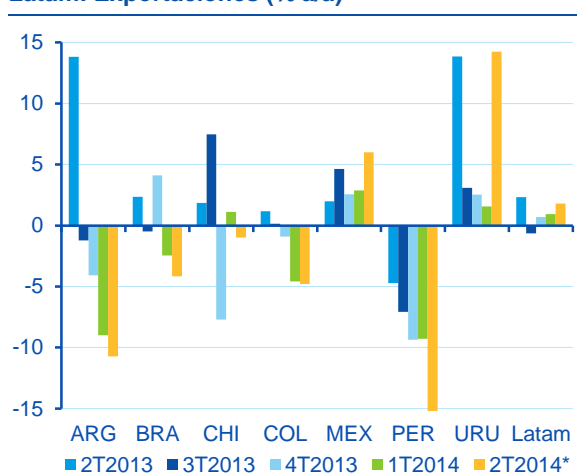
*Valor añadido por el sector comercio al PIB (incluye también ventas al por mayor).
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

En el frente externo, la dinámica ha sido también de moderación aunque en menor medida que en los datos de demanda interna. Las exportaciones han sufrido contracciones especialmente notables en el caso de Argentina y Perú, mientras que la moderación ha sido menor en Brasil y Colombia, con pocos cambios en Chile y con crecimientos en México —que obedecen a la recuperación de EEUU— y Uruguay. El sector industrial argentino ha sido afectado por la moderación en Brasil. En Perú, la caída en explotación minera ha tenido fuertes efectos en el sector exportador. Con ello, la ya débil dinámica de crecimiento del valor de las exportaciones de bienes en el país andino (-9,0% en 2013) se intensificó en los primeros meses del año, con un -11,9% interanual en los primeros cinco meses del año. En Colombia las exportaciones resintieron el efecto la menor demanda por exportaciones industriales y los choques en precios de petróleo y carbón. Por

su parte en México luego del efecto negativo de las severas condiciones climáticas en EEUU en el primer trimestre, en los siguientes meses las exportaciones manufactureras han reportado un significativo repunte, particularmente las automotrices (Gráfico 4.3).

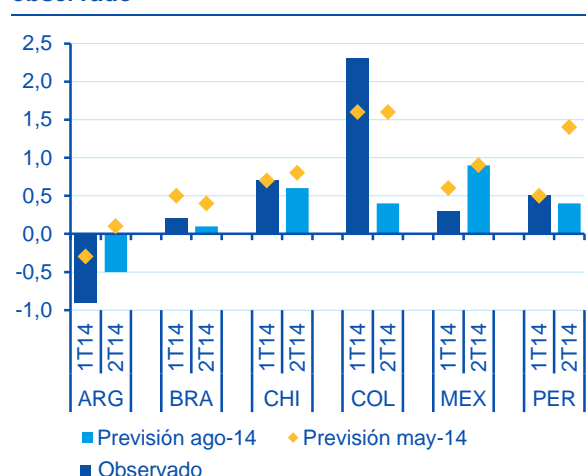
Con todo lo anterior, las sorpresas sobre la evolución de la actividad económica en la región han sido principalmente negativas, con un crecimiento en el primer trimestre por debajo de lo anticipado hace tres meses, salvo en el caso de Colombia (Gráfico 4.4), y unos indicadores parciales en el segundo trimestre de 2014 que llevan a un ajuste a la baja de nuestras previsiones de crecimiento en ese trimestre —y también en el conjunto de 2014, como se verá más adelante—.

Gráfico 4.3
Latam: Exportaciones (% a/a)



*En Colombia y Perú solo están incorporados los datos de abril y mayo.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.4
Latam: crecimiento del PIB t/t% esperado vs observado



Fuente: BBVA Research

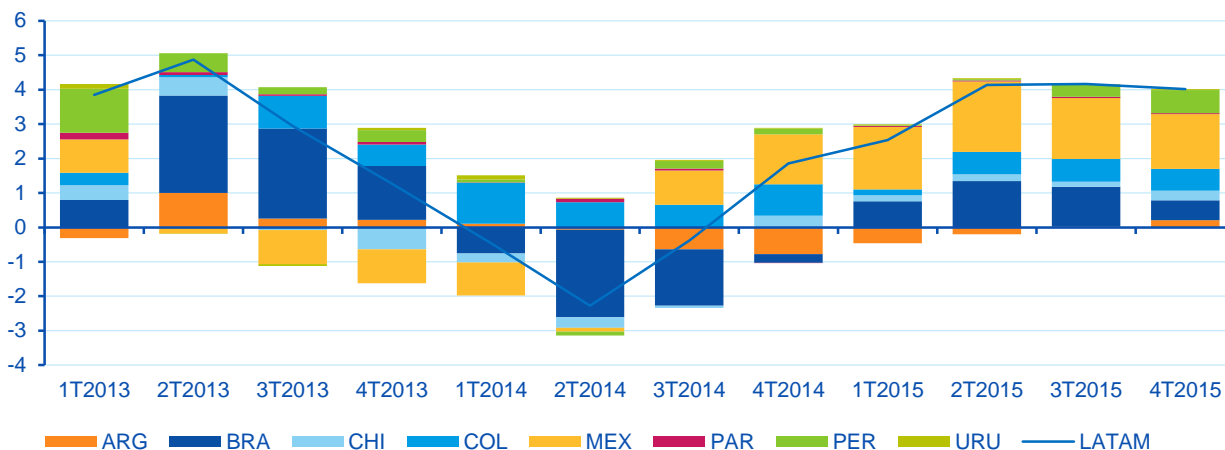
Entre los indicadores más débiles, destaca la moderación de la inversión, que incluso se contrajo en el primer trimestre de 2014

El componente de inversión es el que ha registrado el ajuste más severo dentro de la demanda agregada, y es que su dinámica ha pasado desde crecer en torno a 3,2% interanual en promedio en la región en 2013 a una caída en promedio de -0,5% interanual en el primer trimestre de 2014 que se habría profundizado hasta -2,3% estimado en el segundo (ver Gráfico 4.5). Detrás de esta caída generalizada (salvo en Colombia) se encuentran una variedad de factores. En el caso de Chile y México por ejemplo, la fuerte caída de la inversión privada se relacionó parcialmente con la incertidumbre asociada al proceso de reforma tributaria de la que ahora se conocen algo más de detalles; en México también influyó la lenta ejecución del gasto público antes mencionada que se tradujo en una menor inversión pública. A esta incertidumbre que afectó negativamente a las inversiones desde el final del año pasado se une la lenta ejecución del presupuesto público en ambos casos —en Chile la caída en la inversión pública en el último trimestre de 2013 contribuyó a explicar el 25% de la caída en la inversión total—. Cabe señalar en el caso de Chile que los indicadores más recientes de importaciones de bienes de capital (relacionados con inversión) muestran contracción, mientras que el flujo de crédito a empresas y familias se ha desacelerado fuertemente. Por su parte en la segunda semana de julio se aprobó la eliminación del incentivo a la inversión en base de depreciación instantánea por 12 meses, lo que podría inhibir algunas inversiones adicionales anticipadas para el cuarto trimestre.

En el caso de Perú la inversión también ha sorprendido a la baja, situación vinculada principalmente con la caída de la confianza empresarial, menores proyectos de inversión en minería e hidrocarburos (el principal componente sectorial de la inversión en Perú) y también con el retraso en la ejecución de proyectos de inversión pública, especialmente por las autoridades regionales. Por su parte en Brasil persisten los problemas asociados a la calidad de la infraestructura, y la disminución de la competitividad; la inversión se ubicó en -2,0% en los primeros meses del año, luego de crecer 5.1% en 2013.

Gráfico 4.5

Latam: Inversión total (% a/a) y contribuciones



Fuente: BBVA Research

Con todo, hacia delante se espera una recuperación de la inversión, liderada por aquella ejecutada desde el sector público en prácticamente todos los países de la región. En el caso de Perú la mayor confianza en el crecimiento viene de la mano de la mejora esperada en infraestructuras en línea con una serie de proyectos recientemente dados en concesión, además del mayor gasto esperado para el segundo semestre de 2014 vinculado a obras de prevención relacionadas con el fenómeno de El Niño. Además las minas de Toromocho y Antamina estarán en plena capacidad operativa hacia la segunda parte del año, lo que redundará en el aumento de las exportaciones. En México el mayor presupuesto aprobado por el Congreso para 2014 y no ejecutado hasta ahora implicará un importante crecimiento de la inversión pública en la segunda parte del año y en 2015, lo que va de la mano con la puesta en marcha de obras de infraestructura contempladas en el Plan Nacional de Infraestructura 2014-2018 aprobado recientemente. Asimismo, en Chile el escenario base proyecta una mejora importante en el gasto público y en capital.

La inversión en Brasil experimentará un repunte hacia la última parte del año influido por la menor incertidumbre en relación con el crecimiento mundial y de cara a las próximas elecciones presidenciales de octubre. Por último, en Colombia, la inversión ha mantenido un fuerte crecimiento, del orden de 6,2% en 2013 y 14,6% en el primer trimestre de 2014. En el resto del año y en 2015 la demanda estará alentada por la continuación del ambicioso proyecto 4G de infraestructuras y que implicará un crecimiento promedio de la inversión cercana a 10% anual.

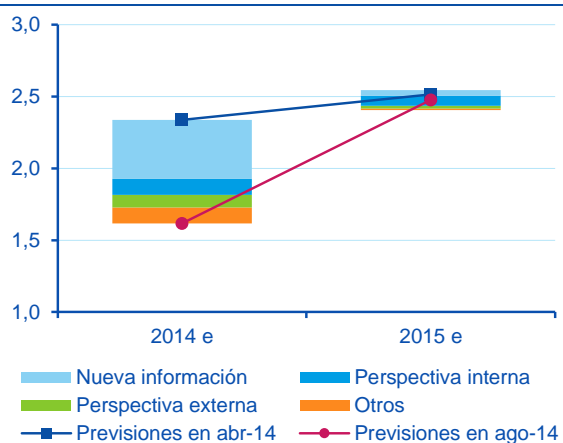
Los malos datos observados en el segundo trimestre, así como un repunte de la demanda doméstica y externa a menor ritmo que lo esperado, llevan a una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento de 2014

En un contexto de moderación tanto en expectativas como en indicadores de actividad durante los últimos tres meses (con la notoria excepción de Colombia cuyo ciclo parece haberse desacoplado del resto de la región), hemos revisado a la baja el pronóstico de crecimiento para 2014 de forma significativa, en magnitudes desde 4 décimas en el caso de Paraguay hasta 1,1 puntos porcentuales en el caso de Perú.

En el conjunto de la región los factores detrás del ajuste de la previsión de crecimiento en 0,7 puntos porcentuales (p.p.) son, por una parte, las sorpresas negativas en los datos observados durante los últimos tres meses (0,4pp, ver Gráfico 4.6) y, por otra, que el repunte esperado en la demanda doméstica y externa, para los siguientes meses será algo menor que el anticipado hace tres meses.

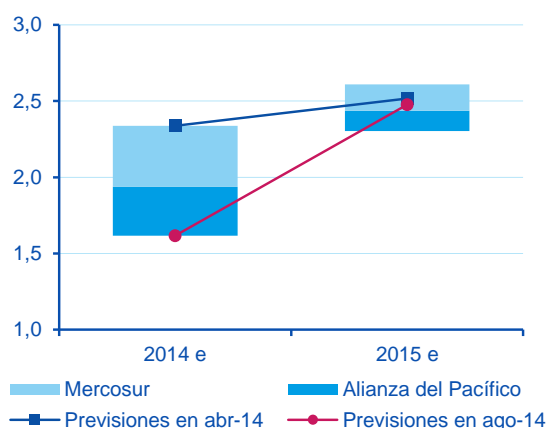
A pesar de que la revisión es importante cabe hacer algunas puntualizaciones: por un lado, hacia 2015 todas las estimaciones apuntan a que las economías recobrarán impulso —no hemos cambiado la estimación de crecimiento para la región en 2015— y para los siguientes años el crecimiento se volverá a acercar al potencial de 3,1% estimado para el periodo 2016-2020 (ver Recuadro 1). Por otro lado, conviene destacar que la diferenciación continuará en la región y confirmamos que aquellos países con políticas económicas históricamente ortodoxas están mejor posicionados para enfrentar periodos de moderación interna y choques externos. Es así que la mayor parte de la revisión proviene de menores perspectivas en el bloque de Mercosur, (ver Gráfico 4.7) mientras que en los países agrupados en la Alianza del Pacífico la corrección en el pronóstico se concentra en México, y como mencionamos antes, Colombia corrige a la alza su perspectiva de crecimiento. Por otra parte, hacia 2015 mientras que algunos países de Mercosur arrastrarán alguna inercia negativa que hará que la revisión a la baja involucre también al próximo año, en Perú y México esperamos un importante repunte desde el final de este año y que se extenderá al siguiente e implica revisión a la alza en dicho bloque. Ambos efectos se compensan con lo que en el agregado la perspectiva para 2015 se mantiene sin cambio.

Gráfico 4.6
Latam: determinantes del cambio en las previsiones de crecimiento del PIB



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.7
Latam: contribución a la revisión de previsiones de crecimiento del PIB por bloques de países



Fuente: BBVA Research

La región crecerá 1,6% en 2014 y repuntará a 2,5% en 2015, convergiendo gradualmente a su potencial en los siguientes años

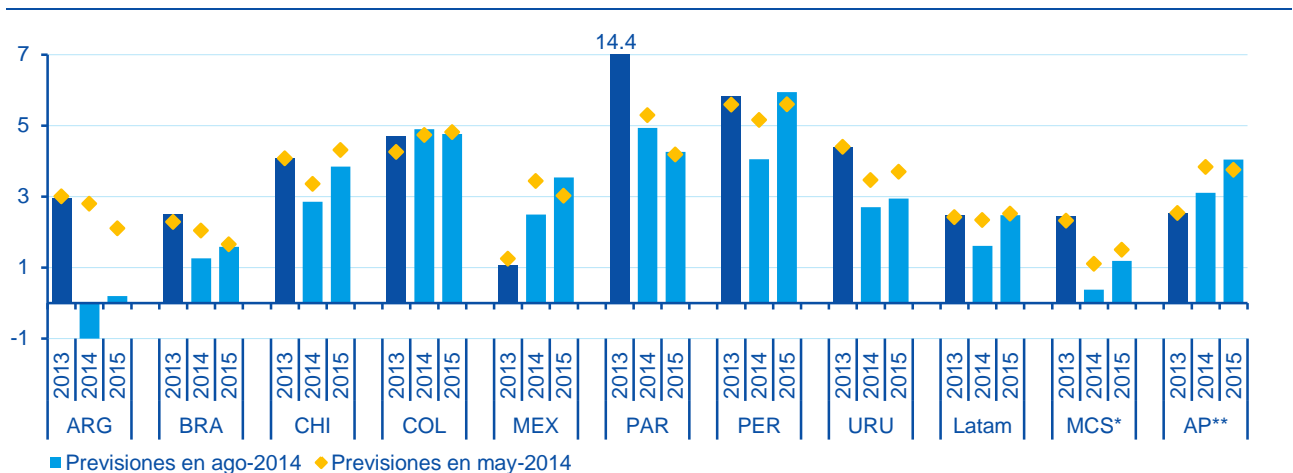
Concretamente, en 2014 destacarán por su crecimiento Colombia y Paraguay con expansiones cercanas a 5%, aunque con trayectorias muy diferentes. Por un lado, en Colombia se mantiene el sólido crecimiento en los últimos años, reflejo de las exitosas políticas económicas recientes, que han implicado un crecimiento estable del orden de 4,8% (muy cercano al potencial) en los últimos cuatro años. En este sentido, las buenas perspectivas de crecimiento apoyadas en el adecuado manejo fiscal, que ha permitido déficits moderados, llevaron a la agencia Moody's a aumentar la calificación de la deuda soberana a Baa2 desde Baa3 con perspectiva estable. Por otra parte, en Paraguay el panorama ha sido de mucha volatilidad, relacionada con su elevada exposición al precio de la soja (y a la variación del clima y su efecto sobre las cosechas) y la relevancia de la ganadería. Destacará en 2014 y particularmente en 2015 la expansión en Perú (4,1% y 5,9% en 2014 y 2015, respectivamente), donde continuará siendo clave el consumo privado; el

país fue también distinguido con mejora en su calificación crediticia por Moody's en marzo pasado, premiando la política fiscal y haciendo un voto de confianza sobre las reformas estructurales en marcha, prevemos que Perú seguirá liderando el crecimiento de la región en los siguientes años (Ver Gráfico 4.8).

En 2014 las economías más grandes son las que crecerán menos: En Brasil, la moderación en consumo privado, inversión y exportaciones en el primer trimestre así como el panorama para el resto del año implican cambio en la previsión desde el 2% estimado previamente hasta el 1,3% actual. Esta fuerte revisión lleva implícito la escasa confianza en una recuperación sostenida en los próximos meses, de la mano de problemas estructurales tales como el desgaste en el modelo de crecimiento basado en el consumo a lo que se suman problemas de competitividad relacionados con la dilación en la agenda de reformas estructurales. Argentina ha estado afectada por la incertidumbre asociada a la resolución de la deuda en poder de los *holdouts*, lo que implicará medio punto menos de crecimiento en 2014. En México el PIB del primer trimestre implicó una importante sorpresa negativa y con ella la corrección en el pronóstico para 2014 desde 3,4% estimado un trimestre atrás hasta 2,5% actual. En el caso de Perú y Chile, afectados por peores datos de demanda interna, particularmente en el componente de inversión, el pronóstico se ha ajustado a la baja desde el 5,2% previo hasta el 4,9% actual en el primer caso y desde 3,4% hasta 2,9% en el caso de Chile. Finalmente en Uruguay la revisión ha venido de la mano de la menor demanda por parte de sus vecinos y por el retraso en la puesta en marcha de la papelera de Montes del Plata. Por último, en Paraguay la moderación será algo menor ya que por un parte recibe el impacto negativo de la menor demanda por sus productos de parte de Brasil pero será contrarrestado por la promoción de obras de infraestructuras desde el año pasado.

Cabe destacar que en el caso de Colombia la revisión del crecimiento en 2014 ha sido a la alza; desde 4,7% anterior hasta 4,9% actual, lo que es resultado enteramente de los sobresalientes datos de demanda pública, mientras que los componentes privados han mantenido la dinámica esperada. Cabe mencionar que en los últimos trimestres el componente público de la demanda ha sido particularmente importante en el país, vinculado principalmente con obras de infraestructura.

Gráfico 4.8
Latam: Crecimiento del PIB por países (%)



*MCS: Mercosur. **AP: Alianza del Pacífico.
Fuente: BBVA Research.

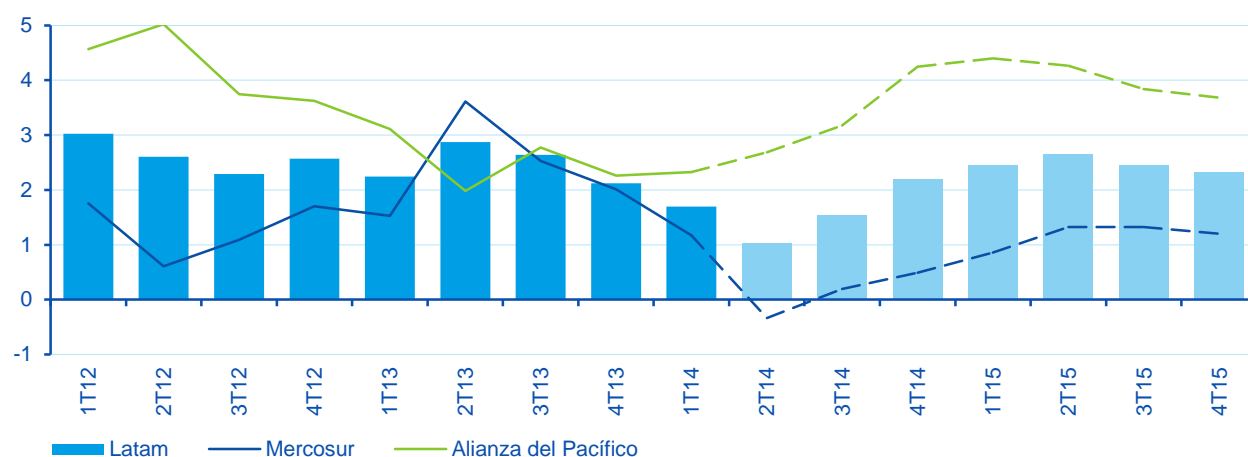
El repunte del crecimiento vendrá de la mano del crecimiento mundial y del impulso de la inversión pública

Hacia la segunda parte del año y 2015 esperamos un aumento del crecimiento en la mayoría de los países de la región. La mejor perspectiva de inversión apoyada en gasto público impulsará el crecimiento de la demanda interna, al tiempo que la moderación inflacionaria implicará repuntes en ingresos reales con lo que

la perspectiva de consumo mejora. Por otra parte, las mejores perspectivas de crecimiento mundial se unirán al efecto positivo de la depreciación cambiaria sobre las exportaciones, lo que empezaría a ser un factor positivo en el crecimiento en la última parte del año.

Destacan los repuntes esperados en el crecimiento en el caso de países de la Alianza del Pacífico. Habremos atravesado así ya en el segundo trimestre de este 2014 por la parte más dura de la moderación del crecimiento en la región (Gráfico 4.9). A partir de ahora habrá de recuperarse el crecimiento en la mayoría de los países acercándose hacia su potencial.

Gráfico 4.9
Latam: Crecimiento del PIB (%a/a)



Fuente: BBVA Research

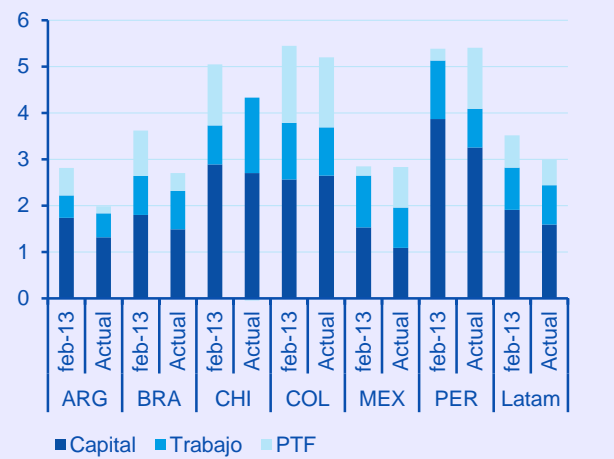
Así, al tiempo que anticipamos el mantenimiento del fuerte dinamismo en Colombia en 2015, esperamos un significativo aumento del crecimiento en 2015 respecto a 2014 en algunos países, de alrededor de un punto porcentual en México y Chile (de la mano de la recuperación en EEUU y de la inversión pública, respectivamente), y de alrededor de dos puntos porcentuales en Perú (por el empuje de las exportaciones y de la inversión pública). Además, esto implica revisión a la alza del crecimiento en 2015 respecto a lo estimado hace tres meses desde 5,6% hasta 5,9% en Perú y desde 3,0% hasta 3,5% en México. Por su parte, en el caso de Chile, estimamos que si bien se irá disipando la incertidumbre asociada con la reforma tributaria, lo que incentivará a la inversión; el deterioro en el mercado laboral implicará una importante moderación en el consumo que se extenderá a 2015, lo que nos lleva a modificar la previsión de dicho año desde el 4,3% anterior hasta el 3,8% previsto actualmente, ya que la aceleración en el ejercicio del gasto público y el efecto de los estímulos monetarios difícilmente compensarán los efectos negativos vinculados con el deterioro del consumo privado.

Brasil y Uruguay también se caracterizarán por un leve aumento en el crecimiento en 2015 aunque en menor medida que el resto de países de la región. En el caso de Argentina se anticipa un escaso crecimiento en 2015 si bien en caso de que se resuelva el conflicto con los *holdouts* de deuda, la mejora cualitativa que han implicado las iniciativas del gobierno (regularización de estadísticas, arreglo con Repsol, inicio de negociación con Club de París) aportarían un sesgo optimista para el medio plazo. Finalmente no hemos modificado el crecimiento estimado en 2015 en Colombia ya que a pesar de las sorpresas positivas en demanda interna y del impulso antes mencionado sobre la inversión por el plan 4G de infraestructuras, estimamos que se reducirá la producción petrolera y habrá un efecto base de comparación negativo, con lo que los efectos tenderán a compensarse resultando en un crecimiento en 2015 de 4,8%, en línea con el crecimiento potencial estimado.

Recuadro 1. Ligera revisión a la baja del heterogéneo crecimiento potencial de América Latina

El PIB potencial es el máximo nivel de producción que puede alcanzar una economía utilizando los factores de producción disponibles y la tecnología existente sin presionar al alza la inflación. Este nivel potencial de producción depende del stock de capital acumulado, de la mano de obra disponible, la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU) y de la llamada Productividad Total de los Factores (PTF), que puede entenderse como la eficiencia con la que se combinan los factores capital y trabajo. Por lo tanto, la inversión en capital fijo, la evolución demográfica o la innovación tecnológica, estrechamente vinculados a las reformas estructurales, son algunos de los factores que están detrás de la evolución del PIB potencial de una economía.

Gráfico R.1.1
Crecimiento potencial de largo plazo (%), estimación actual vs. febrero de 2013, promedio anual 2016-2020

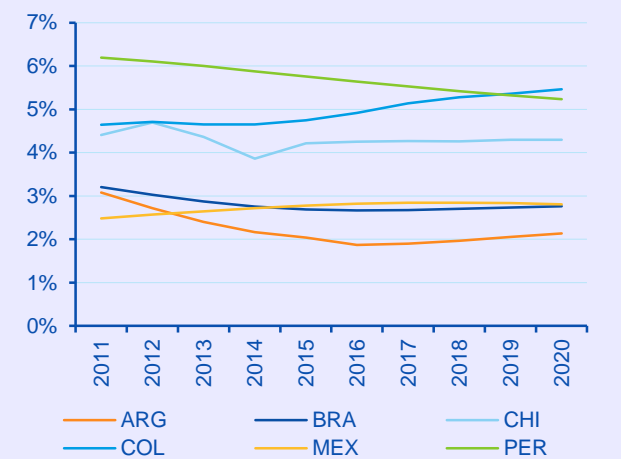


Fuente: BBVA Research

Nuestras estimaciones del PIB potencial en el largo plazo, definido aquí como el promedio del quinquenio 2016-2020, apuntan a un crecimiento anual promedio del 3% para el conjunto de América Latina, aunque con una fuerte heterogeneidad entre países: mayor crecimiento potencial en los países andinos (entre el 4% y el 6%) y menor en México, Brasil y Argentina (entre el 2% y el 3%; véase el Gráfico R.1.1). La contribución relativa de la PTF es mayor en

México, Colombia y Perú (entre el 24% y el 31% del crecimiento potencial) y menor en Brasil, Argentina y Chile. Si nos fijamos en el perfil del crecimiento del PIB potencial entre 2016 y 2020, éste se acelerará en Colombia (y muy ligeramente en Argentina después del fuerte descenso en la primera mitad de la década) y se moderará, desde niveles muy elevados, en Perú (véase el Gráfico R.1.2). En el resto de los países de la región las tasas de crecimiento potencial son prácticamente estables entre 2016 y 2020.

Gráfico R.1.2
Crecimiento anual del PIB potencial entre 2011 y 2020 (%)

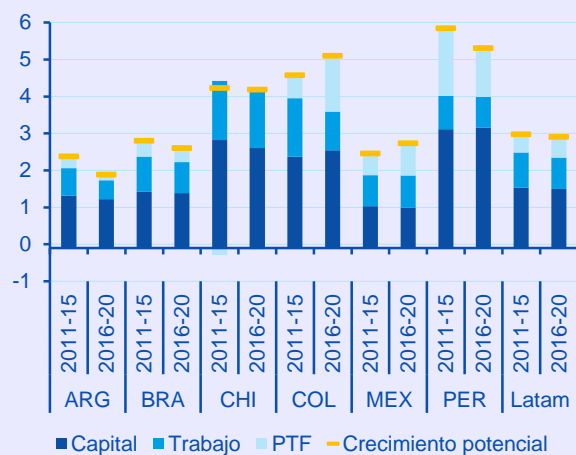


Fuente: BBVA Research

Las estimaciones actuales son inferiores a las realizadas en febrero de 2013 (0,5 p.p. menos para el agregado regional) debido a una considerable revisión a la baja en Argentina, Brasil y, en menor medida, en Chile; en los tres casos por una menor contribución esperada de la Productividad Total de los Factores (PTF). Por el contrario, en México y Perú ahora prevemos mayor aportación de la PTF, pero compensada por una menor contribución de los factores de producción, con lo que apenas varía la estimación del crecimiento potencial para estos dos países. En general, si nos fijamos en las contribuciones de los dos factores de producción, las mayores revisiones a la baja se producen en el factor capital, en la mayor parte de los países, como en

Argentina, Brasil y Perú, por ejemplo, esto se debe a una reducción de las previsiones de crecimiento de las inversiones en los próximos años.

Gráfico R.1.3
Crecimiento promedio anual del PIB potencial en 2011-2015 y 2016-2020 (%)



Fuente: BBVA Research

Si comparamos el quinquenio 2016-2020 con el inmediatamente anterior (2011-2015), el crecimiento del PIB potencial se mantendrá prácticamente estable alrededor del 3%, pero la PTF tendrá una contribución mayor (véase el Gráfico R.1.3). Por países, el crecimiento potencial será mayor en Colombia y México (+0,5 p.p. y +0,3 p.p., respectivamente) gracias a la mayor contribución de la PTF. Esto es consecuencia de las reformas que están adoptando estas dos economías. En el caso mexicano, si siguen avanzando y si son correctamente implementadas, pueden acabar determinando un aumento aún más importante de la contribución de la PTF al

crecimiento de largo plazo. En el caso de Colombia, el aumento previsto en la PTF y en el crecimiento potencial depende del logro de los resultados esperados en la mejora de la infraestructura y la formalización de la economía. Por otro lado, el crecimiento potencial será prácticamente igual en Chile² e inferior en Argentina, Brasil y Perú (con caídas significativas en las contribuciones tanto de la PTF como del factor trabajo). En el caso de este último, sin embargo, el crecimiento potencial seguirá siendo el más alto de los países de la región en el largo plazo.

El concepto de PIB potencial, relevante tanto en la teoría económica como en la praxis de la política económica, subraya la necesidad de que los países impulsen reformas estructurales y políticas de oferta para elevar el nivel potencial de producción y su crecimiento mediante aumentos de la productividad. En este sentido, se observa una correlación histórica entre el Índice de Reformas Estructurales de un país y la contribución de la PTF a su crecimiento potencial (véase el [Situación Latinoamérica del Tercer Trimestre de 2013](#) para más detalles sobre esta cuestión). En el caso específico de América Latina, las principales reformas deberán estar encaminadas a aumentar la inversión en capital físico (especialmente infraestructuras) y capital humano (mayor calidad de la educación y salud). Al mismo tiempo, debe promoverse el aumento del ahorro para financiar esas inversiones y la reducción de las elevadas tasas de informalidad, que minan los incentivos para que empresas y familias acometan ambos tipos de inversión.

2: En el caso chileno, hay aún mucha incertidumbre sobre el impacto de las reformas que empiezan a implementar el nuevo gobierno de Michelle Bachelet. En teoría, podrían estimular el crecimiento de la PTF en los próximos años.

5 Disminuyen los déficits exteriores a partir de 2014, pero la desaceleración presiona a las cuentas fiscales

Los déficits externos irán disminuyendo a partir de 2014 y 2015, en parte por la debilidad de la demanda interna. Seguirán financiados con capitales de largo plazo, aunque con menor holgura que en el pasado

Los déficits en cuenta corriente irán disminuyendo paulatinamente, desde 2014 en la mayoría de países, pero especialmente a partir de 2015, por el efecto de (i) una demanda interna menos robusta; (ii) un tipo de cambio más depreciado; y (iii) la finalización de una serie de shocks de oferta negativos que afectaron al sector exportador a en la primera mitad de 2014 en algunos países como Perú (minería), Colombia (carbón y petróleo), Uruguay (industria papelera) y Argentina (maíz y otros cultivos). Estos factores contrarrestarán una cierta debilidad observada hasta ahora en la demanda por exportaciones y en los términos de intercambio (ver Gráfico 5.1). Con todo, la flexión a la baja de los déficits exteriores se producirá a un ritmo más pausado que el que anticipábamos hace tres meses, con déficits promedio en la región que deberían ir convergiendo desde el 2,5% del PIB regional en 2014 al 2% del PIB en 2018, niveles que se pueden considerar como sostenibles.

En Chile y Perú, la desaceleración de la economía ha implicado moderación también en las importaciones mientras que las exportaciones han mantenido su crecimiento. En Chile la cuenta corriente de este año cerrará con un déficit significativamente menor al proyectado hace tres meses (-3% del PIB entonces, -2,3% ahora), que estimamos se mantendrá por debajo del 3% a partir de 2015, resultado de un contexto con menor demanda interna y tipo de cambio depreciado que apuntalará las exportaciones. Se confirma así la convergencia más acelerada hacia niveles sostenibles de cuenta corriente, en torno a 2-3% del PIB. En Perú, por su parte, el fuerte ajuste de las exportaciones —particularmente las mineras— contribuyó a ampliar el ya elevado déficit por cuenta corriente, aunque para el resto del año esperamos una cierta corrección por la mejora de las exportaciones, influidas por la entrada de la plena capacidad operativa de las minas de Toromocho y Antamina, a lo que se sumarán las mejores previsiones del precio del cobre en relación a hace tres meses. Con esta perspectiva hemos ajustado a la baja el déficit esperado desde -5,4% estimado hace tres meses hasta el -5,0% actual. En México, la mejora de las exportaciones de la mano del mayor crecimiento en EEUU a partir de la segunda mitad de 2014 así como los mejores ingresos vía remesas contribuirán a que el saldo externo sea algo menos deficitario en 2014 que lo esperado hace un trimestre (ver Gráfico 5.2).

El déficit por cuenta corriente en Brasil se ha ampliado desde 2013 (-3,7% en 2013, frente a -2,4% en 2012) y prevemos que continuará así en 2014. Esta ampliación se ha visto impactada por peores términos de intercambio influido a su vez por el precio de las materias primas a lo que se aúna la mayor repatriación de dividendos y ganancias de compañías extranjeras. Cabe mencionar sin embargo que en los últimos meses el déficit por cuenta corriente de Brasil se ha cerrado ligeramente. En este sentido cabe decir que las perspectivas cambiarias y mejora esperada en el entorno global contribuirán a evitar que el déficit se siga ampliando, y por el contrario estimamos que comenzará a cerrarse en 2015 hasta un 3,5% del PIB.

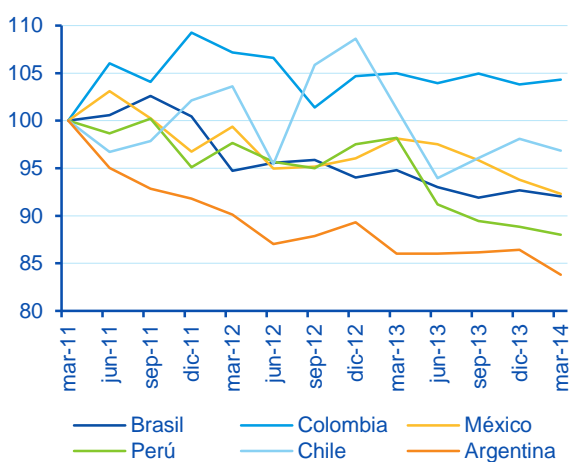
Destaca el caso de Uruguay donde prevemos un aumento significativo en el déficit por cuenta corriente en 2014, desde 5,2% estimado hace tres meses hasta 6% en nuestra estimación actual. Tal ampliación de la brecha está influida por problemas de retraso ligado a la planta de celulosa de Montes de Plata, cuyo inicio de operaciones se retrasó para finales del segundo trimestre de este año luego de haber concluido las últimas autorizaciones ambientales.

En el caso de Paraguay no estimamos cambios en el saldo de la cuenta corriente, superavitario desde 2013, que prevemos en 1% en 2014 y 0,7% en 2015. Han sido clave en Paraguay los buenos resultados en volumen de producción agroalimentaria que han compensado la moderación en precios principalmente de la soja.

En Colombia, a diferencia de otros países de la región, la mayor demanda interna que ha impulsado las importaciones a la par de la menor demanda por exportaciones industriales, han contribuido a ampliar el déficit comercial. Hemos modificado la expectativa de déficit por cuenta corriente para el año desde el 3,1% estimado hace un trimestre hasta el 3,5% estimado actual, que se cerrará paulatinamente hasta cerca del 3% en los siguientes años.

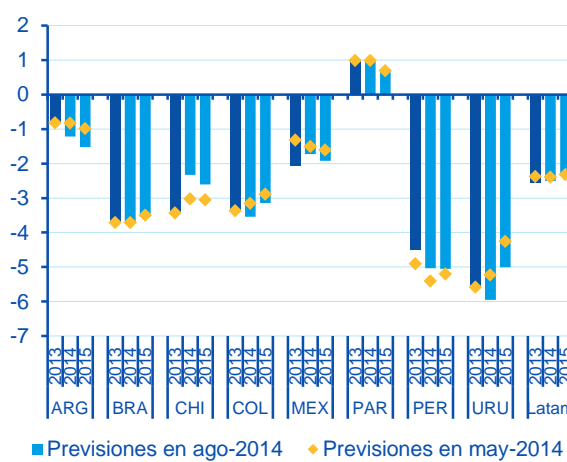
Si bien los déficits en cuenta corriente de la región continúan siendo financiados en su mayor parte por inversión extranjera de largo plazo (dirigidos en su mayor parte a sectores exportadores), lo han hecho en algo menor proporción que lo observado hasta 2013, tal es el caso en Colombia, Brasil y particularmente Perú (Gráfico 5.3).

Gráfico 5.1
Latam: términos de intercambio (índice primer trimestre 2011=100)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 5.2
Latam: Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)



Fuente: BBVA Research

Los saldos fiscales seguirán presionados por la menor demanda interna, menores precios de las materias primas y, en algunos países, por la expansión del gasto

La desaceleración de la demanda interna, junto con unos precios de las materias primas que deberían tender a la baja, por lo menos en lo que se refiere al cobre y la soja, seguirán presionando a los ingresos tributarios en la región. La principal excepción será Chile y México, donde los ingresos fiscales no relacionados con las materias primas deberían incrementarse después de las reformas tributarias implementadas recientemente. Además de la presión sobre el déficit proveniente de los menores ingresos tributarios, en algunos países hay que añadir presiones por el lado del incremento del gasto público (en Chile y México) y por la mayor carga financiera de la deuda en el caso de Brasil y Argentina.

En Chile se estiman mayores ingresos esperados por la reforma tributaria, en torno a 0,1% del PIB en 2014. Estimamos que el gasto crezca en el orden de 7% real (especialmente en el segundo semestre) y un déficit fiscal efectivo de 1,8% del PIB (1% estructural). Hacia 2015 hay más incertidumbre pero el escenario de moderación interna y de menores precios de las materias primas anticipan un escenario de déficit algo mayor, y un déficit estructural del orden de 0,75% del PIB, incluyendo la mayor recaudación por la Reforma Tributaria.

Por su parte en México se ha producido una importante divergencia entre ingresos fiscales petroleros y no petroleros; en el primer caso hemos observado importantes reducciones vía tanto precio como cantidad, mientras que en los no petroleros destacan los mayores ingresos tributarios resultado de la reforma tributaria de finales de 2013 (incremento de 10,7% interanual en el primer trimestre de 2014). En el balance los ingresos presupuestarios crecieron aunque no compensan los mayores gastos al menos en los primeros

meses del 2014. En la segunda parte del año estimamos que se podrá cumplir con el objetivo de un déficit del orden de 3,5% del PIB, el cual considera la inversión de Pemex (Gráfico 5.4).

En Colombia esperamos un déficit fiscal estructural para 2014 del orden de 2,4%, que es ligeramente mayor al esperado hace un trimestre, y acorde con la regla fiscal. Un ajuste similar esperamos para los siguientes años influidos por los menores ingresos generados por la producción petrolera que no se alcanzan a compensar por los precios algo mayores del petróleo. Cabe recordar que este escenario fiscal para Colombia lleva implícito el efecto de la reforma tributaria que incluye la eliminación del impuesto del 0,4% a las transacciones financieras y del impuesto al patrimonio.

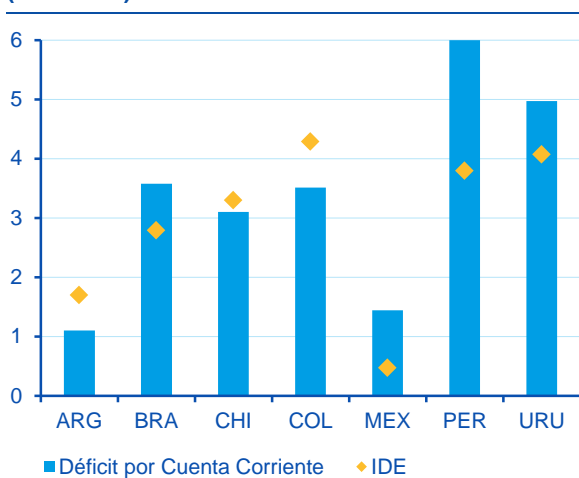
En Perú, por su parte, esperamos menor gasto de gobiernos locales, lo que se traducirá en superávit fiscal esperado para 2014 y equilibrio en 2015. Recordar que la reciente decisión por parte de la calificadora Moody's de aumentar la calificación de la deuda soberana del país se relaciona fuertemente con la fortaleza en las cuentas fiscales, destacando la tendencia descendente en el ratio de deuda pública.

En el caso de Brasil, a lo largo de 2011 y 2013 se pusieron en marcha numerosos estímulos fiscales que en su momento fueron hechos con el objetivo de impulsar el consumo y a sectores específicos como el de vehículos y el de la construcción. El impacto estimado de estos estímulos implica costos fiscales hacia 2013 y 2014 que se suman a la baja recaudación en dicha economía. El saldo fiscal inicialmente estimado en -3,3% del PIB en 2013 se ampliará hasta -3,9% en 2014, para luego iniciar una gradual trayectoria descendente.

Argentina y Uruguay ampliarán ligeramente su déficit fiscal con incrementos en gasto público a través de subsidios y subvenciones que no se corresponden con mayor recaudación. En el primer caso estimamos ampliación del déficit fiscal desde -1,7% esperado en mayo hasta -2,4% esperado ahora para 2014 y que se habría de reducir en 2015 a -1,5%. En Uruguay estimamos ampliación del déficit hasta -3,4% en 2014 (frente al -3% estimado hace un trimestre), que se mantendrá así en 2015. Por último en Paraguay estimamos que se mantengan las condiciones de ingresos y gastos del sector público en niveles manejables que implican déficit por cerca de medio punto del PIB en 2014 y 2015.

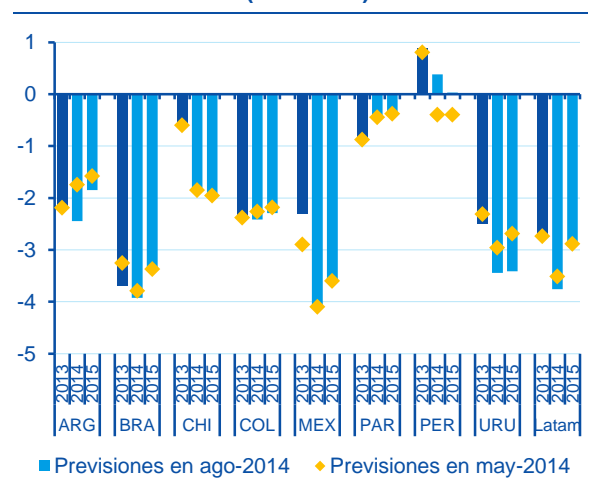
Con todo, a pesar de un leve empeoramiento de las perspectivas para las cuentas fiscales, la región mantendrá déficits manejables, especialmente desde el punto de vista estructural.

Gráfico 5.3
Latam: Déficit por Cuenta Corriente e IED (% del PIB)



Datos para marzo de 2014 de Chile, Colombia, México y Perú. Para junio en Brasil, Argentina cuenta corriente junio 2014, IED diciembre de 2013.
Fuente: BBVA Research.

Gráfico 5.4
Latam: Saldo Fiscal (% del PIB)



Fuente: BBVA Research

Recuadro 2. El programa de reformas económicas en Chile

Chile posee un PIB per cápita cercano a los US\$ 19.000 PPC, el mayor de América Latina, pero recientemente ha mostrado movimientos sociales que ponen de manifiesto demandas no resueltas en educación, salud y política. Para enfrentar estos temas, el actual gobierno de Michelle Bachelet ha propuesto una Reforma Tributaria que busca elevar la recaudación en 3% del PIB. Paralelamente, se han presentado los primeros proyectos de ley para realizar una reforma al sistema educacional. Sumado a lo anterior, para apoyar el crecimiento y hacerse cargo del bajo aumento en productividad de los últimos años³ (Magendzo y Villena, 2012), también se han lanzado agendas para mejorar la competitividad, reducir los costos de la energía y fortalecer la capacidad de negociación de los trabajadores, los cuales se traducirán en futuros proyectos de ley.

Reforma tributaria: Apuesta por la redistribución y la mayor recaudación, pero persisten las dudas sobre el impacto en ahorro e inversión

El objetivo de la reforma tributaria es aumentar la recaudación permanentemente en un monto equivalente a 3% del PIB para financiar un mayor ahorro público (convergencia a balance estructural equilibrado en 2018), la reforma educacional y un mayor gasto en salud. Además, se plantea dar mayor progresividad al sistema tributario de manera de contribuir a la disminución de la desigualdad. Chile ostenta el nivel más alto de desigualdad en ingresos de la OECD⁴, y estudios recientes han expuesto que el sistema tributario sería regresivo⁵.

El actual sistema tributario chileno es integrado, es decir, los impuestos que pagan las empresas sirven de crédito para el impuesto que pagan sus dueños o accionistas. Los ingresos del capital y trabajo están sometidos al impuesto global complementario que tiene una tasa marginal

creciente de 0% a 40%. Las utilidades después de impuestos no distribuidas se registran en el Fondo de Utilidades Tributables (FUT), y pueden ser reinvertidas en la empresa. Las utilidades en el FUT no tienen un límite de años antes de ser distribuidas (momento en el que son afectas al impuesto a la renta de las personas), ni un monto mínimo que deba ser retirado año a año. Según estimaciones del Ministerio de Hacienda, hay 250.000 millones de dólares en los FUT de las empresas.

El proyecto original ingresado al Congreso contenía, en lo principal, un aumento en la tasa impositiva a las corporaciones de 20% a 25%, y pago de impuestos sobre base devengada (renta atribuida) y no sobre la percibida. De aquello surge la eliminación del FUT, que fue un incentivo a la reinversión de utilidades de las empresas desde mediados de los 80s. Se reduciría también la tasa marginal máxima de impuesto a las personas de 40% a 35%. Con todo, aquello terminaría llevando la tasa impositiva para los dueños de mayores ingresos a 35%, luego de haber gozado de impuestos efectivos cercanos al 20% (tabla 1, segunda columna). Entre las principales preocupaciones se encontraba el impacto negativo que podría tener en el ahorro, la inversión y, por consiguiente, en el crecimiento a largo plazo. Por otro lado, se veían con preocupación los efectos sobre el sector inmobiliario y construcción y la disminución del apoyo a las PYMES. El proyecto incluía como contrapartida de apoyo a la inversión un beneficio de depreciación instantánea, si bien sólo para la inversión física. Se cuestionó también el impacto que habría en la industria del vino y de la cerveza y en el mercado financiero al privilegiar marcadamente los depósitos a plazo respecto a otros instrumentos.

3: Magendzo, Igal y Marcelo Villena (2012). "Evolución de la Productividad Total de Factores en Chile", Informe Técnico Universidad Adolfo Ibáñez, Marzo.

4: OECD (2014), Society at a Glance 2014: OECD Social Indicators, OECD Publishing.

5: Ver Fairfield, Tasha y Michel Jorratt (2014). "Top Income Shares, Business Profits, and Effective Tax Rates in Contemporary Chile". ICTD Working Paper

17. Ver también Agostini, Claudio (2012). "Una Reforma Eficiente y Equitativa del impuesto al Ingreso en Chile", en el libro "Criterios para una Reforma Tributaria, CEP-Cieplan.

Con todo, desde fines de 2013 la economía chilena ha experimentado una marcada desaceleración, una fuerte caída de la inversión y un significativo retroceso de las expectativas empresariales. Es cierto que los factores externos son cruciales para explicar esta dinámica, pero tampoco es posible descartar algún rol a la incertidumbre generada alrededor de la discusión sobre la reforma tributaria.

En ese contexto, gobierno y oposición firmaron el 8 de julio de este año un Protocolo de acuerdo (resumido en la tercera columna de la tabla 1) que busca atenuar los impactos negativos de la Reforma sobre el ahorro y las PYMES, sin cambiar el objetivo recaudatorio del 3% del PIB ni el destino de los recursos mencionados líneas arriba. Entre los principales cambios: (1) Se hace opcional el sistema de renta atribuida de impuestos corporativos con tasa de 25% y se agrega un sistema parcialmente integrado con tasa de impuesto a las empresas de 27%, con la posibilidad de usar un 65% del impuesto pagado por la corporación como crédito del impuesto personal; (2) Se generan una serie de medidas que favorecen a las pequeñas y medianas empresas y la reinversión de utilidades; (3) se reducen, aunque no se eliminan, las medidas que afectan al mercado inmobiliario.

Los cambios acordados en el Protocolo van en la dirección correcta, aunque persisten elementos cuestionables. Se atenúan los efectos en el mercado inmobiliario y en ahorro, y se entregan mayores beneficios a las PYMES, pero se mantendría un impacto adverso sobre la inversión. Por ejemplo, bajo el nuevo régimen semi-integrado, la tasa de impuesto final se situaría por encima del 40%, elevada en comparación internacional. Además, existe alguna incertidumbre sobre la capacidad de recaudar 3% del PIB, lo cual podría implicar un sacrificio en el ahorro público, en el gasto asociado a la reforma educacional y/o un nuevo ajuste tributario a futuro. A esto se suman las aprensiones en las alzas del impuesto a los alcoholes y a la importación de vehículos diésel, que podrían contravenir los acuerdos de doble tributación que mantiene el país.

Reforma Educacional: Dudas sobre el suficiente foco en el aumento de la calidad

Existen actualmente tres proyectos de ley en el Congreso que constituyen la primera parte de la Reforma Educacional. De estos, destaca el proyecto que introduce cambios a la educación escolar.

En Chile existen tres grandes tipos de colegios: los municipales (públicos y dependientes de los gobiernos locales), los particulares subvencionados (de corporaciones con o sin fines de lucro, que reciben una subvención del Estado pero que muchas veces cobran un copago a los padres), y los particulares pagados (privados). Desde hace unos años, los colegios particulares subvencionados son los que concentran la mayor cantidad de alumnos, con cerca del 50% de la matrícula. Un 80% de estos colegios exigen requisitos de ingreso para los alumnos, como pruebas de selección y entrevistas a los padres, entre otros.

El proyecto de Ley apunta principalmente a los colegios particulares subvencionados, y busca modificar su funcionamiento en tres aspectos: 1) eliminación al copago que se le exige a los padres mensualmente, con el objetivo que todos estos colegios funcionen con una subvención estatal del 100% de aquí a 10 años y sean gratis para las familias, 2) eliminación del ánimo de lucro, exigiendo que a 2 años máximo todas las corporaciones se conviertan en instituciones sin fines de lucro, y con plazo a 12 años para que el Estado se haga dueño de los inmuebles, y 3) eliminación de los criterios de selección, sean pruebas, entrevistas a padres u otros, introduciendo una asignación de cupos al azar en caso de sobredemanda.

La reforma educacional tiene el potencial de aumentar el capital humano en el largo plazo y, con él, la productividad y el atractivo para la inversión en Chile. Con todo, la principal crítica es que las propuestas planteadas no conllevan necesariamente a un aumento en la calidad de la educación, sino que se centran especialmente en la propiedad de los medios educativos. Sin embargo, este proyecto aún no comienza su discusión en el Congreso, por lo que puede sufrir

cambios tal como ocurrió con la Reforma Tributaria. Además, de acuerdo a lo comprometido en el programa de gobierno, todavía faltan materias por abordar, como el fortalecimiento de la educación pública y los cambios a la educación superior.

Agendas de Energía y Competitividad apuntan en la dirección correcta, pero están aún por concretizarse, junto con la reforma laboral

Parte del desafío en el sector energético en Chile lo constituyen los elevados costos de generación, la escasa competencia, la baja diversificación de fuentes de energía, la alta dependencia de mercados internacionales y los problemas de conectividad. La Agenda Energética se hace cargo de estos problemas con una propuesta construida sobre siete pilares, donde destacan medidas como el fortalecimiento a la empresa estatal de petróleo (ENAP), mayor participación del GNL en la matriz energética, desarrollo descentralizado de las energías renovables no convencionales, un mayor rol del Estado en materias de educación en eficiencia energética, desarrollo de un marco regulatorio para la conectividad, aumento en la infraestructura energética y creación de instancias para la participación ciudadana.

Respecto a la Agenda de Competitividad, distintos sectores han valorado la iniciativa. En particular, recoge aspectos como incrementar la acción conjunta público-privada, intensifica el apoyo a las PYMEs a través de fondos estatales, incentiva la generación de clusters, propone la creación de un puerto a gran escala junto a la mejora en logística del funcionamiento de los actuales puertos del país, y se genera el compromiso por parte del Estado de resguardar la libre competencia, entre otros factores.

La principal aprensión para ambas agendas es que, por el momento, las medidas solo están enunciadas, y falta conocer los detalles de los proyectos de ley con los que se implementarán dichas propuestas. En términos más específicos, algunas críticas a la Agenda Energética son el no pronunciarse respecto a la energía nuclear, la

mayor participación que se le daría al GNL, un combustible fósil que no es más barato y mantiene la dependencia con el extranjero, y la capacidad de ENAP en términos administrativos y financieros de poder asumir el nuevo rol que se le quiere entregar. Respecto a la Agenda de Competitividad, algunas críticas se relacionan a la eventual discriminación que una política de *clusters* pueda tener y la posición más política que técnica que tendrá el Comité de Ministros, quienes deberán asignar los fondos estatales a las iniciativas que se les propongan.

El gobierno también ha planteado avanzar en una reforma laboral cuyos principales ejes consideran el fortalecimiento de la actividad sindical y de la negociación colectiva, medidas que buscan incrementar la protección a los trabajadores, pero al costo de rigidizar aún más el mercado laboral y con posibles efectos negativos sobre el desempleo de largo plazo.

Conclusión: Reformas con potencial para impulsar el largo plazo, pero aún por definirse completamente

Respecto a la reforma tributaria puede haber cuestionamientos sobre sus efectos de corto plazo, en especial porque su discusión ha generado un impacto negativo en las expectativas en medio de un escenario de desaceleración económica. Sin embargo, estos efectos negativos se mitigan ante el impacto positivo que podía tener la reforma educacional, de ser bien diseñada e implementada. Por eso resulta tan importante seguir con atención su discusión, y alertar si el resultado final permitirá o no alcanzar una educación de mayor calidad.

Por su parte, las agendas de energía y competitividad vienen a enfrentar problemas que han reducido el crecimiento del país en los últimos años, como lo han sido mayores costos de energía y algunas dificultades que las empresas de menor tamaño encuentran al momento de aumentar la inversión en sus negocios. Abordar correctamente estos problemas supondría un impulso decisivo para el crecimiento de largo plazo.

Cuadro R.2.1

Principales aspectos de la Reforma tributaria en Chile

Medidas	Situación tributaria actual	Proyecto de Ley en la Cámara de Diputados (marzo 2014)	Protocolo de acuerdo (julio 2014)
Régimen tributario	Integrado (renta percibida)	Integrado (renta atribuida)	Dos opciones: I. integrado (renta atribuida) II. semi integrado, se usa un 65% del impuesto corporativo como crédito del impuesto personal (renta percibida).
Tasa de impuesto a las empresas	20%	25%	I. 25% II. 27%
Base para impuesto personal	Renta percibida Lo que no se distribuye va al FUT	Renta atribuida Eliminación del FUT Se mantiene el FUT acumulado histórico	I. Renta atribuida II. Renta percibida En ambos casos se elimina el FUT, pero se mantiene el FUT acumulado histórico
Tasa marginal máxima impuesto personal	40%	35%	35%
Ayuda a Pymes	Diversos artículos de la ley de renta que les permitían no pagar impuestos a las empresas	Principalmente un régimen para las Pymes que les permitía llevar contabilidad simplificada, sumado a la depreciación instantánea de activos físicos	Se agrega al proyecto original la posibilidad de no pagar impuesto por un porcentaje de utilidades reinvertidas, no pagar impuesto corporativo bajo cierto nivel de ventas y diferir hasta dos meses el pago de IVA.
Impuestos correctivos	Tasa de 15% o 27% para bebidas alcohólicas Tasa de 13% para bebidas no alcohólicas Impuesto por cantidad y ad valorem a los cigarrillos	Tasa de 18% + 0,5% por grado de alcohol en bebidas alcohólicas Aumento de tasa a 18% para bebidas no alcohólicas altas en azúcar Aumento tasa impuesto cigarrillos en componente por cantidad.	Tasa fija de 22,5% a vinos y cervezas, y de 18% + 0,5% por grado para el resto de bebidas alcohólicas 18% para bebidas no alcohólicas altas en azúcar y 10% para el resto Aumento impuesto cigarrillos en componente cantidad y disminución en componente ad valorem.
Sector inmobiliario	Crédito de 65% en IVA Construcción a viviendas con valor menor a 4.500 UF (US\$ 200 mil aprox.) y con tope de 225 UF (US\$ 10 mil aprox.) Exención de IVA etapas intermedias antes de venta al consumidor final Exención de pago de impuestos por ganancia de capital	Crédito de 65% en IVA Construcción restringido a viviendas con valor menor a 2.000 UF (US\$ 87,5 mil aprox.) y con tope de 100 UF (US\$ 4,4 mil aprox.) IVA en ventas habituales de viviendas (más de una al año) Impuesto a la ganancia de capital por la venta de una vivienda por parte de una persona que tenga más de un inmueble.	Crédito de 65% en IVA Construcción restringido a viviendas con valor menor a 2.000 UF (US\$ 87,5 mil aprox.) y con tope de 225 UF (US\$ 10 mil aprox.) IVA en ventas habituales de viviendas (más de una al año) excepto por ejecución de garantías hipotecarias Impuesto a la ganancia de capital por ingresos mayores a 8.000 UF (US\$ 350 mil aprox.), no importando cuantas viviendas tenga el dueño.
Impuesto operaciones financieras	Tasa máxima anual de 0,4%	Tasa máxima anual de 0,8%	Tasa máxima anual de 0,8%, mantiene tasa actual para créditos hipotecarios
Impuesto ganancias de capital	Renta percibida Exención acciones con presencia bursátil y otros instrumentos Exención impuesto a ingresos por intereses en depósitos a plazo	Renta atribuida Exención acciones con presencia bursátil Ampliación exención impuesto a ingresos por intereses en depósitos a plazo	Renta percibida Exención acciones con presencia bursátil Ampliación exención impuesto a ingresos por intereses en depósitos a plazo e instrumentos similares

Fuente: BBVA Research

6 Un sesgo más laxo de la política monetaria en Latam, por la debilidad del crecimiento

Se acentúan las presiones sobre la inflación en América del Sur, pero la inflación se mantendrá en torno a los objetivos de los bancos centrales, con la excepción de Uruguay

Los registros inflacionarios se han mantenido en la parte alta del rango objetivo de los bancos centrales con objetivos de inflación. Sin embargo las sorpresas alcistas registradas en el primer trimestre del año y que se extendieron en algunos casos al segundo trimestre (Gráfico 6.1), han implicado mayor inflación esperada para el cierre del año. Estas sorpresas se relacionan con factores como mayores precios esperados de petróleo, gas y algunos granos, así como tipos de cambio algo más depreciados. Hasta ahora la mayor parte del traspaso de la depreciación de los tipos de cambio a precios ya se produjo en los países con tipo de cambio flexible y esperamos que en el resto del año cobrará relevancia el efecto de una demanda interna más débil y se comenzará a revertir la tendencia inflacionaria al tiempo que se acelerará la convergencia a los objetivos de los bancos centrales en la mayor parte de los países de la región.

La inflación ya ha comenzado a ceder en la mayor parte de países, reflejo de la importante moderación de la demanda interna aunque la posibilidad de ocurrencia del fenómeno de El Niño a inicios de 2015 se podría traducir en incrementos de precios de algunos alimentos. En el caso de México las sorpresas a la alza en inflación se concentraron en los primeros meses del año, y tuvieron relación puntual con el aumento en algunos precios por la reforma tributaria de finales de 2013. Pasado ese efecto, la debilidad de la demanda interna se ha manifestado en incrementos en precios acotados aunque aún en la parte alta del rango meta pero que han supuesto una ligera revisión a la baja en la inflación esperada para final del año que esperamos cierre en 3,7%.

Las sorpresas de los primeros meses del año en los países andinos, influenciadas en buena medida por presiones cambiarias (caso de Chile) y aumentos en precios de alimentos y tarifas eléctricas (caso de Perú y Colombia) han implicado correcciones a la alza en nuestros escenarios de inflación para 2014 en los tres países de alrededor de medio punto porcentual.

En el caso de Brasil la inflación en términos anuales ha mantenido una continuada tendencia a la alza, en los primeros meses del año por el aumento en el precio de los alimentos y en el mes de junio influido por el efecto del Mundial de Fútbol sobre algunos bienes y servicios. Sin embargo, estimamos que efectos estadísticos y la moderación en la actividad harán retomar la tendencia a la baja en inflación, por lo que mantenemos inalterado el pronóstico de 6,2% para final del año.

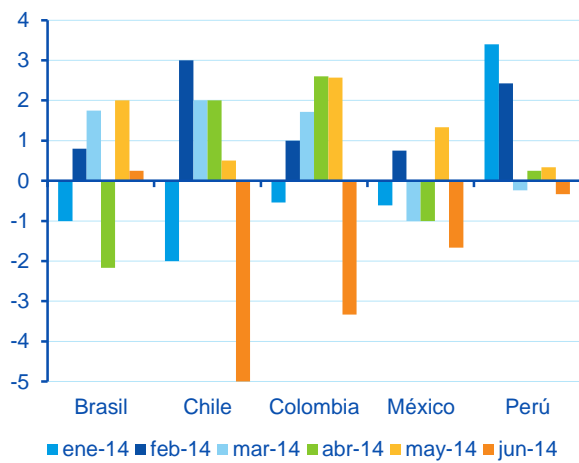
Para 2015 estimamos que las tendencias inflacionarias tenderán a converger hacia los objetivos de los Bancos Centrales, con la excepción de Uruguay, donde la variación en precios continúa siendo elevada y sin indicadores que apunten a que alcance el rango objetivo en el horizonte de previsión (gráfico 6.3).

En Argentina se mantendrán elevadas las tasas de inflación en 2014 y 2015 con inflexión a partir de 2016.

Continuará una leve tendencia a la depreciación de los tipos de cambio en la región, por el menor crecimiento y los menores precios de las materias primas, a la que se unirá el aumento de tipos de interés por parte de la Fed en 2015

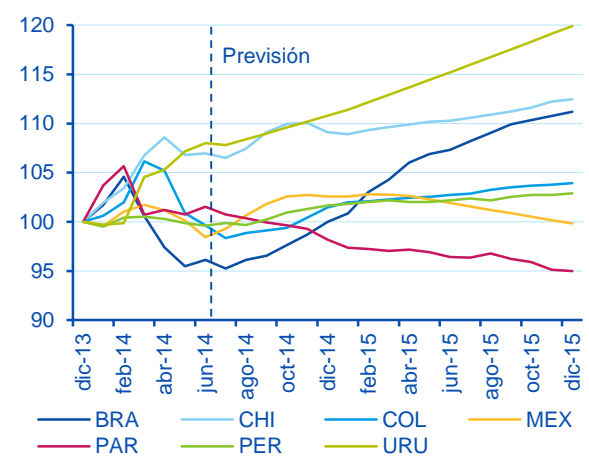
Por parte del tipo de cambio, esperamos una tendencia a una ligera depreciación en los países con objetivos de inflación por un cierto deterioro de los fundamentales: menores flujos de IED, menor precio de algunas materias primas de exportación (cobre y alimentos) y por la normalización monetaria de la Fed, especialmente la subida de tipos de interés, que se iniciaría a mediados de 2015 y que tenderá a fortalecer el tipo de cambio del dólar (Gráfico 6.2).

Gráfico 6.1
Latam: Índice de sorpresas de inflación*



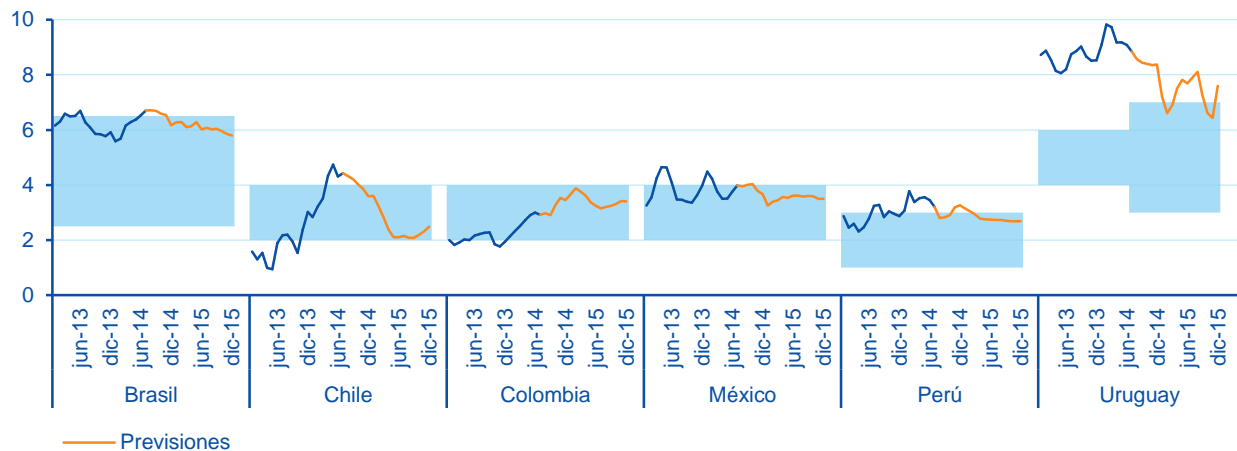
* Diferencia entre inflación observada e inflación esperada por el consenso de analistas. Desviaciones estandarizadas de acuerdo a la dispersión entre analistas.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 6.2
Tipo de cambio, índice ene12 = 100



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6.3
Latam: inflación (%/a) y rango objetivo de los bancos centrales



Fuente: BBVA Research

Con todo, la intensidad de la depreciación del tipo de cambio hacia adelante será bastante desigual, mayor en aquellos países con presiones inflacionarias más elevadas (Brasil, Uruguay, Argentina) y en aquellos países donde el tipo de cambio puede mostrar en estos momentos alguna señal mayor de sobrevaloración respecto a los fundamentales (por ejemplo, Brasil, ver Gráfico 3.9). En 2015 estimamos que continúe la tendencia deprecatoria en la mayoría de los países particularmente en Brasil y Uruguay (10% y 8% respectivamente) mientras que continúe aunque en menor escala en Chile, Colombia y Perú. Para México y Paraguay esperamos leve apreciación (del orden de 2%) en línea con la mayor solidez de los fundamentales (Gráfico 6.4).

Hacia el segundo y tercer trimestre del año la cotización del real brasileño se ubicó en niveles más apreciados de lo esperado originalmente debido al mantenimiento sin cambios del programa de intervención del BCB en los mercados de cambio. A pesar de que continuará el programa, estimamos que el real se deprecie en lo que resta del año.

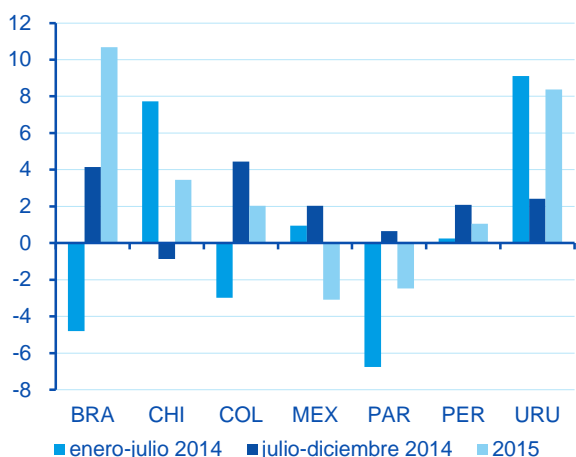
En Chile prevemos un escenario de tipo de cambio de contenida depreciación, y que para el final del año a medida que se concreten los recortes en tasa de política monetaria y continúe el retiro de estímulo por parte de la Reserva Federal.

En Perú, en contraste con la estabilidad observada hasta ahora prevemos presiones en los siguientes meses en el terreno cambiario relacionadas con empeoramiento de los fundamentales y menores flujos de capitales de largo plazo (principalmente IED). Prevemos que esta depreciación continuará en 2015 y se estabilizará en torno a 2,88 soles por dólar, 13% más que en enero de 2013 y consistente con la reducción de la brecha externa en los siguientes años. Estimamos que el Banco Central suavizará la trayectoria con intervenciones en el mercado de cambios.

En Colombia la mayor entrada de capitales favoreció la apreciación cambiaria, de la mano de la mayor ponderación del país en el índice de inversiones de deuda pública de J.P. Morgan. En este contexto, el Banco Central continuó acumulando reservas internacionales para ubicarse en cerca de 12% del PIB. Hacia adelante, estimamos un menor espacio de acumulación de reservas y una moderación del efecto de la reponderación de J.P. Morgan a partir de septiembre. Así estimamos que el peso se encontraría en sus niveles mínimos, con tendencia a la depreciación hacia adelante.

Gráfico 6.4

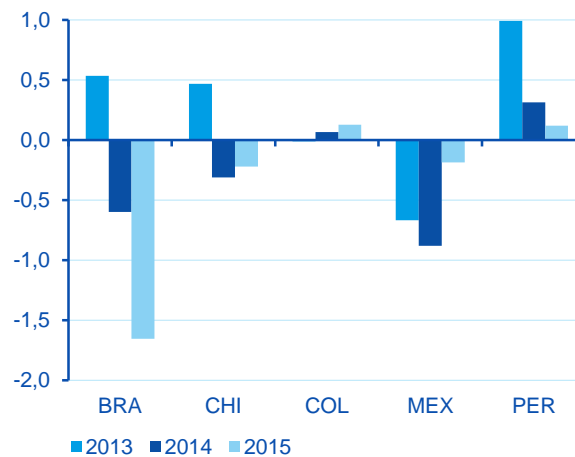
Tipo de cambio: depreciación (+) o apreciación (-) observada y proyectada (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6.5

Brechas de producto, %



Fuente: BBVA Research

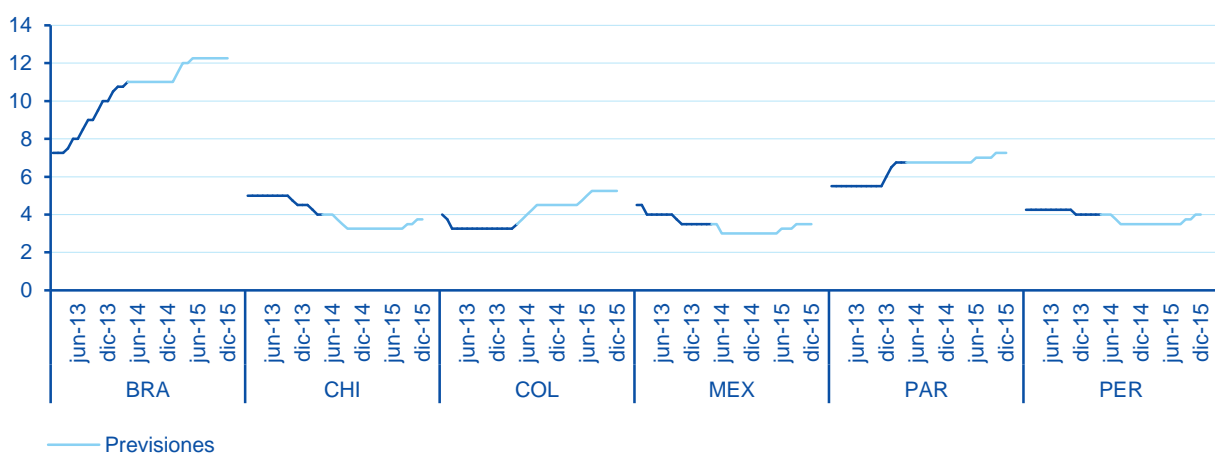
Los bancos centrales tienden a sesgar las políticas monetarias hacia un tono más laxo, ante la debilidad del crecimiento

Un contexto de tasas de inflación dentro del rango meta, pero en la parte alta, —y en algunos casos, déficit exterior elevado como en el caso de Perú y Uruguay— parecerían dejar escaso espacio para una relajación de la política monetaria en la región. Con todo, hemos visto en los últimos tres meses cierta tendencia de los bancos centrales de la región hacia priorizar el impulso al crecimiento, con recortes en las tasas de interés, algunos ya anticipados por el mercado (Chile) y otros realizados de forma más sorpresiva (México, Perú). Asimismo, debido a este escaso espacio para más recortes, algunos bancos centrales están continuando con el uso de políticas macroprudenciales, como por ejemplo la reducción de los coeficientes de reservas y el aumento de la liquidez del sistema bancario, como fue el caso en los últimos trimestres en Perú y empezaría a serlo en Brasil.

Más hacia adelante, en la medida que la brecha del producto se tienda a cerrar en la mayoría de países, que se mantengan las presiones inflacionarias en Brasil y Uruguay y que se empiecen a implementar las subidas de tipos de interés por parte de la Fed anticipamos un aumento de los tipos de interés oficiales en la región. (Gráfico 6.5).

Gráfico 6.6

Latam: Tasa de Política Monetaria, %



Fuente: BBVA Research

En el caso de Brasil, después de que en abril pasado el Banco Central decidiera aumentar la tasa Selic hasta 11% y a pesar de las presiones inflacionarias, el BCB ha decidido mantener la tasa sin cambios en la reunión de junio y estimamos que la mantenga así hasta el final del año, lo cual es congruente con un panorama complicado en términos de crecimiento y en el cual la autoridad monetaria confía en los efectos que la última subida en la tasa de interés oficial tengan sobre la moderación de la inflación.

Por su parte, en un contexto marcado por la desaceleración interna en Chile, continuará la reducción en la tasa de política monetaria. Esperamos un recorte de al menos 75pb en los siguientes meses, sin embargo comprobada la desaceleración económica el tiempo para estos recortes dependerá en buena medida del ritmo al cual cedan las presiones inflacionarias. A partir de la segunda parte de 2015 estimamos que inicie un proceso de normalización monetaria. Situación parecida ocurre en Perú, donde luego del recorte de 25pb en los tipos de interés oficiales, esperamos otro recorte en agosto, dada la debilidad que continúan mostrando los datos de actividad económica no obstante el escenario de inflación en la parte alta del rango objetivo y un elevado déficit de cuenta corriente. Consideramos que en 2015 inicie el ciclo de alzas en los

tipos de interés oficiales; en línea con la evolución esperada de la FED y con el contexto de mayor crecimiento (Gráfico 6.6).

El sorpresivo recorte de 50pb efectuado por Banxico en junio pasado se explica por un lado por la inesperada baja tasa de crecimiento del PIB del primer trimestre y un contexto temporal en el cual a partir de julio la inflación se incrementaría temporalmente por efecto base de comparación. Por su parte en un horizonte de mediano plazo la tendencia de la inflación es de convergencia más acelerada hacia el objetivo central del Banco Central, tan pronto como enero de 2015. El movimiento de Banxico pone de manifiesto la holgura económica que prevalece y se mantenga por más tiempo: la brecha del producto tardará más en cerrarse.

Caso contrario es el de Colombia donde la autoridad monetaria subió ya la tasa de intervención en junio y julio en 25pb dadas las presiones cambiarias y las buenas noticias en términos de crecimiento. Hacia adelante esperamos que continúen las alzas en la tasa de política monetaria en las reuniones de agosto y los meses subsiguientes, hasta llegar a la tasa neutral en 2015.

7 Tablas

Tabla 7.1
PIB (% a/a)

	2011	2012	2013	2014*	2015*
Argentina	8,6	0,9	2,9	-1,0	0,2
Brasil	2,7	1,0	2,5	1,3	1,6
Chile	5,8	5,4	4,1	2,9	3,8
Colombia	6,6	4,0	4,7	4,9	4,8
México	3,9	3,8	1,1	2,5	3,5
Paraguay	4,3	-1,2	14,4	4,9	4,3
Perú	6,5	6,0	5,8	4,1	5,9
Uruguay	7,3	3,7	4,4	2,7	2,9
Mercosur	3,5	1,3	2,4	0,4	1,2
Alianza del Pacífico	4,8	4,2	2,5	3,1	4,0
América Latina	4,1	2,6	2,5	1,6	2,5

*Previsiones.

Fuente: BBVA Research

Tabla 7.2
Inflación (% a/a, promedio)

	2011	2012	2013	2014*	2015*
Argentina	9,8	10,0	10,6	25,0	22,6
Brasil	6,6	5,4	6,2	6,3	6,1
Chile	3,3	3,0	1,8	3,9	2,5
Colombia	3,4	3,2	2,0	2,9	3,4
México	3,4	4,1	3,8	3,9	3,5
Paraguay	8,3	3,7	2,7	5,3	4,3
Perú	3,4	3,7	2,8	3,2	2,8
Uruguay	8,1	8,1	8,6	8,9	7,3

*Previsiones.

Fuente: BBVA Research

Tabla 7.3
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)

	2011	2012	2013	2014*	2015*
Argentina	4,13	4,55	5,48	8,44	11,50
Brasil	1,68	1,96	2,18	2,28	2,51
Chile	484	486	495	560	576
Colombia	1848	1798	1869	1944	1982
México	12,4	13,2	12,8	13,2	13,2
Paraguay	4188	4417	4312	4457	4271
Perú	2,75	2,64	2,70	2,81	2,87
Uruguay	19,2	20,2	20,4	23,0	24,8

*Previsiones.

Fuente: BBVA Research

Tabla 7.4

Tipos de interés (% , promedio)

	2011	2012	2013	2014*	2015*
Argentina	13,34	13,85	16,92	23,66	22,10
Brasil	11,71	8,46	8,44	10,92	12,04
Chile	4,75	5,02	4,90	3,75	3,38
Colombia	4,10	4,94	3,35	3,98	4,94
México	4,50	4,50	3,94	3,21	3,23
Paraguay	8,49	6,00	5,54	6,73	6,96
Perú	4,04	4,25	4,21	3,77	3,63
Uruguay	18,97	18,59	17,70	20,89	18,39

*Previsiones.

Fuente: BBVA Research

Tabla 7.5

Cuenta Corriente (% PIB, a final de periodo)

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

*Previsiones.

Fuente: BBVA Research

Tabla 7.6

Balance Fiscal (% PIB, a final de periodo)

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

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

Pablo Urbiola
pablo.urbiola@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech Vilariño
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jimenez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan M. Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.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

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sanchez-Caro
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 – 7ª planta
28046 Madrid
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com