

# Situación Latinoamérica

Tercer Trimestre 2013  
Análisis Económico

- **La economía mundial mantendrá un crecimiento del 3,1% en 2013 y 3,8% en 2014.** Sin embargo, la desaceleración de las economías emergentes y las dudas sobre el ritmo de disminución del estímulo monetario en EEUU tensionan los mercados financieros en la región.
- **Las previsiones de crecimiento en Latam se ajustan a la baja hasta el 2,7% en 2013 y 3,2% en 2014** en un entorno exterior menos favorable.
- **Los saldos exterior y fiscal se deterioran por el contexto externo y el menor dinamismo interno.** Con todo, ambos desequilibrios se mantienen en niveles manejables.
- **La debilidad externa e interna y una inflación contenida favorecerán un sesgo hacia una política monetaria más laxa, excepto en Brasil.** La perspectiva de retirada de los estímulos monetarios en EEUU condicionará una tendencia a la depreciación de los tipos de cambio contenida en parte por los bancos centrales.

# Índice

1. Resumen.....	3
2. Entorno exterior: desaceleración en China y dudas sobre el retiro del impulso monetario en EEUU .....	5
3. La volatilidad de los mercados financieros y una demanda interna más débil lastran a América Latina .....	8
4. El saldo externo, clave para la resistencia de Latam, se deteriora en la mayor parte de los países .....	13
Recuadro 1. ¿Cuán sensibles son las economías andinas y Brasil a una corrección en el precio de las materias primas?.....	15
5. Desaceleración del crecimiento en 2013 y posible recuperación en 2014 .....	17
Recuadro 2. El crecimiento potencial en América Latina: es necesario retomar el impulso reformista .....	20
6. La inflación seguirá controlada y los bancos centrales tendrán un sesgo más laxo, salvo en Brasil.....	24
7. Tablas .....	27

Fecha de cierre: 6 de agosto de 2013

## 1. Resumen

**La economía mundial muestra un debilitamiento cíclico, sobre todo en las economías emergentes, y afronta unas condiciones financieras menos laxas.** Este escenario económico global menos favorable nos lleva a una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento mundial en 2013, hasta el 3,1%, dos décimas menos que hace tres meses. Las perspectivas de expansión en 2014 se mantienen inalteradas, en 3,8%. Este deterioro ha estado condicionado por (i) una desaceleración más intensa de lo esperado en las economías emergentes (entre ellas en China), lo que se refleja en una revisión a la baja de sus previsiones de crecimiento, frente a unas previsiones básicamente inalteradas en las economías desarrolladas; y (ii) un endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global, resultado de la reacción del mercado a la comunicación del detalle de los planes de la Fed para una paulatina disminución de su impulso monetario.

**El entorno financiero internacional se tornó menos favorable para América Latina en los últimos meses.** La región, junto con otras economías emergentes, ha sido de las más castigadas en este nuevo entorno, con salidas de capitales de corto plazo, aumentos de los diferenciales soberanos, caídas en las bolsas y depreciaciones de los tipos de cambio. A esto se añade, además una corrección en los precios de algunas de las principales materias primas de exportación. Con todo, hay que destacar que en Brasil estos ajustes se empezaron a producir ya a inicios de año, debido a la peor situación cíclica y mayor inflación en ese país.

**Hacia adelante, aunque esta volatilidad de los mercados es probable que se mantenga, hay razones para un cierto optimismo.** Esto se debe a tres razones: (i) esperamos una moderación o reversión de las salidas de capitales (como se empieza a ver en datos recientes); (ii) el perfil del inversor que ha protagonizado las salidas es de corto plazo, frente a inversores institucionales, que habrían ajustado menos sus carteras; y (iii) si disminuye el soporte de liquidez de los bancos centrales en países desarrollados será únicamente porque el ciclo en esos países empieza a mejorar y, con ellos, la economía global.

**También en los últimos tres meses la demanda interna se ha desacelerado en la región, aunque continuó siendo el principal apoyo al crecimiento.** Esto se ha reflejado tanto en el deterioro de los indicadores de confianza en la mayoría de países, como en indicadores indirectos de la demanda interna, como las ventas minoristas o las importaciones, que se han debilitado en los últimos meses.

**Las perspectivas para los saldos externos en América del Sur empeoran por la corrección de precios de las materias primas y la debilidad de la demanda externa.** Los saldos exteriores siguen siendo sostenibles, en la medida que se encuentran financiados completamente o en su mayor parte por flujos de largo plazo, como la inversión directa extranjera. También, en la mayor parte de países el deterioro externo es consecuencia más de un aumento de la inversión que del consumo (público o privado), lo que contribuye a su sostenibilidad hacia delante. Con todo, el aumento de los déficits aumenta la vulnerabilidad de la región ante un cambio de sentimiento de los mercados internacionales o una reducción sustancial de los precios de las principales materias primas de exportación.

**La debilidad del sector exterior y la desaceleración de la demanda interna explican una reducción de las previsiones de crecimiento en América Latina. El crecimiento en la región se situará en 2,7% en 2013 y aumentará al 3,2% en 2014.** Con todo, esperamos que continúe la senda de recuperación del crecimiento que ya observamos en los dos primeros trimestres del año, aunque por debajo de lo anticipado. La región seguirá exhibiendo mucha heterogeneidad en sus perspectivas de crecimiento: Los países con una mayor crecimiento en 2013 serán Paraguay (11,6%), Panamá (7,5%), Perú (5,8%), Chile (4,2%) y Colombia (4,1%). Por su parte, Brasil seguirá mostrando un crecimiento relativamente débil, por factores cíclicos y estructurales. Por ello, excluyendo Brasil, el crecimiento promedio América Latina sería de 3,1% y 3,5% en 2013 y 2014, más cercano al potencial de la región, situado cerca del 4,0%.

**La debilidad externa e interna también generará un empeoramiento de los saldos fiscales en la región.** También en algunos países como en Perú y Colombia el tono más expansivo de la política fiscal contribuye al deterioro de las cuentas públicas. Por su parte, en Brasil, las previsiones de unos mayores tipos de interés también terminarán afectando al saldo fiscal. Con todo, los saldos fiscales siguen siendo manejables en la mayoría de países, y algunos países como Chile y Perú tienen una posición fiscal muy sólida y con amplio margen para políticas contracíclicas, en caso fuera necesario.

**La inflación en la región seguirá controlada, alineada con los objetivos de inflación de los bancos centrales, salvo en Uruguay, donde permanecerá por encima del objetivo durante el próximo año.** En el caso de Brasil, aunque la inflación probablemente haya alcanzado un máximo en junio y continúe declinando, las presiones inflacionarias seguirán presentes, en parte también por la fuerte depreciación del tipo de cambio lo que obligará a mayor cautela por parte del Banco Central.

**En un contexto exterior menos favorable, con menor empuje de demanda interna e inflación contenida, los bancos centrales adoptan un sesgo más laxo, salvo en Brasil, donde continuarán los aumentos de tipos de interés unos meses más ante una inflación menos controlada y una moneda más depreciada.** Los bancos centrales de los países con objetivos de inflación apostarán por una cierta relajación monetaria (o por lo menos por un sesgo hacia la relajación), pero abordarán de forma diferente el dilema entre un menor dinamismo de la demanda interna y no ahuyentar la entrada de capitales con unos menores tipos de interés. En un extremo, Chile apostaría por una reducción más ortodoxa de tipos de interés, mientras que, en el otro extremo, Perú optaría también por una política monetaria más laxa, pero apostando primero por una reducción de los encajes bancarios. En contraposición, las presiones sobre la inflación en Brasil harán inevitable mayores aumentos de los tipos de interés oficiales hasta octubre de este año.

**La depreciación del tipo de cambio también contribuirá a unas condiciones monetarias más laxas en la región.** Tanto la expectativa de los mercados de una retirada del estímulo monetario en EEUU anterior a la esperada como de una desaceleración mayor en China supusieron una depreciación más o menos generalizada de los tipos de cambio en la región. Hacia delante, en la medida que hay cierto optimismo sobre el comportamiento de los flujos de capitales hacia la región, esperamos que sigan unas leves tendencias a la depreciación en 2013 y 2014 condicionados por (i) la tendencia al aumento de los tipos de interés a largo plazo en EEUU; (ii) la mayor aversión global al riesgo; y (iii) unos peores saldos exteriores. La principal excepción será México, determinado por un nivel de partida menos apreciado que otras monedas de la región y el impacto positivo de la recuperación del crecimiento en EEUU esperada en los próximos trimestres.

## 2. Entorno exterior: desaceleración en China y dudas sobre el retiro del impulso monetario en EEUU

### **La economía global muestra un debilitamiento cíclico, sobre todo en emergentes, y afronta unas condiciones financieras menos laxas**

El escenario económico global es menos favorable que el vigente hace tres meses, cuando difundimos nuestras anteriores previsiones de crecimiento, lo que nos lleva a la revisión a la baja de nuestras perspectivas de PIB mundial hasta un crecimiento en 2013 del 3,1%, dos décimas menos de lo previsto hace tres meses. Para 2014 se mantienen las expectativas de expansión, en este caso hasta el 3,8%, dos décimas menos de lo previsto el trimestre pasado. Detrás de ese deterioro y de la consecuente revisión de previsiones subyacen, al menos, dos motivos. Por una parte, las economías emergentes están experimentando una desaceleración más intensa de lo esperado, reflejado en una mayor revisión a la baja de sus previsiones de crecimiento (Gráfico 1). Entre ellas cabe destacar la moderación en China, por sus repercusiones globales, más allá de la propia Asia, por ejemplo en las economías sudamericanas. En segundo lugar, se ha producido un evento no esperado, al menos en el momento en el que se produjo, como es el endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global. Este tensionamiento ha sido resultado fundamentalmente de la reacción del mercado a la comunicación del detalle de la Fed de sus planes de paulatina disminución y posterior reversión de la tercera ronda de su programa de expansión cuantitativa.

### **Acostumbrando al mercado a una menor liquidez: el mayor impacto se sentirá en las economías emergentes con mayor necesidad de financiación a corto plazo**

Aunque sea por múltiples causas, la mayor parte del repunte en las condiciones de financiación a nivel global se origina a mediados de mayo con el detalle anunciado por la Fed de sus planes para limitar primero, y poner fin después, a su programa de expansión monetaria. La Fed ha reafirmado su compromiso con el mantenimiento de tipos de interés muy bajos durante un periodo prolongado y, lo que quizás es más importante, todo el proceso es condicional a la recuperación económica, es decir, a que la economía continúe creciendo a "velocidad de crucero".

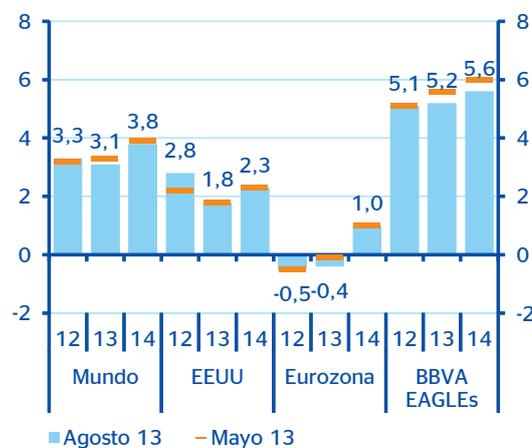
Sin embargo, la reacción del mercado a este plan (incluso después de ser bien aclarado en sus detalles) ha resultado más intensa de lo probablemente deseado por la Fed. Como se puede observar en el Gráfico 2, los tipos de interés a largo plazo llegaron a aumentar en más de 100 puntos básicos, mientras que los futuros descuentan ahora la primera subida de tipos para comienzos de 2015, prácticamente un año antes de lo esperado hace dos meses. En nuestra opinión, es probable que lo observado en los mercados financieros sea en parte sobre-reacción, como muestran recientes cesiones a la baja de las tasas, tanto de las largas como de las expectativas de las más cortas. Aun así, la puesta en marcha del mecanismo ha generado un proceso de recomposición de carteras ante el fin de la abundante liquidez y, por tanto, de la demanda extra de bonos que contenía los tipos de interés en niveles excepcionalmente bajos. En nuestra opinión, pues, estamos ante el inicio de un ciclo de normalización de las condiciones financieras, con tipos de interés más altos y una menor demanda para los activos de riesgo.

Las economías emergentes han resultado las más afectadas por el reciente recrudecimiento de las tensiones financieras. En la actualidad, la situación claramente ha revertido las buenas condiciones de financiación exterior previas, con salidas de flujos de capitales de los mercados emergentes (Gráfico 3). Además de caídas en bolsa y en el precio de los bonos, se ha producido también una depreciación generalizada de sus monedas.

Hay varios factores detrás de esta intensa salida de capitales. Además de la inmediata anticipación al nuevo escenario de liquidez global con una recomposición de carteras, la debilidad cíclica de algunas de las economías grandes emergentes y el riesgo creciente de una desaceleración más intensa en China, son factores que apuntan en la misma dirección. También, la expansión monetaria en Japón ha estado lejos de generar el flujo de capitales que se esperaba a economías emergentes en busca de rentabilidades más elevadas.

Con todo, siendo muy intensa la salida de flujos de capital de los mercados emergentes, existen razones para ser optimista. En primer lugar, los datos más recientes de flujos de capital muestran una moderación en las salidas en las últimas semanas. En segundo, el perfil del inversor que ha protagonizado las salidas es de un horizonte de inversión de más corto plazo, frente a inversores de perfil institucional, con horizontes de inversión más largos. Finalmente, esta reordenación de carteras ha de tener en cuenta que si se avanza hacia un entorno de menor soporte de la liquidez desde los bancos centrales es porque el ciclo económico global tiende a mejorar y ello sin olvidar los fundamentales de que han construido las economías emergentes en cuanto a la certidumbre de sus políticas y sus ventajas comparativas con las más desarrolladas en ratios de solvencia.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB en las principales regiones



\* EAGLEs: Emerging and Growth-Leading Economies. Grupo compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
EEUU: tipos de interés de los bonos a 10 años



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

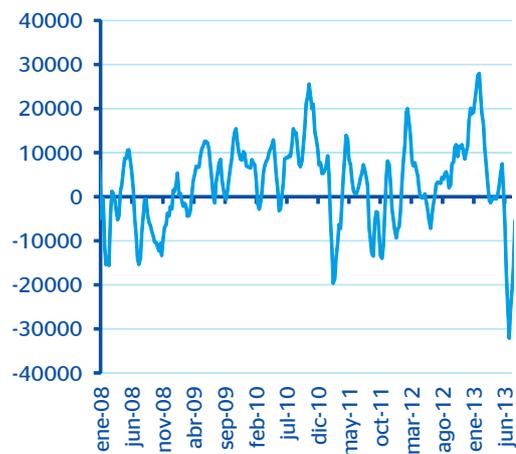
## Desaceleración en China: entorno cíclico global y medidas que buscan acotar el endeudamiento y el alcance de la banca en la sombra

El reciente tensionamiento que se ha producido en el mercado interbancario chino no es sino un aspecto accesorio del proceso que las autoridades chinas han adoptado para poner coto al fuerte crecimiento del crédito, tanto en el sector bancario "oficial" como el crédito generado por el llamado sector financiero en la sombra, no regulado. El compromiso de las autoridades con este objetivo ha quedado bien patente en los últimos meses, al permitir, de forma llamativa, fuertes tensiones de liquidez en el sistema interbancario.

El escenario base sigue siendo de continuidad de una desaceleración moderada (Gráfico 4). Las medidas para limitar el crecimiento del crédito supondrán un cierto lastre sobre el crecimiento, pero aun así, las autoridades chinas parecen cómodas con las actuales tasas de crecimiento del PIB, mientras sean el resultado de cambios que hagan más sostenible (y saludable) el crecimiento en el medio y largo plazo. Seguimos considerando que el Gobierno chino continúa teniendo margen de actuación en caso de que la evolución económica comprometa sus objetivos de crecimiento. Esto supone que no cabe descartar nuevas medidas de estímulo económico y, por supuesto, que las autoridades poseen los instrumentos para evitar cualquier accidente en el sistema financiero, al menos en el corto plazo.

Gráfico 3

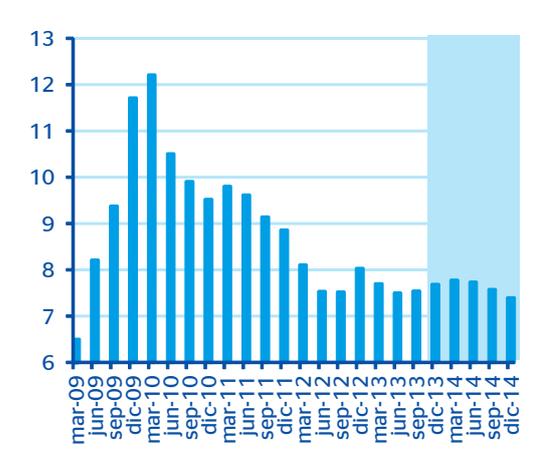
**Flujos de capitales a economías emergentes (millones de dólares, promedio móvil de cuatro semanas)**



Nota: flujos de capitales a renta fija y variable.  
Fuente: BBVA Research.y EPFR

Gráfico 4

**China: crecimiento del PIB (%a/a)**



Fuente: BBVA Research y CEIC

## Eventos de riesgo global más diversificados, pero de menor impacto potencial

Este escenario central global, de alta probabilidad, tiene todavía unos rangos de incertidumbre algo más sesgados a la baja que al alza, pero sin que se vislumbren con probabilidad relevante eventos disruptivos, que impidan un panorama de, como poco, sostenido crecimiento global en 2013 y 2014 cerca de los niveles de 2012. Este diagnóstico es un signo de vuelta a la normalidad en el panorama económico.

Los riesgos bajistas que podrían retrasar de nuevo la recuperación global (relativamente menos probables que en otras ocasiones) serían fundamentalmente la permanencia de eventos que complicaron el panorama el trimestre pasado hasta llegar a producir tensiones adicionales en las condiciones de acceso al financiamiento y deterioro de la confianza de los agentes económicos. Se podría tratar de: i) una nueva caída, intensa y continuada, en el precio de los activos sin riesgo como el bono del Tesoro de EE.UU. como resultado de un mercado menos atado a los deseos de la Reserva Federal; ii) un resurgimiento de las dudas en los avances hacia la Unión Bancaria y en la “excepcionalidad” de Grecia y; iii) una mayor desaceleración de la economía china en su necesario proceso de rebalanceo económico a la vez que acomoda gradualmente el ajuste del tamaño de su sistema financiero. Si bien es cierto que las autoridades cuentan con márgenes de actuación para evitar eventos “de cola”, el proceso de cambios que afronta China es mayúsculo, requiere de reformas amplias, continuadas y decisivas.

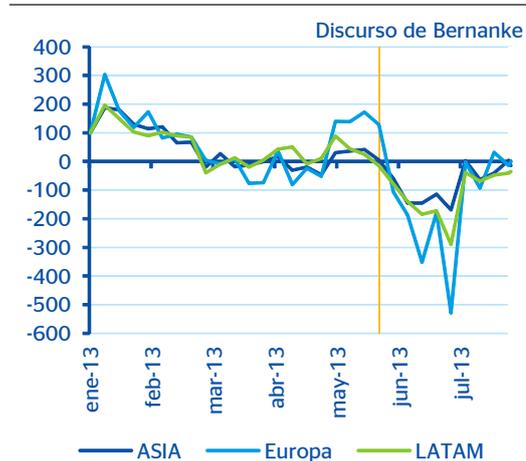
### 3. La volatilidad de los mercados financieros y una demanda interna más débil lastran a América Latina

#### El entorno financiero internacional se tornó menos favorable para América Latina en los últimos tres meses

Como se describe en la primera sección, los dos eventos que marcaron el entorno internacional en el último trimestre fueron, por un lado, la perspectiva de retirada de los estímulos monetarios por la Reserva Federal en Estados Unidos y por el otro lado, la moderación de la actividad económica en varias economías emergentes, en particular en China, de crucial importancia para la región. Como consecuencia de estos eventos, la volatilidad en los mercados financieros internacionales aumentó significativamente desde finales de mayo.

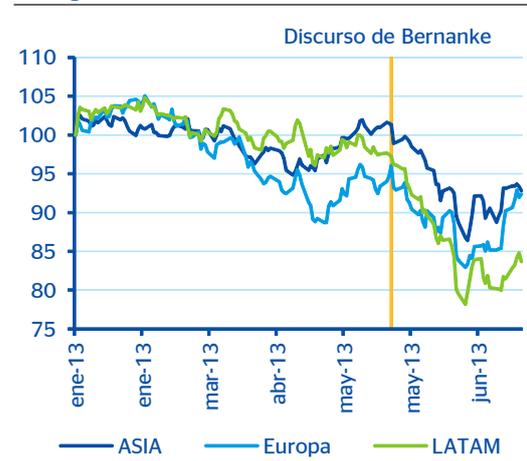
América Latina, como otros mercados emergentes, ha sido de las más castigadas por este nuevo entorno. Esto no ha sido particularmente sorprendente ya que la región, en particular, y los mercados emergentes, en general, fueron de los que más se beneficiaron del aumento de liquidez y de la expansión de la demanda de países como China en los últimos años. Así, desde el 22 de mayo, fecha del primer discurso del Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, sobre la retirada de los estímulos monetarios en Estados Unidos, se han producido salidas de capital, reducciones en las cotizaciones bursátiles, aumento de los tipos de interés de largo plazo y depreciación de los tipos de cambio en todas las regiones emergentes (véanse los Gráficos de 5 a 8).

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



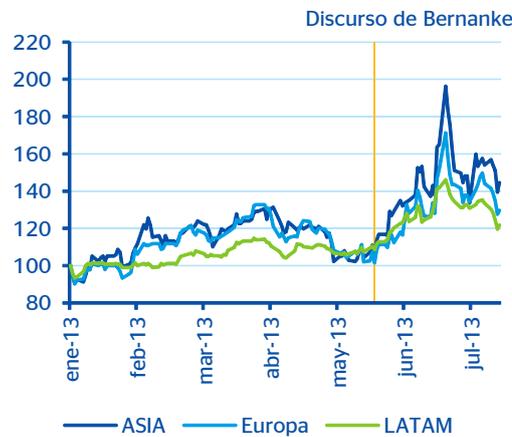
Fuente: BBVA Research y EPFR

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



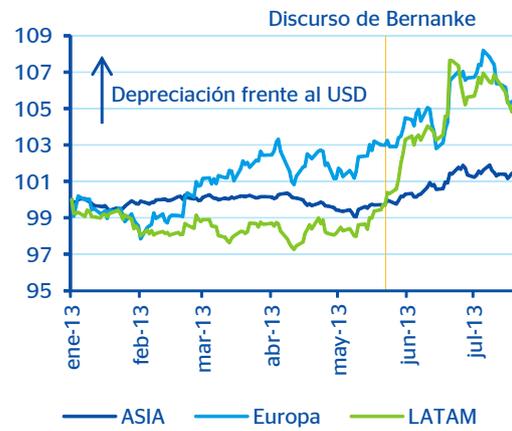
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 7  
Diferenciales soberanos en mercados emergentes (EMBI) (índice enero 2013=100)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

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

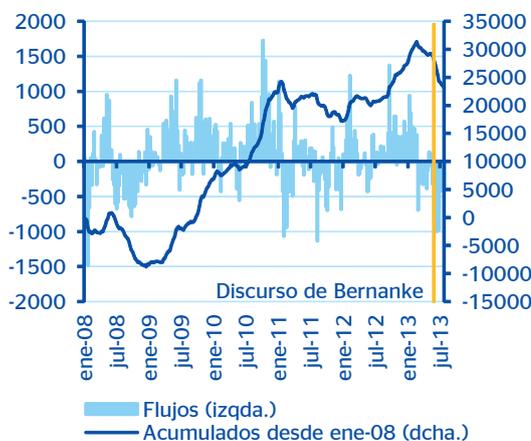


Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

A pesar de que la perspectiva de la retirada de los estímulos por la Reserva Federal y las preocupaciones con respecto a una desaceleración en China hayan impactado a prácticamente todos los países de América Latina, la intensidad de dicho impacto ha tenido magnitudes diferentes. Más concretamente, los mercados financieros brasileños fueron más impactados que los mercados de los demás países de la región. Esto es una consecuencia no sólo de la mayor liquidez y apertura de los mercados financieros de Brasil, sino principalmente de la peor situación cíclica vivida por el país debido a la fuerte moderación del crecimiento y un concomitante repunte de la inflación.

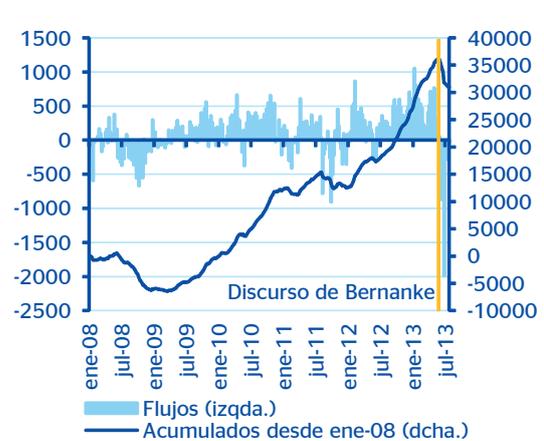
En el caso de Brasil, las salidas de capital empezaron antes y se acentuaron después del referido discurso de Ben Bernanke (véase el Gráfico 9), a pesar de que el gobierno haya estado retirando gran parte de las barreras al capital internacional introducidas en los años anteriores. En el caso del resto de países integrados a los mercados financieros internacionales (Chile, Colombia, México y Perú), las salidas sólo empezaron después del día 22 de mayo (véase el Gráfico 10).

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



Fuente: EPFR y BBVA Research

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

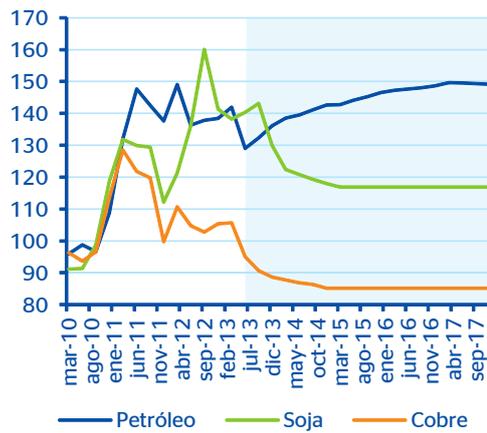


Fuente: EPFR y BBVA Research

También los precios de las principales materias primas de exportación de los países de América Latina se han visto afectadas por la turbulencia financiera, aunque con diferente intensidad y duración (Gráfico 11 y 13). Más en el caso del cobre (ligado a la desaceleración en China), menos en el caso del petróleo (apoyado por el lado de la oferta por la OPEP y por las tensiones geopolíticas en zonas productoras) y en el caso de la soja (donde incluso elementos de oferta mantuvieron el precio por encima de nuestras previsiones hasta muy recientemente).

Gráfico 11

**Previsiones de precios de materias primas (índice promedio 2010=100)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 12

**Indicadores de confianza\***



\* Valores sobre 50 indican optimismo.  
Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Con todo, la comparación con episodios anteriores de aumento de la volatilidad muestra que este ha sido un episodio intermedio entre las tensiones observadas inmediatamente después de la quiebra de Lehman Brothers y el episodio de volatilidad de agosto de 2011, posterior a la reducción de la calificación crediticia de EEUU por parte de Standard and Poors (véanse los Gráficos de 13 a 16).

Gráfico 13

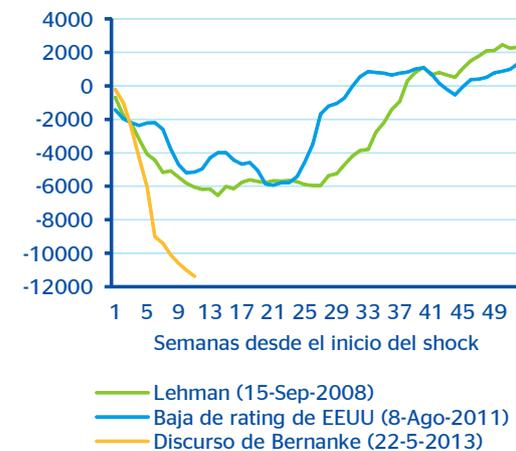
**Evolución del precio de materias primas en episodios de alta volatilidad (índice inicio de volatilidad=100)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

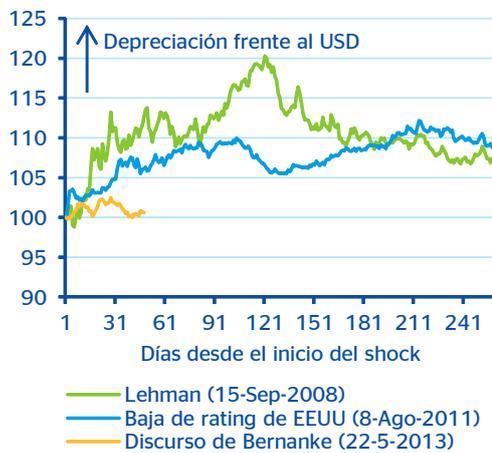
Gráfico 14

**Evolución de flujos de capital a América Latina en episodios de alta volatilidad (acumulado respecto al inicio de volatilidad, millones de USD)**



Fuente: EPFR y BBVA Research

Gráfico 15  
Evolución del tipo de cambio en Latam en episodios de alta volatilidad (índice inicio de volatilidad=100)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 16  
Evolución de las cotizaciones bursátiles en Latam en episodios de alta volatilidad (índice inicio de volatilidad=100)



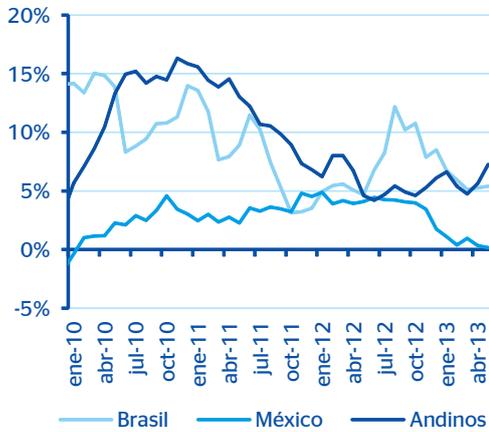
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Nuestra previsión es que la volatilidad en los mercados financieros se mantendrá hacia adelante en la medida que la retirada de los estímulos monetarios por la Reserva Federal dependerá fuertemente de los datos que se vayan publicando sobre la fortaleza de la recuperación en Estados Unidos. Además, es probable que los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos presenten un aumento sostenido, con lo que los flujos de entrada de capitales no deberían reavivarse significativamente respecto a lo observado recientemente. Sin embargo, hay razones para un cierto optimismo. Esperamos que las salidas de capital se moderen o incluso se reviertan a lo largo de los próximos meses (los datos más recientes apoyan esta premisa). En segundo lugar, el perfil del inversor que ha protagonizado las salidas es de un horizonte de inversión de más corto plazo, frente a inversores de perfil institucional, con horizontes de inversión más largos. Finalmente, la reordenación de carteras de las últimas semanas ha de tener en cuenta que si se avanza hacia un entorno de menor soporte de la liquidez desde los bancos centrales es porque el ciclo económico global tiende a mejorar y ello sin olvidar los fundamentales de que han construido las economías emergentes en cuanto a la certidumbre de sus políticas y sus ventajas comparativas con las más desarrolladas en ratios de solvencia. Además, se espera que los flujos de inversión extranjera directa (IED) a la región se mantengan relativamente estables en niveles relativamente elevados, aunque podrían verse afectados por los mayores costes de financiación internacional. El caso de Perú es ilustrativo: si bien las inversiones de IED se mantienen en niveles elevados y se espera que así se mantengan en el mediano plazo, hay alguna incertidumbre con respecto a algunos proyectos a partir de 2016.

## La demanda interna se ha desacelerado en la región, aunque continuó siendo el principal apoyo al crecimiento

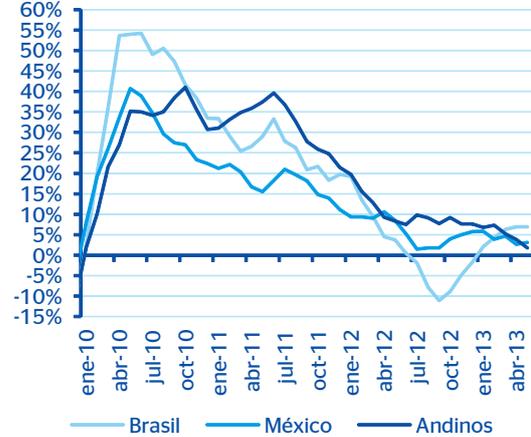
Dentro de la región, también se ha observado en los últimos meses un deterioro de los indicadores de confianza, tanto por el lado del consumidor como por el lado de las empresas (véase el Gráfico 12). Por el lado de las empresas esto refleja una desaceleración de los mercados de exportación (al menos en los casos de México, Brasil Colombia y Perú), pero también el impacto de la volatilidad de los mercados financieros externos. Por el lado del consumo, esto refleja, en algunos casos, una disminución de la renta disponible por efecto de la inflación (este es seguramente el caso de Brasil) y una desaceleración del mercado laboral (como en México, Colombia y también en Brasil).

Gráfico 17  
Ventas al por menor (a/a %, promedio móvil de los últimos tres meses)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 18  
Importaciones (a/a %, promedio móvil de los últimos tres meses)

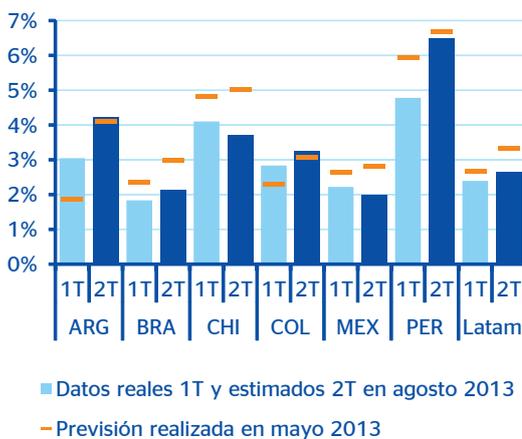


Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

La desaceleración del mercado interno no sólo se ha reflejado en indicadores de confianza, sino también en la evolución de las ventas minoristas y de las importaciones: ambos indicadores presentan una clara tendencia a la baja, tanto en los países de la Alianza del Pacífico (México, Colombia, Perú y Chile), como en Brasil (véase los Gráficos 17 y 18).

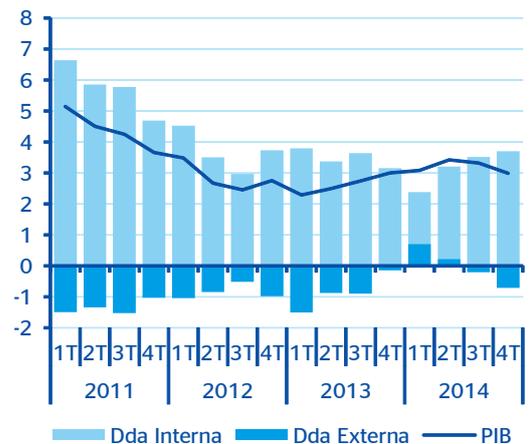
De este modo, en la mayor parte de países el crecimiento del PIB ha resultado peores a lo esperado, con la excepción de Argentina y Colombia (véase el Gráfico 19). El crecimiento por debajo de lo esperado es consecuencia del menor dinamismo de las exportaciones (especialmente en Perú y México, pero también en Chile), una fuerte desaceleración del consumo privado en el caso de Brasil y de una reducción del impulso fiscal en el caso de México. Con todo, la demanda interna siguió siendo el principal apoyo al crecimiento en la región (véase el Gráfico 20).

Gráfico 19  
Sorpresas en previsiones de actividad en el primer y segundo trimestre de 2013



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 20  
Latam: crecimiento trimestral del PIB (a/a %)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

## 4. El saldo externo, clave para la resistencia de Latam, se deteriora en la mayor parte de los países

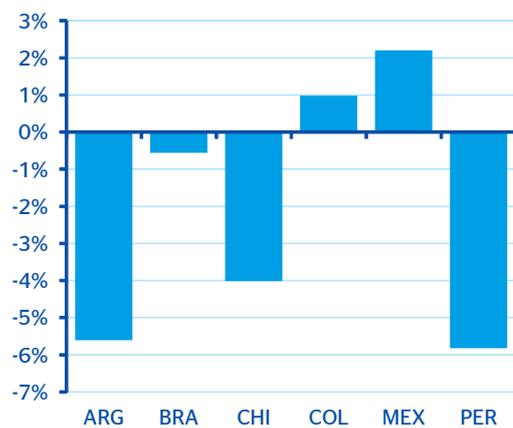
### Las perspectivas para el saldo exterior en América del Sur empeoran por la corrección de precios de materias primas y la debilidad de la demanda externa

Desde el inicio del año, el déficit en cuenta corriente en términos anuales y como proporción del PIB ha aumentado con fuerza en Perú (1 p.p., hasta el 4,6% del PIB), Chile (1 p.p., hasta el 4,0%) y Brasil (0.8 p.p. hasta el 3,2%), y de manera no tan acentuada en países como Colombia (0.2 p.p., hasta el 3,1%). Sólo en algunos pocos países de la región el déficit externo se mantiene bajo y sin señales de deterioro significativo. Esta es la situación de Paraguay y también de México, donde el déficit en cuenta corriente es relativamente bajo - alrededor de 1.2% del PIB - y no hay evidencia de deterioro significativo.

El empeoramiento observado en lo que va de año en muchos países de la región, así como previsiones de unos términos de intercambio no tan favorables en el futuro y la mayor debilidad de los volúmenes exportados (ambos factores relacionados con la desaceleración del crecimiento y al ajuste estructural hacia una economía más dependiente del consumo privado de China) han creado perspectivas de mayores déficits en cuenta corriente de lo que esperábamos anteriormente (véanse los Gráficos 21 y 22).

Gráfico 21

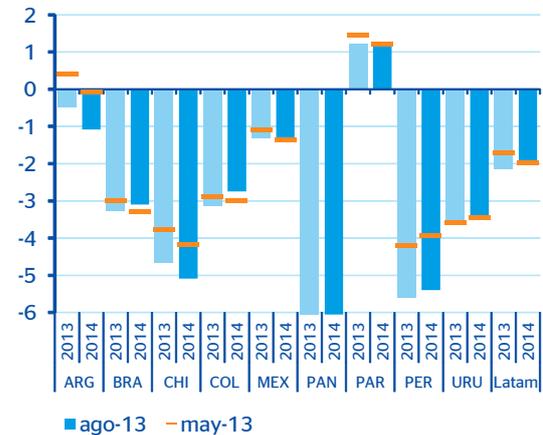
**Términos de intercambio**  
(cambio respecto a diciembre 2012\*)



\* Marzo: Argentina y Chile; mayo: Brasil, México y Perú; junio: Colombia.  
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 22

**Cuenta corriente (% PIB)**



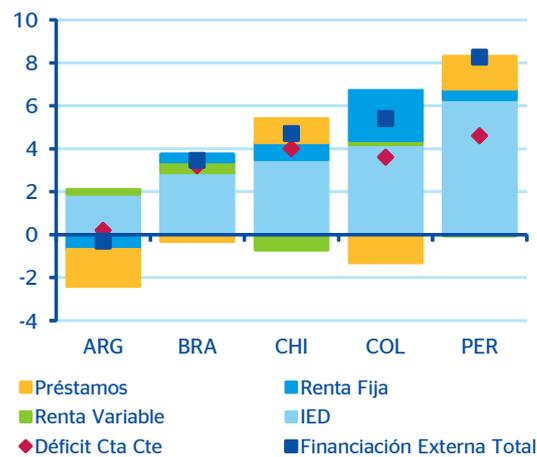
Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

## Los saldos externos en Latam siguen siendo sostenibles, pero aumenta la vulnerabilidad ante un cambio de sentimiento de los mercados internacionales

De manera general, los déficits externos siguen siendo mayoritariamente financiados por flujos de largo plazo, especialmente inversión extranjera directa (IED), lo que reduce las preocupaciones con este creciente desequilibrio (véase el Gráfico 23). En Colombia y Perú, los flujos de IED siguen superando la magnitud de los déficits por cuenta corriente y en Brasil y Chile son ligeramente inferiores a estos.

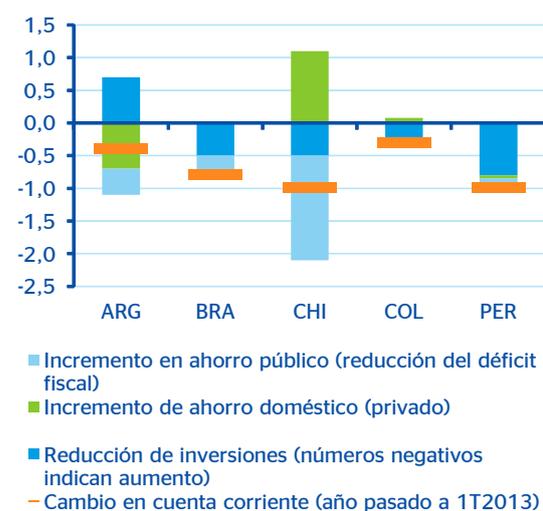
Además, otro factor que apoya la visión de sostenibilidad de los déficits actuales es que su incremento se ha producido más por un aumento de la inversión, que por una caída del ahorro público o privado (véase el Gráfico 24). En particular, en algunos países, como en Chile y principalmente Perú, el aumento de los déficits externos está asociado a proyectos de inversión en sectores exportadores que ayudarían a un ajuste a la baja de los déficits cuando empiecen a producir.

Gráfico 23  
Financiación de los déficits externos en América del Sur (últimos 12 meses hasta junio 2013)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 24  
América del Sur:  
descomposición del incremento del déficit por cuenta corriente en el último año hasta 1T2013



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Con todo, hay que tener en cuenta que en algunos países déficits externos abultados pueden ver complicada su financiación si se paran o se siguen deteriorando los flujos de entrada de capitales de corto plazo o en el caso de que los términos de intercambio se sigan deteriorando, lo que podría causar una mayor depreciación del tipo de cambio y un menor dinamismo de la demanda interna (véase el Recuadro 1 "Sensibilidad del crecimiento y saldos externos ante escenarios adversos de precios de materias primas" para más detalles sobre este tema). En cierta medida, esto es lo que está ocurriendo actualmente en Brasil: el repunte del déficit en cuenta corriente y la salida de capitales han contribuido a la debilidad del Real, lo que ha aumentado las preocupaciones con la inflación, ha exigido un aumento de los tipos de interés oficiales, lo que impondrá un ajuste de la demanda interna y, finalmente, permitirá que el déficit en cuenta corriente se modere en 2014.

En todo caso, los indicadores de vulnerabilidad externa de la región siguen siendo buenos. Las reservas internacionales se mantienen en niveles elevados, cubriendo con holgura la deuda de corto plazo (el ratio reservas / deuda de corto plazo varía desde 2,4 en Chile hasta 11,0 en Brasil) y la deuda externa bruta se mantiene en niveles relativamente bajos (desde 19% del PIB en Brasil hasta 43% en Chile).

### Recuadro 1. ¿Cuán sensibles son las economías andinas y Brasil a una corrección en el precio de las materias primas?

Los países de América Latina han pasado en los últimos años por un proceso de avance institucional y económico que los deja en una mejor posición para afrontar shocks internos o externos. El menor ajuste sufrido por América Latina en comparación a las economías desarrolladas tras el colapso de Lehman Brothers avala esta conclusión.

Sin embargo, el significativo peso de las materias primas en su estructura productiva y, principalmente, en sus exportaciones, sigue siendo una fuente potencial de vulnerabilidad para los países de la región. En este sentido, la reciente moderación del crecimiento en Brasil y en los países andinos (es decir, Chile, Colombia y Perú) así como el repunte en déficit en cuenta corriente de estos países está también en parte relacionada con la reciente desaceleración de precios de muchas materias primas y la moderación del crecimiento en China (véase el análisis sobre este tema presentado en este Situación Latinoamérica).

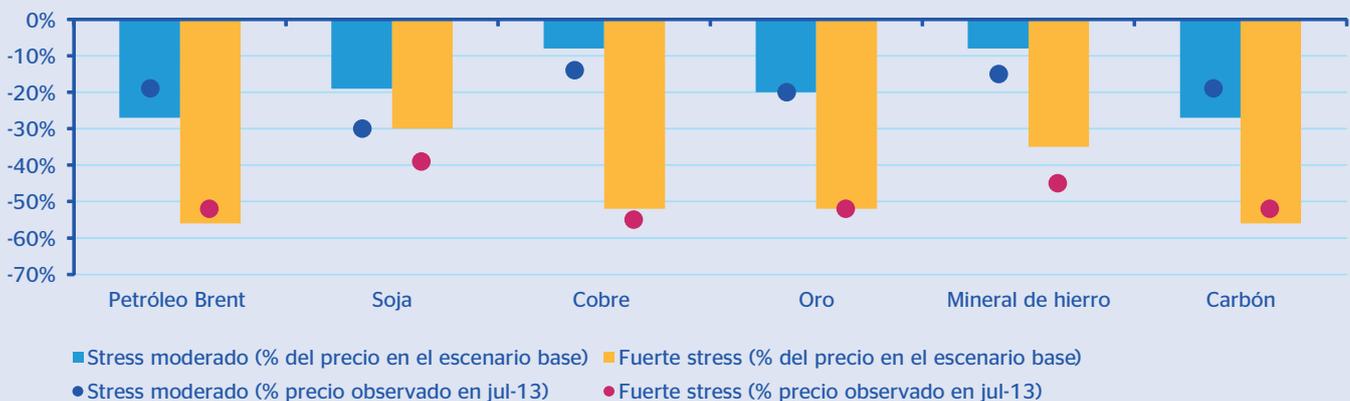
A pesar de que nuestro escenario base no contemple una fuerte corrección a la baja ni en el crecimiento de

China ni en el precio de las materias primas y asignemos una baja probabilidad a dicho evento, resulta interesante comprobar la sensibilidad frente a una corrección en el precio de las materias primas del saldo en cuenta corriente y el crecimiento económico en Chile, Colombia, Perú y Brasil, algunas de las economías de la región más integradas con los mercados financieros internacionales. Más precisamente, en este recuadro cuantificaremos el impacto que dos escenarios de precio de materias primas tendrían sobre el déficit externo y el PIB: i) un escenario de stress moderado en el que el precio de las materias primas cae de manera permanente entre el 15% y el 30% con respecto al precio actual a partir de enero de 2014, alcanzando en general un nivel similar al promedio en el período 2006-2012; ii) un escenario de fuerte stress en el que los precios caen entre el 40% y el 55% a partir de 2014 y alcanzarían, en general, niveles similares a los de finales de 2008, inmediatamente después de la quiebra de Lehman Brothers<sup>1,2</sup>.

El Grafico 25 ilustra con precisión las hipótesis de precios utilizadas en nuestro ejercicio.

Gráfico 25

#### Caída del precio de las materias primas en los dos escenarios de stress (% con respecto a nuestro escenario base y a precios en 2 de julio)



Fuente: BBVA Research

Aproximadamente un 50% de las exportaciones de Chile y Perú se verían afectadas por las caídas de precios incorporadas en nuestro ejercicio. En el caso de Brasil, esta proporción es un poco menor (un 45%, aproximadamente) y en Colombia es del 65%<sup>3</sup>. Estos shocks sobre los precios de las materias primas impactarían a estas cuatro economías

a través de distintos canales. Los precios más bajos determinarían un deterioro de los términos de intercambio y tendrían un impacto negativo directo sobre las exportaciones.

Además, causarían una reducción del dinamismo de los sectores productores de materias primas, y de los que

1: Las excepciones a este patrón son el cobre y el oro. En el escenario de stress moderado se supone una caída ad-hoc de del cobre de un 8% adicional a la caída ya incorporada en el escenario base, mientras que en el caso del oro esa caída es de un 20% adicional. Se incorpora esta caída ad-hoc en la medida que el precio actual ya se encuentra por debajo del promedio 2006-2012. En el caso del oro, la caída en el escenario de fuerte stress se supone de alrededor de 50%, en lugar de seguir el patrón de precios posterior a Lehman Brothers, en la medida que en ese episodio se produjo un aumento de precios en lugar de una corrección a la baja.

2: Los shocks considerados no incluyen una disminución de la demanda de materias primas sino solamente una caída de los precios.

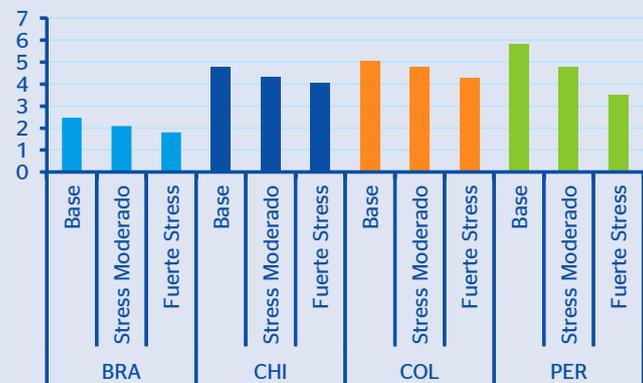
3: En el caso de Brasil, la magnitud de la caída de los precios del cobre y del hierro, por un lado, y de la soja, por otro, fueron extendidas en una magnitud aproximada a otras materias primas metálicas y agrícolas, respectivamente.

directa e indirectamente dependen de ellos, debido a la reducción de sus ingresos y a un deterioro de las condiciones de financiación. Por un lado, esto causaría una moderación del consumo e inversión privados (entre otros motivos, por una desaceleración del mercado laboral). Por otro lado, generaría una caída de los ingresos fiscales, lo que dificultaría la expansión del gasto público. El deterioro de la confianza de empresas y familias también acentuaría estos impactos negativos sobre el crecimiento.

A pesar de que todos los países considerados en este ejercicio son exportadores netos de materias primas, el impacto de unos precios más bajos de estos productos sería aminorado por menores gastos con la importación de materias primas (que corresponden a cerca de 20% de las importaciones totales en Brasil y Perú, ligeramente más de 30% en Chile y a más de 40% en Colombia).

En este escenario, estimamos que las autoridades económicas reaccionarían a la caída del precio de las materias primas para reducir su impacto sobre la economía.

Gráfico 26  
Crecimiento del PIB en los escenarios base y de stress (% promedio 2014-16)



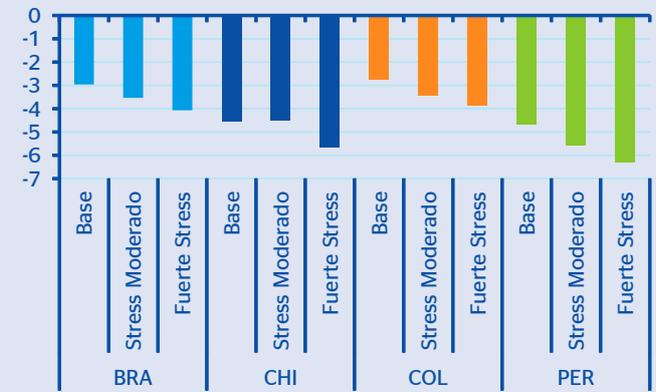
Fuente: BBVA Research

En ambos escenarios y en todos los países analizados, el déficit en cuenta corriente aumentaría con fuerza en el 2014: hasta cerca de 4,0% en Brasil y Colombia y por encima del 6,0% en Perú y Chile en el escenario de stress moderado y hasta aproximadamente el 5,0% en Brasil y Colombia y por encima del 8,0% 8,0% en Perú y Chile en el escenario de fuerte stress. Sin embargo, la depreciación de los tipos de cambio y la pérdida de dinamismo de la demanda interna provocarían una reducción de los déficits a lo largo de 2015 y 2016. En ambos escenarios, el déficit en cuenta corriente al cierre de 2016 no sería muy diferente de los niveles que prevemos en nuestros respectivos escenarios bases (véase el

Esta reacción sería más fuerte en Chile y en Perú, donde hay más espacio para la adopción de políticas fiscal y monetaria contra-cíclicas, y más acentuada en el escenario de fuerte stress que en el escenario de stress más moderado.

De acuerdo con nuestras estimaciones, el impacto del escenario de stress moderado sobre el crecimiento de estos cuatro países sería de aproximadamente -1.2 puntos porcentuales (pp) en promedio en 2014 y se desvanecería a lo largo de 2015 y 2016. En el escenario de fuerte stress el impacto sería más fuerte (de aproximadamente unos 2.5 pp en comparación con nuestro escenario base en 2014) y más duradero (0.5 y 0.3 pp en promedio en 2015 y 2016, respectivamente). Asimismo, tras un fuerte impacto inicial, las economías andinas lograrían recuperar un crecimiento robusto en 2016 (cerca de 4.5% en el escenario de stress moderado y de 4.0% en el escenario de fuerte stress), mientras que el crecimiento en Brasil, más afectado por problemas idiosincrásicos, no sobrepasaría la barrera del 3,0% (véase el Gráfico 26 para más sobre el impacto de los dos escenarios sobre el PIB).

Gráfico 27  
Cuenta corriente en los escenarios base y de stress (% del PIB, promedio 2014-16)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 27 para más sobre el impacto de los dos escenarios sobre la cuenta corriente)<sup>4</sup>. De una manera general, estas simulaciones sugieren que los países andinos y Brasil serían fuertemente impactados por una corrección en los precios de las materias primas. Sin embargo, el crecimiento seguiría en niveles relativamente robustos, al menos en los andinos. Además, el repunte del déficit en cuenta corriente sería en buena medida temporal, ya que los tipos de cambio se ajustarían para contrarrestar parte del impacto de unos precios de materias primas más bajos.

4: El impacto, tanto sobre crecimiento como sobre el déficit externo sería mayor en Perú que en los demás países considerados. Esto está relacionado a que i) Perú tiene actualmente un déficit externo más alto y, por tanto, mayor necesidad de ajuste para llevarlo a niveles más sostenibles; ii) la participación de inversores extranjeros como tenedores de activos locales, unido a menor liquidez en los mercados financieros que en los otros tres países, llevaría a mayores correcciones (y probablemente más prolongadas) de precios de los activos, lo que llevaría a una mayor depreciación del tipo de cambio, con mayor endurecimiento de condiciones monetarias.

## 5. Desaceleración del crecimiento en 2013 y posible recuperación en 2014

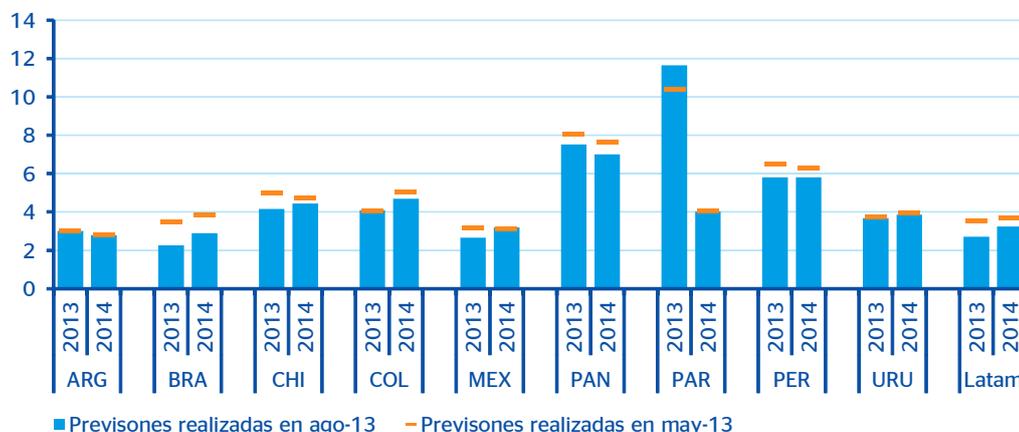
**El crecimiento en la región se revisa a la baja en 2013 hasta el 2,7%, por la debilidad del sector exterior y la desaceleración de la demanda interna. La actividad se aceleraría ligeramente al 3,2% en 2014**

Esperamos que el crecimiento de América Latina en 2013 sea del 2,7%, por debajo de lo que preveíamos hace tres meses (3,5%) y de lo observado en 2012 (2,8%), y que se recupere en 2014, alcanzando 3,2% (en comparación con nuestra previsión anterior de 3,7%). Una conjunción de factores internos y externos ha determinado una fuerte revisión a la baja de nuestras previsiones para el crecimiento del PIB de América Latina en 2013 y 2014. Como analizamos anteriormente, una serie de factores contribuyeron a que el crecimiento haya sorprendido a la baja en la primera mitad del año. Hacia adelante, la perspectiva de menor crecimiento de la economía mundial, la incertidumbre con respecto a la retirada de los estímulos en Estados Unidos y algunos factores idiosincrásicos explican la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento en América Latina.

En Brasil, el endurecimiento monetario más fuerte de lo esperado anteriormente y un mayor pesimismo con respecto a la evolución de los mercados laboral y crediticio explica una parte significativa de la revisión a la baja de cerca de 1 punto porcentual del crecimiento del PIB tanto en 2013 como en 2014 (véase el Gráfico 28). En otros países de la región, con tipo de cambio más regulado, las mayores dificultades en la provisión de divisas constituirán un lastre al crecimiento. En los países andinos, Chile, Colombia y Perú, el menor dinamismo de la economía mundial debe impactar negativamente a las exportaciones y crear un entorno interno menos favorable para la evolución de la demanda interna. Sin embargo, en Colombia y Perú, una política fiscal más expansiva evitará un ajuste más fuerte de la demanda interna.

En términos trimestrales, pese las sorpresas negativas al inicio del año, esperamos una clara senda de recuperación desde el año pasado (véase el Gráfico 17), que en nuestra opinión debe continuar en los próximos trimestres. Esta aceleración gradual será favorecida, entre otras cosas, por el mayor dinamismo de las economías de México (en línea con la senda de crecimiento esperada de Estados Unidos) y de Colombia (en línea con el mayor apoyo de las políticas económicas).

Gráfico 28

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

Fuente: BBVA Research

## Los tres países andinos seguirán siendo los de mayor dinamismo en la región, junto con Paraguay y Panamá. Brasil, por otro lado, tendrá un crecimiento muy moderado

Naturalmente, el crecimiento agregado de América Latina esconde la heterogeneidad de los países de la región. De acuerdo con nuestras previsiones, el crecimiento se mantendrá en 2013 y 2014 en un rango elevado en los países andinos y en Paraguay y Panamá. En particular, esperamos un crecimiento en Perú de 5,8% en 2013, que sería 4,1% en Colombia y 4,2% en Chile, con tasas similares o superiores en 2014. En el caso de Paraguay y Panamá el crecimiento en 2013 será mucho mayor (11,6% y 7,5%, respectivamente). En México el crecimiento debe estar próximo al 3,0%, incluso más si Estados Unidos lograra crecer más de lo esperado o si las reformas resultan avanzar en un ritmo mayor a lo esperado. También en Argentina el crecimiento debería estar alrededor del 3% en los próximos dos años, mientras en Brasil debería ser de alrededor del 2,5% en promedio en 2013 y 2014.

Asimismo, la relativa debilidad del crecimiento en Brasil, determinada por factores cíclicos (como el ajuste de los tipos de interés y el impacto de la inflación sobre el poder de compra de los salarios) y estructurales (deterioro de la competitividad del sector manufacturero y bajo nivel de inversión) tiene un peso importante en el crecimiento agregado de América Latina. Excluyendo Brasil, las previsiones de crecimiento agregado de América Latina en 2013 y 2014 serían de, respectivamente, 3,1% y 3,5%, aún por debajo, pero ya más próximo, del PIB potencial de la región (véase el Recuadro 2 "Perspectivas de Crecimiento Potencial en Latam").

## La debilidad externa e interna generará un empeoramiento de los saldos fiscales

La corrección a la baja del precio de las materias primas supone una reducción de los ingresos fiscales en gran parte de los países de la región. Además, el menor dinamismo de la demanda interna también afecta negativamente a la recaudación fiscal.

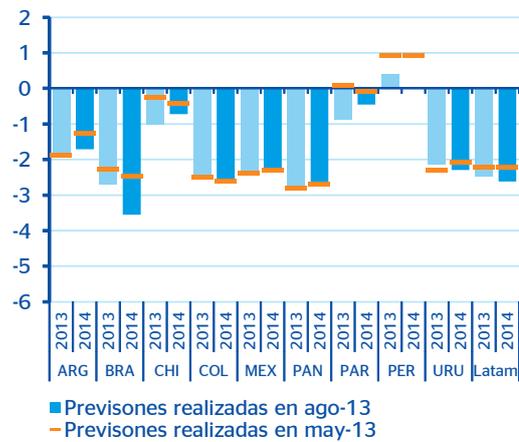
El deterioro de los ingresos fiscales subyace, en general, la revisión a la baja de las previsiones de saldos fiscales de los países de la región (véase el Gráfico 29). En algunos países, el tono más expansivo de la política fiscal para compensar la menor fortaleza del sector privado añade al deterioro de los ingresos (principalmente en Colombia y Perú). En Brasil, además de una reducción de los ingresos y un mayor apoyo a la demanda interna, el déficit del sector público

se ve negativamente impactado por nuestras previsiones de tipos de interés más elevados en el corto y largo plazo: en lugar de bajar de 5,0% del PIB, los pagos de interés deben mantenerse entre el 5,0% y el 6,0% en los próximos años (en niveles similares, por lo tanto, a los observados entre 2008 y 2011 y por encima del valor de 4,9% de 2012).

Pese al reciente empeoramiento, la situación fiscal es en general manejable en América Latina. Algunos países, como Chile y Perú (véase el Gráfico 30), exhiben una situación fiscal envidiable, con niveles de deuda bruta inferiores al 20%, lo que les abre la posibilidad de adoptar una política fiscal más expansiva (algo que en alguna medida se ve en Perú). Aunque los indicadores de Colombia y México no sean tan buenos como los de Chile y Perú, también en estos dos países la deuda pública es baja, lo que en alguna medida también les brinda la opción de adoptar una política fiscal más expansiva sin que esto represente una fuente importante de riesgos. En todo caso, la política fiscal en México (y de otros países en menor magnitud) se beneficiaría de una reforma que redujera la dependencia de los ingresos públicos de los ingresos ligados a la producción/exportación de materias primas, algo que se discute actualmente en el país.

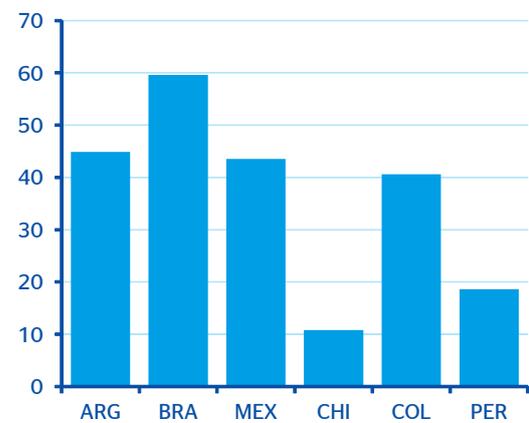
En Brasil, aunque la deuda pública no haya todavía alcanzado niveles excesivamente preocupantes, el deterioro de las cuentas públicas implica que la dinámica de la deuda pública será menos benigna que en el pasado, algo que, además de limitar la capacidad de reacción en escenarios más adversos, podría incluso determinar una revisión a la baja de la deuda soberana del país.

Gráfico 29  
Países Latam: déficit fiscal (% PIB)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 30  
Países Latam: deuda pública bruta estimada en 2013 (% PIB)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

## Recuadro 2. El crecimiento potencial en América Latina: es necesario retomar el impulso reformista

El Producto Interior Bruto potencial (PIB potencial) es el máximo nivel de producción que puede alcanzar una economía sin provocar presiones inflacionistas, tomando en cuenta los factores productivos disponibles y la tecnología existente.

Generalmente el PIB potencial se asocia a la tendencia de largo plazo de la actividad económica efectivamente registrada, de modo que la diferencia entre ambos (la brecha de producto u output gap) se considera que es una señal representativa de ciclo económico, el resultado de choques más o menos transitorios en los precios relativos de los factores productivos, la demanda externa de la economía o directamente de choques aleatorios.

El PIB potencial es un indicador relevante para la toma de decisiones en materia de política económica. En un entorno de output gap negativo (positivo) se pueden plantear políticas de apoyo (freno) a la actividad mediante medidas de política fiscal o de política monetaria y macroprudencial. De la misma manera, las denominadas políticas de oferta, que implican cambios permanentes en el entorno regulatorio, en los mercados de asignación de recursos productivos, pueden ir dirigidas a elevar el nivel de PIB potencial o su crecimiento.

Para realizar las estimaciones de PIB potencial que mostramos en el apartado hemos utilizado el método de cálculo basado en la función de producción desarrollada inicialmente de este método comenzó con el trabajo de Solow<sup>5</sup>.

La desagregación típica de crecimiento potencial en el método basado en la función de producción, separa las contribuciones de los factores capital, empleo, y la llamada productividad total de los factores (PTF) al crecimiento potencial. Esta PTF se puede entender como la eficiencia con la que los factores capital y trabajo se combinan para generar un mayor crecimiento potencial.

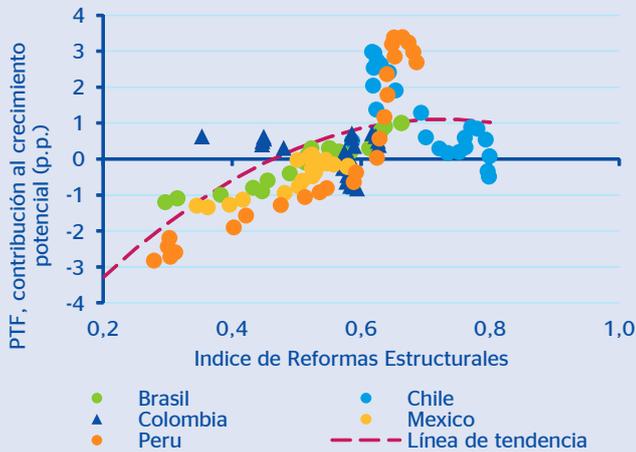
Aunque existen avances significativos e innegables en la región en términos de indicadores macroeconómicos, reducción de la pobreza y de la brecha de desigualdad, al ser el crecimiento sostenido de la productividad el medio por el cual se puede asegurar el crecimiento de la renta per cápita en el largo plazo, es conveniente insistir en el tema de reformas estructurales en la región. El espacio para incrementar dicha productividad es amplio todavía y el riesgo de no hacerlo puede ser el estancamiento del crecimiento y al final, el mantenimiento de amplias brechas de estándares de vida respecto a las economías desarrolladas.

Existe una inercia favorable en la región; América Latina se ha beneficiado de shocks externos positivos y ha mostrado mayor resistencia que en el pasado frente a la moderación externa. Recordar que la prudencia en la implementación de políticas económicas en la mayor parte de los países ha generado espacio para políticas contracíclicas fiscal y monetaria, lo que ha contribuido a reducir la vulnerabilidad frente al entorno externo. Considerando la mayor resistencia mostrada en la región y tomando partido de ella, conviene replantearse el tema de reformas estructurales pendientes para LATAM.

El contexto en el cual las economías de la región se encuentran es de amplia heterogeneidad tanto en el grado de reformas ya avanzadas como en el espacio y disposición de cada país para poner en marcha reformas adicionales. Así, hay avances desiguales entre países en la agenda de reformas estructurales aunque la mayor parte de ellas en la dirección adecuada, es decir, generando los incentivos necesarios para aumentar el potencial por medio de mayor productividad (Gráfico 31). En este punto, a pesar de que se ha llegado a un nivel en el que en la estabilidad macroeconómica está a resguardo, es necesario crear los incentivos adecuados para asegurar el crecimiento a largo plazo. Y es que aunque el proceso de reformas estructurales inició en Latam hace más de 20 años, estas reformas fueron más intensas en la década de los 90s (Gráfico 32).

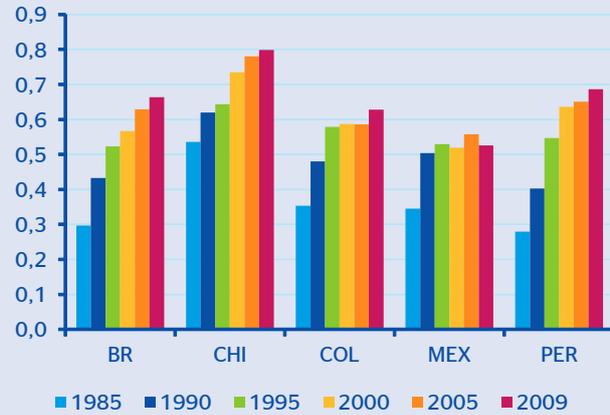
5: "A contribution to the theory of economic growth", *Quarterly Journal of Economics* Nº70, 1956. A partir de este trabajo han existido intentos con el fin de refinar las estimaciones, así se han probado formas funcionales alternativas, y se ha procurado mejorar la definición y desagregación de los factores productivos.

Gráfico 31  
América Latina:  
productividad y reformas estructurales, 1985-2009



Fuente: BBVA Research para contribuciones de la PTF y Eduardo Lora (2012) para el índice de Reformas estructurales

Gráfico 32  
América Latina:  
índice de reformas estructurales

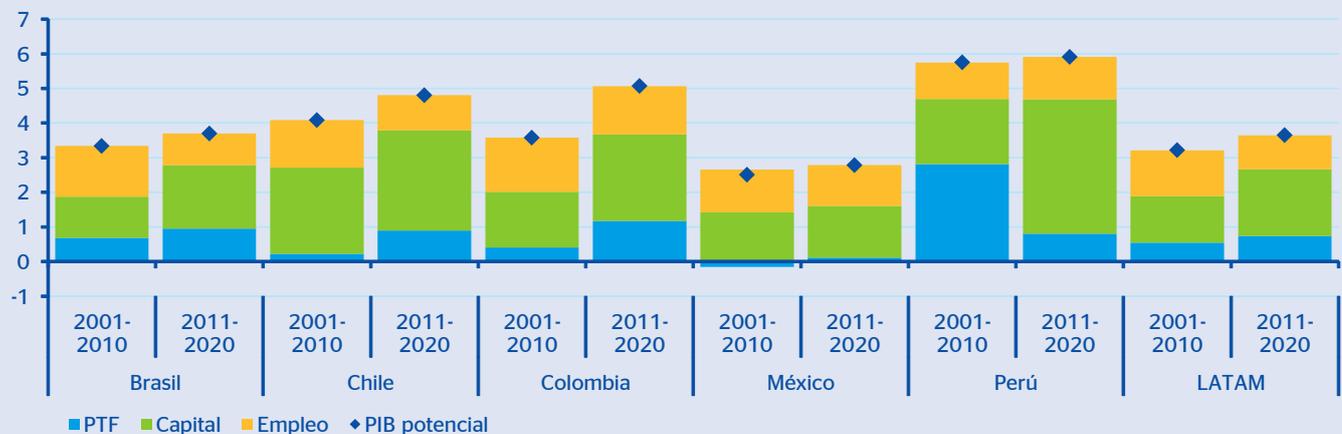


Mayores niveles están asociados con políticas económicas más neutrales para la distribución de recursos.  
Fuente: Eduardo Lora (2012)

Estimaciones estándar de crecimiento potencial<sup>6</sup>, coinciden en estimar un crecimiento potencial mayor en la década 2011-2020, que en la pasada en la región. En particular, el potencial estimado para América Latina pasará de 3.2% a 3.6% (Gráfica 33). Este aumento en el crecimiento obedecerá en mayor medida a la más alta contribución esperada del factor capital, seguido de una mejor contribución de la PTF. Es este un elemento a destacar, ya que durante la década pasada, el crecimiento de la región estuvo fuertemente impulsado por la contribución del empleo y capital, para

lo que influyó el bono demográfico en varios países. De hecho, en la década pasada, el crecimiento ha sido impulsado por la acumulación de factores capital y trabajo (85%), mientras que la contribución al crecimiento de la PTF explica solo el 15%, muy por debajo de la contribución de la PTF en otras regiones, particularmente Asia (30%) y Estados Unidos (44%). Para la década en curso, se estima que la contribución de la PTF llegue a 20%, a medida que la acumulación de los otros factores, particularmente empleo, será menor.

Gráfico 33  
América Latina: contribución al crecimiento potencial, 2001-2010 y 2011-2020



Fuente: BBVA Research

6: Estas estimaciones se basan en una representación de la economía a través de una función tipo Cobb-Douglas con rendimientos constantes a escala:  $Y_t = A K_t^\alpha L_t^{(1-\alpha)}$  donde Y es el Producto en términos reales, L el empleo y K el acervo estimado de capital. A es la Productividad Total de los Factores (PTF) o residual de Solow.

Es necesario considerar la gran heterogeneidad en la región, tanto en el espacio para la implementación de reformas como en las perspectivas de crecimiento. En este sentido, impulsos externos como el crecimiento asiático de la última década y la subida en precios de materias primas (ver sección 3 de esta revista), han implicado diferencias entre los países derivadas de su estructura productiva. Cabe considerar que los aumentos en precios de materias primas de la última década, si bien benefician al crecimiento de países de la región (especialmente en América del Sur), no se deben confundir con impulsos estructurales, en virtud de su probable naturaleza transitoria<sup>7</sup>. La heterogeneidad de la región implica un importante crecimiento esperado en los países andinos: se espera que en Chile, Colombia y Perú el crecimiento en la década 2011-2020 se ubique en promedio, en 5%<sup>8</sup>. Apoyado en parte por un mayor bono demográfico, políticas económicas prudentes y creciente apertura comercial. Esos países en contraste, enfrentan el reto de la elevada vinculación a Asia y particularmente, la estructura productiva concentrada en recursos naturales, lo que implica tanto una oportunidad como un riesgo hacia el futuro. Por otra parte, en una economía tan importante como Brasil, es necesario repensar la estrategia de crecimiento basada en consumo y crédito y adoptar reformas para elevar la productividad y la inversión. Si esto no se hace, el crecimiento en la próxima década podría ser inferior al crecimiento previsto (en el rango de 3,0% y el 4,0%).

México por su parte, tiene retos clave que afrontar en la próxima década entre los que será crucial el fomento a la mayor competencia en áreas clave, en ausencia de reformas estructurales se prevé una expansión algo por debajo de 3%.

En todos los casos, en la agenda de reformas pendientes debe de considerar como elementos clave la mejora en la cantidad y calidad de infraestructura, la puesta en marcha de políticas sociales que incentiven a la formalización, la inversión en educación como fuente primaria de mejora

en el capital humano y continuar con el impulso de crédito como elemento de apoyo al desarrollo.

El caso de Latinoamérica es así un buen ejemplo en el sentido de que no basta con bajas tasas de desocupación o altos ratios de inversión en la economía para detonar el crecimiento; es necesaria la combinación eficiente de estos factores (incrementos en el PTF) para reactivar el círculo virtuoso. Esta combinación eficiente pasa por cambios institucionales que incluyan la mayor competencia en el mercado de productos y factores así como reformas que impliquen mejoras en la calidad del capital humano, que a su vez se traducirán en menores tasas de informalidad en la economía, así como inversiones en áreas con alta rentabilidad, para lo cual sería clave la inversión en infraestructura.

Para citar un ejemplo concreto de reformas estructurales cuyo resultado se refleja en mejora en la contribución de la PTF al crecimiento, considerar el caso de México. La PTF mexicana ha crecido fuertemente en periodos intensivos en cuanto a aprobación de reformas estructurales. Tal fue el caso del periodo entre 1995 y 2000, donde entre otras reformas, se consolidó la apertura comercial, se avanzó en el proceso de estabilización nominal, desregulación financiera y privatización de empresas. Por el contrario, en el periodo más reciente, la aportación de la PTF se estancó llegando a ser incluso negativa (Gráfico 34).

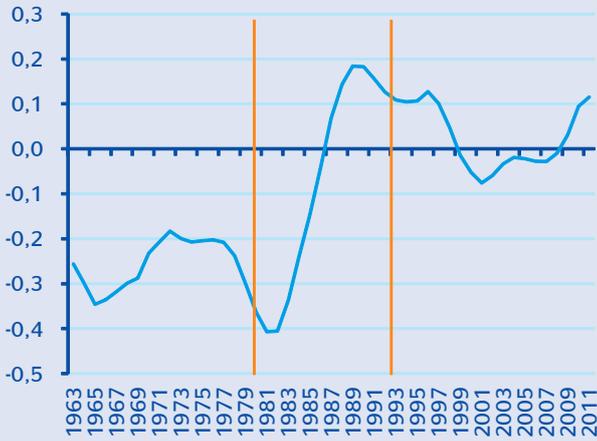
En este sentido, estudios relacionados con el potencial de crecimiento en el caso de la aprobación de una segunda generación de reformas estructurales en México, implica retomar contribuciones sostenidas de la PTF. En particular, se estima que la eventual aprobación de reformas fiscal, energética, laboral y de competencia, aportaría hasta 0.3 pp adicionales en PTF al crecimiento potencial mexicano<sup>9</sup>, esto, junto con la mayor contribución de los factores capital y trabajo contribuirían a elevar esta estimación desde el 2.8% actual, hasta el 3.7% en un escenario con reformas (Gráfico 35).

7: Para un repaso de las reformas necesarias en la región, ver Situación LATAM 2T13, "LATAM no puede perder de vista el largo plazo" [http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/1305\\_Situacionlatam\\_tcm346-386502.pdf?ts=2472013](http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/1305_Situacionlatam_tcm346-386502.pdf?ts=2472013)

8: Para mayor información sobre el crecimiento en países andinos, consultar presentación "Las economías andinas, dinamismo y retos" de 2012. [http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/121115\\_Andinos\\_Latibex\\_2012\\_tcm346-361818.pdf?ts=2472013](http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/121115_Andinos_Latibex_2012_tcm346-361818.pdf?ts=2472013)

9: Situation México, 2T13: Impacto de posibles reformas en el PIB potencial de México, BBVA Research [http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/1302\\_SituacionMexico\\_1T13\\_tcm346-374661.pdf?ts=2472013](http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/1302_SituacionMexico_1T13_tcm346-374661.pdf?ts=2472013)

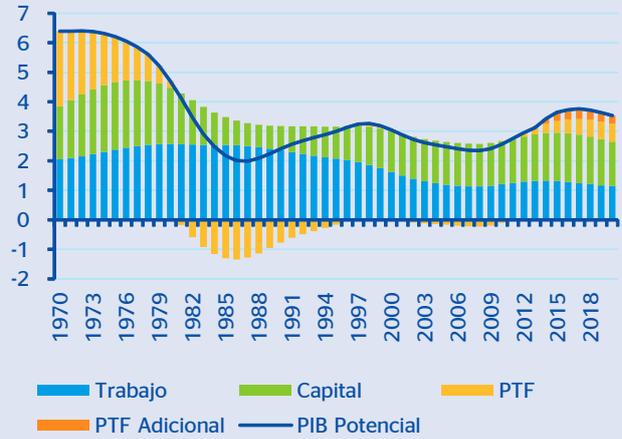
Gráfico 34  
Contribución adicional al año  
de la PTF en México (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research

Pensar en el crecimiento potencial de la región es pensar en el crecimiento de largo plazo; y es plantearse reformas estructurales de largo aliento cuyos resultados no siempre se verán reflejados en impulsos inmediatos en el crecimiento de los países de la región. Sin embargo,

Gráfico 35  
PIB potencial estimado: escenario con reformas



Fuente: BBVA Research, Bloomberg y CONAPO

conviene plantearse estrategias de larga duración que apuntalen el crecimiento y doten de mayor solidez interna y de largo aliento a las economías en virtud de eventuales shocks externos y coyunturales.

## 6. La inflación seguirá controlada y los bancos centrales tendrán un sesgo más laxo, salvo en Brasil

### La inflación se mantiene alineada con los objetivos de inflación, salvo en Uruguay. En Brasil, se mantienen las presiones inflacionistas

Tras romper el techo de sus respectivos rangos objetivo, la inflación se moderó recientemente en México y Brasil y volvió a estar dentro de límites establecidos por Banxico (entre el 2,0% y el 4,0%) y por el Banco Central de Brasil (entre el 2,5% y el 6,5%).

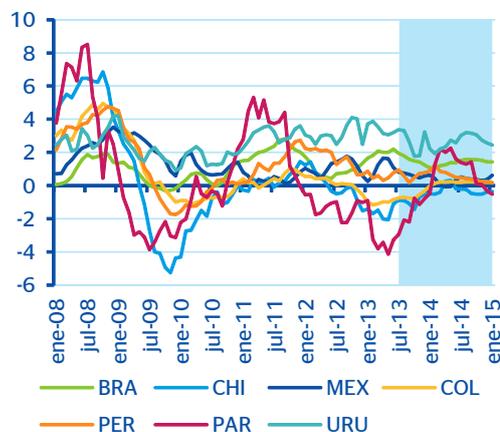
En Brasil la moderación reciente de la inflación es consecuencia, entre otras cosas, de un efecto base positivo y una moderación del precio de los alimentos. En México, está relacionada al desvanecimiento de los shocks de oferta que recientemente impactaron los precios internos y a la muy baja inflación subyacente. Pese a que en ambos casos la trayectoria reciente sea similar, en Brasil la inflación sigue no solo en niveles mucho más elevados (6,3% en comparación con 3,5% en México) como, además, fuente de importantes riesgos.

En todo caso, tras la convergencia observada en Brasil y México, Uruguay es el único país donde la inflación actual, superior al 8,5%, sigue por encima del rango objetivo (entre el 4,0% y el 6,0% para 2013).

En los países andinos la inflación sigue bajo control, dentro de los rangos establecidos por las respectivas autoridades monetarias, ligeramente por debajo del objetivo central de 3,0% en Chile y Colombia y ligeramente por encima de la meta central de 2,0% en Perú (véase el Grafico 36).

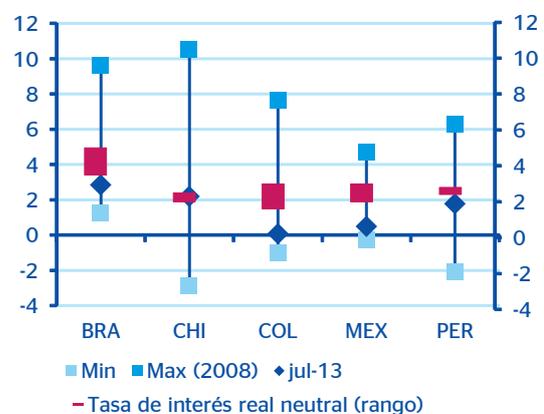
Esperamos que la inflación siga controlada en los países de la Alianza del Pacífico y que las presiones de precios sigan fuertes en Brasil y Uruguay. En estos dos países, el impacto de la reciente depreciación cambiaria tiende a ser más fuerte que en los demás países de la región, no sólo porque las presiones de precios son actualmente mucho más significativas, pero también porque en ambos la depreciación tiende a ser de mayor magnitud (véase el Grafico 36).

Gráfico 36  
Desviación de la inflación (%a/a) respecto a la meta del Banco Central (pp)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 37  
Países Latam con objetivos de inflación: tipos de interés oficiales reales



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## En un contexto exterior menos favorable, con menor empuje de demanda interna e inflación contenida, los bancos centrales adoptan un sesgo más laxo, salvo en Brasil

Los bancos centrales de la región, así como los de otros países emergentes, enfrentan actualmente un dilema entre atender a las condiciones cíclicas internas (menos boyantes) y no fomentar una menor entrada de flujos de capitales al reducir los tipos de interés.

Entre los países de la región hay, naturalmente, diferentes aproximaciones a la resolución de este dilema. En el caso de Chile se apostaría por una política monetaria más ortodoxa, con reducción de tipos de interés ya este año, en la medida que los flujos de cartera son una proporción menos importante de la financiación y los tenedores no residentes de deuda son una proporción pequeña.

En el otro extremo está Perú, con economía más dolarizada y una proporción mayor de tenedores no residentes de deuda, además de una menor liquidez para poder deshacer posiciones. La tendencia a unas condiciones monetarias más laxas también se implementará, pero como primera línea de actuación a través de la reducción de los coeficientes de reserva, como de hecho ya se ha observado en las últimas semanas.

En el caso de Colombia, la política monetaria ya se encuentra por debajo de los niveles neutrales (véase el Gráfico 37). El espacio para recortes adicionales es limitado y esperamos que las autoridades mantengan los tipos oficiales en 3,25%, nivel que alcanzaron tras las reducciones observadas en el primer trimestre.

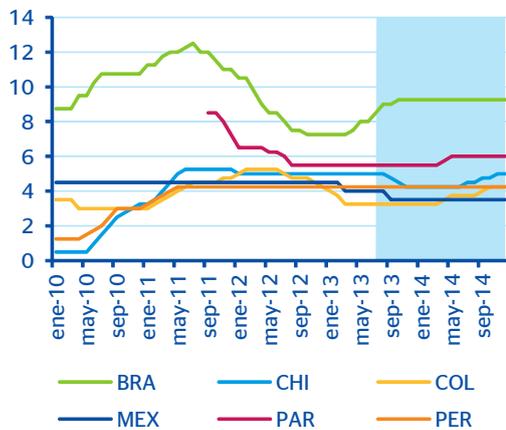
En México, la senda esperada para la inflación y la ausencia de fuertes presiones de demanda hacen probable una relajación monetaria extra en los próximos meses. Sin embargo, una apreciación del peso (o al menos la ausencia de depreciaciones adicionales) parece ser una condición necesaria para una reducción de la tasa de fondeo.

La situación de Brasil difiere de la de los demás países de la región ya que las presiones sobre la inflación – y la fuerte depreciación del real – han estado condicionando un ajuste de la política monetaria (un aumento de 125 puntos en los tipos Selic en lo que va de año), que debe seguir en los próximos meses (hasta que el Selic alcance 9,25%, 75 puntos más que el valor actual). Como en otros países de la región, la depreciación del cambio será fundamental para determinar la magnitud del ajuste venidero. En nuestra opinión, lo más probable es que las presiones sobre el cambio se atenúen y que la moderación de la inflación y la falta de vigor de la demanda interna prevalezcan y dicten el fin del ciclo de endurecimiento monetario en octubre.

En Paraguay no ha habido movimientos de la tasa de política monetaria en el último año ya que la inflación se mantiene bajo control pese a que la actividad sigue boyante. Esperamos que la autoridad monetaria siga manteniendo los tipos de referencia en 5,5% al menos hasta el inicio de 2014. Sin embargo, como en otros países de la región, el sesgo es la baja.

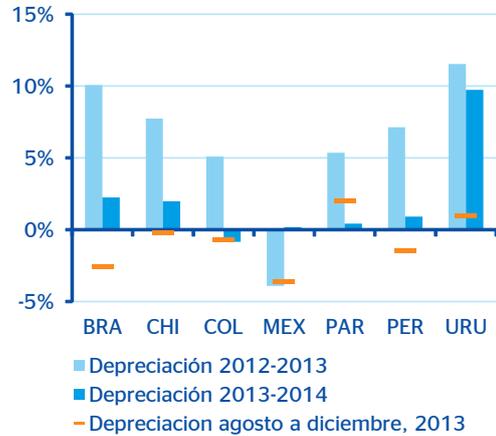
Finalmente, en Uruguay anunció un cambio de instrumento de política monetaria: el abandono de la fijación de los tipos de interés por el seguimiento de agregados monetarios. Este cambio se percibe como un reconocimiento de la falta de eficacia de la tasa de política monetaria como instrumento para ubicar la inflación dentro del rango objetivo. El sesgo moderadamente restrictivo anunciado por la autoridad monetaria no ha tenido aún un impacto significativo sobre las expectativas de inflación.

Gráfico 38  
Países Latam con objetivo de inflación:  
tipo de interés oficial (%)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 39  
Depreciación del tipo de cambio (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## La depreciación del tipo de cambio también contribuirá a unas condiciones monetarias más laxas

Desde el discurso del presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, a finales de mayo las monedas de la región se han depreciado en prácticamente todos los países, especialmente en Uruguay y Brasil (10.0% y 9,5%, respectivamente) y de manera menos acentuada en México (1.6%) y en los andinos (entre el 2,0% y el 5,0%). Como mencionamos anteriormente, la mayor preocupación con la desaceleración de la economía China es otro factor común que ayuda a entender la pérdida de valor reciente de las monedas de los países de América Latina.

Hacia delante, esperamos una leve tendencia a la depreciación de los tipos de cambio (véase el Gráfico 36), aunque no en Brasil (donde esperamos una relativa estabilidad alrededor de los niveles actuales) ni en México (determinada por nivel de partida menos apreciado que otras monedas de la región y el impacto positivo sobre su economía de la recuperación del crecimiento en la segunda mitad del año).

En todo caso, la tendencia al aumento de los tipos de interés a largo plazo en EEUU (que contrasta con la postura algo más laxa en la mayor parte de los países de América Latina), una mayor aversión al riesgo que la observada a inicios de año y el empeoramiento de los saldos externos deben crear presiones en dirección a monedas menos fuertes en América Latina. Con todo, no esperamos depreciaciones bruscas, especialmente en la medida que algunos bancos centrales de la región seguirán interviniendo para moderar la volatilidad y la velocidad de las mismas, como en el caso de Perú, Uruguay y Brasil y, en menor medida, Colombia.

## 7. Tablas

Cuadro 1  
PIB (% a/a)

	2011	2012	2013*	2014*
Argentina	8,8	1,9	3,0	2,8
Brasil	2,7	0,9	2,3	2,9
Chile	5,9	5,6	4,2	4,4
Colombia	6,7	4,0	4,1	4,7
México	3,9	3,9	2,7	3,2
Panamá	10,8	10,7	7,5	7,0
Paraguay	4,3	-1,2	11,6	4,0
Perú	6,9	6,3	5,8	5,8
Uruguay	6,5	3,9	3,7	3,9
América Latina	4,4	2,9	2,7	3,2

\*Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 2  
Inflación (% a/a, promedio)

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

\*Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

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

	2011	2012	2013*	2014*
Argentina	4,13	4,55	5,43	6,64
Brasil	1,68	1,96	2,15	2,25
Chile	484	486	493	519
Colombia	1.848	1.798	1.860	1.868
México	12,48	13,15	12,58	12,25
Panamá	1,00	1,00	1,00	1,00
Paraguay	4.188	4.417	4.318	4.515
Perú	2,75	2,64	2,70	2,75
Uruguay	19,23	20,23	20,22	22,62

\*Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 4

**Tipos de interés (% promedio)**

	2011	2012	2013*	2014*
Argentina	13,34	13,85	16,47	17,34
Brasil	11,71	8,46	8,29	9,25
Chile	4,75	5,00	4,81	4,50
Colombia	4,10	4,94	3,35	3,75
México	4,50	4,50	3,92	3,50
Panamá	1,86	1,51	1,54	2,25
Paraguay	8,49	6,00	5,50	5,85
Perú	4,04	4,25	4,25	4,25
Uruguay	7,69	8,81	9,25	n.d.

\*Previsiones.

Fuente: BBVA Researchs

Cuadro 5

**Cuenta Corriente (% PIB)**

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

\*Previsiones.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6

**Balance Fiscal (% PIB)**

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

\*Previsiones.

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

juan.ruiz@bbva.com

**Enestor Dos Santos**

enestor.dossantos@bbva.com

**Cecilia Posadas**

c.posadas@bbva.com

**Miguel Poblete**

miguel.poblete.contractor@bbva.com

**Jaime Costero**

jaime.costero@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Chile

**Jorge Selaive**

jselaive@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

México

**Carlos Serrano**

carlos.serranoh@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**

hperea@bbva.com

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo.lopez@bbva.com

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.com

**BBVA Research***Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

México

**Carlos Serrano**

carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación Latam

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Chile

**Jorge Selaive**

jselaive@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**

hperea@bbva.com

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo.lopez@bbva.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**

clara.barrabes@bbva.com

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

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

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

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

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

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

**www.bbvaresearch.com**