

Situación Latinoamérica

Segundo Trimestre 2014
Análisis Económico

- **Latam crecerá 2,3% en 2014 y 2,5% en 2015**, marcada por la desaceleración de China, los menores precios de las materias primas y el *tapering* de la Fed. La Alianza del Pacífico crecerá cerca del 4% ambos años.
- **Los déficits exteriores se mantienen altos**, pero empezarán a flexionar a la baja en 2014. **La perspectiva fiscal empeora** con la desaceleración de la demanda interna. Pero ambos déficits siguen siendo, en general, manejables.
- **Los tipos de cambio en la región se depreciarán en 2014 y 2015** con intensidades muy diferentes.
- **Una desaceleración en China mayor a la anticipada tendría un impacto negativo sustancial en América del Sur.** Los países andinos cuentan con los mayores amortiguadores frente a este escenario.

Índice

1. Resumen	3
2. Escenario global marcado por la desaceleración china y el <i>tapering</i> de la Fed	6
Recuadro 1. La desaceleración de China pesa sobre el precio de las materias primas	9
3. En América Latina, los mercados se olvidan (temporalmente) del <i>tapering</i>	12
4. América Latina crecerá 2,3% y 2,5% en 2014 y 2015, por debajo de su potencial	16
Recuadro 2. Precios de la vivienda en América Latina: fuerte dinamismo, pero sin riesgos significativos.	22
5. Déficits exteriores elevados en Latam, pero flexionan a la baja a partir de 2014	26
6. Depreciación generalizada de los tipos de cambio en 2014 y 2015 y políticas monetarias heterogéneas	28
7. El riesgo de China para Latam	33
8. Tablas	37

Fecha de cierre: 9 de mayo de 2014

1. Resumen

La recuperación global continúa, pero la mejora se frena con la desaceleración de las economías emergentes. El PIB mundial se acelerará desde el 3% en 2013 al 3,4% en 2014 y 3,8% en 2015. El ciclo global se mantiene robusto a inicios de 2014, por la recuperación sostenida por las economías desarrolladas, que continuará en 2015. Esta recuperación ha compensado la desaceleración en algunas economías emergentes, en particular en China, donde se revisan a la baja las previsiones del crecimiento, que aún se mantendrá por encima del 7% en los próximos años. Los mercados financieros también se han comportado de forma diferenciada según las áreas, pero, en general, se ha observado una recuperación del precio de los activos y de los flujos de capitales en las economías emergentes en los meses de marzo y abril, después de los shocks idiosincráticos sufridos a inicios de 2014.

La mayor desaceleración en China afecta negativamente a los precios de las materias primas, especialmente a los metales industriales. Así, esperamos que se intensifique la corrección a la baja de los precios del cobre hacia su equilibrio de largo plazo, al tiempo que se mantendría el precio del petróleo alrededor de los niveles actuales, apoyado por los elevados costes de producción. Por su parte, la soja vería un aumento de precio a corto plazo, antes de converger a su precio de largo plazo, que no sufre variaciones.

La recuperación de los mercados financieros en marzo y abril también se produjo en América Latina. Los precios de los principales activos, como las bolsas, los diferenciales soberanos y los tipos de cambio se recuperaron después de la fuerte corrección observada a inicios de año, aunque el repunte reciente no ha compensado completamente las pérdidas acumuladas desde mayo de 2013, cuando se empezaron a descontar los efectos del endurecimiento monetario por parte de la Fed. Hacia delante, la evolución de los mercados en la región estará marcada tanto por las posibles sorpresas en el ritmo de retirada de los estímulos monetarios en EEUU, como también por la evolución del crecimiento en China, sin dejar de lado los factores idiosincráticos.

La demanda interna en la región se ha debilitado en los últimos trimestres, especialmente por la desaceleración de la inversión. En muchos casos, esta desaceleración de la inversión está asociada a la maduración del ciclo de inversión en grandes proyectos en sectores de exportación (Chile, Perú, Uruguay), pero también ha contribuido la desaceleración en sectores como el de la construcción en México o retrasos en la ejecución de la inversión pública en Chile o Paraguay.

América Latina crecerá 2,3% y 2,5% en 2014 y 2015, ritmo similar al de 2013. Estas tasas de crecimiento se mantienen por debajo del potencial de la región, estimado en alrededor de 3,5%, crecimiento al que esperamos que la región vaya convergiendo gradualmente. El dinamismo de la región irá aumentando gradualmente apoyado en el aumento del crecimiento mundial y en la recuperación cíclica de la demanda interna. Estas tasas de crecimiento representan una disminución de nuestras previsiones de alrededor de 3 décimas respecto a hace tres meses, especialmente por un crecimiento menor al esperado en el cuarto trimestre de 2013 y en los primeros meses de 2014, así como por un panorama externo y doméstico menos dinámico que el previsto en febrero.

Los países de la Alianza del Pacífico seguirán siendo los más dinámicos de la región, creciendo muy por encima del promedio de América Latina en 2014 y 2015. En particular, los países de la Alianza del Pacífico crecerán 3,8% en 2014 y 3,7% en 2015, más del doble del crecimiento promedio esperado en Mercosur (1,1% y 1,5%, respectivamente). Seguirán siendo Paraguay, Perú y Colombia los países que más crecerán en los próximos dos años. En particular, Paraguay crecerá 5,3% en 2014, seguido por Perú (5,2%) y Colombia (4,7%). En 2014, México –y, en menor medida, Colombia– destacarán por el aumento del crecimiento respecto al año pasado. En el primer caso, el mayor dinamismo se producirá a medida que el sector industrial de EE. UU. se recupere, aumente el gasto público y se supere el bache que aquejó al sector de la construcción en 2013, mientras que en Colombia se va afianzando el

consumo. El crecimiento en Brasil seguirá siendo muy moderado en 2014 y 2015, lastrado por sus problemas estructurales y por el endurecimiento en marcha de la política monetaria.

Empeoran las perspectivas sobre los saldos fiscales en la región, por una demanda interna menos boyante y menores precios de las materias primas. Con todo, los déficits fiscales se mantienen en niveles sostenibles y deberían mejorar a medida que vaya mejorando el ciclo y, con él, la demanda interna.

Por otro lado, los precios de la vivienda en la región siguen mostrando un fuerte dinamismo, pero no presentan riesgos de una significativa sobrevaloración, salvo en el caso de Brasil. Tanto las ratios de precios de la vivienda por renta disponible como por nivel de los alquileres apuntarían a una sobrevaloración en el caso de Brasil y, en menor medida, en Colombia y Perú. Con todo, al complementar estos indicadores con otros relacionados con la evolución de la oferta y la demanda de vivienda, se puede concluir que el aumento de los precios no estaría muy alejado de los fundamentales, por lo que no se esperaría un ajuste brusco de los precios. Pero, incluso en el caso de un ajuste de precios, el contagio a otros sectores estaría muy limitado, por el pequeño peso de la cartera hipotecaria en el sistema financiero.

Por el lado externo, los déficits por cuenta corriente empezarán a disminuir en la región a partir de 2014, a pesar de unos menores términos de intercambio y de un crecimiento más moderado en China. A esta disminución de los déficits contribuirá tanto el aumento del crecimiento mundial como la moderación de la demanda interna en la mayor parte de países de la región. A pesar de déficits exteriores abultados en algunos países (especialmente en Perú y Uruguay), la vulnerabilidad exterior se mantiene acotada, dada una financiación exterior relativamente estable —a través de inversión directa— y unos stocks de reservas internacionales que son, en la mayor parte de los casos, adecuados.

La inflación convergerá a los objetivos de los bancos centrales a finales de 2014, con la excepción de Uruguay y, en menor medida, Brasil, donde se mantendrá elevada. La inflación en la región se ha visto impulsada a inicios de año por shocks a los precios de los alimentos y por el efecto de la depreciación del tipo de cambio. Con todo, este impulso adicional sobre la inflación se tenderá a revertir hacia el final de 2014 y desaparecerá en 2015.

Se producirá una pausa monetaria en la región en lo que resta de 2014, excepto en Colombia y Chile, al tiempo que tendrá lugar un endurecimiento monetario en la región en 2015, en sintonía con la Fed, pero también por factores domésticos. La heterogeneidad de la política monetaria de los países de la región con objetivos de inflación estará condicionada en lo que resta de 2014 por las presiones sobre la inflación —muy importantes aún en el caso de Brasil y Uruguay— y por la diferente posición cíclica de los países: en la fase ascendente en Colombia y, en menor medida, en México, frente a una desaceleración de la actividad en el resto de la región. Así, seguimos anticipando recortes en los tipos de interés en Chile mientras que en Colombia continuarán los aumentos de tipos de interés ya iniciados en abril. En el resto de países esperamos estabilidad de los tipos de interés en lo que resta del año. Ya en 2015, el inicio del aumento de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal será un factor adicional —junto al mantenimiento de las presiones sobre la inflación en Brasil y Uruguay, y a la recuperación cíclica en el resto de las economías— que determinará un aumento generalizado de los tipos de interés en la región.

Los tipos de cambio de la región se depreciarán en 2014 y 2015, con intensidades muy heterogéneas, presionados por la menor liquidez global y por menores precios de las materias primas. La intensidad de esa depreciación será mayor en aquellos países con (i) presiones inflacionarias más elevadas (Brasil, Uruguay); (ii) mayor exposición a la caída del precio de las materias primas (Chile y Perú); (iii) menor exposición a la recuperación cíclica en EE. UU. (América del Sur en general, con la excepción de Colombia); (iv) mayor voluntad del banco central de no intervenir en el mercado cambiario (Chile) y (v) mayores déficits exteriores (Perú, Uruguay). De este modo, estimamos que las mayores depreciaciones

cambiarías en lo que resta de este año y en 2015 se producirían en Brasil y Uruguay y serán muy moderadas en el resto de países con tipo de cambio flexible.

Un poco probable escenario de desaceleración brusca en China tendría un efecto negativo sustancial en América del Sur. Este *shock* afectaría a América del Sur a través de (i) una reducción de su demanda exterior; (ii) una reducción del precio de las principales materias primas de exportación; y (iii) un impacto negativo sobre la confianza de familias y empresas en América Latina. Estos canales operarían especialmente para los países de América del Sur y escasamente en el caso de México.

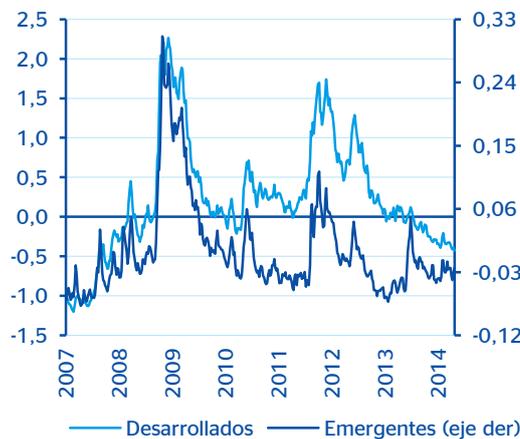
El impacto de este hipotético *shock* sería amortiguado mejor por los países andinos. A pesar de estar fuertemente expuestos a China, cuentan con el mayor espacio en la región para implementar políticas económicas contracíclicas que aminoren el impacto de este escenario.

2. Escenario global marcado por la desaceleración china y el *tapering* de la Fed

La recuperación global continúa, pero la mejora se frena con la desaceleración en las economías emergentes

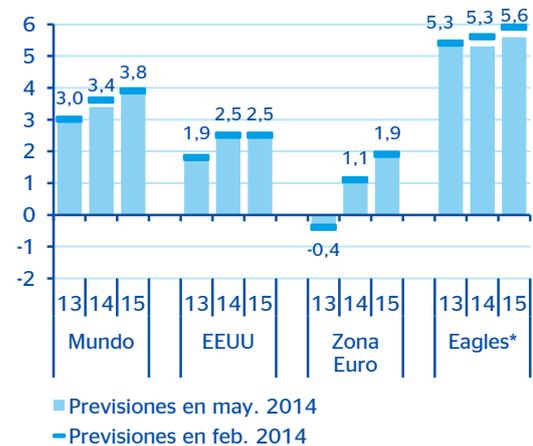
El ciclo económico global se mantiene robusto al inicio de 2014. Según nuestras estimaciones, durante el primer trimestre del año el PIB global se habría acelerado muy levemente hasta niveles cercanos al 0,8% trimestral y esperamos que se mantenga a este mismo ritmo durante la primera parte del año. Detrás de esta senda de recuperación global sostenida se encuentra la mejora cíclica experimentada por las economías avanzadas, que ha compensado la desaceleración de algunas economías emergentes en Asia y Latinoamérica. Del mismo modo, los mercados financieros se han comportado de manera diferenciada en los últimos meses en ambas áreas y, dentro de ellas, con mayor diferenciación entre economías emergentes. Los flujos de capitales, precios de los activos, tasas de interés e indicadores de tensiones financieras se han movido, fundamentalmente, al ritmo de las perspectivas sobre las subidas de tipos en EE. UU. y, en el caso de las economías emergentes, de acuerdo con las expectativas sobre la intensidad de la desaceleración en China y con factores idiosincráticos. De este modo, en los últimos meses, y en especial en marzo y abril, se ha observado una recuperación de los precios de los activos en las economías emergentes y una reducción de las tensiones financieras que aumentaron levemente al inicio de 2014 (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1
Índice de tensiones financieras de BBVA Research en países desarrollados y emergentes



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Previsiones de crecimiento del PIB (%)



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

En resumen, nuestra valoración del escenario global registra un sesgo bajista respecto a la que hacíamos hace tres meses, lo que se refleja en los ajustes en nuestras previsiones. Tras crecer al 3,0% en 2013, el PIB global volverá a acelerarse en 2014 y 2015 en torno al 3,4% y al 3,8%, respectivamente (Gráfico 2.2), cifras que muestran tanto las variaciones en las expectativas de crecimiento de diversas regiones como la mayor, aunque leve, contribución al crecimiento global por parte de las economías avanzadas. Si bien no se han producido cambios relevantes en EE. UU. o en el área del euro, las presiones a la baja en nuestras

previsiones se han materializado sobre todo en economías emergentes, tanto en Asia como en Latinoamérica, en 2014 y 2015, al hilo de las preocupaciones por la ralentización de la economía china. En este sentido, continúan existiendo riesgos bajistas de corto y medio plazo sobre la previsión. Algunos factores de impacto global se podrían hacer presentes más intensamente de lo previsto en el escenario base en un horizonte temporal no muy lejano, como el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal, la menor demanda mundial a raíz de la ralentización de la economía china o, a una escala de repercusión macroeconómica menor (todavía), riesgos geopolíticos derivados de Europa del Este.

En las economías desarrolladas, EE.UU. supera el impacto de un invierno inusualmente frío y se consolidan las perspectivas de mejora de la eurozona

El PIB de EE. UU. ha mantenido una senda de crecimiento sostenido a principios de 2014 a pesar del impacto de unas condiciones meteorológicas inusualmente adversas, y el mercado laboral ha ido mejorando. Con ello, la Reserva Federal no ha dudado en implementar la anunciada moderación del ritmo de aumento de su balance. En este sentido, esperamos que el programa de compra de activos de la Fed termine hacia finales de año y que el mercado pueda centrar su atención en un posible cambio de tendencia al alza de la inflación a la hora de anticipar el inicio de las subidas de tipos en un escenario de paulatina aceleración del PIB. Los indicadores de coyuntura apuntan a un inicio de segundo trimestre algo más robusto que el primero, y apoyan el mantenimiento de nuestra previsión de crecimiento de EE. UU. en 2014 en el 2,5%, cifra que se estima también para 2015 (Gráfico 2.2). La previsión tiene riesgos al alza si la mejora en la confianza termina suponiendo impulsos adicionales sobre la inversión y la contratación laboral de las empresas.

Por el lado europeo, nuestros modelos de corto plazo apuntan a un aumento del crecimiento en el primer trimestre de 2014 en el entorno del 0,5% trimestral. Sin embargo, el impulso del sector exterior podría verse moderado en los meses venideros por: i) la apreciación del euro; ii) la menor demanda china; y iii) riesgos geopolíticos si la crisis de Ucrania se mantiene en el tiempo. Con todo, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento para la zona euro en 1,1% en 2014 y 1,9% en 2015 (Gráfico 2.2), ello en un escenario de tensiones financieras contenidas y unas políticas fiscal y monetaria que no supongan frenos al crecimiento.

Finalmente, entre las economías desarrolladas, existe algo más de incertidumbre en las perspectivas de crecimiento de Japón, inmerso en un programa monetario de expansión cuantitativa desde enero de 2013 y de impulsos fiscales para volver a tener inflación y favorecer el consumo y la inversión. Revisamos a la baja nuestra previsión de crecimiento de 2014 en cuatro décimas, hasta el 1,1%, y mantenemos el crecimiento de 2015 en el 1,3%.

En China, la desaceleración a inicios de 2014 llega para quedarse, en un entorno de inflación menor de lo esperada

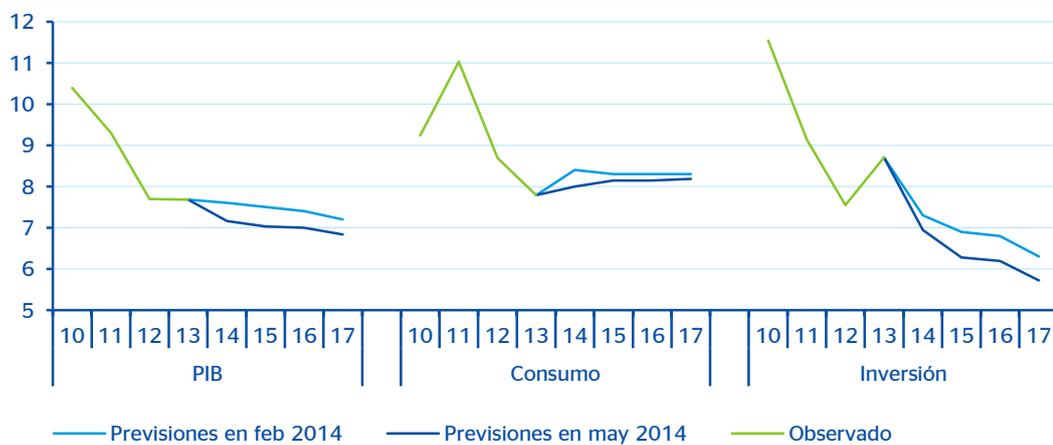
En línea con lo que adelantamos en nuestra última publicación trimestral, las dudas sobre la fortaleza cíclica de la economía china se han materializado con una desaceleración de la actividad durante el primer trimestre de 2014, si bien menor a la anticipada por el consenso de los analistas. Los datos más recientes de indicadores tanto de demanda doméstica como externa muestran la pérdida de inercia cíclica, mayor en inversión que en consumo (Gráfico 2.3), en un entorno de inflación menor de lo esperada. A la vez, las autoridades están empezando a implementar medidas para atajar las vulnerabilidades derivadas de las decisiones de política económica tomadas en los últimos años para sostener el crecimiento en el corto plazo. Estas decisiones han supuesto posponer el desapalancamiento de gobiernos locales y empresas para seguir acumulando proyectos de infraestructura y un exceso de capacidad instalada de dudosa rentabilidad, mientras que las familias ven remunerado el ahorro que financia el proceso a unos tipos de interés reales negativos. Una asignación de recursos ineficiente que ha generado además el desarrollo de sistemas financieros paralelos al más regulado y que puede ser fuente de problemas en el futuro. En este sentido, se están

endureciendo las regulaciones que afectan al sector financiero no bancario, la banca en sombra, o a la protección del medio ambiente.

Con todo, revisamos el crecimiento de China a la baja hasta el 7,2% y el 7,0%, en 2014 y 2015, respectivamente, cerca de medio punto menos de lo esperado hace tres meses (Gráfico 2.3). La importancia creciente de China como fuente de demanda mundial en los últimos años es innegable. Pero también se mantiene la diferenciación entre áreas, con exposiciones más elevadas en el sudeste asiático, algunas economías de Sudamérica o África y, entre los desarrollados, Alemania. Según nuestras estimaciones, el impacto sobre el crecimiento mundial de cada punto de caída del crecimiento chino estaría en torno a cuatro décimas, fundamentalmente como resultado de una menor demanda desde China. En este sentido, cabe destacar también que el ajuste esperado en el escenario de China es acotado, claramente insuficiente para desencadenar episodios de incertidumbre financiera global.

Gráfico 2.3

China: Previsiones de crecimiento (%)



Fuente: BBVA Research

En resumen, dos son los factores de impacto global en el horizonte de previsión: las posibles sorpresas en el proceso de *tapering* de la Fed y el menor crecimiento de la demanda china, con unas repercusiones macroeconómicas claramente diferenciadas entre economías. Como se observó en mayo del año pasado, la súbita percepción por el mercado de la inminencia del endurecimiento monetario de la Reserva Federal con la retirada de estímulos cuantitativos elevó la volatilidad financiera en economías emergentes, aunque con una clara diferenciación, experimentando mayor volatilidad los tipos de cambio de aquellas economías con mayor exposición a la financiación exterior de corto plazo. Por otro lado, también entre las emergentes, son las economías asiáticas las más expuestas a una reducción de la demanda china, además de algún exportador de materias primas en América del Sur. Con todo, surge a partir de aquí un mapa de vulnerabilidades en el que la diferenciación es un factor clave.

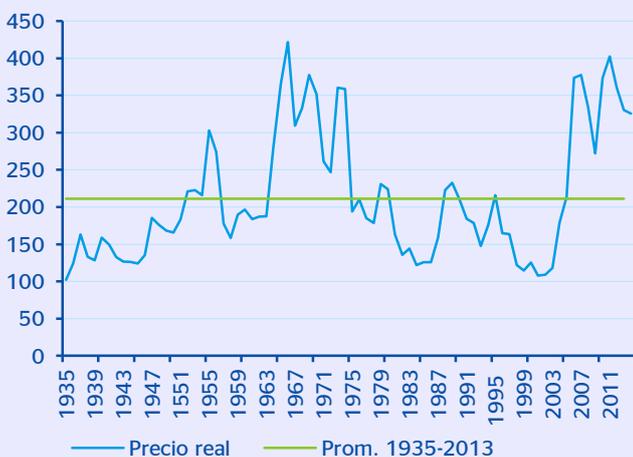
Recuadro 1. La desaceleración de China pesa sobre el precio de las materias primas

La reciente desaceleración del crecimiento en China, que prevemos continuará en los próximos años, influirá negativamente en la demanda externa de América Latina, en especial de los países de América del Sur. Pero también es probable que ejerza una presión a la baja sobre los precios de muchas de las principales materias primas de exportación de la región, en la medida en que China es uno de los principales demandantes mundiales de muchas de ellas. En concreto, prevemos que China crezca 0,4 y 0,5 puntos porcentuales menos en 2014 y 2015, respectivamente, respecto a lo que esperábamos en nuestro escenario central el pasado mes de febrero (ver Gráfico 2.3 en el texto principal). El crecimiento chino, todavía ligeramente superior al 7%, basculará hacia un mayor peso del consumo respecto a la situación actual, mientras que la contribución de la inversión será progresivamente menor, lo cual afecta especialmente a la demanda mundial de metales industriales como el cobre. En este recuadro se analiza en detalle las implicaciones de la desaceleración y la recomposición del crecimiento en China sobre el precio del cobre y el de otras de las principales materias primas exportadas por la región, como el petróleo y la soja.

Cobre: precio con tendencia declinante, pero con soportes por el lado de la oferta en el medio y largo plazo

El llamado "súper ciclo" del precio del cobre comenzó en el año 2004 y llevó el valor del metal marcadamente por encima de su promedio histórico (véase el Gráfico R.1.1). Si bien en los últimos dos años el precio ha descendido, su valor real se mantiene alto desde una perspectiva histórica.

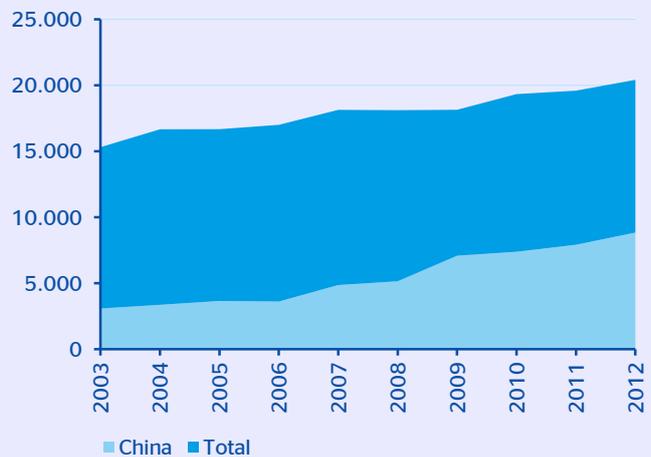
Gráfico R.1.1
Precio real del cobre en 1935-2013
(centavos de dólar por libra)



Fuente: Cochilco y BBVA Research

El origen de este "súper ciclo" ha sido ampliamente debatido, situando a China como el principal determinante. Entre 2003 y 2012, el gigante asiático más que duplicó su participación en el consumo mundial de cobre y pasó de representar el 20% al 43% del total, explicando más del 100% del aumento del consumo mundial en ese período (véase el Gráfico R.1.2). Esta mayor demanda de cobre ha acompañado el crecimiento de la inversión en ese país, con lo que una desaceleración de la misma afectaría a la demanda del metal.

Gráfico R.1.2
Consumo de cobre en China y en el resto del mundo en 2004-2012 (miles de TM de cobre fino)



Fuente: BBVA Research con datos de Cochilco

Los débiles indicadores macroeconómicos de China desencadenaron un rápido descenso del precio del cobre (-8%) en la primera mitad del mes de marzo hasta niveles que no se observaban desde julio de 2010 (véase el Gráfico R.1.3). Aparte de la desaceleración de la inversión y, en menor grado, del consumo en el gigante asiático, las dudas sobre la sostenibilidad del *shadow banking* también afectan negativamente al precio del cobre puesto que el metal ha sido utilizado crecientemente como colateral por algunas empresas para operaciones con el sistema bancario paralelo.

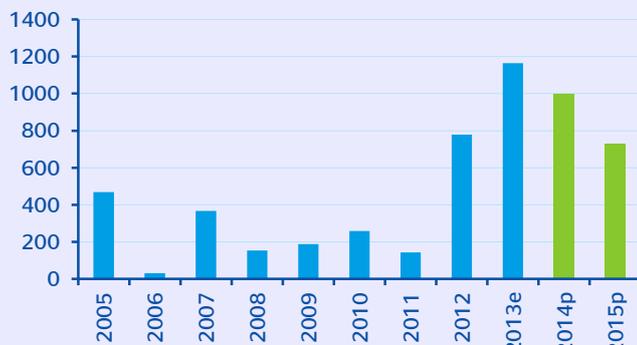
Gráfico R.1.3
Precio del cobre (LME, USD por libra)



Fuente: BBVA Research

Después de varios años de alto precio del cobre, la oferta del metal ha reaccionado y ha contribuido a generar un superávit en el mercado. En el período 2004-2012, el crecimiento promedio del consumo mundial de cobre refinado fue del 3,3%, mientras que el de la producción mundial de cobre de mina fue del 2,5%. Sin embargo, esta tendencia ha cambiado en los últimos años. En 2012 la oferta mundial de cobre de mina aumentó un 4,8% y las estimaciones disponibles indican que en 2013 habría crecido un 6,8% (véase el Gráfico R.1.4). Como consecuencia, entre 2013 y 2015 el mercado de cobre refinado registrará un creciente superávit de oferta sobre la demanda. Entre los años 2018 y 2020, el mercado volvería nuevamente a ser deficitario, debido al desgaste natural que experimentarán algunas operaciones.

Gráfico R.1.4
Aumento de la oferta mundial de cobre de mina (miles de TM de cobre fino)



Fuente: BBVA Research con datos de Cochilco

Así las cosas, a corto plazo esperamos que el precio del cobre converja más rápido de lo anteriormente previsto hacia su valor de equilibrio, estimado en 2,8 dólares por libra, diez centavos más bajo que la

estimación de febrero (véase el Gráfico R.1.3). No obstante, los crecientes costes de producción (véase el Gráfico R.1.5), la capacidad del gobierno chino para adoptar políticas contracíclicas y el surgimiento de nuevos consumidores actúan como soporte del precio y reducen el riesgo de que caiga hasta los niveles anteriores al “súper ciclo” del cobre que comenzó en 2004 (véase el Gráfico R.1.1).

Gráfico R.1.5
Coste de producción de cátodos de cobre (C3) cUS\$ de 2011 por libra

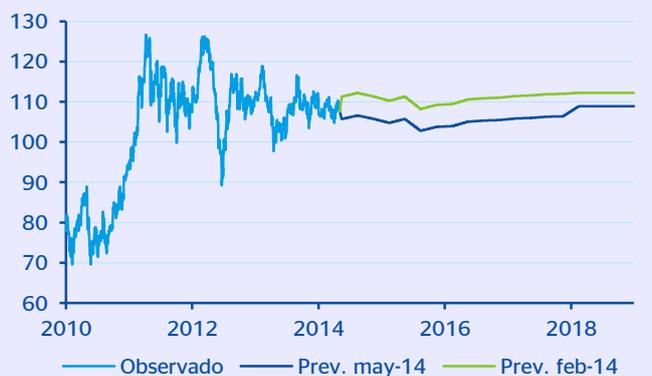


Fuente: BBVA Research con datos de Cochilco

Petróleo: estabilidad de precios en el corto plazo, también con soporte en los elevados costes de producción

El precio del crudo Brent ha permanecido relativamente estable en el primer trimestre del año. Aunque la demanda energética (más fuerte en los países desarrollados y más débil en los emergentes) sigue presionando el mercado, los holgados inventarios que acumula Estados Unidos han regulado posibles fluctuaciones de los precios.

Gráfico R.1.6
Precio del petróleo Brent (USD por barril)



Fuente: BBVA Research

De aquí en adelante, las expectativas de menor crecimiento en China, y la consecuente reducción en la demanda de crudo (el gigante asiático representó el 12% del consumo mundial en 2012), nos llevan a revisar a la baja (un 5%) la senda de precios del petróleo respecto a nuestras previsiones de hace tres meses (véase el Gráfico R.1.6). Esta revisión de los precios es más suave que en el caso del cobre debido a la relativa menor elasticidad del consumo de petróleo respecto a la inversión en China (además, el aumento del consumo también tendría un efecto positivo sobre la demanda de crudo) y porque las tensiones geopolíticas en países productores (principalmente Rusia) presionan los precios al alza.

Además, los elevados costes de producción, especialmente en los yacimientos marginales (*shale oil*), también constituyen un elemento de apoyo a los precios. Cabe recordar que, en el caso del *shale oil*, con mayores costes de producción, la entrada y salida de pequeños productores ante variaciones en el precio es mucho más dinámica en el corto y medio plazo que en el caso de los yacimientos tradicionales, lo que contribuye a que la oferta de crudo se haya vuelto mucho más elástica al precio que hace una década. Por ello, ante una reducción de la demanda de crudo, esperaríamos que el efecto a la baja sobre el precio sea mucho más moderado que hace 10 años, por la salida de los pequeños productores marginales de *shale oil*. Esto también justifica nuestra previsión de precios relativamente estables en el corto plazo y una ligera tendencia alcista a medio plazo que acompañe al aumento de costes marginales de los nuevos proyectos de extracción.

Soja: impulso temporal al alza por la climatología adversa en importantes zonas productoras

La demanda de soja está menos vinculada a la inversión y, por tanto, menos afectada por la progresiva desaceleración en China de este componente del PIB, por lo que no prevemos cambios en el precio de largo plazo de la soja, estimado en 450 dólares por tonelada (véase el Gráfico R.1.7). De hecho, el precio de la soja ha sorprendido al alza en el primer trimestre de 2014 por la menor cosecha en Estados Unidos y la sequía en Brasil, aunque seguimos esperando un importante ajuste a la baja en la segunda mitad del año hacia su precio de largo plazo. Esta caída del precio estará impulsada por la entrada en el mercado hacia final del año de una “súper cosecha” en Estados Unidos.

Gráfico R.1.7
Precio de la soja (USD por tonelada)

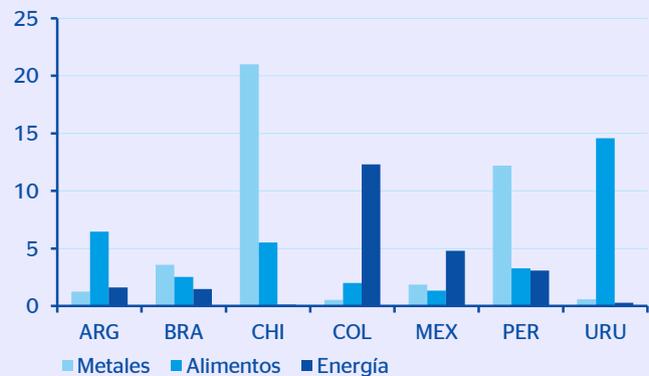


Fuente: BBVA Research

Impacto en América Latina, diferenciado por países, según la composición de sus exportaciones

La desaceleración del crecimiento chino, y su recomposición hacia un mayor peso del consumo en detrimento de la inversión, tendrá un impacto desigual en América del Sur en función de la composición de las exportaciones de cada uno de los países. Las materias primas industriales se verán más afectadas que las asociadas al consumo (alimentos y, en menor medida, petróleo), lo que implica que el impacto directo puede ser mayor en países como Perú y Chile, cuyas exportaciones se concentran en metales industriales, que en Argentina o Uruguay, más centrados en la exportación de alimentos (véase el Gráfico R.1.8).

Gráfico R.1.8
Exportación de materias primas como % del PIB



Fuente: WITS y BBVA Research

3. En América Latina, los mercados se olvidan (temporalmente) del *tapering*

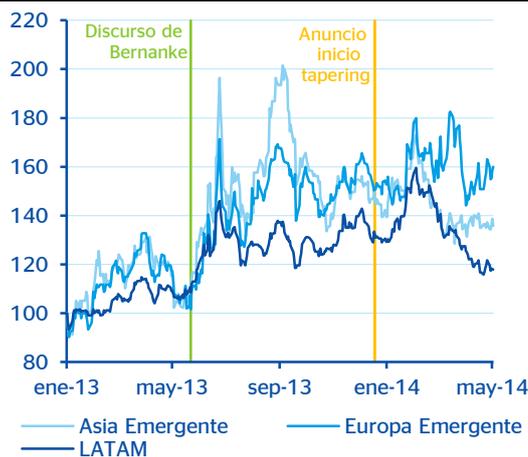
Los precios de los activos se recuperaron de manera generalizada tras la fuerte corrección observada al inicio del año

A pesar de que el proceso de endurecimiento de las condiciones monetarias en Estados Unidos sigue en marcha, en los últimos meses, especialmente a partir de marzo, los mercados financieros latinoamericanos dejaron el pesimismo de lado y pasaron a moverse al alza. Esto refleja, en parte, que el aumento de la volatilidad en los mercados financieros de las economías emergentes en los primeros meses de 2014 fue producto, principalmente, de importantes factores idiosincráticos, y en algunos países estuvo ligado también al deterioro de sus fundamentales (véase, para más detalles, nuestro [Situación Latinoamérica](#) anterior).

La desaceleración de la economía china y la moderación del precio de algunas materias primas importantes para la región tampoco pudieron frenar la recuperación del precio de los activos pese a que ya empiezan a contribuir al menor crecimiento de la actividad económica. En realidad, el desempeño de los mercados financieros locales contrasta en cierto modo con la moderación del crecimiento de la actividad económica (véanse las secciones siguientes sobre el desempeño de la actividad económica en la región).

Asimismo, el diferencial soberano de América Latina, por ejemplo, se redujo aproximadamente 60 puntos básicos desde el final de febrero y 130 puntos desde el pico registrado al inicio de febrero. Se trata de correcciones más significativas que las observadas en otras regiones emergentes (Gráfico 3.1). Los índices bursátiles muestran una dinámica similar: subidas de 13% desde el final de febrero y de 17% desde los valores mínimos registrados al inicio del mismo mes, superiores a las de otras geografías emergentes (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

Dos factores externos ayudaron a este buen comportamiento de los mercados financieros en la región. En primer lugar, la percepción generalizada de que la subida de las tasas de interés en Estados Unidos será muy gradual y no ocurrirá inmediatamente. Segundo, una moderación del crecimiento de la economía china menos intensa de lo esperado por el mercado.

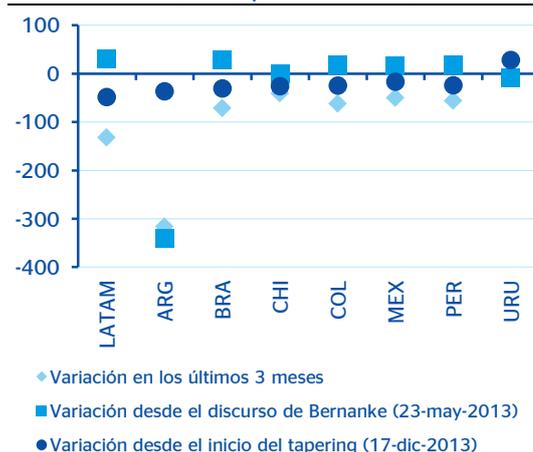
Con todo, hay una serie de factores de índole local que también contribuyeron al repunte registrado en los mercados en los últimos meses. Entre estos factores idiosincráticos destacan,

por ejemplo, algunos ajustes recientes en la política económica en Argentina, incluyendo el logro de mantener el tipo de cambio relativamente estable después de la fuerte depreciación del inicio del año, que fueron relativamente bien recibidos por los mercados. También lo fueron el endurecimiento de las condiciones monetarias y las perspectivas de ajuste de la política económica en Brasil tras las elecciones presidenciales de octubre, incluso a pesar de que Standard & Poors haya rebajado la nota de la deuda soberana del país de BBB a BBB-. Además, los mercados locales reaccionaron positivamente al aumento de la ponderación de Colombia dentro de los índices de renta fija del banco de inversión J.P. Morgan.

Los Gráficos 3.3 y 3.4 muestran que las caídas de los diferenciales soberanos y las subidas de los índices bursátiles en los últimos tres meses han sido, además de significativas, generalizadas entre los principales países de la región.

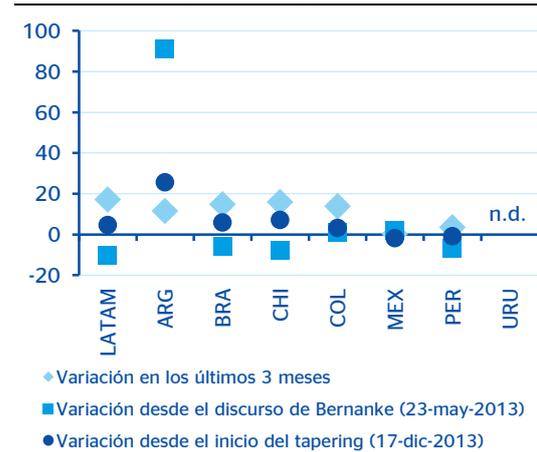
De forma similar, los tipos de cambio de los países latinoamericanos han estado apreciándose en los últimos meses (Gráfico 3.5). En línea con los factores idiosincráticos comentados anteriormente, destacan la apreciación del real brasileño y del peso colombiano, así como la estabilidad del peso argentino tras la fuerte depreciación registrada en enero.

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 %)



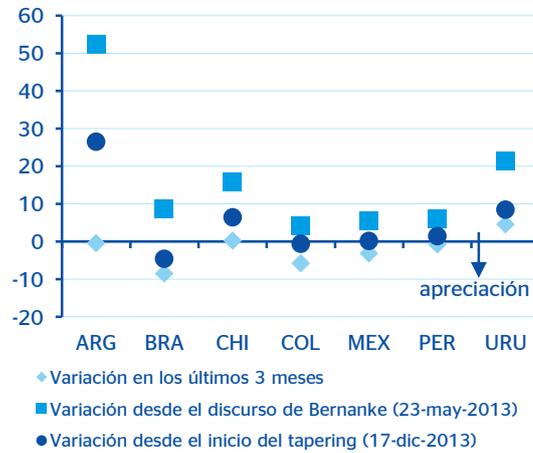
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

La apreciación reciente de la mayoría de las monedas es también el reflejo del debilitamiento del dólar en los mercados globales. Este efecto fue reforzado también en algunos países por el impacto positivo que una depreciación de la moneda norteamericana tuvo sobre los precios de las materias primas. Este factor financiero ayuda a entender la reciente recuperación de los índices de materias primas, como el índice CRB y sus subíndices (Gráfico 3.6). En todo caso, pese a este impacto financiero positivo, algunas materias primas importantes para la región se han visto afectadas por la moderación del crecimiento en China (véase el Recuadro 1).

El repunte de los precios de los activos latinoamericanos se benefició de flujos de cartera más favorables hacia emergentes, algo que es percibido no solo en las estadísticas de flujos de cartera globales, sino también en indicadores locales como, por ejemplo, los datos de la cuenta financiera de las balanzas de pagos y de tenencia de bonos soberanos por no-residentes (Gráficos 3.7 y 3.8).

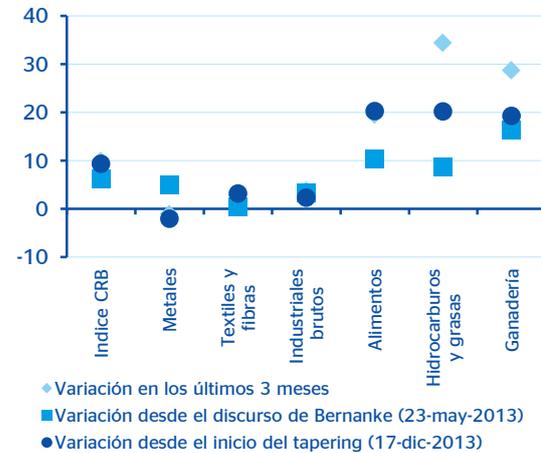
Con todo, el aumento de los precios de los activos financieros de la región en los últimos meses es proporcional a la caída observada desde el anuncio del inicio del *tapering* el 17 de diciembre hasta el mes de febrero. Así, de manera general, tras el repunte reciente, los precios de los activos no están en niveles muy distintos de los registrados inmediatamente antes del inicio del endurecimiento monetario de la Fed, como ilustran los gráficos anteriores.

Gráfico 3.5
Evolución de los tipos de cambio en América Latina (variación %)



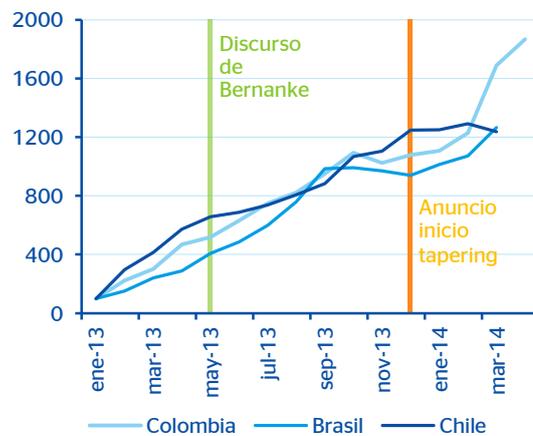
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 3.6
Evolución de los precios de las materias primas (variación %)



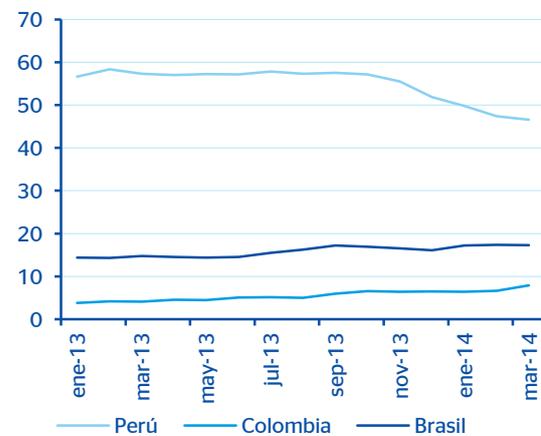
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

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 no-residentes (% del total)



Fuente: estadísticas nacionales y BBVA Research

El repunte reciente no compensa completamente las pérdidas acumuladas desde mayo del año pasado, cuando se empezaron a descontar los efectos del endurecimiento monetario de la Fed

El tono optimista de los mercados en los últimos meses ha permitido que en general se hayan borrado las pérdidas observadas al final de 2013 e inicio de 2014, pero no las caídas acumuladas desde mayo de 2013 cuando el antiguo presidente de la Fed, Ben Bernanke, comentó la intención de la autoridad monetaria de iniciar el retiro de los estímulos introducidos desde la crisis del 2008.

Más concretamente, el Gráfico 3.3 muestra que el diferencial soberano de la mayoría de los países sigue por encima del nivel registrado inmediatamente antes del momento en que los mercados empezaron a reaccionar frente a la amenaza del *tapering* en mayo de 2013. De manera similar, los Gráficos 3.4 y 3.5 revelan que en general las cotizaciones bursátiles y los

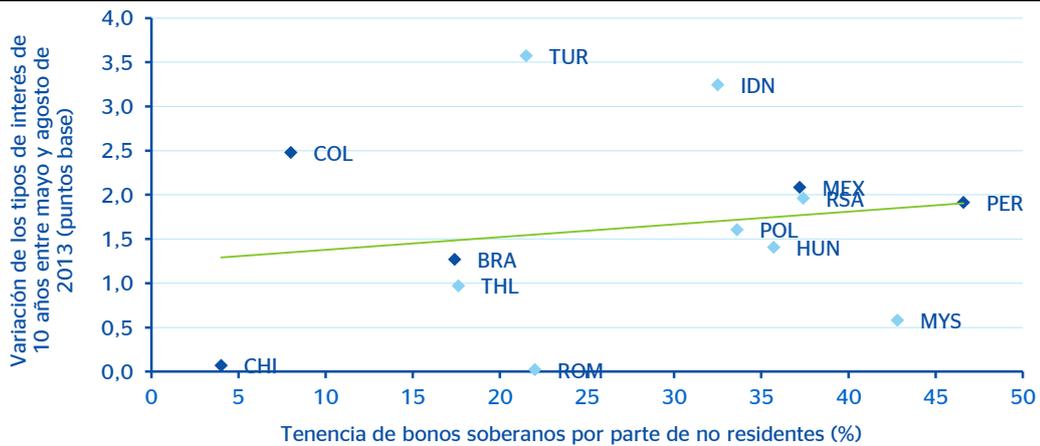
tipos de cambio no recuperaron los niveles registrados al inicio de mayo de 2013, a pesar de la dinámica positiva del precio de las materias primas (Gráfico 3.6). La principal excepción es Argentina, donde el diferencial soberano y las cotizaciones bursátiles han reaccionado a las nuevas medidas de política cambiaria, monetaria y fiscal implementadas o anunciadas desde el inicio de este año.

Asimismo, los Gráficos 3.3, 3.4 y 3.5 muestran que el grado de heterogeneidad entre las variaciones de precios de los activos de los principales países de la región es mucho mayor en el período acumulado desde el discurso de Bernanke que desde el inicio del *tapering* en diciembre del año pasado. En nuestra opinión, esta mayor heterogeneidad refleja que en el medio y largo plazo la discriminación que los mercados financieros hacen de acuerdo con los fundamentales e idiosincrasias de cada país tiende a predominar. Además, la estructura de los mercados locales puede condicionar la magnitud y la velocidad de ajuste. En concreto, el ajuste tiende a ser más fuerte en países donde la participación extranjera en los mercados locales es más alta (Gráfico 3.9).

Hacia adelante, esperamos que las posibles sorpresas en el proceso de endurecimiento de la política monetaria de la Fed y el menor crecimiento de China condicionen la evolución de los mercados financieros globales, aunque de manera diferenciada, de acuerdo con la exposición de cada país a cada uno de estos factores globales.

Gráfico 3.9

Tenencia de bonos soberanos por no-residentes y variación de los tipos de interés a 10 años



Fuente: estadísticas nacionales y BBVA Research

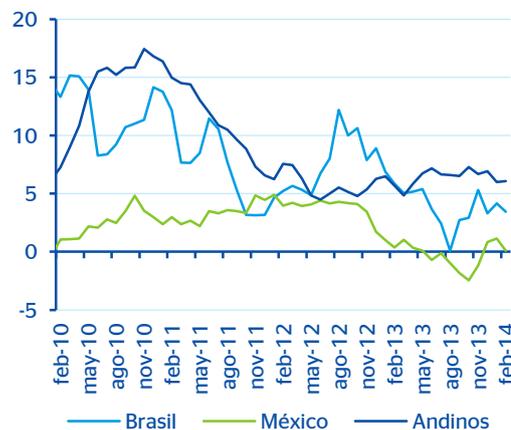
4. América Latina crecerá 2,3% y 2,5% en 2014 y 2015, por debajo de su potencial

La demanda interna se debilita en los últimos trimestres, especialmente por la desaceleración de la inversión

La demanda interna en la región se moderó durante el primer trimestre de este año y los primeros meses del segundo trimestre. A esta moderación contribuyeron tanto la desaceleración del consumo (con la excepción de Colombia) como de la inversión, aunque con una intensidad muy heterogénea por países.

En el caso del consumo, la desaceleración estuvo asociada principalmente a una mayor debilidad de los mercados laborales en muchas economías de la región, especialmente en Perú, Chile y México, así como al mantenimiento de una inflación elevada y una política monetaria contractiva en el caso de Brasil y Uruguay. Todo ello se reflejó en una desaceleración de las ventas al por menor (Gráfico 4.1) e indicadores de confianza del consumidor en declive respecto a los de los primeros meses del año (con la excepción de Colombia, ver Gráfico 4.2) si bien aún en terreno de optimismo en la mayoría de los casos. Hacia delante esperamos que el consumo privado continuará moderándose, producto de una cierta debilidad de los mercados laborales. Esto impactará negativamente sobre la masa salarial, tanto por el deterioro en términos de ingresos reales como de empleo.

Gráfico 4.1
Latam: Ventas al por menor (% a/a)*



*En base a precios constantes.
Fuente: Bloomberg y BBVA Recerca

Gráfico 4.2
Indicadores de confianza: consumidor y empresarial



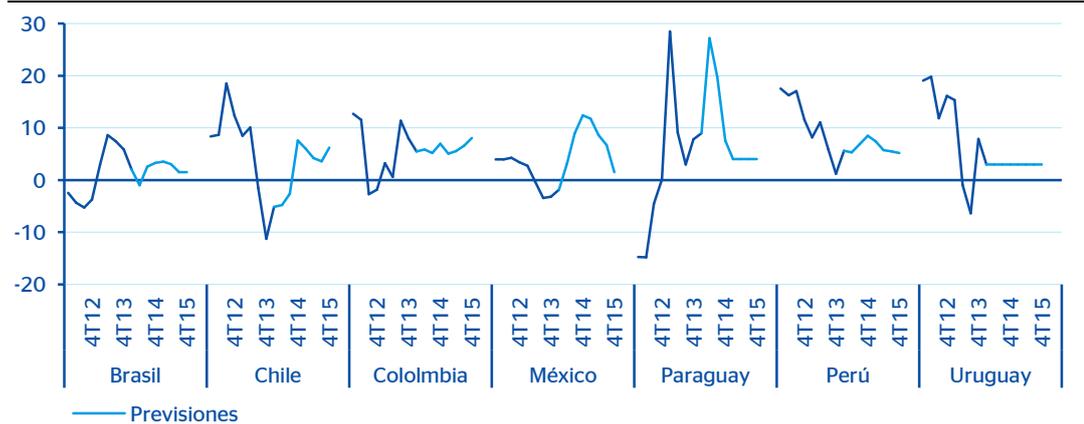
Fuente BBVA Research

Como apuntamos antes, la principal excepción a la tendencia decreciente del consumo es y será Colombia, que se mantiene en la fase ascendente del ciclo, en cierta medida desfasada del resto de la región. Cabe recordar que la mayor parte de la sorpresa positiva en 2013 vino por revisiones en datos anteriormente publicados, particularmente de consumo privado y exportaciones. Los datos de comercio hasta febrero continúan mostrando crecimientos intensos (del orden de 6,6% a/a en el primer bimestre del año), el mercado laboral se está fortaleciendo y el indicador de confianza de los consumidores se mantiene apuntando a la zona de optimismo (Gráfico 4.2).

Por su parte, la inversión ha sufrido una moderación sustancial y generalizada en los últimos trimestres en la región, asociada, en muchos casos, a la maduración del ciclo de inversión en grandes proyectos como por ejemplo en el caso de la minería en Chile —y, en menor medida, en Perú— o en el sector del papel en Uruguay. Pero también ha contribuido la desaceleración del sector de la construcción en algunos países, especialmente en el caso de México, así como retrasos en la ejecución de inversión pública en Chile y Paraguay. Todo ello se ha reflejado también en indicadores de confianza del sector empresarial muy moderados o incluso en declive respecto a los observados a inicios de año (Gráfico 4.2).

La desaceleración de la inversión ha sido especialmente importante en Chile, donde la inversión total cayó -12,3% interanual en el último trimestre de 2013, con lo que en el conjunto del año pasado la expansión fue de apenas 0,4% (Gráfico 4.3). Esta caída se vincula principalmente a la menor inversión en maquinaria y equipo aunque también ha sido extensiva a la construcción (sin crecimiento en el 4T13). De la mano de la menor inversión y consumo, las importaciones ya han descendido significativamente, particularmente las de bienes de capital (estrechamente relacionados con la inversión) pero también las de bienes intermedios y de consumo.

Gráfico 4.3
Latam: Inversión (variación % a/a)



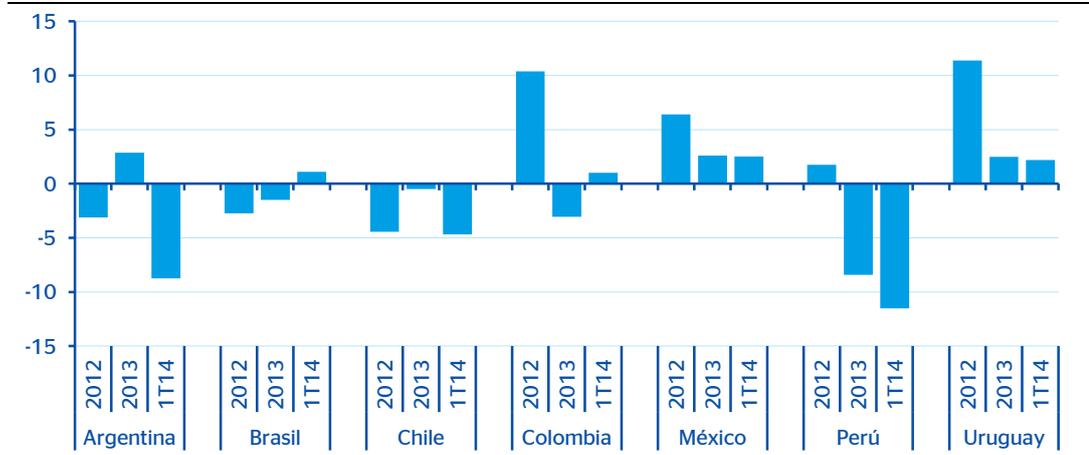
Fuente: BBVA Research

Las exportaciones no terminan de recuperarse

En el primer trimestre del año las exportaciones de los países de la región no han terminado de recuperarse de la desaceleración experimentada desde mediados de 2013 (Gráfico 4.4). Esto se ha debido a la conjunción tanto de una demanda externa débil (especialmente en el caso de Brasil y Uruguay, ligada al mercado de exportación a Argentina) como a algunos problemas por el lado de la oferta en el caso de Colombia (en el sector del carbón y algunas manufacturas) así como en Argentina y Brasil en el sector de hidrocarburos. Por otro lado, el fin de los conflictos laborales en los puertos chilenos y las señales de recuperación de la demanda externa en el caso de Perú y México ayudarían a generar un fuerte repunte de las exportaciones en esos países en los próximos meses.

Apoyadas en parte por la previsión de depreciación del tipo de cambio en la región así como por la consolidación de la recuperación en Estados Unidos y Europa, las perspectivas en las exportaciones son buenas aunque ligeramente menos optimistas que hace tres meses, influidas por el ajuste en la demanda proveniente de China así como por los menores precios de las materias primas de exportación (ver Recuadro 1).

Gráfico 4.4
Exportaciones (variación % a/a en dólares)



Fuente: BBVA Research

América Latina crecerá 2,3% en 2014 y 2,5% en 2015, niveles similares a los de 2013, y por debajo de su potencial

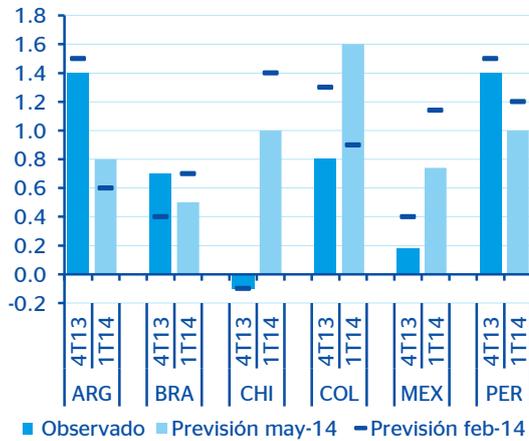
En un contexto de menor dinamismo al esperado por parte de la demanda interna y externa, el crecimiento en el cuarto trimestre sorprendió a la baja de forma generalizada, con la importante excepción de Brasil, aunque por factores temporales. Asimismo, la continuación de esa debilidad hace que revisemos significativamente a la baja nuestras expectativas para el crecimiento en el primer trimestre de este año (Gráfico 4.5), con la importante excepción de Colombia, donde la fortaleza del consumo y del sector de la construcción en el primer trimestre ha sorprendido fuertemente al alza.

Las sorpresas negativas sobre el crecimiento en el primer trimestre y una demanda interna y externa menos robusta a la anticipada hace tres meses nos llevan a una revisión a la baja del crecimiento en América Latina respecto al proyectado en febrero pasado: tres décimas en 2014 y dos en 2015. Estimamos que el crecimiento de la región será de 2,3% en 2014 y 2,5% en 2015, muy similar a lo observado en 2013 (2,4%). Asimismo, seguimos previendo una recuperación que ya se empezaría a producir a lo largo de 2014 de la mano del incremento del crecimiento en las principales economías desarrolladas (que compensaría la desaceleración en China) y por la recuperación cíclica en una serie de economías de la región, notablemente en México y Colombia, pero también en Perú, Paraguay y Chile. Esta recuperación se manifestaría en un aumento del crecimiento en 2015, aunque a menor ritmo que lo que anteriormente pronosticábamos, especialmente lastrado por el bajo crecimiento en Brasil (1,6% en 2015).

Por el lado de la demanda interna, como mencionábamos antes, esperamos un consumo moderado, lastrado en cierta medida por la debilidad del mercado laboral en la mayoría de los países. Por el lado de la inversión, seguirá pesando un entorno de precios de productos de exportación menos favorables y unas menores perspectivas de demanda.

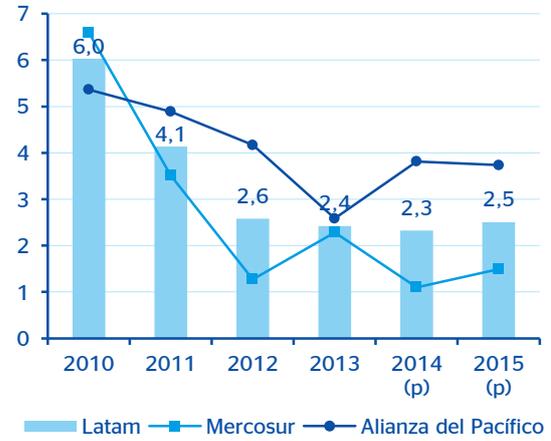
La revisión en las previsiones de crecimiento es particularmente relevante en el caso de Chile, Brasil y Perú y algo menos significativas en el caso de Argentina y Uruguay. Por su parte, en México, Colombia y Paraguay se mantienen los pronósticos de hace un trimestre. Con todo, el crecimiento para estos años tenderá a estar por debajo del potencial de la región, de alrededor de 3,5%.

Gráfico 4.5
Latam: sorpresas en las previsiones de crecimiento (% t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.6
Crecimiento del PIB: Latam, Mercosur y Alianza del Pacífico (%)



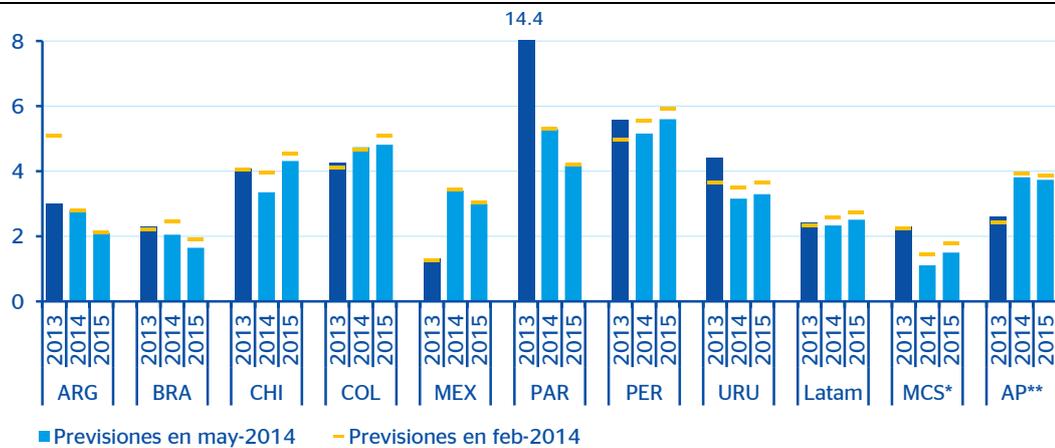
Fuente: BBVA Research

Los países de la Alianza del Pacífico seguirán siendo los más dinámicos, creciendo en promedio cerca del 4% en 2014 y 2015, muy por encima de la región en su conjunto

El crecimiento en la región continuará siendo muy heterogéneo. En 2014 y 2015 el crecimiento promedio de los países de la Alianza del Pacífico, cercano al 4%, más que duplicará al crecimiento del bloque de Mercosur, que será de 1,1% en 2014 y 1,5% en 2015 (Gráfico 4.6). Por países, seguirán siendo Perú, Paraguay, Colombia y Chile los países con mayores crecimientos, especialmente después de la recuperación esperada a finales de 2014 y en 2015 (Gráfico 4.7). Específicamente, Perú crecerá 5,2% en 2014, Paraguay 5,3%, Colombia 4,7% y Chile 3,4%.

Con la excepción de Colombia y México, las perspectivas de crecimiento apuntan a una desaceleración en el año en curso en comparación con 2013 aunque, en la mayoría de los países, seguida por un periodo de recuperación a partir de 2015 (Gráfico 4.7). En el caso de Colombia, el país continuó destacando por el mejor crecimiento en el cuarto trimestre de 2013 y en los indicadores adelantados del primer trimestre de 2014 y por las buenas perspectivas hacia delante, que apoyan mantener la estimación de crecimiento para 2014. Hacia 2015, sin embargo, hemos ajustado a la baja la estimación de crecimiento (desde 5,1% hasta 4,8% a/a), lo que obedece, principalmente, al retraso en el cronograma de ejecución de las obras de infraestructura del Plan vial 4G, programado ahora para el segundo semestre de dicho año. En el caso de México, después de un 2013 decepcionante, los factores que llevaron a que el crecimiento se ralentizara a lo largo del año pasado, tales como como el retraso en la ejecución del gasto público, el desempeño desfavorable del sector de la construcción y la moderación en las exportaciones no petroleras, habrán tendido a corregirse, con lo que el crecimiento para este año (3,4%) será significativamente mejor que el 1,3% de 2013.

Gráfico 4.7
Países Latam: Crecimiento del PIB (%)



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

En el caso de Chile, el factor que más influencia ha tenido para considerar la revisión a la baja en el pronóstico de crecimiento es la menor inversión, particularmente la privada, con un leve crecimiento de la inversión pública, en línea con lo proyectado en la Ley de Presupuesto. Prevemos un aumento paulatino en la inversión a partir de la segunda mitad de 2014 una vez que se disipe la incertidumbre sobre los detalles de la reforma tributaria. Conviene destacar que la inversión pública compensará parcialmente la contracción esperada de la privada en 2014 (entre 2% y 3%) y que la recuperación llevaría a tasas de crecimiento en el entorno del 4% interanual ya en el último trimestre de 2014.

Por su parte, en el caso de Perú el ajuste a la baja de las previsiones de crecimiento está determinado por una expansión más moderada de las exportaciones y de la demanda interna del sector privado, compensada sólo en parte por un incremento de la demanda del sector público. Por el lado de la oferta, el principal ajuste en las previsiones se produce en el sector minero, que, aunque muy dinámico, lo será menos de lo esperado hace tres meses, con algún retraso en la entrada en plena producción de algunos nuevos yacimientos.

En contraste, en Mercosur el crecimiento se verá ensombrecido principalmente por la debilidad del crecimiento en Brasil, al hilo del agotamiento del modelo de crecimiento basado en la expansión del crédito y del consumo. Las peores perspectivas de demanda externa provenientes de China y Argentina y la apreciación reciente del tipo de cambio hacen poco probable un rebote de las exportaciones que compense la debilidad del consumo. Por otro lado, el endurecimiento monetario mayor al previsto hace tres meses y la incertidumbre política y sobre el aprovisionamiento de energía eléctrica también lastrarán la inversión más de lo esperado. Asimismo, seguimos manteniendo la perspectiva de un ajuste imprescindible después de las elecciones, lo que lastraría el crecimiento en 2015 al 1,6%. Por su parte, Argentina también verá una moderación de su crecimiento, por los ajustes de política monetaria y –en menor medida– fiscal. Mientras tanto, en Uruguay el crecimiento se desacelerará por el impacto del menor crecimiento de sus vecinos, la disminución de la inversión tras completarse la planta de celulosa de Montes del Plata y el retraso en el inicio de las operaciones de la misma.

Empeoran las perspectivas sobre los saldos fiscales en la región en 2014, en línea con una demanda interna menos boyante y menores precios esperados para las principales materias primas

La desaceleración de la demanda interna y una perspectiva de menores precios de las principales materias primas incidirán de manera negativa en los ingresos fiscales de la región,

aunque con matices. Por ejemplo, en el caso de Colombia, dado que los ingresos se determinan en buena parte en base a la dinámica de los precios del petróleo el año previo y en términos de dólares, el efecto negativo se aplazará hacia 2015 y será amortiguado por el efecto de la depreciación. En este contexto, si bien se cumplirá con la meta de déficit estructural de 2,3% en 2014, será de forma algo ajustada (Gráfico 4.8).

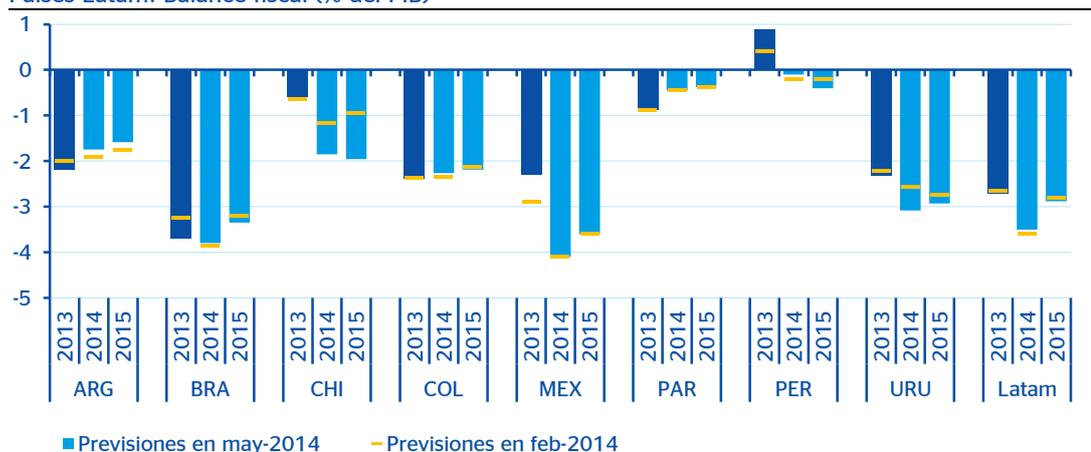
En Chile y Perú la característica común será el aumento en el gasto y en el déficit. En el primer caso, ayudado por la comparación con la subejecución del presupuesto en 2013 y por la financiación de las reconstrucciones después de los desastres naturales. Los ingresos fiscales en Chile estarán afectados por la menor dinámica de la actividad y los menores precios del cobre, pero los ingresos estructurales aumentarán por la mayor inflación y el tipo de cambio más depreciado. Así las cosas, con mayores ingresos estructurales, el nivel de gasto probablemente también será mayor. Por su parte, en Perú los menores precios de los minerales implicarán algún deterioro de los ingresos, al tiempo que se espera una aceleración del gasto, especialmente el de inversión.

La situación contraria ocurrirá en Brasil, donde continuará el deterioro fiscal iniciado en 2010, caracterizado por el empeoramiento en los principales indicadores: deuda bruta del gobierno, deuda neta del sector público, saldo fiscal total y primario. En la presente coyuntura no es probable que la administración actual haga ajustes significativos antes de las elecciones; estimamos que se alcanzará un nuevo mínimo en el superávit primario en 2014 de 1,5% del PIB.

Finalmente, en México la reforma fiscal aprobada a finales del año pasado implicará ingresos tributarios adicionales del orden de 1,0% del PIB, además de los recursos provenientes de un déficit público autorizado del 1,5% este año (desde el 0,4% del PIB en 2013). Se propuso que este déficit se irá reduciendo hasta converger al equilibrio en 2017. Estimamos que el efecto negativo sobre el consumo proveniente de los ajustes fiscales¹ sea compensado con el mayor déficit público, lo que minimizaría el impacto negativo sobre el crecimiento.

Con todo, a pesar del deterioro de las perspectivas fiscales, la región sigue manteniendo déficits manejables y, en la mayoría de países de la región, la sostenibilidad de las cuentas públicas no está en duda.

Gráfico 4.8
Países Latam: Balance fiscal (% del PIB)



Fuente: BBVA Research

1: Los principales ajustes son la homologación del IVA en la frontera, nuevos impuestos en refrescos y alimentos con alto contenido calórico, nuevo impuesto a la gasolina; por otra parte se eliminaron regímenes especiales para empresas y se aplicarán mayores tasas a personas físicas con altos ingresos.

Recuadro 2. Precios de la vivienda en América Latina: fuerte dinamismo, pero sin riesgos significativos

Como ya alertaba el FMI en 2011 los precios de la vivienda en términos reales en América Latina vienen creciendo a un promedio de 10% anual desde 2005², significativamente por encima de décadas anteriores³. ¿Por qué puede preocupar un incremento del precio de la vivienda a este ritmo? El crecimiento en el precio de un activo puede representar un problema cuando dicho crecimiento va más allá del justificado por los fundamentales de la oferta y la demanda y se sostiene simplemente por la expectativa de precios más elevados en el futuro. Cabe recordar que fuertes caídas en el precio de la vivienda están usualmente asociadas con pérdidas en producción y en nivel de vida el doble de intensas y duraderas que las asociadas, por ejemplo, a correcciones del mercado bursátil⁴. En este recuadro se analiza la evolución reciente de los precios de la vivienda en los principales países de América Latina, por si existen indicios de un problema potencial derivado del mercado inmobiliario.

Identificación de la sobrevaloración en el mercado inmobiliario

Es muy difícil poder discernir si existe una burbuja en el precio de un activo, y el mercado inmobiliario no es la excepción. Sin embargo, existen indicadores que pueden dar indicios sobre una posible sobrevaloración del precio de la vivienda respecto a los fundamentales de la oferta y la demanda. Uno de ellos es la comparación frente a ciclos de precios anteriores para detectar subidas "excesivas"⁵. Para países industrializados se han identificado ciclos en precios de vivienda con datos disponibles desde 1970. Desafortunadamente, no existen series de precios de vivienda tan largas en el caso de Latinoamérica como para tener varios ciclos. En cualquier caso, fuertes incrementos de precios de la vivienda como los mencionados anteriormente para América Latina son condición necesaria pero no suficiente para la existencia de una burbuja, pues pueden estar justificados por la evolución de los fundamentales de oferta y demanda. Son necesarios indicadores adicionales que relacionen el precio de la vivienda con sus fundamentales para sustentar cualquier afirmación sobre la existencia de una burbuja.

Entre estos indicadores adicionales sobresalen dos: el que mide la accesibilidad de la vivienda y la comparación del precio de la vivienda con el del alquiler. Dentro de los indicadores de accesibilidad, la medida más usada es el ratio de precio de la vivienda al ingreso

familiar, pues una ratio más elevada implica un mayor esfuerzo por parte de las familias para acceder a una vivienda, lo que reduciría la demanda y llevaría finalmente a una presión a la baja sobre su precio.

Por otra parte, al utilizar como indicador adicional la relación entre precio de venta y de alquiler se parte de la base de que el alquiler representa el beneficio implícito de poseer un inmueble, de la misma forma que el dividendo es el beneficio de poseer una acción. El alquiler de una vivienda suele estar más ligado a factores de mercado, por lo que un aumento excesivo del ratio del precio de venta respecto al alquiler (teniendo en cuenta impuestos, gastos de mantenimiento y otros costes) indicaría que el beneficio de un activo inmobiliario para sus dueños es bajo en relación a otros activos y, por tanto, difícilmente se pueda sostener hacia delante. Para que el beneficio de tener un activo inmobiliario aumente a un nivel comparable al de otros activos, su precio tenderá a ajustarse a la baja.

Para el caso de Latinoamérica, las métricas disponibles entre las señaladas arriba apuntan a ratios relativamente reducidos frente a otros bloques de países, con la excepción de Brasil. En particular, entre los indicadores de accesibilidad, la mediana del ratio de precio a ingreso en América Latina se ubica por debajo de países desarrollados de Europa, otros emergentes y asiáticos (ver Gráfico R.2.1)⁶. Considerando únicamente los países de la Alianza del Pacífico, el tiempo que tarda una familia promedio en completar el pago de una vivienda es ligeramente mayor en Colombia y muy similar en Chile, Perú y México.

Por supuesto, la comparación internacional de medidas de accesibilidad a la vivienda deja de lado factores idiosincráticos que pueden explicar las diferencias mencionadas anteriormente, como por ejemplo el diferente grado de acceso al crédito hipotecario (mayor en países desarrollados o en Europa emergente) o el ritmo de crecimiento demográfico. Por ello, otra dimensión importante es detectar tendencias crecientes de los indicadores de accesibilidad o desviaciones sustanciales respecto a las medias históricas que puedan dar pie a preocupaciones sobre la sobrevaloración de los mercados inmobiliarios. Con el límite que impone la escasa historia de datos en América Latina, la ratio de accesibilidad en 2013

2: El crecimiento promedio de los precios de la vivienda en los países de la Alianza del Pacífico entre 2011 y 2013 es precisamente, 10%.

3: FMI, Perspectivas Económicas. Las Américas: atentos al sobrecalentamiento. Abril 2011 pgs 39-44.

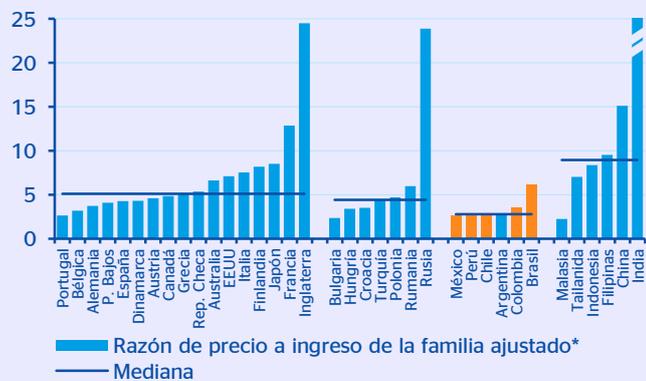
4: FMI, World Economic Outlook 2003, capítulo 2: When Bubbles Burst.

5: IMF, WEO (2013).

6: Datos basados en Global Property Guide y United Nations statistical division, precios ajustados por PPP y tamaño promedio de la familia. Se considera la mediana en vez de la media para evitar valores extremos, particularmente relevantes en Europa, emergentes europeos y Asia. En el caso de países asiáticos esto es particularmente relevante, ya que la mediana es 9 y la media 14, influido por India. En Latinoamérica media y mediana son 2.8 y 3.5 años, respectivamente.

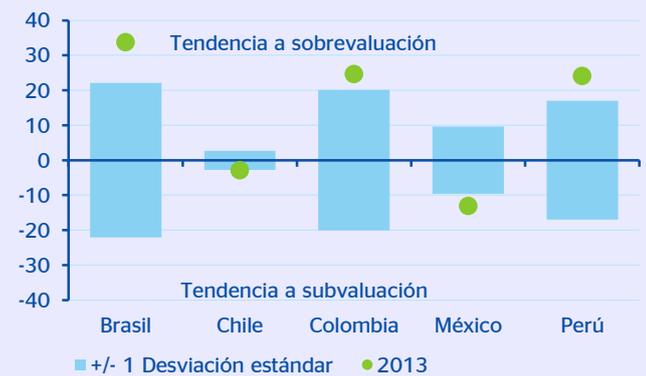
estaba especialmente por encima del promedio histórico en Brasil y, en bastante menor medida, en Colombia y Perú, mientras que en Chile y México se encuentra incluso por debajo de sus promedios históricos (Gráfico R.2.2). Con todo, hay que recordar que, salvo en el caso de Brasil, la tendencia a la reducción de las tasas de interés de largo plazo en la región favorecería un aumento de la ratio de precio a ingreso al hacer financieramente más accesibles viviendas de mayor valor, incluso cuando el tamaño del mercado hipotecario es relativamente reducido en la región (ver más adelante).

Gráfico R.2.1
Razón precio a ingreso



* Ajustado por PPP y tamaño promedio de la familia en cada país.
Fuente: Global Property Guide y BBVA Research

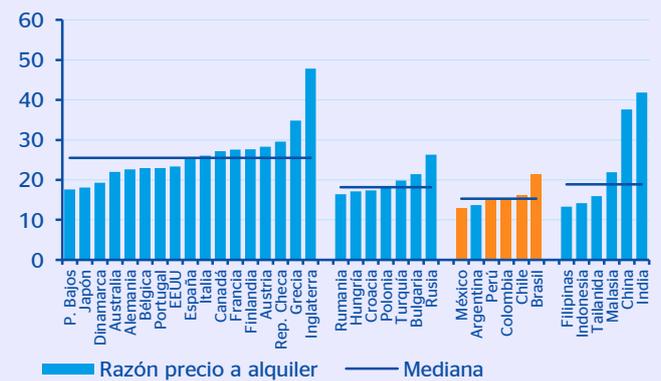
Gráfico R.2.2
Razón precio a ingreso como % del promedio histórico*



* El periodo con datos disponibles es de 2008-2013 en el caso de Brasil, 2001-2013 en el caso de Chile, 1998-2013 en el caso de Colombia, 2000-2013 en México, 2007-2013 en Perú.
Fuente: Global Property Guide y BBVA Research

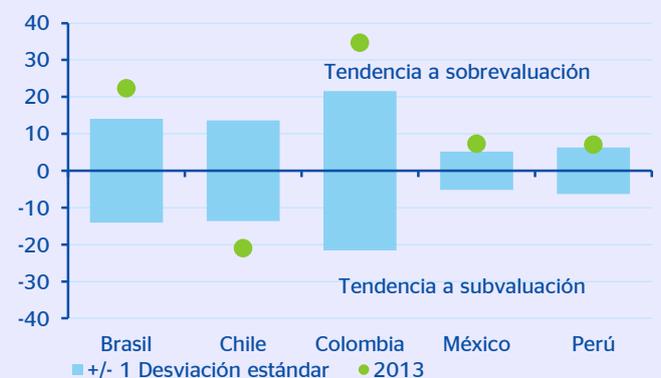
Al igual que el indicador de accesibilidad, la razón de precio a alquiler (Gráfico R.2.3) es más baja en los países de la Alianza del Pacífico que en Brasil y que la mediana del resto de economías. Como en el caso del índice de accesibilidad, es importante complementar el análisis transversal con una mirada a las tendencias recientes en la relación precio/alquiler, respecto a la experiencia histórica en cada país, para eliminar elementos idiosincráticos. En este sentido los resultados son similares a la ratio de accesibilidad, con la misma limitación de una serie de tiempo relativamente corta. La evolución y situación actual de la ratio de precio a alquiler apuntaría a una desalineación fuerte en Brasil, menor en el caso de Colombia, mientras que Perú y México coinciden en estar más en línea con el promedio histórico y significativamente por debajo en el caso de Chile⁷.

Gráfico R.2.3
Razón precio a alquiler



Fuente: Global Property Guide y BBVA Research

Gráfico R.2.4
Razón precio a alquiler como % del promedio histórico*



* El periodo con datos disponibles es de 2008-2013 en el caso de Brasil, 2001-2013 en el caso de Chile, 1998-2013 en el caso de Colombia, 2000-2013 en México, 2007-2013 en Perú.
Fuente: Global Property Guide y BBVA Research

7: Cabe recordar que la razón de precio sobre alquiler se debería ajustar para considerar el efecto de cambios en los tipos de interés e impuestos. Un mayor nivel de impuesto sobre la renta (del que se deduzcan los pagos por intereses sobre las hipotecas) favorecería una mayor ratio de precio sobre alquiler. Por otro lado, un mayor impuesto a las transacciones inmobiliarias (o sobre la propiedad inmobiliaria) o unos mayores tipos de interés favorecerían una ratio menor al castigar la propiedad de inmuebles. Conviene aquí mencionar que en el caso de Perú, el único país para el que se cuenta con indicadores de alquiler y precios en términos monetarios y se puede calcular el ratio ajustado por impuestos y tipos de interés, el indicador corrobora las tendencias encontradas en el caso del indicador no ajustado.

La evolución reciente de los precios de la vivienda ha estado sostenida por factores adicionales de oferta y demanda

Las medidas antes descritas apuntan a que no existen, en general, indicios de un aumento de los precios de la vivienda más allá del dictado por los fundamentales, excepto en Brasil y, en mucho menor medida, en Colombia y en Perú. Con todo, conviene analizar la dinámica que estos precios han tenido en los últimos años. En general, salvo el caso de Brasil, es posible decir que, si bien se ha observado un incremento sostenido y robusto en el precio de la vivienda, este incremento ha ido de la mano del crecimiento en el ingreso disponible en estos países, con lo que no se advierten signos de desalineamiento relevantes respecto a los fundamentales.

En Brasil, la brecha entre el crecimiento reciente del precio de la vivienda y del ingreso sugiere la existencia de un desalineamiento de precios no despreciable. Pese a las señales de sobrevaluación, la evidencia disponible apunta a que el problema estaría concentrado en algunas regiones como las de Rio de Janeiro y Sao Paulo. Además, también hay que tener en cuenta que el fuerte aumento del precio de la vivienda refleja en el caso brasileño un nivel de partida muy debilitado debido al práctico estancamiento del mercado de viviendas en el país. Finalmente, hay señales recientes de moderación en los precios: tras crecer a tasas superiores al 20% en términos reales hace pocos años, en el 2013 el crecimiento fue inferior a 10% incluso en los mercados más dinámicos. Es deseable que este proceso de moderación continúe en los próximos años para evitar un desalineamiento aún mayor de los precios.

En el caso de Colombia, los precios de la vivienda aumentaron en el orden de 10% en términos reales en 2013, aunque destaca la amplia dispersión entre ciudades y un impulso a los precios en Bogotá, de la mano de significativas restricciones para la ampliación de la oferta habitacional, lo cual apunta a que el incremento en precios no es un fenómeno generalizado. El indicador de precio a ingreso se ha mantenido estable desde 2011 aunque por arriba de los niveles de la década anterior, lo que estuvo aparejado con el mayor poder adquisitivo de la población, mejores sistemas de transporte y bajas tasas de interés. El mercado hipotecario, que se perfila crecientemente hacia viviendas de mayor valor, refleja el auge de las clases medias. Hacia delante se estima una moderación en los precios producto de menores

incentivos públicos a la vivienda media. Se calcula que los precios han de observar crecimientos por debajo del 6% real en los próximos años para compensar la sobrevaloración moderada enfocada en algunas ciudades del país.

En Chile y Perú el mercado se ha caracterizado por el dinamismo en las ventas y aumentos sostenidos en el precio en términos reales que en el último trimestre de 2013 alcanzaron el 5,5% interanual en Chile y 12,2% en Perú, aunque en este último caso muy influido por la significativa depreciación del tipo de cambio en un mercado inmobiliario fuertemente dolarizado⁸. En Chile el aumento en las ventas ha reducido el acervo existente lo que ha contribuido a mantener los precios altos pero con menores crecimientos que en el pasado. En ambos casos las zonas con los mayores incrementos han sido las destinadas a ingresos medios, lo que es congruente con el crecimiento en la población en los sectores medios y medios altos. Hacia delante estimamos que continúe el crecimiento en precios pero a menor ritmo que en el periodo 2008-2012.

Por último, en México la situación es algo distinta, ya que los precios de la vivienda han crecido en términos reales en los últimos años en torno al 4% anual, similar al índice nacional de precios al consumidor. Por el lado de la demanda no ha habido mayor impulso aunque las condiciones de financiamiento son las mejores históricamente. La relación precio a ingreso está en el nivel más bajo que se tiene registro, ayudada por la amplia competencia entre bancos y bajas tasas de interés. Continúan los efectos del fenómeno de exceso de oferta de vivienda particularmente de unidades nuevas en inventario en sectores de interés social. Así, los precios en segmentos medios y residenciales han crecido a mayor ritmo que los del segmento de "vivienda social", reflejando mayor preferencia por viviendas usadas⁹.

En términos de riesgos macroeconómicos derivados de un posible ajuste en el mercado inmobiliario, cabe mencionar que el principal canal de contagio al resto de sectores suele ser a través del impacto negativo sobre la calidad del crédito hipotecario, que afecte a su vez a la salud del sistema financiero. En el caso de América Latina en general, y en la Alianza del Pacífico en particular, el crédito hipotecario representa aún una proporción relativamente reducida del crédito total (Gráfica R2.3). Salvo en el caso de Chile (18.7% del PIB), en el resto de economías de la AP el crédito hipotecario representa una proporción muy reducida:

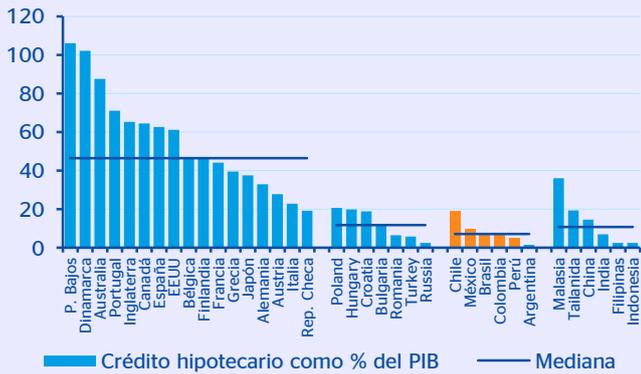
8: El incremento de precios en Perú fue de 7.2% en dólares, menor al observado en años previos.

9: Situación Inmobiliaria Colombia 2013, Situación Inmobiliaria Chile 2013, Situación Inmobiliaria Perú 2013, Situación Inmobiliaria México 1er semestre 2014.

del orden del 9.1% en México, 7.7% en Brasil, 5.3% en Colombia y 4.9% en Perú¹⁰. Por ello, una eventual situación de sobrevaloración en el sector y posterior corrección de precios tendría un impacto muy acotado en el sector financiero de la región.

Gráfico R.2.5

Crédito Hipotecario como % del PIB



Datos de 2013 para México, Brasil y Colombia; 2012 para Chile Perú y Argentina.
Fuente: Housing Finance Network (HOFINET) y BBVA Research

Conclusión

A la vista de los indicadores de accesibilidad y de rentabilidad de la propiedad inmobiliaria, el rápido aumento en el precio de la vivienda en América Latina no parecería estar relacionado con el surgimiento de una burbuja de precios, sino que estaría apoyado en buena medida en la demanda creciente de vivienda, impulsada por la mejor situación económica, particularmente de las clases medias de estos países, combinada con una oferta relativamente inelástica en el corto plazo, especialmente en algunas ciudades que han visto los mayores incrementos de precios en los últimos años. Puede decirse, eso sí, que habría una sobrevaloración no despreciable en el precio de la vivienda en el caso de Brasil y en menor medida en Colombia y Perú, pero que no sería lo suficientemente elevada como para augurar una corrección brusca de precios. En todo caso, incluso en el caso de que se produjera un ajuste sustancial del precio de la vivienda, el impacto macroeconómico de ese ajuste sería limitado, a diferencia de lo ocurrido hace 6 años en EEUU o en España, pues el crédito hipotecario representa una fracción pequeña del crédito total (salvo en Chile). En el contexto de la mayor estabilidad y fortaleza de los fundamentales, existe importante espacio de desarrollo del sector hipotecario en la región bajo condiciones de financiamiento adecuadas.

10: En el caso de México este porcentaje considera únicamente crédito bancario. Si se consideran los institutos públicos de vivienda (Infonavit y Fovissste) la participación es del 9.4% del PIB.

5. Déficit exteriores elevados en Latam, pero flexionan a la baja a partir de 2014

Los déficits exteriores en la región empezarán a disminuir en 2014 y 2015, a pesar de unos menores términos de intercambio y de un crecimiento más moderado en China

Los déficits por cuenta corriente en la región, en aumento sostenido desde el año 2010, empezarán a flexionar a la baja a partir de 2014 en la mayoría de países, con la principal excepción de México (Gráfico 5.1). A esta disminución esperada de los déficits por cuenta corriente contribuirá, por un lado, el aumento del crecimiento mundial (véase la sección 2 de este informe), así como también la moderación de la demanda interna en la mayor parte de países de la región.

Con todo, esa flexión a la baja de los déficits exteriores en la región será un proceso más gradual que el que anticipábamos hace tres meses. Es cierto que algunos factores deberían ayudar a una convergencia más rápida de los déficits exteriores hacia lo que consideramos los déficits estructurales de los países de la región, no superiores en ningún caso al 3% del PIB: (i) la depreciación del tipo de cambio en los países de la región; (ii) el fin de algunas dificultades por el lado de la oferta en el sector exportador (en Chile, Colombia, Brasil y Argentina); y (iii) la mayor desaceleración de la demanda interna. Sin embargo, estos factores no terminan de compensar la revisión a la baja de los precios de las principales materias primas de exportación y del crecimiento mundial, especialmente en China. Por eso, aunque seguimos previendo una senda decreciente de los déficits exteriores en la región, será más gradual que la que anticipábamos hace tres meses. Así, gradualmente, seguimos esperando que la región vaya acercándose a unos déficits exteriores que, en el conjunto de América Latina, serían más cercanos al 2% del PIB en 2018, frente a un déficit para el conjunto de la región cercano al 3% en 2014.

En Brasil, la cuenta corriente continuará deteriorándose en 2014, relacionada con una moneda más fuerte en el corto plazo –aunque debilitándose en el medio plazo–, menores términos de intercambio e impacto de la menor demanda externa proveniente de China y Argentina, situación que tenderá a revertirse en 2015.

En Colombia, la mejora esperada en la exportación de carbón a partir de abril (y sobre todo en el segundo semestre) así como la menor dinámica de las importaciones por la depreciación cambiaría implicarán que más que se compense el efecto negativo del menor precio de los *commodities*, de manera que el déficit en cuenta corriente tenderá a cerrarse en 2014 y 2015. Esto será, empero, a menor ritmo de lo esperado hace un trimestre.

En Chile la combinación mencionada implicará una convergencia más acelerada del déficit de cuenta corriente a niveles sostenibles. En Perú el saldo corriente (5% del PIB) se tenderá a deteriorar hacia 2014 por menores términos de intercambio, aunque mejorará en 2015.

En Uruguay, el elevado déficit (5,6% del PIB en 2013) tenderá a cerrarse en los próximos dos años ayudado crucialmente por las mayores exportaciones esperadas por la puesta en marcha de la planta de celulosa de Montes del Plata y por las menores importaciones asociadas con la fase de inversión en la misma.

Por su parte, en México la mejora en la demanda estadounidense será clave en la recuperación esperada en la balanza comercial, jugando un papel clave las exportaciones automotrices que continuarán mostrando un fuerte dinamismo. A pesar de esto, se esperan menores ingresos de las exportaciones distintas a la automotriz así como de exportaciones petroleras por efecto

precio y cantidad. Así, estimamos que la brecha en cuenta corriente en el escenario base tenderá a abrirse levemente en los próximos años, aunque a niveles sostenibles.

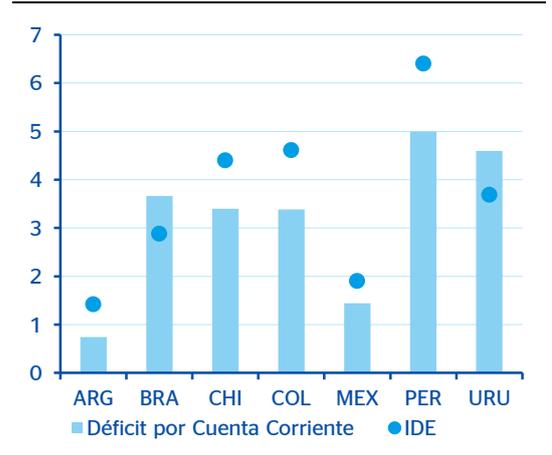
En Paraguay la corrección en las previsiones de los precios de la soja respecto a lo estimado hace un trimestre afectará al desempeño de la balanza comercial en 2014 y 2015, y la estimación cambiaría hacia niveles más apreciados también influirá negativamente en el saldo corriente.

Gráfico 5.1
Países Latam: Cuenta corriente como % del PIB



Fuente: BBVA Research

Gráfico 5.2
Déficit en Cuenta Corriente e IED como % del PIB



Fuente: BBVA Research

La vulnerabilidad exterior de la región se mantiene acotada, dada una financiación de los déficits exteriores relativamente estable y stocks de reservas, en general, adecuados

La inversión extranjera directa (IED) seguirá siendo la principal fuente de financiación del déficit por cuenta corriente en la región, incluso en Brasil, donde en todo caso cubre cerca del 80%. En algunos casos, como en Chile, si bien la deuda externa de corto plazo ha aumentado (respecto a, por ejemplo, 2007), representa ahora una proporción menor de la deuda total, mientras que lo que más ha aumentado son los flujos de inversión extranjera directa, relacionados con el largo plazo.

Conviene mencionar los casos de Perú y Uruguay, donde la prevalencia de elevados déficits por varios años puede afectar la percepción de vulnerabilidad externa de esas economías. Aunque este déficit continuará siendo financiado mayoritariamente por capitales de largo plazo, conviene también tener en cuenta que los niveles sostenibles de brecha externa, relacionados con el componente estructural —que elimina las fluctuaciones cíclicas—, se deberán ir acercando hacia déficits del orden de 2% del PIB en ambos casos. A esta tendencia decreciente del déficit exterior contribuirá la entrada en funcionamiento de una serie de proyectos de inversión en el sector exportador (minería en Perú, producción de celulosa en Uruguay). Con todo, este proceso también exigirá un esfuerzo importante de aumento del ahorro interno.

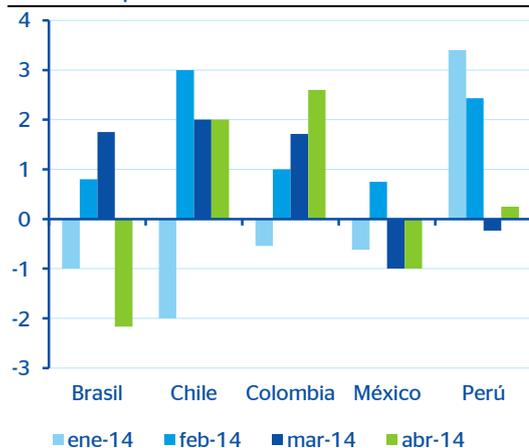
A esta reducida vulnerabilidad desde el punto de vista de la financiación externa hay que sumar una posición de activos internacionales relativamente cómoda, con una ratios de reservas internacionales en niveles que se pueden considerar, en general, adecuados en la mayoría de países. De este modo, la mayor parte de países de la región mantiene unos buenos amortiguadores macroeconómicos frente a un posible aumento de las turbulencias externas. Con todo, eso no descarta que, ante un shock externo, puedan existir sectores específicos en algunas economías (especialmente parte del sector corporativo no financiero) que puedan tener una elevada exposición y vulnerabilidad frente a una rápida depreciación del tipo de cambio, sobre todo si su posición patrimonial se encuentra descalzada en términos de divisas y sin las coberturas apropiadas.

6. Depreciación generalizada de los tipos de cambio en 2014 y 2015 y políticas monetarias heterogéneas

La inflación se ha visto impulsada por shocks al precio de los alimentos y por el efecto de la depreciación del tipo de cambio

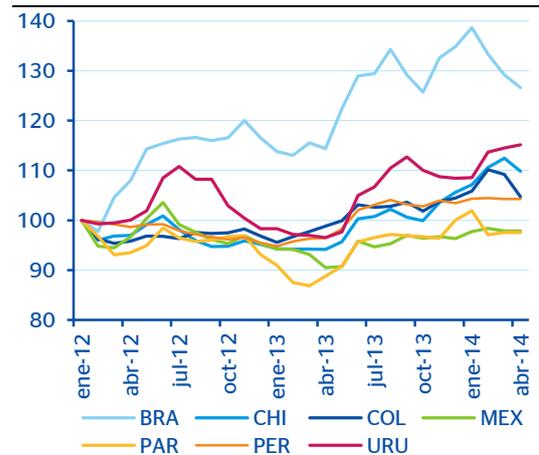
En los meses transcurridos de 2014, y en especial durante febrero y marzo, el aumento de precios en los países con objetivos de inflación fue mayor al anticipado, con la importante excepción de México en donde los efectos de la reforma fiscal fueron más cortos de lo anticipado (Gráfico 6.1). Estas sorpresas estuvieron relacionadas con varios factores, dependiendo de los países: (i) choques de oferta en alimentos en Colombia y Brasil; (ii) incrementos de algunos precios regulados en Colombia, Brasil y Argentina; y (iii) una mayor depreciación del tipo de cambio (Gráfico 6.2) que ha implicado cierto traspaso a precios en la mayoría de los países de la región, si bien con diferente intensidad (véase el recuadro “Traslación de tipo de cambio a precios” del Situación Latam 1T14).

Gráfico 6.1
Latam: sorpresas en la inflación en 2014*



* Diferencia entre el dato observado y el esperado por el consenso ajustada por la desviación estándar entre analistas.
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 6.2
Latam: tipo de cambio nominal frente al dólar (índice enero 2012=100)



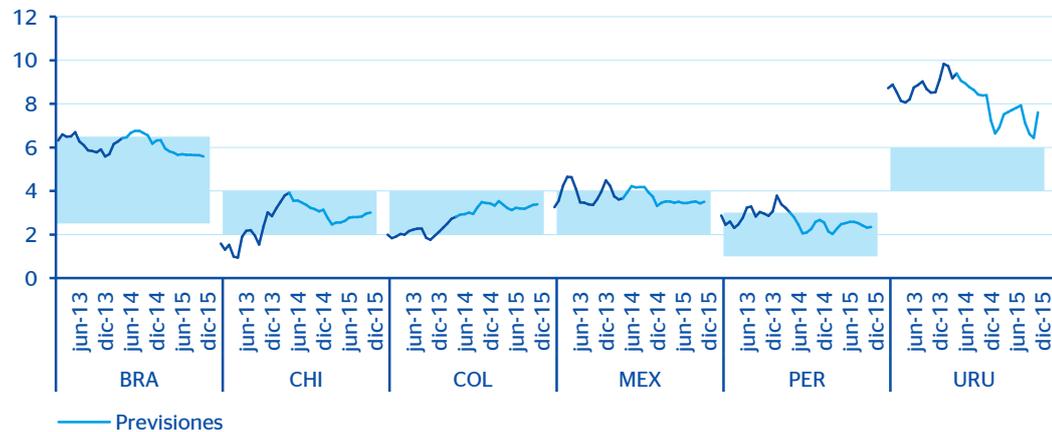
Fuente: BBVA Research

La inflación convergerá a los objetivos de los bancos centrales a finales de 2014. La principal excepción será Uruguay y, en menor medida, Brasil, que mantendrán fuertes presiones sobre los precios

Estas sorpresas al alza durante el primer trimestre y la perspectiva del mantenimiento de la presión alcista sobre los precios de los alimentos nos han llevado a corregir al alza la inflación esperada para el final de 2014 en la mayor parte de los países de la región (salvo en el caso de México donde la corrección es a la baja). Con todo, este impulso sobre la inflación se tenderá a revertir hacia el final de 2014 y desaparecerá en 2015. Así, anticipamos que las tasas de inflación deberán converger a los objetivos de los respectivos bancos centrales en los tres países andinos a final de 2014, mientras que se mantendría ligeramente por encima en México. Como viene ocurriendo en los últimos años, la principal excepción dentro de los países con objetivos de inflación seguirán siendo Brasil y Uruguay, donde persistirán las

presiones sobre la inflación que, en el segundo caso, la mantendrán por encima del rango objetivo del banco central (Gráfico 6.3).

Gráfico 6.3
Inflación (% a/a) y rango meta de los bancos centrales



Fuente: BBVA Research

En Colombia, el incremento de la inflación en los primeros meses de 2014 desde 1,9% al cierre de 2013 hasta 2,7% en abril se relaciona principalmente con el incremento en el grupo de bienes transables (particularmente alimentos), que representa el 26%, y también con el aumento mayor a lo esperado en algunos bienes regulados. En el primer caso, los transables se han visto afectados por la depreciación cambiaria; de hecho, la última variación observada en este componente fue 50 p.b. mayor que su registro un año atrás.

En Chile y Perú la inflación ha sorprendido al alza al inicio de 2014, con aumentos relacionados con factores puntuales y estacionales en el primer país (educación y transporte, principalmente) y con el precio de los alimentos en el segundo. A estos efectos idiosincráticos hay que añadir el impacto de la depreciación cambiaria. En lo que resta del año, la depreciación tenderá a reducirse y, además, al existir aún holgura en la capacidad de producción de la economía, los incrementos recientes no implican riesgos generalizados en la inflación.

En el caso de Brasil la inflación también se ha situado por encima de lo esperado, producto de problemas por el lado de la oferta (suministro de energía eléctrica y sequía), además de la mayor depreciación cambiaria y de la inflación en los precios administrados. En este caso, a diferencia de los países andinos, consideramos que la inflación se mantendrá elevada en los próximos meses, y no será hasta el final del año cuando comience a descender. Hacia 2015 estimamos que la inflación comenzará a moderarse, de la mano de la economía y ayudada también por los efectos rezagados de la tasa monetaria más restrictiva.

La situación en Uruguay destaca negativamente: la inercia salarial y la laxitud fiscal han implicado niveles inflacionarios elevados desde hace varios años, que alcanzaron su máxima cota en 10 años en febrero pasado (9.8% a/a). Ante esta situación, el gobierno ha reaccionado con medidas como la bajada en el IVA de la telefonía y la electricidad y con el congelamiento de los precios de algunos bienes, aunque por el momento estas medidas han resultado insuficientes.

En México la situación es algo distinta ya que no ha habido sorpresas en el primer trimestre y, por el contrario, la subida en los primeros meses responde a los efectos anticipados de la reforma fiscal que, por otra parte, mostraron ser de carácter temporal. Esperamos una ligera aceleración hacia la mitad del año vinculada a efectos base de comparación, pero serán menores a los inicialmente considerados. En este caso la revisión de la inflación ha sido a la

baja, teniendo en cuenta, además, que la brecha de producto continúa siendo negativa, e incluso se ha ampliado.

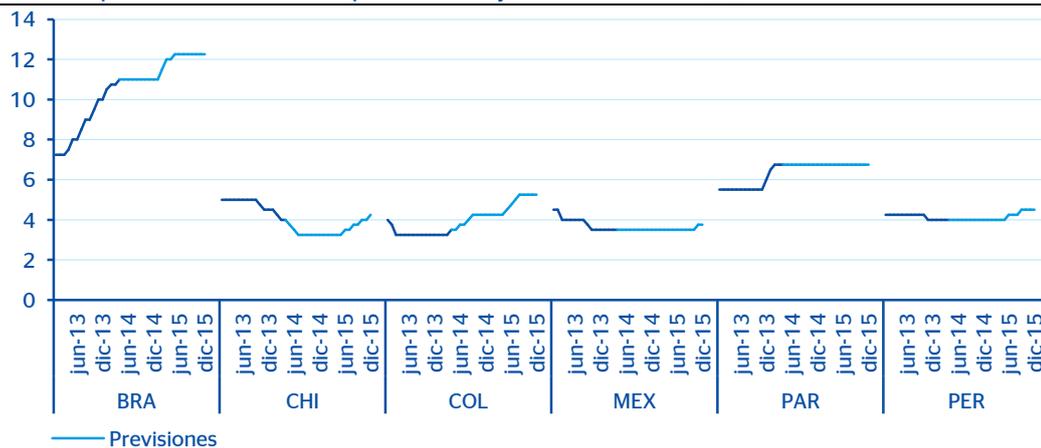
Pausa monetaria en Latam en el resto de 2014, excepto en Colombia y Chile. En 2015 se producirá un endurecimiento monetario en la región, en sintonía con la Fed, pero también por factores domésticos

La heterogeneidad de la política monetaria de los países de la región con objetivos de inflación estará condicionada en lo que resta de 2014 por dos factores que afectan desigualmente a la región. En primer lugar, las presiones sobre la inflación, muy importantes aún en el caso de Brasil y Uruguay —a pesar del endurecimiento monetario ya implementado en los últimos dos años—, pero que también se han dejado sentir en menor medida en los últimos meses en Chile, Perú y Colombia (a la vez que han disminuido en México). En segundo lugar —y, por supuesto, no del todo independiente del primer factor— se encuentra su diferente posición cíclica, en la fase ascendente en Colombia y, en menor medida, en México, frente a una desaceleración de la actividad en el resto de la región.

En el contexto de estos dos factores, seguimos anticipando que se producirán recortes en los tipos de interés en Chile mientras que en Colombia continuarán los aumentos de tipos de interés ya iniciados en abril. En el resto de países esperamos estabilidad de los tipos de interés en lo que resta del año (Gráfico 6.4) Este escenario, por supuesto, dependerá crucialmente de que el proceso de retirada gradual, ordenada y bien comunicada del estímulo monetario por parte de la Fed continúe sin variación sustancial respecto a las expectativas actuales del mercado. Ya en el año 2015, el inicio del aumento de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal será un factor adicional —junto al mantenimiento de las presiones sobre la inflación en Brasil y Uruguay, y a la recuperación cíclica en el resto de las economías— que determinará un aumento de los tipos de interés generalizado en la región, aunque con desigual intensidad (Gráfico 6.4).

Gráfico 6.4

Latam: Tipo de interés oficial en países con objetivos de inflación (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

En Colombia esperamos una continuación del endurecimiento del tono de la política monetaria, en línea con lo estimado en febrero. Cabe recordar que en abril el Banco de la República ajustó 25 p.b. la tasa de referencia, antes de lo esperado por el mercado. Entre los factores que llevaron a BanRep a adelantar el proceso de ajuste están las sorpresas inflacionarias del primer trimestre y una expansión de la economía que marcha a buen ritmo, además de un probable deseo de hacer ajustes graduales en la tasa. Para el resto del año esperamos tres ajustes adicionales de 25 p.b. cada uno, de la mano de la convergencia

inflacionaria hacia la meta. En 2015 estimamos aumentos adicionales de 100 p.b. a lo largo del año, impulsados por el mayor crecimiento, hasta llegar a 5,25% en diciembre de 2015.

En Chile consideramos que la mayor moderación en la economía respecto a lo estimado hace tres meses, junto con un panorama de inflación contenida en el horizonte de previsión, harán necesario un mayor estímulo monetario en los próximos meses. Así, estimamos que el banco central recortará la tasa de política monetaria este año hasta 3,25% en diciembre y que el proceso de normalización monetaria comenzará en el tercer trimestre de 2015, acorde con el proceso de alza de tasas de la Fed esperado para entonces.

El Banco Central de Perú se mantendrá en el corto plazo en medio de un dilema. Por un lado, ciertas presiones sobre inflación, un abultado déficit por cuenta corriente y los probables episodios de volatilidad cambiaria en el futuro requerirían un ajuste al alza de la tasa de referencia. Pero, por otro lado, el crecimiento es moderado y se mantiene algo por debajo del potencial. Con todo, consideramos que el Banco Central no cambiará su tasa de referencia y, en caso de que la actividad se deteriorase más de lo esperado, optarían por reducir (una vez más) los requerimientos de encaje, aunque el espacio para utilizar este instrumento es cada vez más reducido.

En México, la perspectiva de recuperación en la actividad y la inflación en línea con lo esperado —y convergiendo hacia el rango esperado por Banxico— han contribuido a la moderación del tono relajado de los últimos comunicados del instituto emisor. Mantenemos así la perspectiva de una pausa prolongada para el resto de 2014 y buena parte de 2015 en la tasa de fondeo.

En el caso de Brasil es probable que el ciclo restrictivo se pause en los próximos meses para evaluar el impacto rezagado en la inflación de las subidas de tipos de interés en los últimos dos años, aunque la necesidad de contener la inflación probablemente haría aconsejable mayores ajustes este año. Como en el resto de países, estimamos que el endurecimiento monetario se reanude en 2015, después de las elecciones y en consonancia también con el aumento de tipos de interés por parte de la Fed. En Uruguay la autoridad monetaria no se ha mostrado más agresiva ante la elevada inflación de los últimos meses. No esperamos tampoco cambios sustanciales en la política monetaria, que incorpora ahora una tasa de expansión gradualmente decreciente del agregado M1 amplio.

Los tipos de cambio de la región se depreciarán en 2014 y 2015, con intensidades muy heterogéneas, presionados por la menor liquidez global y por menores precios de las materias primas

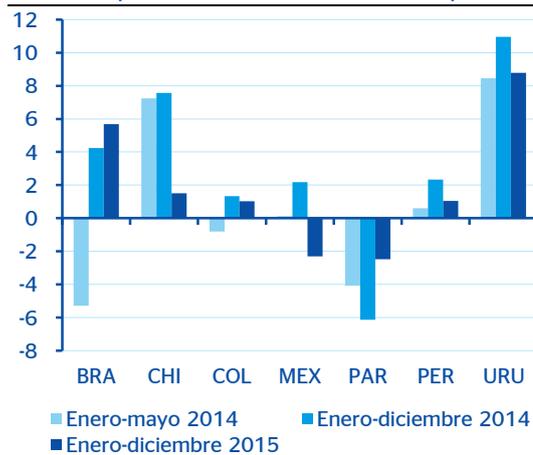
Los tipos de cambio en América Latina se verán influidos en el horizonte de previsión por la continuación del proceso de endurecimiento monetario por parte de la Fed, así como por la evolución de los precios de las principales materias primas de exportación que, como mencionamos anteriormente, será un factor crucial para determinar el ritmo al cual se vayan cerrando los déficits por cuenta corriente de los países de la región, especialmente en América del Sur.

En particular, la menor liquidez internacional y unos precios más bajos de las materias primas determinarán una depreciación más o menos generalizada de los tipos de cambio (con la excepción de México y Paraguay), adicional a la ya observada en lo transcurrido en el año. Con todo, la intensidad de esa depreciación será muy heterogénea, mayor en aquellos países con (i) presiones inflacionarias más elevadas (Brasil, Uruguay); (ii) mayor exposición a la caída del precio de las materias primas (especialmente los metales industriales, como en Chile y Perú); (iii) menor exposición a la recuperación cíclica en EEUU (América del Sur en general, con la excepción de Colombia); (iv) mayor voluntad del banco central de no intervenir en el mercado cambiario (Chile) y (v) mayores déficits exteriores (Perú, Uruguay). Adicionalmente, factores exógenos como un aumento de la participación en los índices de referencia de los inversores institucionales, como en el caso reciente de Colombia, serán un factor de apoyo al tipo de cambio al promover la entrada de flujos de capitales.

De este modo, estimamos que las mayores depreciaciones cambiarias en lo que resta de este año y en 2015 se producirían en Brasil y Uruguay (Gráfico 6.5). En Brasil, la depreciación

seguiría a un periodo de apreciación en el corto plazo, por el significativo diferencial entre los tipos de interés brasileños y estadounidenses. En el medio plazo, los factores globales comentados anteriormente, junto con factores estructurales (entre los que se encuentra la elevada inflación y la débil competitividad), son consistentes con una moneda más depreciada en el medio plazo. En el caso de Uruguay, la elevada inflación y la depreciación en sus principales socios comerciales (Brasil y Argentina) serán un lastre sobre el tipo de cambio, que se depreciará fuertemente para mantener la competitividad del sector comercializable.

Gráfico 6.5
Latam: Depreciación cambiaria (% a/a, fdp)



* Un signo negativo indica apreciación del tipo de cambio.
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 6.6
Latam: Tipos de cambio efectivo real



Fuente: BBVA Research

Por otro lado, en los tres países andinos la depreciación del tipo de cambio hacia adelante sería muy moderada. En Colombia los factores internos y externos descritos anteriormente apuntan a una diferenciación favorable en el horizonte de previsión y, por tanto, a una limitada depreciación. En particular, estimamos que continuará el ritmo de acumulación de reservas internacionales ayudado por el anuncio de JP Morgan de incrementar el peso de Colombia en su índice GBI-EM.

En Perú los factores externos mencionados anteriormente, en especial el deterioro de los términos de intercambio y el mantenimiento de abultados déficits por cuenta corriente, contribuirán a un debilitamiento del tipo de cambio, en línea con los fundamentales. Cabe mencionar, sin embargo, que la elevada disponibilidad de reservas internacionales del Banco Central y su predisposición a disminuir la volatilidad del tipo de cambio contribuirán a suavizar esta transición, como ya lo ha hecho en el pasado.

En el caso de Chile, la fuerte depreciación del tipo de cambio registrada a inicios del año (a principios de marzo la depreciación fue de casi 10% respecto al cierre de 2013), implicó niveles cambiarios que no estaban alineados con los fundamentales, que de todas formas apuntaban a un tipo de cambio más depreciado, por el deterioro de los términos de intercambio. En los últimos dos meses dicho desalineamiento ha tendido a reducirse, con un cierto fortalecimiento del tipo de cambio (aunque menor, comparado con otros países), con lo que, hacia adelante, no estimamos presiones adicionales significativas sobre el tipo de cambio.

Por último, en el caso de México consideramos que continuarán las condiciones cambiarias en línea con los fundamentales y con poco margen de apreciación. Con todo, estimamos que la moneda se habrá depreciado hacia el final del año en el orden de 2% respecto al cierre de 2013 y esa depreciación habrá de corregirse a lo largo del 2015. También en el caso de Paraguay, el relativo aislamiento de los flujos de capitales a la región y el mantenimiento de un robusto superávit externo mantendrán la presión para la apreciación del tipo de cambio en lo que resta de 2014 y en 2015.

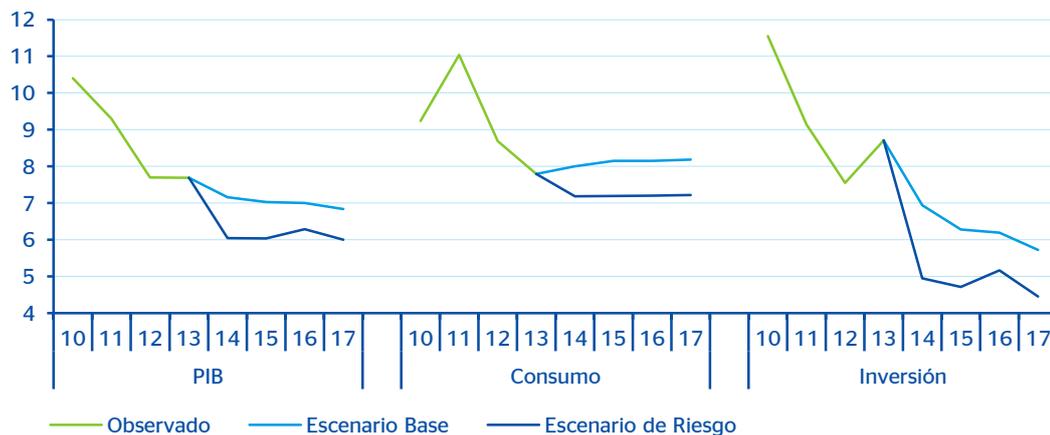
7. El riesgo de China para Latam

Un escenario de desaceleración persistente de la inversión y del crecimiento en China es el principal elemento de riesgo estructural para Latinoamérica

Como comentamos en la Sección 2, uno de los principales cambios en el escenario económico internacional en los últimos tres meses ha sido la reevaluación de las perspectivas de crecimiento en China. En nuestro escenario central para América Latina, descrito en las secciones anteriores, incorporamos ya una cierta desaceleración del crecimiento en China (ver Gráfico 2.3) como consecuencia de (i) el esfuerzo de las autoridades para cambiar la composición del crecimiento en ese país —aumentar el peso del consumo y disminuir el de la inversión—; y (ii) la implementación de medidas para disminuir los riesgos para la estabilidad financiera derivados del sistema bancario paralelo (*shadow banking*), que implican un cierto endurecimiento de las condiciones financieras. Con todo, en este escenario central esperamos que las autoridades actúen para asegurar un crecimiento mínimo del 7% en los próximos años, lo que mantendría el desempleo bajo control.

Este escenario central para la economía china, sin embargo, no está exento de riesgos, derivados precisamente de la elevada fragilidad financiera y de la incertidumbre acerca de la implementación de las reformas. Un riesgo muy relevante para América Latina es un escenario en el que se produzca una desaceleración abrupta (*hard landing*) del crecimiento en China. Este escenario podría ser el resultado, por ejemplo, de una excesiva presión sobre el sistema bancario paralelo o de un brusco endurecimiento del mercado interbancario, como en junio de 2013, que pudiera llevar a una crisis financiera y una caída de la confianza, tanto de los consumidores como del sector corporativo.

Gráfico 7.1
China: Escenario base y de riesgo (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Como resultado de este shock, se podría producir un desplome del consumo por una desaceleración de la renta disponible. Sin embargo, el impacto principal se produciría sobre la inversión por la inestabilidad financiera y la disminución del apetito por el riesgo. Este debilitamiento de la demanda interna podría lastrar el crecimiento a tasas de alrededor de 5% a finales de 2014, seguido de una recuperación en 2015 y 2016 a medida que las autoridades económicas detengan las reformas estructurales e implementen fuertes impulsos monetarios y financieros. Con todo, el impacto negativo de este shock sobre el crecimiento sería relativamente persistente, precisamente por el retraso de las reformas para primar los

impulsos de política de corto plazo. Con ello, las tasas de crecimiento en China podrían permanecer por debajo de nuestro escenario base por un tiempo prolongado (Gráfico 7.1).

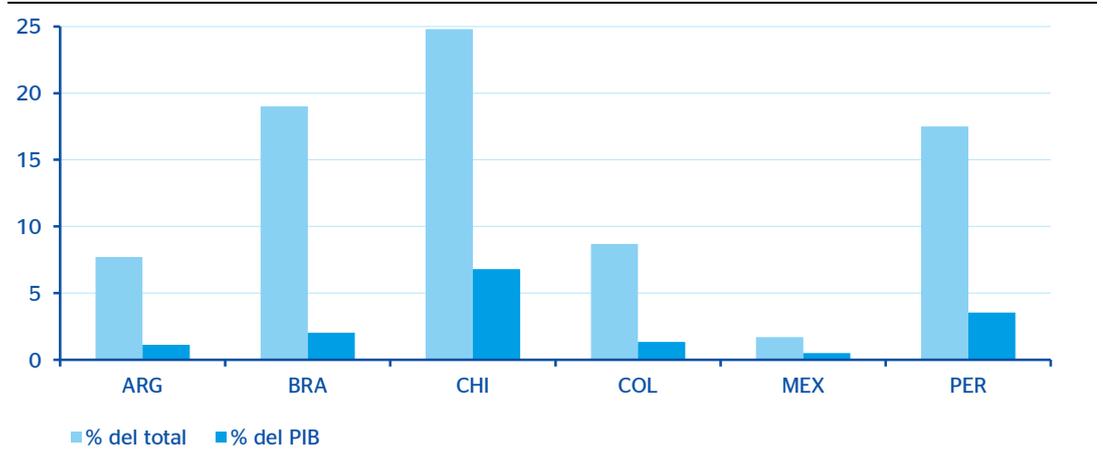
Es importante resaltar que este es un escenario con una probabilidad de ocurrencia muy reducida, especialmente teniendo en cuenta que el escenario central ya incorpora una reducción de las previsiones de crecimiento respecto a lo que avanzábamos hace tres meses. Con todo, este escenario tendría un impacto sustancial no sólo en China sino en economías muy ligadas, como las de América del Sur.

Un shock negativo en el crecimiento en China afectaría a América del Sur a través de una menor demanda, menores precios de materias primas y el impacto negativo sobre la confianza de familias y empresas

El escenario de riesgo descrito anteriormente afectaría a América Latina principalmente a través de tres canales: (i) una reducción de la demanda exterior de América Latina; (ii) una reducción del precio de las principales materias primas de exportación; y (iii) un impacto negativo sobre la confianza de familias y empresas en América Latina. Estos canales operarían especialmente para los países de América del Sur y escasamente en el caso de México, menos dependiente de las materias primas y menos ligado al ciclo chino.

En relación al primer canal, cabe recordar que China constituye uno de los principales socios comerciales de América Latina, especialmente de los países de América del Sur. Los países más dependientes de la demanda directa de China son Chile, Brasil, Perú y Uruguay, que envían entre el 15% y 25% de sus exportaciones a ese país y que serían los países más afectados por una reducción de la demanda externa. En contraposición, México solamente envía el 2% de sus exportaciones a China (Gráfico 7.2).

Gráfico 7.2
Latam: Exportaciones a China

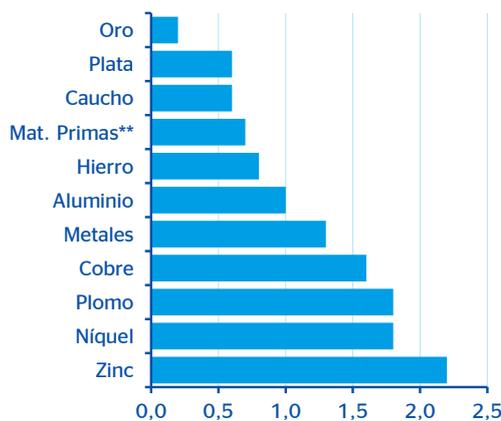


Fuente: estadísticas nacionales y BBVA Research

El segundo canal de transmisión de una reducción del crecimiento en China provendría del efecto negativo que tendría sobre el precio de las principales materias primas de exportación de América Latina. El efecto dependería tanto del peso de China en la demanda mundial de cada materia prima, así como de la intensidad con la que la inversión en China (el componente de la demanda más afectado en este escenario de riesgo) demanda cada tipo de materia prima. El Gráfico 7.3 muestra las elasticidades de los precios de las principales materias primas industriales frente a una reducción de la inversión. Teniendo en cuenta estas elasticidades y el impacto que estimamos para el consumo e inversión en el escenario de riesgo, el Gráfico 7.4 muestra el impacto estimado sobre las principales materias primas de

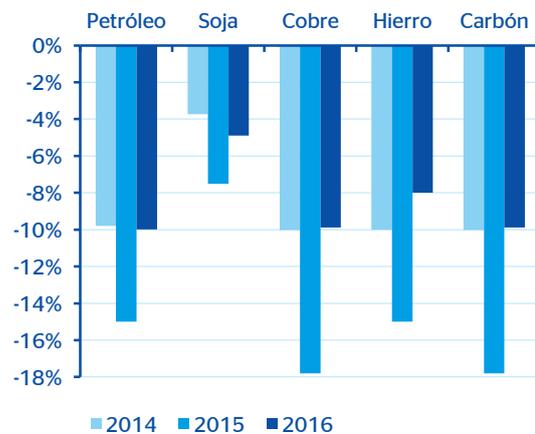
exportación de la región. Destaca en particular el fuerte efecto negativo que tendría este escenario de riesgo sobre los precios de los principales metales industriales (cobre, hierro), tanto por la reducción de la demanda como por la reducción de existencias utilizadas como colateral en operaciones en el sistema bancario paralelo (*shadow banking*). Los precios de las materias primas energéticas también se verían fuertemente afectados, mientras que el precio de los alimentos no sufriría una reducción tan sustancial, por estar más ligado al comportamiento del consumo.

Gráfico 7.3
Elasticidad* de los precios de las materias primas a la inversión en China



* Impacto porcentual en el precio de las materias primas un año después de una disminución de 1pp del crecimiento de la inversión en activos fijos en China.
**Materias primas no energéticas.
Fuente: FMI y BBVA Research

Gráfico 7.4
Efecto en el precio de las materias primas del escenario de riesgo en China (% de diferencia respecto al escenario base)



Fuente: BBVA Research

El tercer canal de transmisión de un shock en el crecimiento en China sería el efecto negativo sobre la confianza de familias y empresas dentro de la región. De hecho, después de la quiebra de Lehman Brothers en 2008, uno de los principales canales de transmisión a América Latina fue la fuerte caída de la confianza de ambos tipos de agentes, lo que condujo a una contracción muy fuerte y brusca de la demanda interna. Dada la importancia de China para América del Sur, es muy posible que se volviera a repetir una fuerte reducción de la confianza, aunque probablemente con una menor intensidad que entonces. En particular, suponemos que el efecto negativo sobre la confianza de familias y empresas sería de una intensidad alrededor del 50% de la observada después de la quiebra de Lehman Brothers, con la excepción de Colombia, donde su relativa mayor exposición a EE. UU. que a China haría que el impacto sobre la confianza en esta ocasión fuese de solo un 25% de la observada en 2008.

Por supuesto, existe un posible canal adicional de contagio de China a América Latina no considerado en este ejercicio. Ante una disminución del crecimiento en China se podría producir un aumento sustancial de la aversión al riesgo global y turbulencias en los mercados financieros internacionales. Con todo, cabe señalar que el ajuste esperado en el escenario de riesgo en China es acotado, claramente insuficiente para desencadenar episodios de incertidumbre financiera global, algo que parecería más asociado a un escenario de riesgo alternativo, que incluyera una retirada desordenada del estímulo monetario en EE. UU. , por ejemplo.

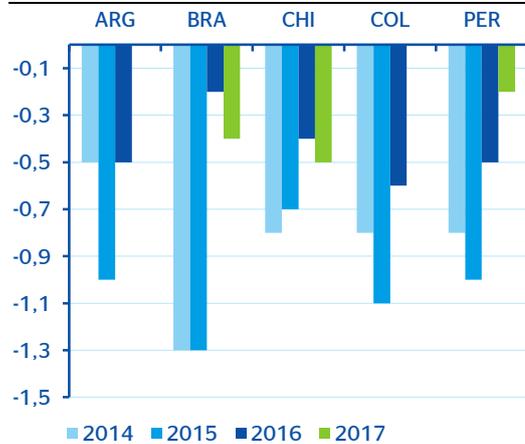
Un escenario de desaceleración de la inversión en China tendría un impacto negativo sustancial en América del Sur, soportado mejor por los países andinos

Ante un escenario de desaceleración en China como el descrito anteriormente, la demanda interna en América del Sur se vería fuertemente afectada, tanto por la reducción del consumo

como de la inversión, ante la caída de la confianza de familias y empresas. Si bien los países con espacio para políticas económicas contracíclicas (principalmente Chile, Perú y Colombia) implementarían estímulos monetarios y/o fiscales, la demanda interna se vería negativamente afectada, aunque en menor medida que en países con escaso espacio para políticas fiscales y monetarias contracíclicas, como por ejemplo Brasil. El Gráfico 7.5 muestra que precisamente Brasil sería uno de los países más afectados, al estar fuertemente expuesto a China y contar con poco espacio para políticas contracíclicas. Los países andinos, por su parte, están fuertemente expuestos a un shock proveniente de China, pero cuentan con mejores amortiguadores por el espacio para poder utilizar políticas económicas contracíclicas, que atemperarían ese impacto inicial. En el caso de Argentina, el impacto sería menor en buena medida porque el *shock* sobre los precios de los alimentos (su principal producto de exportación) es mucho menor que en el caso de los metales y energía. Por último, el efecto sobre México sería escaso.

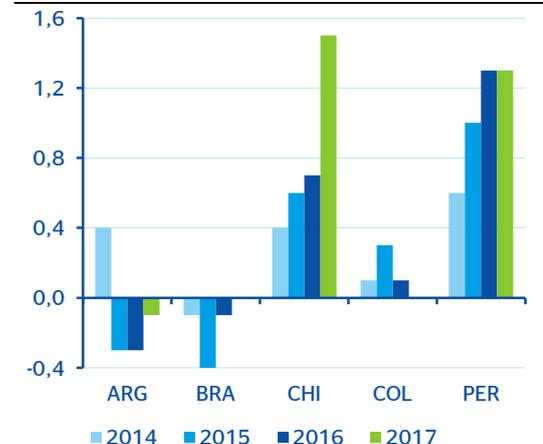
De este modo, en el escenario de riesgo el crecimiento en Argentina y Brasil sería cercano a cero en 2014 y 2015, mientras que en el caso de los países andinos el crecimiento se reduciría solamente al entorno del 3% ó 4%. Resulta interesante resaltar que, de forma similar a lo sucedido en 2008, la fuerte reducción de la demanda interna más que compensaría el deterioro de la demanda externa y de los términos de intercambio, lo que haría que el déficit exterior en el caso de los tres países andinos en realidad mejorara respecto al escenario base (Gráfico 7.6). Esta mejora del saldo exterior sería equivalente a un 25%-30% de la mejora del saldo exterior observado entre 2008 y 2009, a raíz de la caída de la confianza tras la quiebra de Lehman Brothers.

Gráfico 7.5
Impacto sobre el crecimiento del escenario de riesgo en China (diferencia en p.p. respecto al escenario base)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 7.6
Impacto sobre la cuenta corriente del escenario de riesgo en China (diferencia en p.p. respecto al escenario base)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Así pues, los resultados de este ejercicio de simulación demuestran que algunos países de la región, como los andinos, pueden soportar relativamente bien un shock proveniente de China. Al mismo tiempo, el ejercicio destaca la importancia de contar con espacio para políticas contracíclicas y la importancia de recomponer esos espacios aprovechando la coyuntura favorable a ello.

8. Tablas

Tabla 8.1
PIB (% a/a)

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

*Previsiones.
Fuente: BBVA Research

Tabla 8.2
Inflación (% a/a, promedio)

	2011	2012	2013	2014*	2015*
Argentina	9,8	10,0	10,6	24,8	23,2
Brasil	6,6	5,4	6,2	6,3	5,8
Chile	3,3	3,0	1,8	3,4	2,8
Colombia	3,4	3,2	2,0	2,9	3,3
México	3,4	4,1	3,8	4,0	3,5
Paraguay	8,3	3,7	2,7	5,1	4,5
Perú	3,4	3,7	2,8	2,8	2,4
Uruguay	8,1	8,1	8,6	9,0	7,3

*Previsiones.
Fuente: BBVA Research

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

	2011	2012	2013	2014*	2015*
Argentina	4,13	4,55	5,47	8,66	12,16
Brasil	1,68	1,96	2,18	2,33	2,56
Chile	484	486	495	559	575
Colombia	1848	1798	1869	1955	1977
México	12,4	13,2	12,8	13,3	13,2
Paraguay	4188	4417	4312	4458	4271
Perú	2,75	2,64	2,70	2,82	2,87
Uruguay	19,2	20,2	20,4	22,8	24,7

*Previsiones.
Fuente: BBVA Research

Tabla 8.4
Tipos de interés (% , promedio)

	2011	2012	2013	2014*	2015*
Argentina	13,34	13,85	16,92	27,45	30,79
Brasil	11,71	8,46	8,44	10,92	12,04
Chile	4,75	5,00	4,90	3,63	3,58
Colombia	4,10	4,94	3,35	3,77	4,79
México	4,50	4,50	3,94	3,50	3,54
Paraguay	8,49	6,00	5,54	6,73	6,75
Perú	4,04	4,25	4,21	4,00	4,23
Uruguay	18,97	18,59	17,70	20,62	17,74

*Previsiones.
Fuente: BBVA Research

Tabla 8.5
Cuenta Corriente (% PIB)

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

*Previsiones.
Fuente: BBVA Research

Tabla 8.6
Balance Fiscal (% PIB)

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

* Previsiones.
Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL**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

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

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 de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Xia Le

xia.le@bbva.com.hk

México

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación Latam

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive

jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@bbva.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo

josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola

matias.viola@bbva.com

Interesados dirigirse a:
BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid

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

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com