

**Análisis Económico**  
**1 de Marzo de 2013**

## Latam. Reflexiones desde Europa

Decía Alonso Quijano a su escudero Sancho, "amigo Sancho, solo se tiene lo que se da". Esta alegoría, con la que el Quijote reprendía al humilde plebeyo, se refería a la simple idea de los bienes retornados y a que en la vida tendrás lo que hayas dado.

Como mis amigos colaboradores de América Latina no han recibido sino copiosas e inapetentes disertaciones sobre la Sra. Merkel, el ínclito Monti o la grotesca experiencia vivida con Grecia, alcanzando, en definitiva, el más absoluto hastío escuchándolo todo sobre Europa, lo necesario y lo innecesario, y lo que es más importante, sin pedir ni recibir nada a cambio, deseo en este punto restituirles parte de lo que de ellos he recibido, que es infinita paciencia, en forma de una humilde reflexión y la consideración que desde aquí nos merece la situación de aquellas tierras tan lejanas, pero tan cercanas al mismo tiempo.

### Región

Para la mayoría de analistas, el 2013 se plantea como el más desafiante desde 2008 para esta región. Los participantes en el mercado ven un ritmo de crecimiento para 2013 menor al de 2012, basándose en el debilitamiento del entorno global, de la demanda externa, una caída de los precios de *commodities* y un giro en el ciclo de crédito local.

No obstante, tenemos razones para mantener nuestras expectativas por encima del consenso, basándonos en la buena marcha (incluso posible sobrecalentamiento) de las economías Asiáticas durante el 2013.

En 2012, la región ha acabado creciendo a un ritmo probablemente inferior al 3%. Sin duda, una desaceleración respecto al 4,3% observado en 2011, pero nos sentimos cómodos proyectando un ritmo de PIB superior para la región en 2013.

A nivel doméstico, aunque pueda haber una ralentización en el crédito, presumiblemente, éste seguirá a un ritmo fuerte, ya que la deuda privada aún continúa baja en relación a estándares internacionales.

A pesar del fuerte repunte del crédito observado en el periodo 2005-2009, estas economías aún están a un nivel de deuda de las familias muy por debajo del visto en economías consideradas extremadamente endeudadas.

Por ejemplo, los préstamos hipotecarios en Brasil representan solo el 5% del PIB (muy por debajo del 60% visto en España en 2009).

Los tipos de interés oficiales de muchas de estas economías se han desplomado literalmente, y probablemente sentirán los efectos a mediados del 2013.

Adicionalmente, aún hay espacio para un relajamiento monetario en algunas economías como Chile, México, etc.

Existe, no obstante, en estos países, un equilibrio “peligroso” entre reservas en divisa y deuda externa. Estos países acumulan reservas internacionales equivalentes al 13% de su PIB. Sabiendo que la deuda pública es en promedio de un 34% del PIB y la deuda externa aproximadamente un 50% de la deuda total, esto nos deja un ratio de reservas equivalentes a sólo 1 vez la deuda internacional. Esta cifra, sencillamente, no es buena y dificulta el acceso a los mercados de deuda internacionales.

Por el lado positivo, en la actualidad, el equilibrio presupuestario observado en los últimos tiempos favorece la implantación de estímulos fiscales. Un ritmo del 3,5% de déficit anual en los últimos 12 meses a nivel regional es, ciertamente, un nivel que las autoridades europeas, norte-Americanas o inglesas, quisieran poder informar.

En definitiva, planteamos a nivel regional una aceleración del crecimiento para el 2013 y nos sentimos cómodos con unos ritmos en PIB del 3,0% - 3,25% a nivel región.

## México

La economía de **México** ha escapado hasta la fecha a las turbulencias que rodeaban la amenaza del “Fiscal Cliff”. El cuarto trimestre siguió mostrando crecimiento, aunque los índices generales de actividad empezaron a notar el agotamiento en la demanda interna de los EUA. Dicho agotamiento, se ha hecho notar, sobre todo, en la industria manufacturera mexicana, que ha visto reducir su ritmo al 1,8% y/y (desde el 3,6% y/y visto en el tercer trimestre).



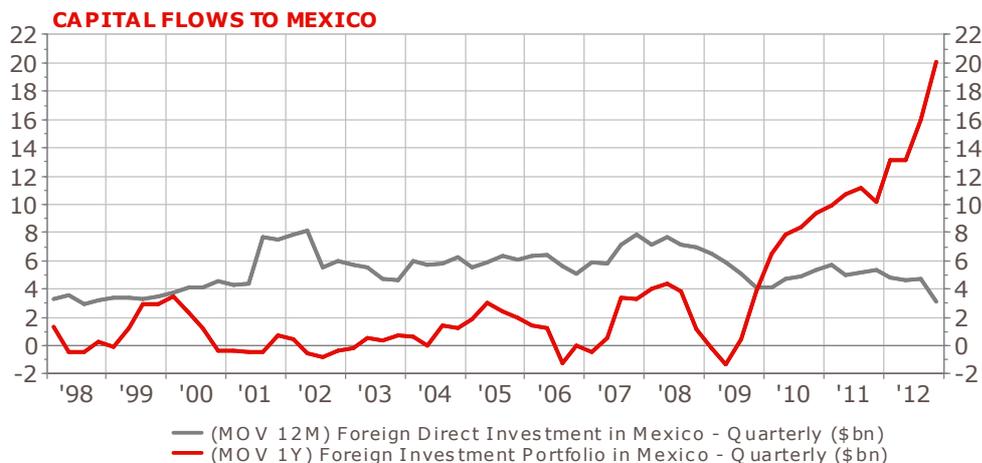
A pesar de esta ralentización del cuarto trimestre, la economía acabó el año con un ritmo de PIB del 3.2% y/y en el cuarto trimestre, gracias a la producción agrícola y a la fortaleza del sector servicios.

Mirando hacia adelante, el repentino aumento en los indicadores ISM USA sugiere que probablemente la actividad en México también se acelere durante la primera mitad del 2013.

Por otro lado, desde 2009, las importaciones USA provenientes de México han vuelto a niveles del "golden age" observadas durante el 2002 (niveles cercanos al 12% de todas las importaciones USA) y lo que es más importante, parece que ha sido a costa de China.

Creemos que hay razones para pensar que, durante el 2013, y probablemente 2014, esta dinámica positiva tendrá continuidad.

Nuestras razones son 5. En primer lugar, un gap de salarios (manufactura) con China que ha desaparecido y por lo tanto no puede haber pérdida de cuota por menor competitividad. En segundo lugar, unos costes de combustibles globales que se mantienen en niveles muy altos. Ciertamente una ventaja para quien no tiene que exportar a grandes distancias (como es el caso de México con USA) y sí, en cambio, una desventaja para quien tiene que usar grandes buques en travesía transoceánicas (como es el caso de China). México también se beneficia del boom de producción de gas y crudo de esquisto en EEUU y la consecuente bajada de los precios de la gasolina. Mientras, en China los costes energéticos van en aumento. Y por último, los importantes flujos de capital (inversión de cartera) vistos en México durante los últimos 3 años podrían sugerir que la fuerte actividad en exploración y extracción de gas de esquisto en los EE.UU podría estimular un boom del gas natural en México similar al que está sucediendo en su vecino del norte. Consideren que México podría ser el cuarto país en el mundo con las mayores reservas en gas y crudo de esquisto, triplicando sus reservas probadas.



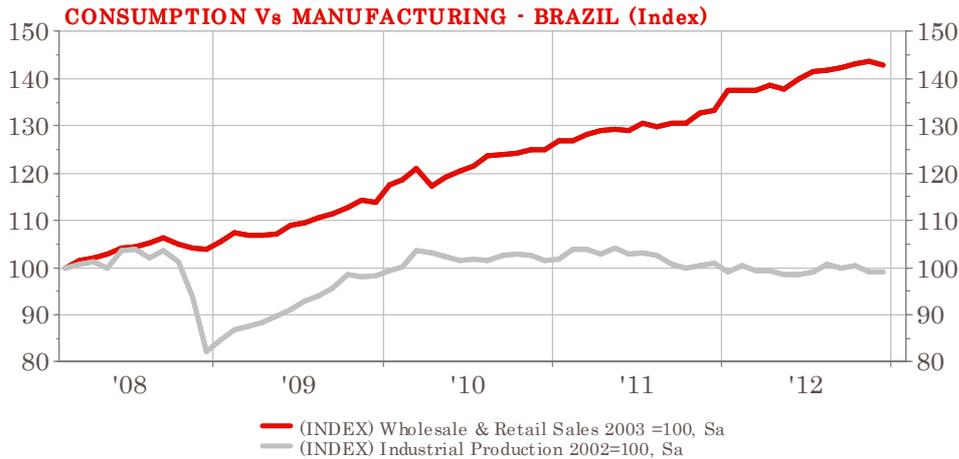
Andbank, Bank of Mexico

©FactSet Research Systems

Nuestra previsión de PIB para la economía mexicana es de un PIB 2013 de un 3,50%, inferior al 3,9% promedio que ha registrado durante el 2012 y 2011, pero entre los más elevados de la región.

## Brasil

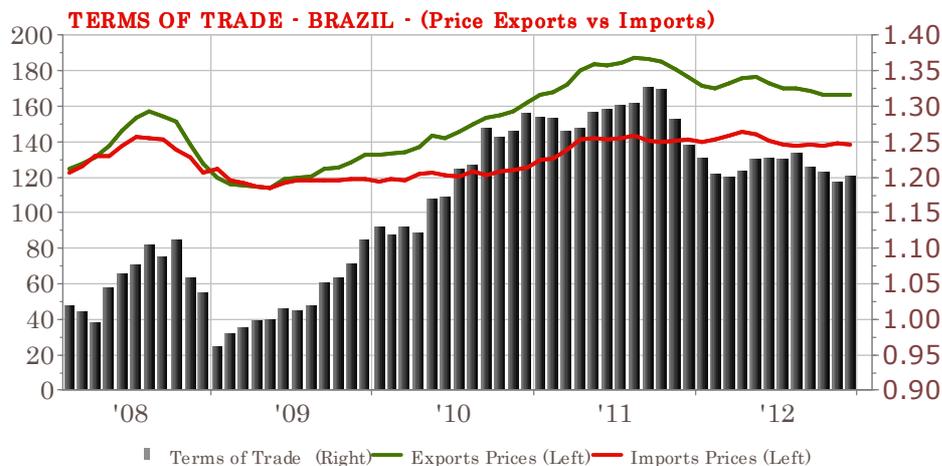
En cuanto al **Brasil**, el rígido e inestable modelo de crecimiento a dos velocidades persiste en este país. El consumo privado parece llevar el peso del crecimiento mientras que la debilidad en la actividad industrial es ya una cuestión perenne (sugiriendo que las inversiones directa, privada o extranjera, brillan por su ausencia).



IBGE

©FactSet Research Systems

¿Cómo puede continuar creciendo el consumo privado? Es la pregunta que todos se hacen. ¿Podrá seguir? ¿Durante cuánto tiempo?  
 Cuando el comercio global disminuyó (y el precio de muchas *commodities* también cedió), fuimos testigos de la desaparición de un factor clave que apoyaba el consumo Brasileño. Los Términos del Comercio se deterioraron, y dejó de existir ese "extra-cash" que financiaba el modelo.



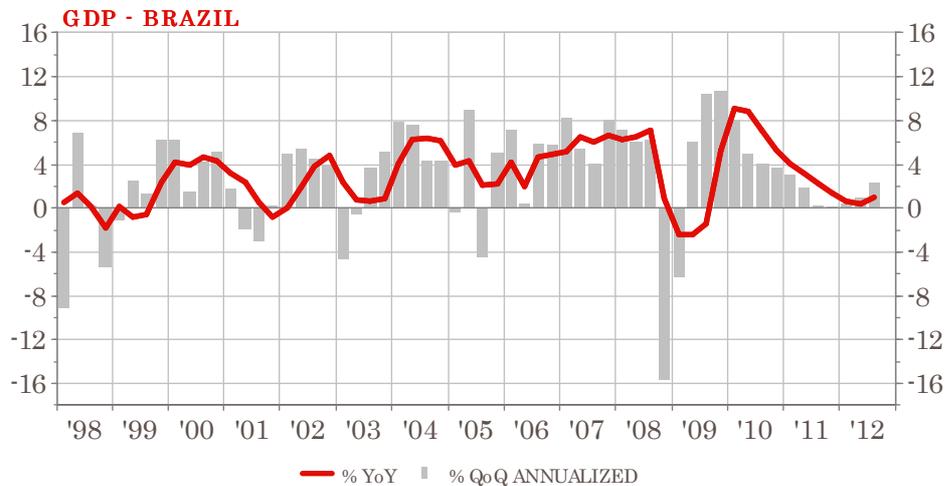
FUNCEX

©FactSet Research Systems

¿Y entonces? ¿Cómo puede mantenerse el ritmo del consumo sin este factor externo? En este punto, solo hay una explicación. Una combinación de estímulos fiscales y monetarios en Brasil, que están promoviendo el gasto doméstico. ¡Eso es todo!

¿Dónde nos deja esto? ¿Es posible seguir bajando tipos para estimular la economía? Sospechamos que con el recorte de Selic en 525 p.b hasta el mínimo histórico del 7,25% (durante el pasado año), el banco central ha alcanzado el final de este ciclo de bajadas de tipos.

Sin estímulos monetarios, y la persistencia en unas materias primas más estables (y por lo tanto en los términos de comercio para Brasil), va a ser difícil ver una aceleración importante en el PIB.



IBGE

©FactSet Research Systems

Solo vemos como un factor importante de crecimiento en Brasil, un potencial giro positivo en Asia. Algo que proyectamos en nuestra visión. Esta dinámica en Asia, aunque no provoque necesariamente un efecto precio significativo (en las materias primas), sí provocaría en cambio un efecto volumen en las exportaciones de la economía brasileña, lo que ayudará en sentido amplio al conjunto de la economía. Planteamos un 2013 en donde el PIB de este país podría alcanzar un ritmo de entre el 3% (muy por encima del 0,9% observado en 2012), aunque lejos del 7,5% observado en 2010 y del 4% promedio de la última década.

## Chile y Perú

Estos países pertenecen a ese reducido grupo de países que nosotros llamamos "económicamente responsables", por haber evidenciado su avance en el campo de la disciplina fiscal. Este factor es importante, sobretodo si se enmarca en una región, en la que durante el transcurso del siglo XX, estos países se ganaron la reputación de carentes de disciplina en las finanzas públicas. Ese comportamiento fiscal desempeñó un papel importante en los innumerables episodios de aumento de la deuda, hiperinflación e impagos.

Chile estableció la "Ley de Estabilización fiscal" en el 2000, y desde entonces fija un gasto público estructural no superior al 0,5% del PIB. Del mismo modo, estableció una política industrial focalizada en el cobre que le ha permitido acumular 15 bn USD de ahorro en su Fondo de Estabilidad Económica y Social. El equivalente al 6% de su PIB.

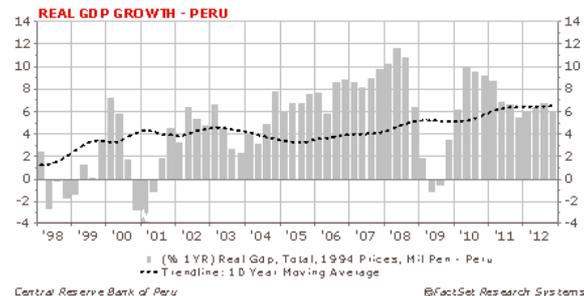
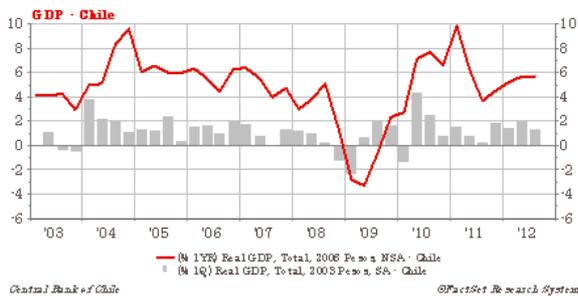
Perú también ha ejercido esa "responsabilidad" fiscal, limitando el déficit público al 1% de su PIB y poniendo un tope a los aumentos de gasto durante los ciclos alcistas. Dichos superávits se acumulan en un fondo (FEF) que cuenta actualmente con 5 bn USD (casi el 4% de su PIB).

La demostración de que estos países aplican políticas anti-cíclicas, que les permiten ahorrar durante los ciclos alcistas, y gastar en recesiones, es que en la última década, *output gap* y *spending gap* han mostrado una correlación negativa durante el 63% del tiempo.

Otra manera de demostrarlo, es mediante el "revenue gap", según el cual (sobretudo en el caso de Perú), la variabilidad de los ingresos fiscales ha sido mucho más pronunciada que la variabilidad del PIB (siempre en la misma dirección), lo que sugiere que en pleno ciclo económico, el gobierno aumenta la presión fiscal para frenar la economía, evitar desequilibrios y burbujas, y de paso, generar un superávit fiscal (ahorro) que le permita compensar futuras caídas en la actividad privada.

Por todo ello, planteamos Chile y Perú como las dos opciones mejor valoradas para inversiones de largo plazo en América Latina. Prevedemos que mantendrán una reducida volatilidad en sus PIBs (más estabilidad), menores niveles de endeudamiento, menor "crowding out effect" y por lo tanto más crecimiento potencial, que a su vez, se verá retroalimentado por la continua entrada de inversión directa extranjera cada año (equivalente al 16% del PIB en el caso de Chile, y del 8% en el caso de Perú).

En nuestras estimaciones de PIB, prevedemos que Chile siga creciendo en 2013 por encima del 5,5% (muy superior a su promedio de 10 años y que es del 4,5%). Y para Perú proyectamos un ritmo de PIB del 6,3% (o más). En línea con el promedio de 10 años.



## Argentina

Esta economía ha mostrado ciertos síntomas de estabilización en su economía en la parte final del 2012. Las cifras oficiales de PIB (siempre inexactas) así lo mostraron, pero otras medidas alternativas para calibrar las dinámicas de actividad también apuntan en esta dirección. Estas medidas sugieren que el ritmo a finales de 2012 (principios de 2013) es del 0,2% y/y, que aunque débil, supone dejar atrás la contracción observada durante el tercer trimestre del 2012.

A pesar de este ligero cambio positivo, nos quedan las dudas sobre su composición, y por lo tanto, sobre su continuidad, ya que el giro fue mayoritariamente provocado por una anormal aceleración en la producción agrícola (de igual forma que ha ocurrido en otros países de la región). Sospechamos que dicha aceleración se debe a un importante efecto base, tras los graves problemas climatológicos que paralizaron muchas de las cosechas en la región. Revistas especializadas señalan que la secuencia climatológica de los dos últimas campañas ha sido verdaderamente dañina para el negocio agrícola, lo que da pie a muchos episodios de producción escasa,

amplificando después las variaciones trimestrales por el efecto base. Variaciones que no tuvieron continuidad.

Otro aspecto que nos hace dudar sobre la continuidad de la mejora de los índices de actividad general, es que la industria y la construcción siguen en modo de debilidad. Ambos sectores mostraron cifras de contracción en la parte final del 2012 y se nos hace difícil pensar en un cambio repentino a corto plazo.

Mas allá de los problemas en la estructura económica del país, creemos que actualmente la principal amenaza sigue siendo la incapacidad de las autoridades por controlar la evolución de los precios. Las cifras oficiales de inflación se nos antojan engañosas, con una publicación que apunta a unos precios que se aceleran a un ritmo del 10% anual. Según fuentes consultadas, tomando como datos las cifras publicadas desde las diferentes provincias, los precios se estarían acelerando por encima del 25%, y eso es un problema mayúsculo.

Dicha evolución desemboca en el hundimiento de los salarios reales, y por tanto, hunde también la confianza del consumidor. Fruto de todo ello, quizás, sea la continua desaceleración en los ritmos del crédito, lo que a su vez augura que el consumo privado doméstico no podrá acelerarse a corto y medio plazo.

La evidencia de que el problema de la inflación está ahí, la tenemos en la imposición del gobierno de congelar los precios en supermercados durante los primeros compases del 2013 (inicios de febrero). Esta es la respuesta que el gobierno decidió dar, muy en la línea de los sucesivos gobiernos de limitar la libertad de mercado (como en el caso de la adquisición de divisas). Una libertad de mercado que parece estar desbocada y que, posiblemente, de no actuar, actuaría como un factor de precipitación. En cualquier caso, una situación en la que, desde Andbank, estamos convencidos que nunca debe llegarse.

Una muestra de la preocupación con la que se mira desde fuera a esta economía, la tenemos en el nivel NO-oficial del tipo de cambio, que continúa su particular divergencia respecto a los niveles "oficiales", estrechamente controlados. El tipo oficial de cambio está alrededor de los 5 pesos por USD, mientras que el tipo de cambio en el mercado negro estaría en 7 pesos por USD (un 40% de sobrevaloración en el Peso oficial). Sin duda, la inflación descontrolada y la aparente persistencia en la fuga de capitales estarían provocando esta evolución (natural) en el mercado negro. Sea como fuere, todo lo mencionado resulta en una sobrevaloración sin precedentes del peso oficial, que a su vez amplifica los problemas de competitividad externa derivados de dicha sobrevaloración.

Por si no fuera poco, el país mantiene una nube amenazante sobre su territorio, tras el episodio legal iniciado en una corte de New York, y en el que una primera sentencia desfavorable, y que podría desembocar en un nuevo "default", tuvo que ser recurrida por el gobierno de la señora Fernández. En espera de que esta sentencia sea firme, Argentina ha seguido sufriendo todos los problemas derivados de la incertidumbre respecto a la imposición de tener que honrar la deuda de los "hold-outs" que no acudieron al canje. De ser así, la nueva brecha fiscal sería de unos 3bn USD, que según fuentes podría desencadenar una oleada de nuevas demandas que podrían superar los 20 bn USD.

Claro está, el mercado se siente inseguro respecto a las consecuencias de esta posibilidad, ya que pondría en entredicho la capacidad global de pago del Gobierno de la Sra. Fernández. La ansiedad, siempre presente, en espera de la sentencia definitiva (que tendrá lugar en Marzo de 2013), ha provocado un aumento substancial en las primas de riesgo de los bonos del país, lo que a su vez aumenta

los costes de la deuda y, por consiguiente, amplifica el ajuste necesario en las políticas de gasto público. Un círculo vicioso que desemboca en una situación procíclica de acentuación de los problemas.

En definitiva, unas dinámicas de actividad en Argentina que han dado cierta muestra de estabilización en la parte final del año 2012, pero una realidad que alberga todavía muchas, muchas incógnitas. Nuestra visión relativamente optimista para la región en el 2013, hará que también Argentina se beneficie, aunque por descontado, no creemos que Argentina sea de los países que arroje un mejor comportamiento.

Alex Fusté  
Chief Economist

Andbank  
Teléfono: + (376) 881248  
Fax: + (376) 873311  
mailto: alex.fuste@andbank.com

## **Descargo Legal**

Todos los apartados y secciones de esta publicación han estado preparados por el equipo de analistas financieros de La entidad financiera en colaboración con el equipo de Marketing. Los puntos de vista expresados en el presente documento se basan en la evaluación combinada de diferentes estudios e informes públicos efectuados por terceros. Estos contienen valoraciones de carácter técnico-subjetivo de datos y factores económicos y socio-políticos de relevancia, de los cuales los analistas de La entidad financiera extraen, valoran y sintetizan las informaciones que consideran más objetivas para, después, consensuar y redactar unas opiniones razonables sobre las cuestiones analizadas en el documento. Las opiniones y estimaciones contenidas se basan en los hechos y condiciones de mercado sucedidos hasta la fecha de la publicación de este documento y, por tanto, no pueden ser determinantes para valorar hechos futuros posteriores a la fecha de publicación de este documento.

La entidad financiera puede tener opiniones sobre instrumentos financieros que difieren totalmente o parcialmente del consenso de mercado. Los índices de mercado elegidos están seleccionados bajo los criterios únicos y exclusivos que La entidad financiera considere más apropiados. La entidad financiera no garantiza de ninguna manera que se produzcan las predicciones ni los hechos contenidos en el presente documento y, advierte expresamente que los rendimientos pasados que se puedan mencionar no impliquen, en ningún caso, rendimientos futuros, que las inversiones analizadas puedan ser las adecuadas para todos los inversores, que estas podrían fluctuar en el tiempo en el que respecta a su precio y valor y que los cambios que se pudieran producir en los tipos de interés o en los tipos de cambio de divisas son factores que también podrían desaconsejar el seguimiento de las opiniones aquí expresadas.

El presente documento no puede ser considerado, en ningún caso, como una oferta o proposición de compraventa de los productos o instrumentos financieros que se puedan mencionar, y toda la información aquí contenida es indicativa y no podrá ser considerada como único factor relevante de decisión para proceder a realizar una inversión determinada. En este documento, por tanto, no se analizan otros factores determinantes para valorar correctamente la decisión de realizar una inversión concreta como pueden ser el perfil de riesgo del inversor, sus conocimientos, experiencia y situación financiera, el horizonte temporal de la inversión o la mayor o menor liquidez de la inversión. En consecuencia, el inversor será responsable de buscar y obtener el asesoramiento financiero oportuno con el objetivo de valorar los riesgos, costos y otras características de las inversiones que desee realizar.

La entidad financiera declina expresamente cualquier responsabilidad para la exactitud o conveniencia de las evaluaciones o estimaciones de los modelos utilizados en las valoraciones que contiene el presente documento, así como para los posibles errores o omisiones en que pudiéramos incurrir en la elaboración de este documento.

La entidad financiera se reserva el derecho de modificar, en cualquier momento, totalmente o parcial la información aquí contenida.