



CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**¿DESACELERACIÓN CÍCLICA O CAMBIO
ESTRUCTURAL EN EL MODELO DE
CRECIMIENTO? UN ESTUDIO DE ALGUNAS DE
LA PRINCIPALES ECONOMÍAS EMERGENTES
DE LATINOAMÉRICA (BRASIL, MÉXICO, CHILE,
PERÚ Y COLOMBIA)**

Autor: Verónica Pérez-Campanero Antolín

Director: Alfredo Arahetes García

Madrid
Marzo 2014

Resumen

Este trabajo de investigación analiza si la presente desaceleración que están experimentando los mercados emergentes en América Latina es cíclica o estructural. Tras un análisis económico de datos estadísticos, se identifican puntos de continuidad y de ruptura con las tendencias de la última década, y se concluye que la desaceleración de los últimos meses tiene tanto parte de componente cíclico como estructural, convirtiendo en imperativa una mayor diversificación de las economías de la región. Además, en base a una serie de factores idiosincráticos de cada economía (dependencia comercial de EEUU o China, reformas estructurales implementadas, valor añadido de las exportaciones, dependencia de flujos de capital a corto plazo, y dependencia de la demanda externa frente a la interna), puede determinarse cuáles de las economías locales están mejor posicionadas de cara a la desaceleración permanente en los vientos de cola que han favorecido el crecimiento en la región en la última década.

Palabras clave: ciclo de emergentes, América Latina, factores externos, crecimiento, exportaciones, materias primas, tipo de cambio, balanza por cuenta corriente, flujos de capital

Abstract

This research paper analyses whether the current deceleration that emerging markets in Latin America are experiencing is cyclical or structural. After an economic analysis of statistical data, points of continuity and rupture in the trends characterizing the last decade are identified, and the paper concludes that the deceleration experienced in recent months has both a cyclical and structural component, making a greater diversification in the emerging economies in the region an imperative. In addition, based on a series of factors idiosyncratic to each economy (commercial dependence on the US or China, structural reform implementation, value add of export base, dependence on short term capital flows, and dependence on external vs. internal demand), we can identify which local economies are better positioned to face the permanent deceleration in the tailwinds which favored growth in the region in the past decade.

Keywords: emerging market cycle, Latin America, external factors, growth, exports, commodities, exchange rate, current account, capital flows

Índice

1. Introducción.....	7
1.1. Objeto de investigación	7
1.2. Metodología.....	9
2. ¿Ante el fin del ciclo de emergentes en América Latina? Revisión de la literatura y planteamiento del problema.....	11
2.1. El debate sobre el fin del ciclo de emergentes, con una especial aplicación a América Latina	11
2.2. Fin del ciclo de emergentes en América Latina	12
2.3. América Latina: dos realidades	14
2.4. Planteamiento del problema	14
3. Ciclo de emergentes en América Latina: principales características estructurales	16
3.1. Brasil.....	16
3.1.1. Principales características de la economía.....	16
3.1.2. Situación reciente y perspectivas.....	20
3.2. México.....	24
3.2.1. Principales características de la economía.....	24
3.2.2. Situación reciente y perspectivas.....	27
3.3. Chile	29
3.3.1. Principales características de la economía.....	29
3.3.2. Situación reciente y perspectivas.....	31
3.4. Perú.....	35
3.4.1. Principales características de la economía.....	35
3.4.2. Situación reciente y perspectivas.....	36
3.5. Colombia	39
3.5.1. Principales características de la economía.....	39
3.5.2. Situación reciente y perspectivas.....	40
3.6. Factores de oportunidad y factores de riesgo: buscando pautas en la respuesta de América Latina al cambio en el entorno exterior.....	44
3.6.1 Dependencia de China o de Estados Unidos	45
3.6.2. Grado de reformas estructurales implementadas.....	47
3.6.3. Grado de valor añadido de las exportaciones	48

¿Desaceleración cíclica o cambio estructural en el modelo de crecimiento? Un estudio de algunas de las principales economías emergentes de Latinoamérica (Brasil, México, Chile, Perú y Colombia)

3.6.4. Dependencia de financiación de corto plazo	49
3.6.5. Dependencia de consumo interno frente a demanda externa	50
4. Conclusiones.....	52
Bibliografía.....	56

Gráficas

Gráfica 1- Crecimiento potencial estimado (encuesta “Focus” del Banco Central Brasileño).....	17
Gráfica 2- Inversión en Mercados Emergentes, 1Q2010-4Q2012 (índice rebasado de inversión bruta a precios constantes).....	17
Gráfica 3- Formación bruta de capital fijo de mercados emergentes (como porcentaje del PIB).....	19
Gráfica 4- Tasa de ahorro G20, 2005-2012 (promedio como porcentaje del PIB).....	19
Gráfica 5- Principales socios comerciales de Brasil (2000-2012).....	21
Gráfica 6- Saldo de la balanza por cuenta corriente (Brasil, 2002-2013).....	21
Gráfica 7- Inversiones de cartera en Brasil (2000-2013).....	23
Gráfica 8- Composición de inversión directa extranjera en Brasil, excluyendo créditos intragrupo (miles de millones de dólares, 2003-2012).....	23
Gráfica 9- Tipo de cambio brasileño (BRL USD 2000-2013).....	24
Gráfica 10- PIB real por hora trabajada, tasa anual compuesta de crecimiento (2000-2012).....	25
Gráfica 11- Mayores bancos por país de sede de matriz (en porcentaje de activos totales del sistema bancario).....	26
Gráfica 12- Posiciones de no-residentes en deuda soberana (miles de millones de dólares, 2008-2013).....	26
Gráfica 13- Principales socios comerciales de México (2000-2012).....	27
Gráfica 14- Integración de exportaciones mexicanas en cadenas de valor de Estados Unidos (2008-2013).....	27
Gráfica 15- Producción petrolera total, EEUU vs. México (2001-2013).....	28
Gráfica 16- Cuota de importaciones manufactureras de EEUU, por origen (1996-2012, porcentaje).....	29
Gráfica 17- Cambio en cuota de importaciones manufactureras de EEUU, por origen (2010-2012, porcentaje).....	29
Gráfica 18- PIB per cápita, en términos de paridad de poder adquisitivo (miles de dólares, 1980-2012).....	30
Gráfica 19- Exportaciones chilenas por sector (miles de millones de dólares, 2008-2012).....	31

Gráfica 20- Principales destinos de exportaciones chilenas (porcentaje de exportaciones totales, 2012).....	31
Gráfica 21- Cuota de mercado de bancos extranjeros (2012, porcentaje de préstamos totales).....	32
Gráfica 22- Principales socios comerciales de Chile (2000-2012).....	32
Gráfica 23- Evolución del precio del cobre (2000-2012).....	32
Gráfica 24- Tasa de variación interanual de exportaciones e importaciones chilenas (media móvil 3 meses, 2002-2012).....	33
Gráfica 25- Saldo de la balanza por cuenta corriente chilena (2002-2012).....	33
Gráfica 26- CDS a 5 años de deuda soberana chilena (2003-2013).....	34
Gráfica 27- Tipo de cambio chileno (CLP USD, 2000-2013).....	34
Gráfica 28- Relación de flujos financieros a Chile con tipos de interés.....	35
Gráfica 29- Principales exportaciones peruanas (porcentaje del PIB).....	36
Gráfica 30- Principales destinos de exportación peruanos (porcentaje de exportaciones).....	36
Gráfica 31- Tasa de variación interanual de exportaciones e importaciones peruanas (media móvil 3 meses, 2002-2013).....	37
Gráfica 32- Saldo de la balanza por cuenta corriente peruana (2000-2013).....	37
Gráfica 33- Flujos financieros a Perú (2000-2013).....	37
Gráfica 34- Relación de flujos financieros a Perú con tipos de interés (2000-2013).....	37
Gráfica 35- Tipo de cambio peruano (PEN USD, 2000-2013).....	38
Gráfica 36- CDS a 5 años de deuda soberana peruana (2003-2013).....	38
Gráfica 37- Producción de café y petróleo (tasa de variación interanual, 2008-2012).....	40
Gráfica 38- Tipo de cambio real (índice, 2000=100) y exportaciones manufactureras (porcentaje sobre exportaciones) (2000-2012).....	40
Gráfica 39- Principales exportaciones colombianas por producto (2000-2013).....	41
Gráfica 40- Principales socios comerciales de Colombia (2000-2013).....	41
Gráfica 41- Evolución del precio del petróleo (Brent, 2000-2013).....	42
Gráfica 42- Saldo de la balanza por cuenta corriente colombiana (2000-2013).....	42
Gráfica 43- Inversiones en Colombia (2000-2013).....	42
Gráfica 44- Relación de flujos financieros a Colombia con tipos de interés (2000-2013).....	42
Gráfica 45- Tipo de cambio colombiano (COP USD, 2000-2013).....	43
Gráfica 46- CDS a 5 años de deuda soberana colombiana (2003-2013).....	43

Gráfica 47- Posicionamiento de principales economías latinoamericanas (dependencia comercial de Estados Unidos vs. China, avance en reformas estructurales, 2013).....	51
Gráfica 48- Posicionamiento de principales economías latinoamericanas (dependencia de demanda interna vs. externa, valor añadido de las exportaciones, 2013).....	51

1. Introducción

1.1. Objeto de investigación

Parece haberse producido en los últimos meses una generalizada desaceleración del crecimiento en el bloque de países emergentes. No está aún del todo claro si esta desaceleración tiene un carácter meramente coyuntural o cíclico, o si, más allá de las condiciones cíclicas del momento, estamos un cierto cambio estructural asociado a una serie de factores identificables que van a causar un crecimiento permanentemente más bajo del que se ha observado en los últimos años en este grupo de países.

Debido a la falta de consenso respecto de esta desaceleración, el presente trabajo pretende estudiar la cuestión en el caso particular de las principales economías emergentes de América Latina. Se plantea si actualmente está teniendo lugar una desaceleración cíclica o un cambio estructural en el modelo de crecimiento en algunas de las principales economías emergentes de Latinoamérica. El estudio se centra concretamente en un análisis de alguna de las mayores economías de la región, concretamente las de Brasil, México, Chile, Perú y Colombia. Se ha seleccionado este grupo de países, en base a su importancia relativa en la región (en base al peso relativo en el producto interior bruto de la región). Se ha excluido de la selección a Argentina y Venezuela (también países grandes con peso relativo en la región) que son clasificadas como “economías de frontera”, y no como “países emergentes” por el IIF (el Instituto de Finanzas Internacionales).

Los objetivos de este trabajo son múltiples, de cara a esta desaceleración experimentada en el grupo de países emergentes. Entre ellos, la identificación de posibles factores determinantes o explicativos de un cambio estructural en el modelo de crecimiento de países emergentes, aplicado al caso de las economías latinoamericanas. Se busca además definir y examinar cuáles de esos factores son comunes a todos los países, y cuáles tienen un carácter idiosincrático o de aplicación específica a un país o subgrupo de países. Más allá de esta identificación y clasificación de factores, se busca examinar cuáles de esos factores adversos pueden revertirse en el futuro, y cuáles son susceptibles de corrección mediante medidas específicas de política económica, así como determinar si algunos de esos factores tienen un carácter permanente e irreversible.

Por último, el trabajo pretende establecer una comparativa relativa entre países tendente a evaluar sus posibilidades de éxito futuro en conseguir una senda sostenible de alto crecimiento, y determinar, en base a sus fortalezas y debilidades qué características serán determinantes para enfrentar de forma más sólida el cambio en los factores externos favorables que ha experimentado la región, para así concluir qué países o subgrupos de países en la región están mejor posicionados de cara a este cambio desfavorable en los factores externos.

Para buscar respuesta a la pregunta de investigación planteada, se procede en primer lugar a un análisis de la literatura económica existente, agrupada en tres grandes categorías. En primer lugar, se hace un breve resumen de la literatura relevante de cara al debate sobre el fin del ciclo de emergentes, con una especial aplicación a América Latina (es decir, centrada en los factores externos favorables que han sido determinantes en la región en los últimos años). En segundo lugar, se procede a un desglose más detallado de los argumentos presentados por diversos autores de cara a aspectos más idiosincráticos al fin del ciclo de emergentes en América Latina. Y, en último lugar, se procede a sintetizar la literatura que defiende la existencia de dos realidades en la misma región, y los “clusters” de países en los que dividen a Latinoamérica, para finalmente enmarcar la cuestión a la luz de estas tres grandes corrientes existentes en la literatura.

La siguiente sección pasa a analizar, los factores relativos al comportamiento y a las características estructurales de Brasil, México, Chile, Perú y Colombia. Se analizan, en primer lugar, los factores que han experimentado cada una de las economías en los años recientes, para posteriormente pasar a determinar si estas economías han pasado por un ciclo alcista que está ahora llegando a su fin, o si más bien la reciente desaceleración es de un carácter puramente coyuntural. Se realiza un análisis tanto de los factores de naturaleza externa a estos países, como de la inserción internacional, y de las condiciones financieras internacionales, que han propiciado el entorno de alto crecimiento en la región en la última década, además de un breve análisis de factores intrínsecos a los propios países. En cuanto a la inserción internacional, se analizan factores relevantes al comercio internacional, y al comercio de materias primas en particular, y en cuanto a los flujos de capital, se analizarán factores tales como la inversión directa, las inversiones de cartera, la bondad de los flujos de capital con los tipos internacionales, o el riesgo percibido de la región.

La última parte del análisis realiza una comparativa relativa entre países que busca la evaluación de la sostenibilidad de su modelo de crecimiento de cara a futuro, y las posibilidades de éxito de cara a la fuerte reducción a los vientos de cola externos experimentados en la región a lo largo de la última década. Se realiza la comparativa a través de un análisis relativo en base a cinco ejes principales determinantes de la fortaleza o debilidad de cara al cambio en los factores externos que influyen en el crecimiento de la región: el grado de dependencia exterior de China o EEUU, el mayor o menor grado de reformas estructurales implementadas, el mayor o menor valor añadido de las exportaciones, la mayor o menor dependencia de los flujos de capitales a corto plazo, y la dependencia para el crecimiento del consumo y la inversión internas o de la demanda externa. El análisis de estos cinco ejes ofrece una perspectiva más rica acerca de los riesgos y oportunidades a los que se enfrentan los diferentes países de la región actualmente.

El trabajo concluye con una breve visión global acerca de la inserción internacional en el grupo de países analizado, y las fortalezas y vulnerabilidades específicas de cada uno de ellos. Además, se concluye en qué combinación de factores resultan más favorables de cara al cambio en los factores externos a los que se enfrenta la región, y en base a esto, qué países están mejor posicionados de cara a la reducción en los vientos de cola que han favorecido a la región en la última década.

1.2. Metodología

Para buscar una respuesta a la cuestión de investigación planteada, se parte de la base de una compilación de las variables estadísticas relativas al comportamiento y las características estructurales de los cinco países seleccionados para el estudio (Brasil, México, Chile, Perú y Colombia). Estas variables incluyen el PIB y sus principales componentes, los principales agregados y subagregados de la balanza de pagos, los tipos de cambio, los tipos de interés locales e internacionales, los precios de las principales commodities, etc.. Posteriormente se procede a un examen de los factores (en la medida de lo posible, mediante una evaluación cuantitativa) que influyen en el desarrollo económico a medio y largo plazo, con un enfoque particular en los factores externos que han tenido tanto peso en el desarrollo del último ciclo de crecimiento en los países emergentes de América Latina.

A partir del examen de los factores realizado, incluido en representaciones gráficas de estos factores en el texto, se busca identificar una serie de puntos de corte o de ruptura en las tendencias que en la última década han favorecido entornos de alto crecimiento en los países seleccionados, para determinar si estamos presenciando la finalización del último ciclo experimentado por la región, a través de una disminución en los vientos de cola que han favorecido a América Latina.

Se busca llevar a cabo un análisis crítico de la situación actual y las perspectivas futuras de cara a esta desaceleración en la región, para determinar cuáles son las características principales que favorecerán a unas economías frente a otras de cara a esa disminución en los vientos de cola externos a la región, y por lo tanto qué economías están mejor posicionadas de cara a este cambio desfavorable en los factores externos.

Este análisis se realiza principalmente a través de una comparativa relativa entre países tendente a evaluar sus posibilidades de éxito futuro en conseguir una senda sostenible de alto crecimiento, realizando una ponderación de los países analizados en base a cinco ejes principales: el grado de dependencia exterior de China o EEUU, el mayor o menor grado de reformas estructurales implementadas, el mayor o menor valor añadido de las exportaciones, la mayor o menor dependencia de los flujos de capitales a corto plazo, y la dependencia para el crecimiento del consumo y la inversión internas o de la demanda externa. El análisis de estos cinco ejes nos da una evaluación más compleja y menos unidimensional de los riesgos y oportunidades para estos países en las presentes circunstancias.

2. ¿Ante el fin del ciclo de emergentes en América Latina? Revisión de la literatura y planteamiento del problema

2.1. El debate sobre el fin del ciclo de emergentes, con una especial aplicación a América Latina

En los últimos años, los mercados emergentes han estado experimentando una época de singular bonanza, con una configuración favorable de factores externos y experimentando fuertes tasas de crecimiento, muy superiores a las experimentadas en las economías avanzadas. Sin embargo, gran parte de la literatura defiende que la época de auge de los países emergentes ha llegado probablemente a su fin, y que nos encontramos en el momento actual ante un cambio de ciclo en el que los países emergentes deberán adaptarse a las nuevas condiciones si desean continuar creciendo a tasas similares a las obtenidas en los últimos años. Generalmente, la literatura disponible coincide en la caracterización del último ciclo de emergentes, como uno en el que las condiciones externas han sido inusualmente favorables, favoreciendo así las altas tasas de crecimiento que estas economías han experimentado.

En concreto, ciertos autores indican que el episodio vivido a partir del verano de 2013, de desaceleración del crecimiento y castigo por parte de los inversores a los mercados emergentes, es simplemente un aviso de lo que podría ocurrir en el futuro, a la vista de que no se han corregido aún muchos de los desequilibrios existentes y no se han abordado en profundidad las reformas estructurales necesarias en muchos de estos países. Entre los autores que defienden esta línea se encuentra, entre otros, Kenneth Rogoff (2013).

A grandes rasgos, los países emergentes quedan divididos en tres categorías en la literatura existente: la primera corresponde a los países que han seguido un modelo de exportaciones de bienes industrializados, la segunda a aquellos países emergentes que han seguido un modelo de exportación de materias primas (commodities), y la tercera a los países emergentes que han basado su crecimiento primordialmente en una fuerte expansión del crédito. En cualquiera de las tres instancias, se defiende la necesidad de implementar reformas estructurales (entre las cuales es clave la reforma del sector financiero), diversificar la actividad productiva de las economías y buscar fuentes complementarias de crecimiento a las principales fuentes tradicionales de expansión

económica en el último ciclo, para poder mantener las elevadas tasas de crecimiento vigentes en los últimos años.

En concreto, el Instituto de Finanzas Internacionales, en un reciente informe (2013) que sigue estas líneas, plantea la necesidad de estas reformas, en el argumento de que la paulatina desaparición de las condiciones externas que de forma extraordinaria han venido experimentando las economías emergentes en los años recientes, hará eventualmente reemerger los retos estructurales a los que se enfrentan esas economías emergentes, y más crucial la necesidad de abordar reformas para mejorar su potencial de crecimiento a largo plazo.

Ciertos autores examinan también las causas de la reciente deceleración del crecimiento de los mercados emergentes, basando su análisis fundamentalmente en una descomposición del crecimiento nominal en tres tipos de factores principales que interactúan entre ellos: primero, el crecimiento real; segundo, la relación de intercambio; y tercero, las alteraciones en los tipos de cambio reales (teniendo en cuenta que los países que crecen a un ritmo más rápido, tienden a experimentar apreciaciones del tipo de cambio real, en virtud del llamado efecto de Balassa-Samuelson). En concreto, Ricardo Hausmann (2013) argumenta en un reciente artículo que la evidencia empírica apunta a que la contribución del crecimiento real al crecimiento nominal en países emergentes es prácticamente nula, a excepción de los países no exportadores de materias primas (commodities). Sostiene, tal y como lo hacen otros autores, como el Centro de Desarrollo de la Organización para la Co-operación y el Desarrollo Económico (OCDE, 2014), que no puede esperarse que los países emergentes sigan beneficiándose de forma permanente de la combinación favorable que suponen los altos precios de las materias primas, y unos tipos de cambio reales crecientes, debido en gran parte al carácter cíclico de los precios de las materias primas, lo que a su vez conlleva que las mejoras en las relaciones de intercambio y en las entradas de flujos de capital que han venido experimentado en los últimos años muchos países emergentes sean también por su propia naturaleza de carácter temporal.

2.2. Fin del ciclo de emergentes en América Latina

De una forma análoga al análisis aludido del caso general de la desaceleración del crecimiento en emergentes, centrándose específicamente en el caso de la región latinoamericana, en la literatura puede encontrarse una fuerte argumentación de que los

países emergentes de Latinoamérica han desaprovechado las condiciones inusualmente favorables que ofrecía la combinación de una abundancia de liquidez, una subida de los precios de las materias primas y unos bajos tipos internacionales de interés (circunstancias que constituían lo que se ha dado en llamar una especie de “Nirvana” económico), y que estos países no han conseguido diversificar la base de exportación de sus economías o lograr su integración en las cadenas de valor industriales mundiales, como han hecho los países emergentes de Asia. Por ello, se enfrentan ahora a una brusca confrontación con las nuevas realidades económicas, al desaparecer estas condiciones favorables. En esta línea plantean sus artículos más recientes autores como Andrés Velasco (2013).

Para el caso también de los países emergentes de América Latina, en diversos estudios se defiende también que gran parte del crecimiento de la región latinoamericana en los últimos años se debe primordialmente a la existencia de factores externos favorables, tales como los bajos tipos de interés, la alta demanda de materias primas (commodities) y las bajas primas de riesgo, entre otros. En concreto, en un estudio empírico de en el estudio de Alejandro Izquierdo, Randall Romero y Ernesto Talvi (2008), estos autores encuentran que los factores externos tienen un rol clave en la determinación de las fluctuaciones económicas de Latinoamérica, y que el crecimiento de la región, la fortaleza o debilidad macroeconómica de los países de la región, y el impacto de las políticas económicas y de las reformas domésticas tan sólo pueden analizarse adecuadamente una vez hayan sido tenidos en cuenta los efectos de los factores externos, puesto que estos pueden llevar a fuertes diferencias en la dinámica de crecimiento de la región.

Además, se insiste habitualmente en la literatura económica en la importancia de distinguir entre el crecimiento sostenible a largo plazo en estos países, por una parte, y por otra parte los efectos transitorios en el crecimiento de los cambios en los niveles de una gama de variables o factores externos (tales como pueden ser los incrementos temporales en los precios de las materias primas, o bien las caídas temporales de los tipos de interés), porque estos factores externos pueden dar lugar a fases relativamente prolongadas de crecimiento anormalmente alto, pero generalmente los niveles de crecimiento económico revierten eventualmente a la tendencia a largo plazo de crecimiento del país a medida que se disipan estos efectos temporales.

2.3. América Latina: dos realidades

Algunos análisis profundizan en un examen más detallado de la realidad económica latinoamericana, distinguiendo con más nitidez unos países de otros. A grandes rasgos, la literatura plantea que dentro de la propia América Latina existen dos grupos de países que se enfrentan a realidades económicas distintas. Por una parte, se encuentra la agrupación de países similares a Brasil (que vienen caracterizados por una posición exportadora neta de materias primas mayor, por una menor integración comercial con los países avanzados o industrializados, y por unas menores tasas de inversión), y por otra parte, la agrupación de países similares a México (que vienen caracterizados por una posición exportadora neta de materias primas menor, o incluso importadora neta de materias primas, por una mayor integración comercial con los países industrializados avanzados, y por unas mayores tasas de inversión). En esta línea cabe destacar el análisis de Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi (2011).

En concreto, según los autores citados, tras la crisis financiera global, está teniendo lugar un reajuste de la economía mundial, con los países emergentes adquiriendo una mayor importancia y peso frente a los mercados industrializados. Así, estos autores, entre otros, argumentaban –en un trabajo elaborado antes de desaceleración de crecimiento en emergentes iniciada en 2013 a que se ha aludido antes- que había que esperar que las dos agrupaciones crecieran a velocidades distintas, con la agrupación “brasileña” más expuesta o beneficiada por tendencias externas más favorables (como son una mayor demanda de exportaciones y un mayor crecimiento de los flujos de capital hacia el país), mientras que la agrupación “mexicana” se enfrentaría a condiciones externas más arduas, con una mayor dificultad implícita en la obtención de unas altas tasas de crecimiento.

2.4. Planteamiento del problema

En este marco y a la vista de esta literatura económica existente sobre el problema del papel de los factores externos en el crecimiento de los países emergentes y en particular de los de América Latina, el objeto de este trabajo es examinar si la desaceleración generalizada que parece haberse producido en el curso de los últimos meses en el bloque de países emergentes de América Latina, se trata meramente de una desaceleración cíclica (y por tanto pasajera y tendente a desaparecer en cuanto cambien

las condiciones del ciclo económico), o si, por el contrario, es más bien indicativa de un cambio estructural subyacente en el modelo de crecimiento de estas economías.

Este objeto de estudio parece relevante, debido a que, en función de la literatura económica disponible y de la evidencia empírica o estadística generalmente presentada en las discusiones que distintos observadores realizan sobre el tema, no está aún del todo claro si la palpable desaceleración de crecimiento vivida en los últimos meses tiene un carácter meramente coyuntural o cíclico, o se debe más bien a un cierto cambio estructural asociado a factores identificables que van a causar un crecimiento permanentemente más bajo del que hemos visto en los últimos años en estos países. El trabajo pretende estudiar brevemente esta cuestión centrándose en un grupo reducido de los más importantes países latinoamericanos, concretamente, en el caso particular de las principales economías emergentes de Latinoamérica, las de Brasil, México, Colombia, Chile y Perú.

El planteamiento que se va a seguir en este trabajo es el de buscar dar respuesta a la problemática aludida mediante un estudio de las características del último ciclo económico que han experimentado cada una de estas cinco economías, en base a una gama de variables estadísticas relativas al comportamiento económico y a las características estructurales de estos cinco países, examinando los factores que influyen en el comportamiento económico a medio y largo plazo de dichas variables, y la identificación de posibles puntos de corte o de ruptura en las tendencias vigentes que en el pasado reciente han favorecido entornos de alto crecimiento en estos países.

3. Ciclo de emergentes en América Latina: principales características estructurales

En la última década o década y media, el bloque de economías emergentes ha experimentado unas fuertes tasas de crecimiento, en el marco de un entorno internacional altamente favorable. Sin embargo, recientemente hemos presenciado una perceptible desaceleración de ese ritmo de crecimiento en los países emergentes. En esta sección se realizará un estudio de los factores relativos al comportamiento y a las características estructurales de Brasil, México, Chile, Perú y Colombia (cinco de las economías más representativas del bloque de emergentes latinoamericano).

Se pretende analizar las principales características de este periodo de auge en las principales economías latinoamericanas, examinando caso por caso la situación de los cinco países mencionados, para posteriormente tratar de dirimir en base a ese análisis si estas economías han pasado por un ciclo alcista que está ahora llegando a su fin, o si más bien la reciente desaceleración es de un carácter puramente coyuntural.

En esta sección se realizará un análisis tanto de los factores de naturaleza externa a estos países, como de la inserción internacional, y de las condiciones financieras internacionales, que han propiciado este entorno de alto crecimiento en América Latina (enfoque principal), además de un breve análisis de factores intrínsecos a los propios países. En cuanto a la inserción internacional, se analizarán factores relevantes al comercio internacional, y al comercio de materias primas en particular, y en cuanto a los flujos de capital, se analizarán factores tales como la inversión directa, las inversiones de cartera, la bondad de los flujos de capital con los tipos internacionales, o el riesgo percibido de la región.

3.1. Brasil

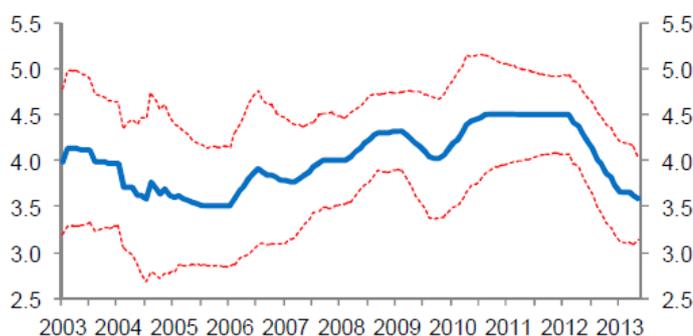
3.1.1. Principales características de la economía

El crecimiento económico de Brasil ha sido tradicionalmente relativamente bajo comparado con el de otros países emergentes. El crecimiento medio desde 2002 hasta 2012 ha sido de 3.5%. Es más, las estimaciones de crecimiento potencial del país, ya se realicen mediante el método de función de producción agregada o mediante filtros puramente estadísticos (como el de Hodrick-Prescott o el de Christiano-Fitzgerald) son

relativamente bajas comparadas con las de otros países emergentes, tanto en Asia como en América Latina y los datos y estimaciones más recientes apuntan a revisiones adicionales a la baja (Fondo Monetario Internacional, 2013b).

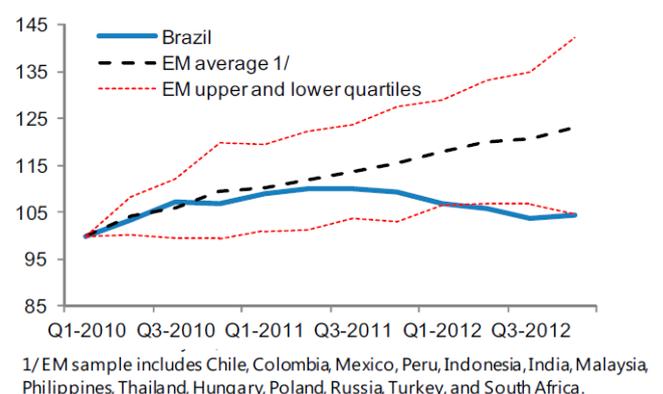
El Fondo Monetario Internacional, por ejemplo, ha revisado recientemente su estimación del crecimiento potencial de Brasil desde el 4.25% al 3.5%, aunque el Fondo Monetario Internacional (2013a) indica que “esta estimación está sujeta a un grado significativo de incertidumbre y supone un incremento sostenido en la inversión en infraestructuras” y que la incertidumbre principal estriba en saber si “Brasil podrá elevar el crecimiento de la PTF (productividad total de los factores) por encima de su rango histórico estimado”, siendo así que aproximadamente la mitad del crecimiento potencial provendría –según estimaciones del Fondo Monetario Internacional- de la PTF, y el crecimiento histórico de este factor ha sido solo del 0.3% en 1995-99 y de 0.1% en 2000-04 (Fondo Monetario Internacional, 2013b).

Una de las razones principales que parece explicar este perfil relativamente desfavorable de crecimiento (al menos en comparación con otros países emergentes) es la excesiva dependencia del consumo y el bajo nivel relativo de la inversión, cuyo comportamiento reciente ha sido además más negativo que en otros países emergentes. Dado el bajo nivel de ahorro interno, esto hace a Brasil mucho más dependiente del ahorro externo y la inversión exterior, y por tanto más vulnerable a un deterioro de las condiciones económicas o financieras globales.



Gráfica 1- Crecimiento potencial estimado (encuesta “Focus” del Banco Central Brasileño)

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2013b)



Gráfica 2- Inversión en Mercados Emergentes, 1Q2010-4Q2012 (índice rebasado de inversión bruta a precios constantes)

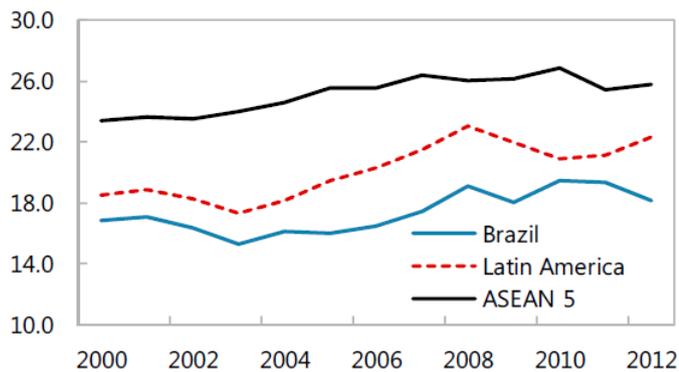
Fuente: Fondo Monetario Internacional (2013a)

Aunque la expansión de la clase media ha sido en los últimos años uno de los mayores éxitos socioeconómicos de Brasil (resultado en parte de la mayor estabilidad

macroeconómica y política conseguida, y de las políticas de redistribución de la renta), esta tendencia ha facilitado una evolución del modelo económico con un sesgo a favor del consumo privado en detrimento de la inversión y el sector exterior. En una descomposición del crecimiento por componentes, el consumo explica la práctica totalidad del crecimiento de Brasil en los últimos años, según cálculos del Fondo Monetario Internacional (Fondo Monetario Internacional 2013b), una proporción mucho mayor que en otros países emergentes o avanzados. Así, en Brasil la contribución del consumo privado al crecimiento acumulado en el período 2004-12 supera el 80% (una proporción que no llega a los dos tercios en los países emergentes del G-20 y está algo por debajo del 60% en los países avanzados del G-20) y la contribución del consumo privado y público explica la totalidad del crecimiento en el período (frente a poco más del 80% para los países de América Latina).

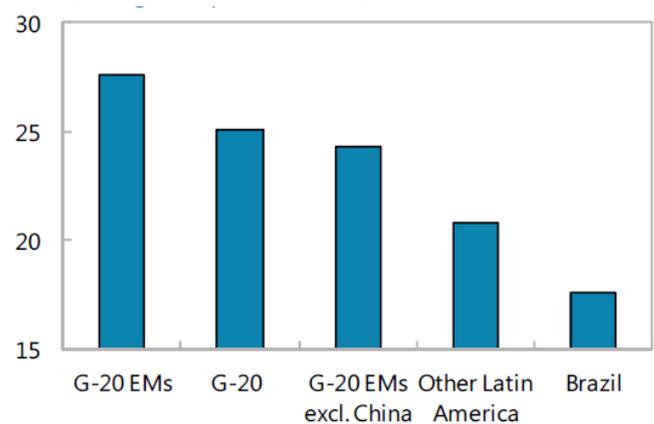
La inversión es una proporción del PIB muy inferior a la de los países asiáticos y también inferior a la de otros países latinoamericanos. La Formación Bruta de Capital Fijo como porcentaje del Producto Interior Bruto se sitúa en torno al 18% en Brasil, frente niveles en torno al 22% para otros países emergentes de América Latina, y ratios por encima de 25% para los países los países emergentes asiáticos del grupo ASEAN-5 (Filipinas, Malasia, Indonesia, Tailandia y Vietnam), y niveles muy superiores para China (Fondo Monetario Internacional, 2013b).

La tasa de ahorro doméstico es muy baja, y bastante inferior a la de otros países de la región y queda muy por debajo de agrupaciones más amplias de países emergentes. La tasa de ahorro nacional se situaba en 2012 en el 15%, y su media para el período 2005-12 quedaba por debajo del 18%, mientras que la tasa media de ahorro nacional de otros países de América Latina estaba en el mismo período en torno al 21%, y para la agrupación de países emergentes que forman parte del G-20 excluyendo China (donde la tasa de ahorro, nuevamente, es muy superior) se situaba también para el mismo período por encima de 24% (Fondo Monetario Internacional, 2013b).



Gráfica 3- Formación bruta de capital fijo de mercados emergentes (como porcentaje del PIB)

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2013b)



Gráfica 4- Tasa de ahorro G20, 2005-2012 (promedio como porcentaje del PIB)

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2013b)

Esto coloca a Brasil en una situación mucho más dependiente de los flujos financieros exteriores que otros grandes países emergentes, y por tanto también mucho más vulnerable a cambios potenciales de las condiciones exteriores asociados a distintos tipos de factores que quedan fuera del control de los “policy makers” nacionales.

El aporte de financiación exterior que sería necesario para colocar el ratio de la inversión como porcentaje del Producto Interior Bruto a un nivel de sus pares en la región (y recordemos que los ratios de inversión son aún más elevados en los países emergentes de Asia) es tan elevado (del calibre del 4% del PIB; Fondo Monetario Internacional, 2013b) que implicaría o bien un deterioro notable de la balanza por cuenta corriente o una caída de la posición de activos exteriores neta que colocarían a Brasil en una posición vulnerable.

El Fondo Monetario Internacional (Fondo Monetario Internacional 2013b) ha calculado que si aumentara el ratio de Formación Bruta de Capital Fijo sobre el Producto Interior Bruto a lo largo de seis años desde el nivel actual hasta los niveles medios imperantes en el G-20 (recordemos que las tasas de inversión de los países desarrollados son algo inferiores a las de países emergentes, de forma que esta es incluso una comparación más favorable de la que supondría tomar como medida de comparación solamente los países emergentes) y este aumento se financiara exclusivamente con el ahorro externo, el déficit de la balanza por cuenta corriente de Brasil como porcentaje del Producto Interior Bruto pasaría a colocarse en niveles superiores al 6%, y la posición de activos exteriores netos del país se deterioraría marcadamente hasta pasar a ser deficitaria en el equivalente del 60% el Producto

Interior Bruto, creando en ambos casos problemas potenciales de vulnerabilidad externa (Fondo Monetario Internacional, 2013b). Además, ese mayor déficit de la balanza por cuenta corriente y en consecuencia los mayores flujos de capital exterior podrían potencialmente crear una situación –como ha sucedido en el pasado- de apreciación del tipo de cambio real y de tipos de interés reales más elevados, que a su vez podrían suponer un incentivo adverso para la inversión. En definitiva, los mayores ritmos de inversión deberían ser financiados en una medida sustancial por el ahorro interno.

3.1.2. Situación reciente y perspectivas

A mediados de 2013, el déficit por cuenta corriente de Brasil aumentó a un 2.4% del Producto Interior Bruto, casi medio punto porcentual del PIB por encima del año anterior y en comparación con una tendencia media del saldo de la balanza por cuenta corriente que se sitúa en aproximadamente entre -1% y -2% del PIB. Este deterioro solo es debido en una pequeña parte a variaciones adversas de los precios: según cálculos del Fondo Monetario Internacional, se puede atribuir solamente un 0,1% del Producto Interior Bruto del empeoramiento registrado en la balanza por cuenta corriente al deterioro de la relación de intercambio, en particular al descenso en el precio de las exportaciones de las materias primas Fondo Monetario Internacional 2013a).

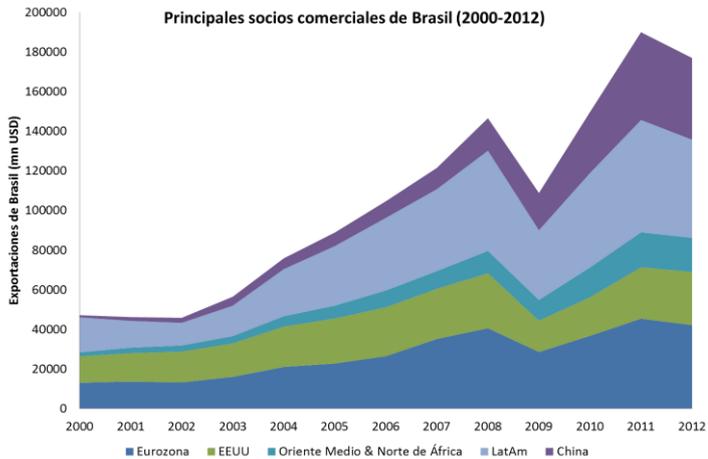
Además de este efecto de precios, hubo un descenso de los volúmenes de exportaciones (tanto para productos del sector primario como para productos manufacturados), reflejando una situación de demanda externa más débil. Además, el deterioro de la balanza por cuenta corriente refleja también interrupciones temporales en la producción petrolera del país y un deterioro de la balanza de rentas. La crisis argentina de 2014 puede tener también algún impacto negativo en los próximos meses, pero relativamente contenido, ya que Argentina es un destino que representa en torno al 9% de las exportaciones de Brasil.

Esta situación contrasta fuertemente con la situación generalmente positiva de la balanza por cuenta corriente de Brasil durante la última década, hasta la crisis, momento en que la demanda externa comenzó a deteriorarse (en particular en la Eurozona y en EEUU, que suponían dos de las principales fuentes de demanda externa de Brasil). Esto ha llevado hacia un reequilibrio de fondo hacia un crecimiento relativo del peso de otros emergentes en la demanda externa del país- particularmente China (cuya cuota de las exportaciones brasileñas ha aumentado hasta representar un 17% en 2012), y los socios

¿Desaceleración cíclica o cambio estructural en el modelo de crecimiento? Un estudio de algunas de las principales economías emergentes de Latinoamérica (Brasil, México, Chile, Perú y Colombia)

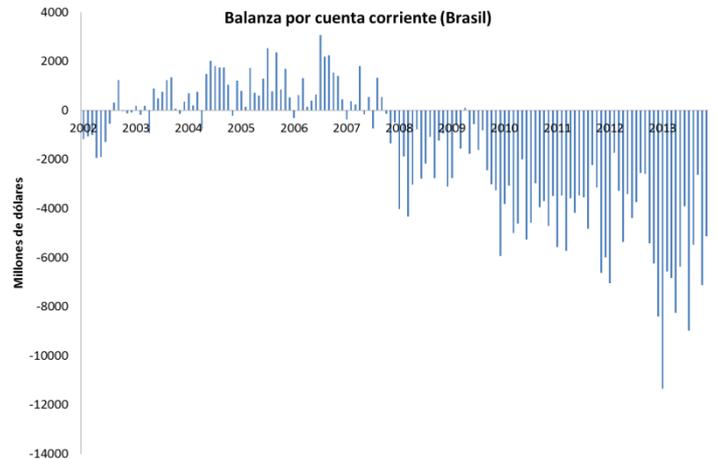
comerciales regionales de Brasil (con Argentina acaparando casi un 9% de las exportaciones como se ha dicho antes).

Las entradas netas de capitales, en particular las inversiones de cartera, fueron en



Gráfica 5- Principales socios comerciales de Brasil (2000-2012)

Fuente: elaboración propia, con datos de la Dirección de Estadísticas Comerciales



Gráfica 6- Saldo de la balanza por cuenta corriente (Brasil, 2002-2013)

Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg

disminución a lo largo de 2012, y en los últimos meses de 2013 (tras una pequeña recuperación a comienzos de 2013). El saldo de la balanza de inversiones en cartera ha pasado de un nivel medio de entradas netas de capital por mes de 4.591 millones de dólares en el período comprendido entre en segundo trimestre de 2009 (momento en que empiezan a recuperarse los flujos de capital tras el shock de la quiebra de Lehman) y el cuarto trimestre de 2011, hasta una media mensual de 1.805 millones de dólares en el período a partir del primer trimestre de 2012. Esta reducción parece debida en particular a las peores perspectivas de crecimiento de la economía brasileña y a la disminución de los tipos de interés (entre septiembre de 2011 y octubre de 2012 el Banco Central de Brasil recortó el tipo SELIC de referencia en la política monetaria desde el 12.50% hasta el 7.25%).

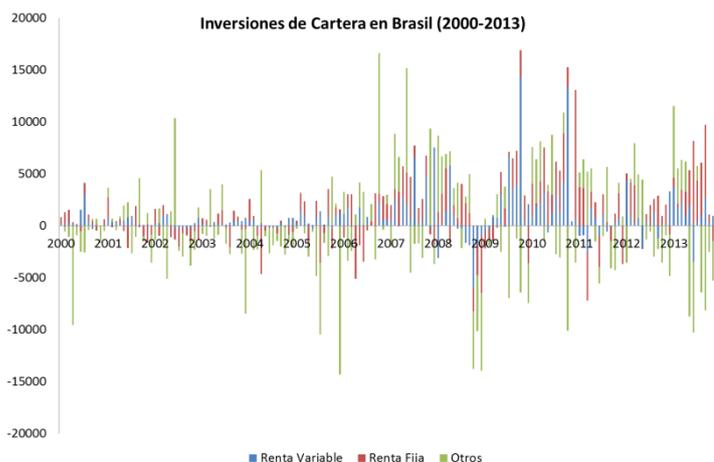
No obstante, es necesario señalar también al aumento de la volatilidad, y de la aversión al riesgo a nivel global, que tuvieron parte que ver en la disminución de los flujos de capital a la región desde los altos niveles de la última década. Además, cabe destacar que la dinámica de las inversiones de cartera ha visto un comportamiento dispar entre las inversiones en renta variable y las inversiones renta fija, con una disminución progresiva de las inversiones en renta variable asociadas con la falta de progreso en cuanto a reformas estructurales, pero con un aumento de las inversiones de

renta fija, en particular debida a la retirada del impuesto sobre operaciones financieras (IOF) del 6% sobre las inversiones en renta fija de no residentes (pero no de las inversiones a corto plazo en renta variable), la depreciación del real contra el dólar y la reciente subida de tipos de interés en el país (a partir de abril de 2013 el Banco Central de Brasil ha iniciado otro ciclo de subidas de tipos de interés, situándose el tipo SELIC a comienzos de febrero de 2014 en el 10.50%, con una subida acumulada de 325 puntos básicos).

Sin embargo, si la inversión en cartera ha sufrido, la inversión directa extranjera en Brasil se ha mostrado más resistente (manteniéndose a un nivel de aproximadamente el 3% del Producto Interior Bruto en 2012, y situándose en los once primeros meses de 2013 la inversión extranjera directa neta en 60.809 millones de dólares, un nivel próximo a los 68.903 millones de dólares recibidos en el conjunto del año 2012).

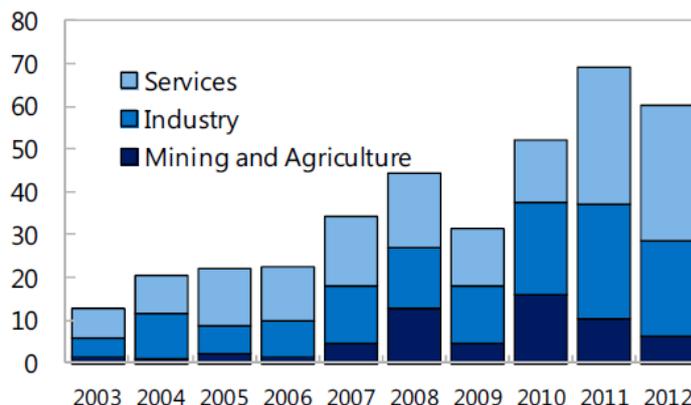
Es más, esto no es un fenómeno puntual, sino que Brasil ha recibido grandes cantidades de inversión directa extranjera en la última década (que han ayudado a financiar el déficit de la balanza por cuenta corriente de los últimos años), en promedio flujos de inversión directa por valor de un 2.5% del PIB entre 2003 y 2012. La inversión directa extranjera en Brasil supone aproximadamente un 50% de la deuda exterior del país (un 25% del Producto Interior Bruto en 2012). Sus destinos han ido evolucionando, registrándose una subida importante en el sector primario a mediados de la última década, asociada esencialmente con el boom de los precios de las materias primas, y posteriormente redistribuyéndose la inversión en mayor medida hacia el sector servicios, que actualmente representa alrededor de la mitad del total de inversión extranjera directa en el país (Fondo Monetario Internacional, 2013b).

¿Desaceleración cíclica o cambio estructural en el modelo de crecimiento? Un estudio de algunas de las principales economías emergentes de Latinoamérica (Brasil, México, Chile, Perú y Colombia)



Gráfica 7- Inversiones de cartera en Brasil (2000-2013)

Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg

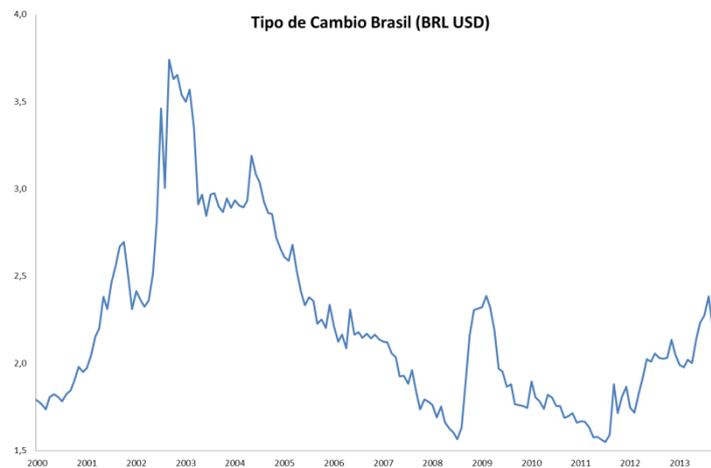


Gráfica 8- Composición de inversión directa extranjera en Brasil, excluyendo créditos intragrupo (miles de millones de dólares, 2003-2012)

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2013b)

Las altas tasas de inversión directa extranjera (que, previsiblemente, deberían continuar materializándose, en particular con vistas a las subastas previstas de recursos petroleros) deberían contribuir a la continuación del desarrollo de la infraestructura del país. El Fondo Monetario Internacional estima, por ejemplo, que las concesiones de infraestructuras suponen necesidades de inversión de hasta 150.000 millones de dólares en el curso de los próximos cinco años (Fondo Monetario Internacional 2013a). Los proyectos asociados al Campeonato Mundial de fútbol de 2014 y a las Olimpiadas de 2016 previsiblemente van a atraer también flujos significativos de inversión extranjera directa en sectores económicos.

La tendencia de apreciación en el tipo de cambio del real brasileño, mantenida durante la última década, se ha invertido de signo en los últimos meses, en línea con la realineación en la cotización de las divisas de múltiples economías emergentes. Se ha dado una depreciación de la divisa contra el dólar de un 50% entre el verano de 2011 y finales de 2013, que contrasta con una apreciación del casi 60% entre 2003 y 2011. Y esta tendencia se ha acelerado a comienzos de 2014. Sin embargo, en el caso de Brasil, el aumento del coste de la mano de obra ha limitado el efecto de la depreciación del tipo de cambio real en la competitividad. Es más, los costes laborales unitarios medidos de términos de dólares USA han permanecido inalterados, y en torno a un 45% por encima de los niveles pre-Lehman; la depreciación ha sido compensada por un aumento en los salarios reales y el estancamiento de la productividad en Brasil (Fondo Monetario Internacional, 2013a).



Gráfica 9- Tipo de cambio brasileño (BRL USD 2000-2013)

Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg

Por otra parte, hay que tener en cuenta que los mercados financieros brasileños son muy líquidos y más profundos que los de otros países, lo que tiende a producir una situación en que los inversores internacionales con frecuencia utilizan las tomas de posiciones en activos brasileños para vehicular o expresar una opinión de inversión más general sobre la clase de activos de mercados emergentes, imprimiendo una mayor volatilidad a los precios o una mayor sensibilidad al sentimiento inversor internacional.

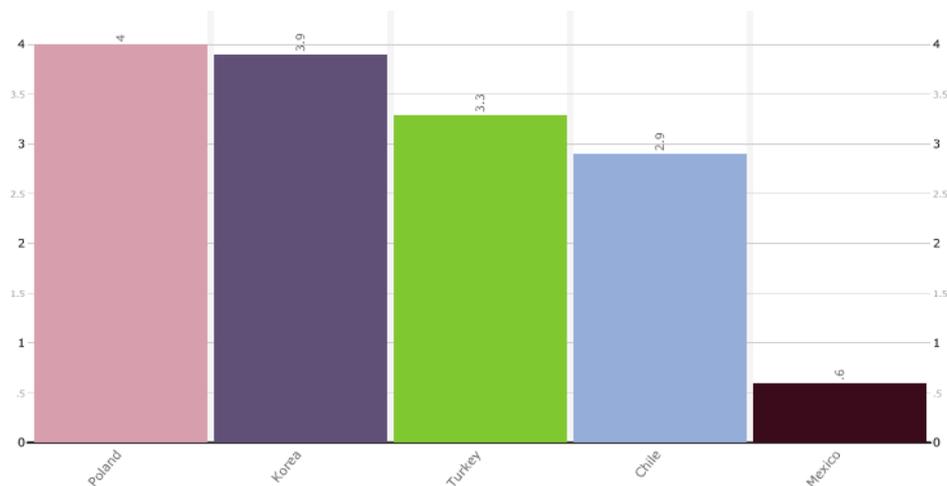
En definitiva, Brasil adolece de tasas de crecimiento relativamente bajas y de un nivel de inversión doméstica también bajo, no se ha embarcado en los años de bonanza en un programa de reformas estructurales tan profundo como los que se han visto en otros países, y sigue siendo sensible a los cambios de sentimiento en los mercados financieros internacionales y al perfil de crecimiento de China, por lo que, aun siendo una economía potente y diversificada, presenta algunos elementos de vulnerabilidad.

3.2. México

3.2.1. Principales características de la economía

A pesar de beneficiarse de fuertes lazos comerciales y financieros tanto con EEUU como con otras economías desarrolladas, la tasa de crecimiento de México en los últimos años se ha mantenido alrededor del 3,5%, muy por debajo de la alcanzada por otros emergentes en Latinoamérica, en gran parte debido a debilidades estructurales persistentes y el retraso de reformas necesarias.

Uno de los motivos que explica este perfil desfavorable de crecimiento es la fuerte dependencia de las exportaciones a EEUU (y la pérdida de competitividad de las mismas), debido a la fuerte integración en las cadenas de producción estadounidenses (dando lugar a que un 80% de las exportaciones mexicanas tengan EEUU por destino). Durante la última década, sin embargo, hemos sido testigos de una fuerte y sostenida pérdida de cuota de mercado de las exportaciones de México en EEUU, frente a un fuerte incremento de las importaciones de China, debido a la pérdida de competitividad de las mismas (Fondo Monetario Internacional, 2013f). A pesar de la abundante oferta laboral, los niveles de productividad de México han crecido en menor medida que los de otros emergentes, debido a la gran informalidad del mercado laboral, y la necesidad de reformas estructurales en lo referente a infraestructura y competición.

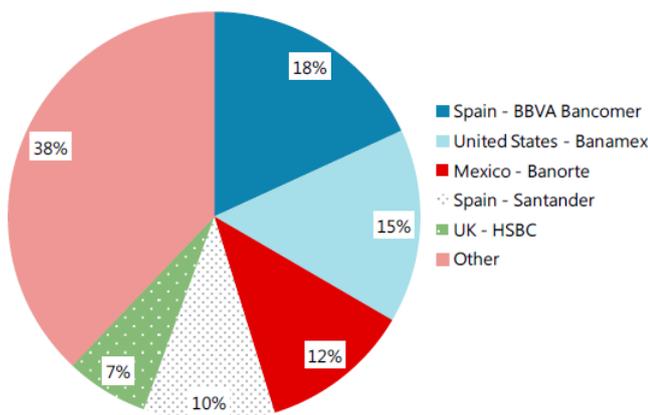


Gráfica 10- PIB real por hora trabajada, tasa anual compuesta de crecimiento (2000-2012)

Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

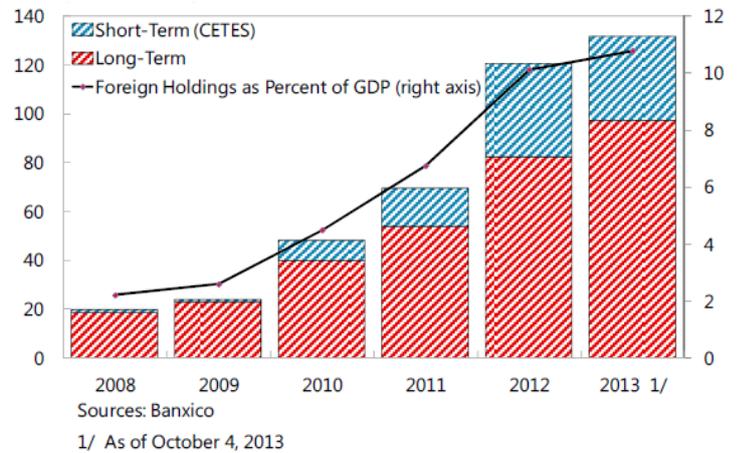
Sin embargo, este no es el único factor peculiar que caracteriza a la economía mexicana. Una de sus características principales es que el sector energético supone una fuente clave de ingresos para el gobierno mexicano, esencial para la reconstitución de los buffers fiscales. Debido a las limitaciones en el diseño de los fondos de estabilización, los ahorros extraordinarios potenciales procedentes del sector petrolero no han llegado a materializarse (Fondo Monetario Internacional, 2012a), y la inversión de la curva de futuros petroleros deja implícita la necesidad de reformas que pasen por una mayor apertura al sector privado, para alcanzar una mayor eficiencia en la gestión de los ingresos del sector energético, favoreciendo así las finanzas gubernamentales.

Por otra parte, México se caracteriza por un grado inusualmente bajo de intermediación financiera. El crédito al sector privado no sólo es bajo, sino que ha ido en disminución en los últimos años. El sector financiero de México ha visto una evolución poco habitual en términos comparativos a otros mercados emergentes, con una fuerte expansión de los mercados de renta fija y variable, y un aumento de la integración internacional de los mismos. Los siete principales grupos financieros, todos ellos anclados en un banco comercial, controlan el 73% de los activos financieros, y cinco de ellos son grupos extranjeros (Fondo Monetario Internacional, 2013f).



Gráfica 11- Mayores bancos por país de sede de matriz (en porcentaje de activos totales del sistema bancario)

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2013f)



Gráfica 12- Posiciones de no-residentes en deuda soberana (miles de millones de dólares, 2008-2013)

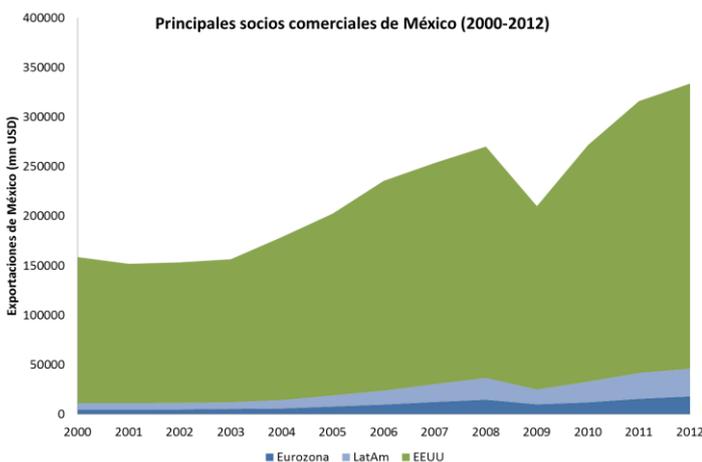
Fuente: Fondo Monetario Internacional (2013f)

Además, el Banco de Pagos Internacionales ha expresado, en un informe reciente, que el peso mexicano es la divisa emergente más activamente intercambiada en mercados financieros, con un volumen global de 135 millones de dólares (Banco de Pagos Internacionales, 2013). En combinación con la profundidad de los mercados de renta fija y variable del país, lo convierten en uno de los principales *proxies* financieros a otros emergentes, convirtiéndolo en sustancialmente más susceptible a riesgos de contagio.

Estas características hacen a México sustancialmente dependiente de las condiciones financieras exteriores, y del comercio, y por tanto vulnerable a cambios en las condiciones externas.

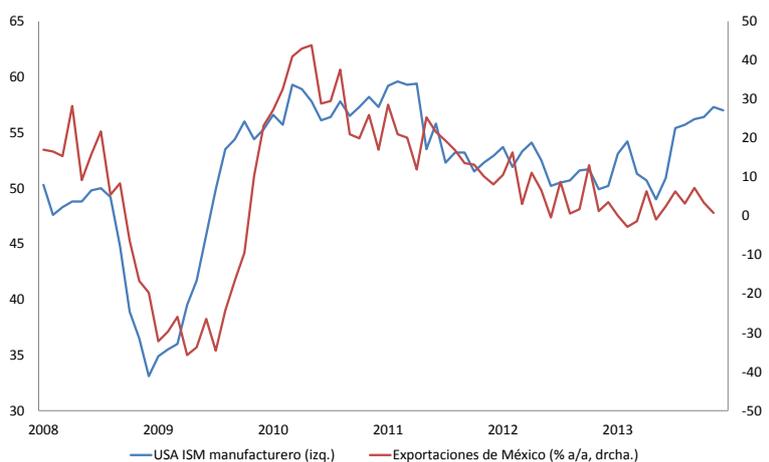
3.2.2. Situación reciente y perspectivas

La economía mexicana tiene un alto grado de vinculación (y por tanto de dependencia) de la economía de EEUU. En los últimos años, y debido al bajo perfil de crecimiento de la economía de EEUU, el crecimiento del PIB y el comportamiento económico en general de México han estado por debajo del de otros países de la región (crecimiento promedio de 2,4% entre 2002 y 2012). Por la misma razón, ahora que la economía de EEUU está recuperando finalmente una velocidad de crucero más elevada de la mano de una fuerte reindustrialización, cabe esperar que México vea también aumentar su ritmo de actividad. La rápida recuperación de los indicadores de actividad manufacturera en EEUU (como por ejemplo el ISM manufacturero) aún no se ha trasladado por completo a la actividad exportadora del sector manufacturero mexicano, pero cabe esperar que lo haga en el curso de los próximos meses.



Gráfica 13- Principales socios comerciales de México (2000-2012)

Fuente: elaboración propia, con datos de la Dirección de Estadísticas Comerciales

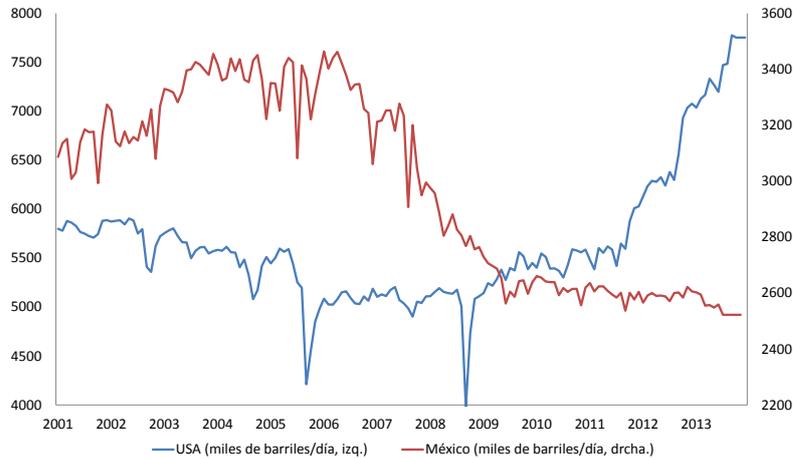


Gráfica 14- Integración de exportaciones mexicanas en cadenas de valor de Estados Unidos (2008-2013)

Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg

Hay otros dos factores favorables al desarrollo futuro de la economía mexicana que resulten quizá más decisivos. El primero es la decidida adopción de una serie de reformas de carácter estructural que la actual administración Peña Nieto está aplicando de forma decidida con un consenso político suficiente. Entre ellas destaca la reforma del sector energético, que puede incentivar la inversión privada en el sector y acabar produciendo un aumento sustancial de la producción. A título de ejemplo, la sección de EEUU correspondiente al golfo de México está produciendo en la actualidad alrededor de 1,6 millones de barriles/día de crudo, mientras que en la sección mexicana, que tiene características geológicas similares o idénticas, la producción es prácticamente nula

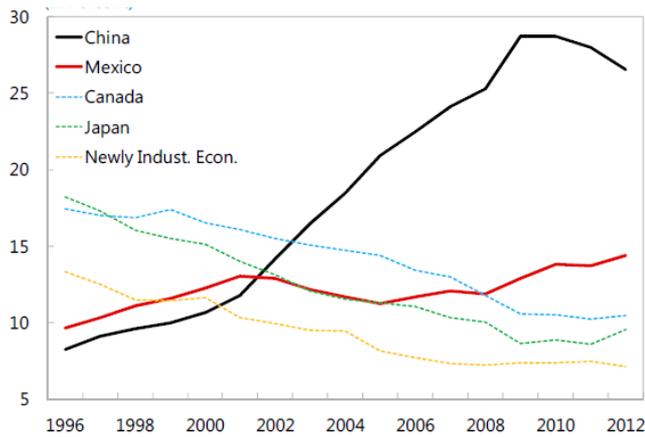
(Fondo Monetario Internacional, 2013f). Teniendo en cuenta además que México tiene las sextas mayores reservas comprobadas de petróleo y gas no convencionales del mundo, el potencial de aumento de producción puede ser considerable.



Gráfica 15- Producción petrolera total, EEUU vs. México (2001-2013)

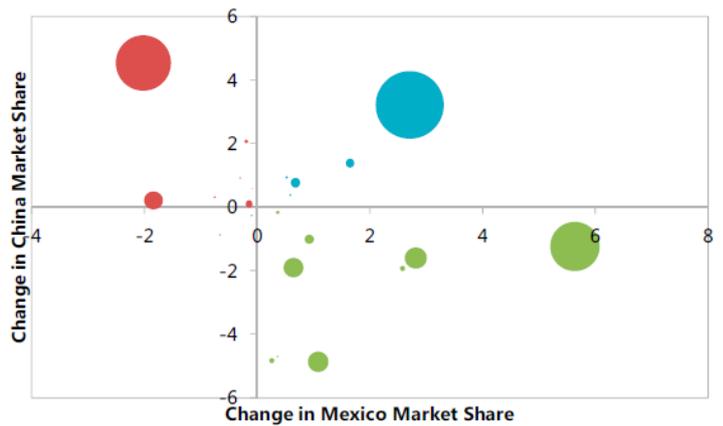
Fuente: elaboración propia, con datos del Departamento de Energía de EEUU

El segundo factor es la recuperación de posición competitiva del sector manufacturero mexicano en el mercado de importación de EEUU. La cuota de mercado de México de las importaciones manufactureras de EEUU se ha venido elevando los últimos años hasta aproximadamente el 15%, un nivel superior al alcanzado tras la implementación del acuerdo NAFTA. Es más, esta recuperación de cuota de mercado coincide con una pérdida de cuota de mercado de las exportaciones Chinas a EEUU. Un examen más detallado por sectores de este comportamiento (como el que ha realizado el FMI) revela que hay varios sectores en los que México ha estado ganando cuota de mercado al mismo tiempo que China la perdía, y el número de importancia de los sectores en los que sucedía lo contrario se reducía notablemente y perdía importancia económica. Además, está en curso una relocalización hacia México de plantas de fabricación en sectores manufactureros globalizados, tales como automoción, aeroespacial, y electrónica y electrodomésticos.



Gráfica 16- Cuota de importaciones manufactureras de EE.UU., por origen (1996-2012, porcentaje)

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2012b)



Gráfica 17- Cambio en cuota de importaciones manufactureras de EE.UU., por origen (2010-2012, porcentaje)

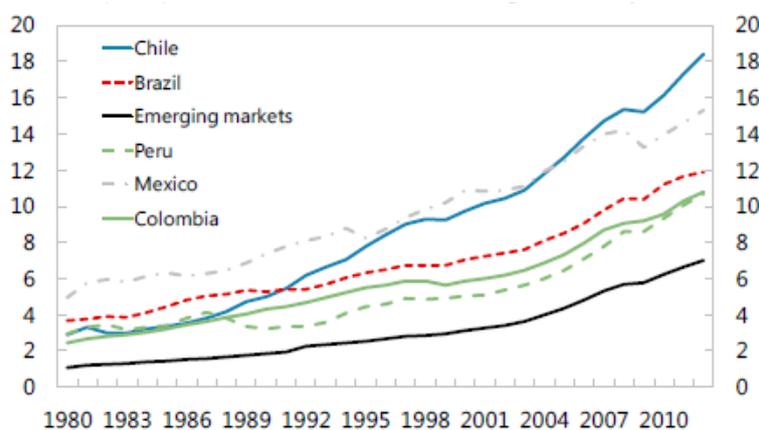
Fuente: Fondo Monetario Internacional (2012b)

Además, cabe destacar que en los últimos años, México, con el sólido marco de política macroeconómica y el progreso en cuanto a las reformas estructurales, además de uno de los mercados de renta fija más líquidos de la región, se ha convertido progresivamente en uno de los destinos más atractivos de inversiones de cartera. Este entorno positivo, en combinación con las perspectivas positivas para la inversión directa relacionada con gas natural y petróleo, han mantenido la posición de inversión extranjera en torno a un 35% del total (Fondo Monetario Internacional, 2013f), con potencial para alcanzar niveles aún más altos con la progresiva liberalización del sector energético.

3.3. Chile

3.3.1. Principales características de la economía

El crecimiento económico de Chile en los últimos años ha sido muy respetable, en particular teniendo en cuenta factores como la virulencia de la crisis económica mundial y el terremoto que asoló la región en el año 2009. La economía chilena ha crecido a tasas superiores que las registradas en la mayoría de los países comparables en América Latina (mostrando un crecimiento promedio del Producto Interior Bruto entre los años 2000 y 2012 del 4,2%), principalmente debido a la adopción de políticas adecuadas (transparentes, tecnocráticas y basadas en reglas), y a la existencia de condiciones externas favorables.



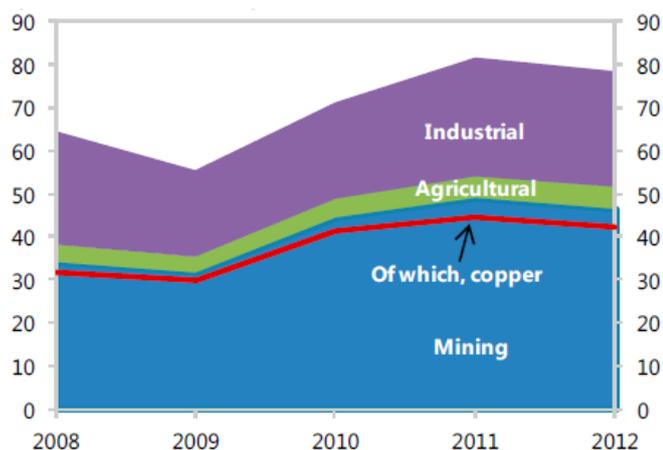
Gráfica 18- PIB per cápita, en términos de paridad de poder adquisitivo (miles de dólares, 1980-2012)

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2013d)

Sin embargo, cabe destacar que la economía está fuertemente integrada con el resto de la economía mundial, y está por ello particularmente expuesta a las condiciones globales, tanto a través de los canales reales como de los más puramente financieros.

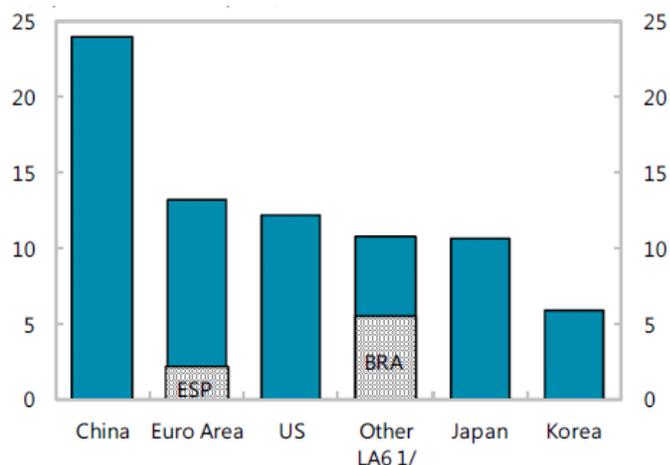
En este sentido, hay que destacar el papel preponderante del sector del cobre en la economía chilena. En lo que se refiere a las exportaciones, el cobre representa más del 50% de las exportaciones totales, además de ser un factor clave tanto en lo referente al comportamiento del déficit por cuenta corriente (en función de las variaciones del precio del cobre o de la demanda internacional) y a la inversión directa, como a las finanzas públicas, siendo la proporción de los ingresos públicos que proceden directamente del cobre de un 14% en 2012 (Fondo Monetario Internacional, 2013d). Esto introduce obviamente riesgos económicos significativos, a través de la fuerte dependencia de la economía del sector minero en general, y más particularmente del sector de la minería del cobre.

Más concretamente, la mayoría de las exportaciones tienen a China como destino principal (consumiéndose en este país un 40% del cobre a nivel mundial), lo que hace que la economía chilena esté fuertemente vinculada al proceso de industrialización en China, y a las vicisitudes en el crecimiento de la misma.



Gráfica 19- Exportaciones chilenas por sector (miles de millones de dólares, 2008-2012)

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2013d)



Gráfica 20- Principales destinos de exportaciones chilenas (porcentaje de exportaciones totales, 2012)

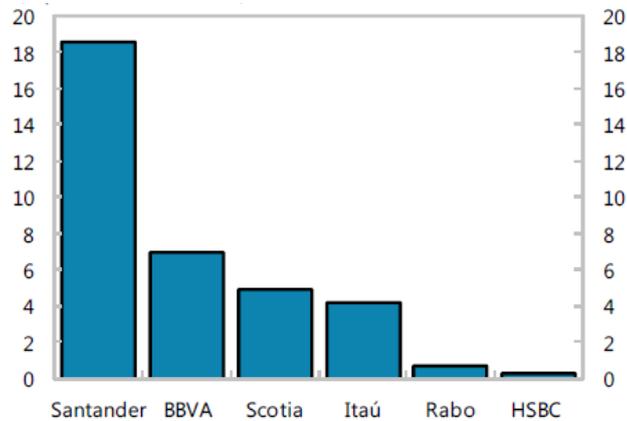
Fuente: Fondo Monetario Internacional (2013d)

En lo referente al sector financiero, hay un pequeño grupo de bancos extranjeros que tiene un gran porcentaje de la cuota de mercado local. Esto por una parte hace que la economía esté fuertemente integrada a nivel financiero, pero también la vuelve mucho más vulnerable al riesgo de contagio de factores financieros, tales como ha podido ser en los años recientes el riesgo de un empeoramiento de las condiciones de la crisis de deuda en Europa.

3.3.2. Situación reciente y perspectivas

Como se ha descrito en la sección previa, a lo largo de los últimos años Chile ha venido creciendo a tasas relativamente elevadas. En gran parte, este elevado crecimiento ha venido asociado a la existencia de una serie de favorables condiciones externas, que han llevado en particular a producir un boom en el precio del cobre, que es la principal exportación de Chile (aumentando dicho precio en aproximadamente un 540% en el periodo comprendido desde principios de 2002 hasta el pico alcanzado en febrero de 2011). La fuerte demanda de cobre, ha venido originada principalmente en otros mercados emergentes que se encontraban viviendo en ese período un fuerte proceso de industrialización, y particularmente China, que se ha convertido en los últimos años en el principal socio comercial de Chile, incrementado considerablemente su peso en el

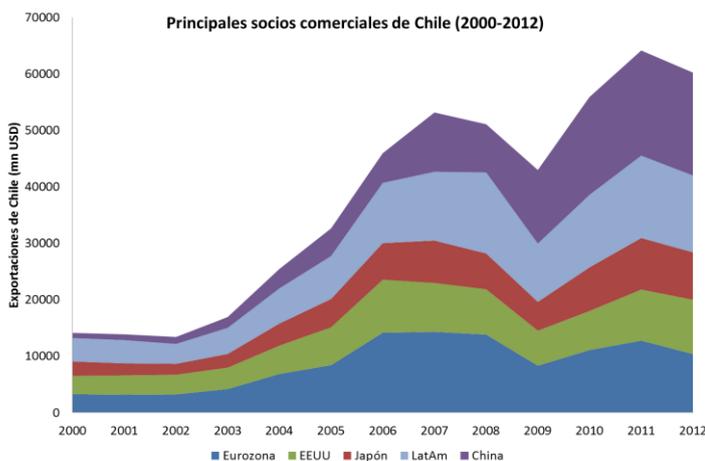
comercio exterior chileno hasta llegar a absorber aproximadamente la cuarta parte de las ventas exteriores (concretamente, representaba un 22% de las exportaciones chilenas en 2012).



Gráfica 21- Cuota de mercado de bancos extranjeros (2012, porcentaje de préstamos totales)

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2013d)

Sin embargo, la desaceleración en el proceso de industrialización de la economía china en el curso de los últimos meses, y el deterioro de la demanda de cobre en general, han llevado a una fuerte desaceleración de las exportaciones chilenas, que ha sido acompañado de un rápido deterioro en la balanza por cuenta corriente (hasta alcanzar un saldo negativo de alrededor de 3400 millones de dólares, que contrasta con la posición fundamentalmente positiva de la que había disfrutado durante la mayor parte de la última década).



Gráfica 22- Principales socios comerciales de Chile (2000-2012)

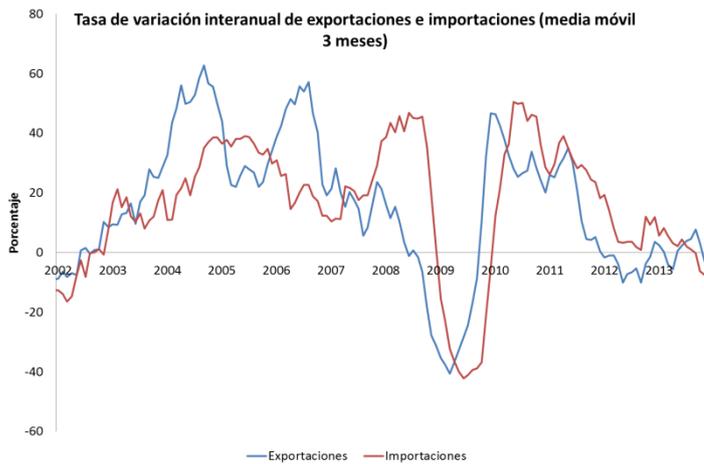
Fuente: elaboración propia, con datos de la Dirección de Estadísticas Comerciales



Gráfica 23- Evolución del precio del cobre (2000-2012)

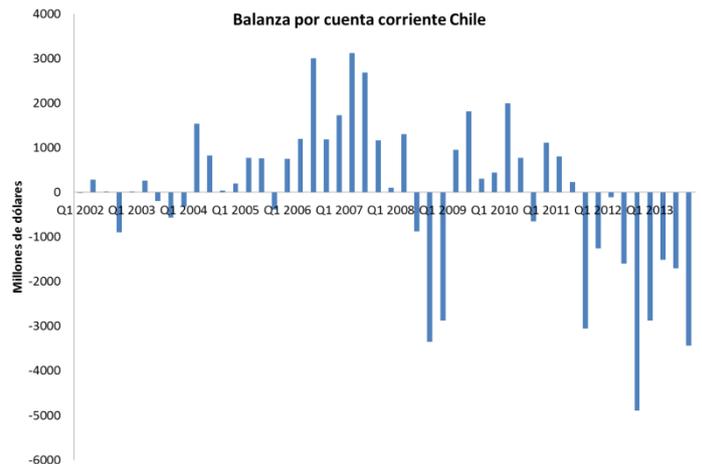
Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg

¿Desaceleración cíclica o cambio estructural en el modelo de crecimiento? Un estudio de algunas de las principales economías emergentes de Latinoamérica (Brasil, México, Chile, Perú y Colombia)



Gráfica 24- Tasa de variación interanual de exportaciones e importaciones chilenas (media móvil 3 meses, 2002-2012)

Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg



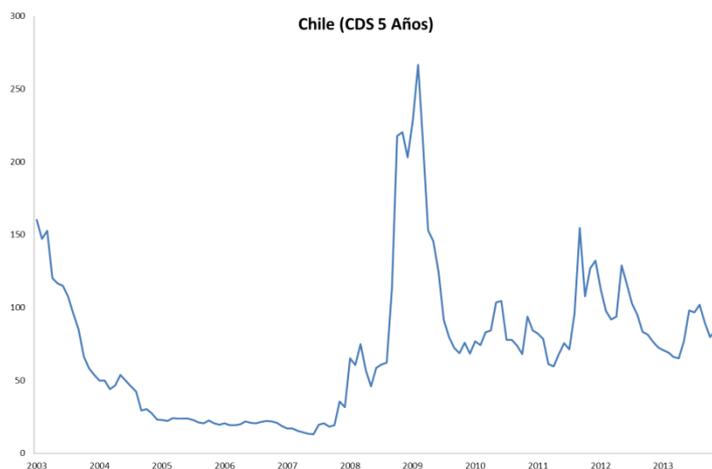
Gráfica 25- Saldo de la balanza por cuenta corriente chilena (2002-2012)

Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg

Cabe destacar que, en el caso de Chile, a medida que se producía este deterioro en la posición de la balanza por cuenta corriente, el déficit corriente ha venido estando financiado principalmente por flujos de entradas netas de inversión directa extranjera, que tienden a ser más estables que otros flujos de capitales asociados a factores más puramente financieros. Sin embargo, debe resaltarse también que dentro de esta estructura de financiación, los pasivos por deuda han aumentado hasta llegar a representar aproximadamente un tercio de la misma, frente a niveles cercanos a 0 entre 2007 y 2009 (Fondo Monetario Internacional, 2013d). Bien es cierto, sin embargo, que Chile goza del mejor rating crediticio de la región (la calificación de rating soberano es actualmente de AA- por parte de Standard and Poor's, de Aa3 por parte de Moody's y de A+ por parte de Fitch, entre las principales agencias) y el CDS (Credit Default Swap) que cotiza a un nivel más bajo (a tan sólo 84 puntos básicos).

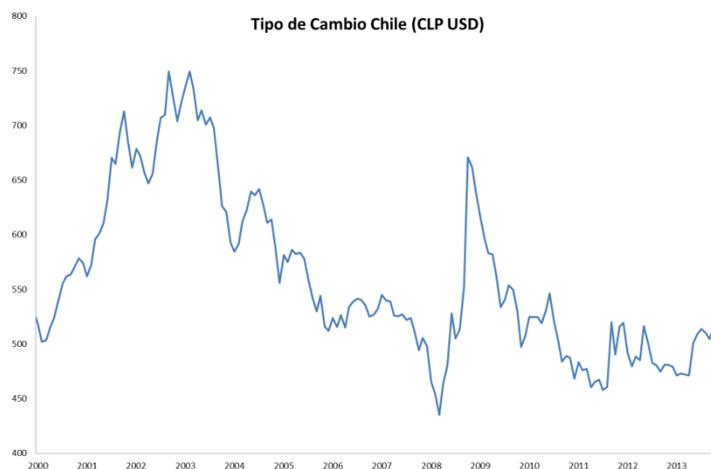
A pesar de una mejora sustancial en la relación de intercambio, el tipo de cambio chileno (que opera en régimen de tipo de cambio flotante), es uno de los más volátiles en el período, llegando a acumular entre septiembre de 2002 y abril de 2013 una apreciación de casi el 40%. Este movimiento apreciadador ha cambiado de signo en los últimos meses. La divisa se ha depreciado frente al dólar un 13% desde enero a octubre de 2013, lo que no ha revertido completamente la tendencia apreciadora de los últimos años. Así, por ejemplo, en abril de 2013 el tipo de cambio estaba tan sólo un 10% por encima de su nivel medio entre 1996 y 2012, lo que representa una muy ligera apreciación, teniendo en cuenta la mejora sustancial experimentada en la relación de intercambio (con un aumento mucho más significativo en el precio de las exportaciones

chile as como el cobre que en el precio de sus importaciones) en el curso de la última década.



Gráfica 26- CDS a 5 años de deuda soberana chilena (2003-2013)

Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg

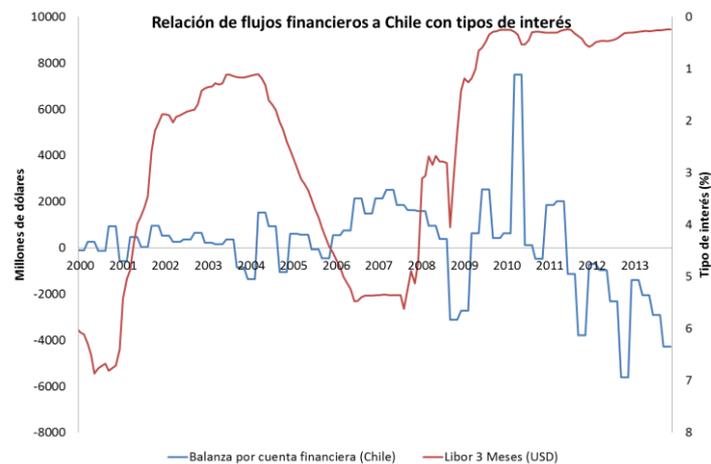


Gráfica 27- Tipo de cambio chileno (CLP USD, 2000-2013)

Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg

El saldo de la balanza financiera ha pasado de tener un saldo positivo durante la mayor parte de la última década a un saldo consistentemente negativo desde mediados de 2011. La evolución del saldo de la balanza no parece guardar una correlación muy estrecha con la de los tipos de interés internacionales, registrándose este deterioro incluso en el período álgido de política de tipos de interés cero y QE (relajación cuantitativa) por parte de la Reserva Federal en Estados Unidos, y mucho antes de iniciarse la fase de iniciarse la fase actual de “tapering” reducción gradual del ritmo de incremento del balance por parte de la Reserva Federal) en ese país.

En definitiva, aunque la calidad de la política de gestión macroeconómica en Chile ha sido generalmente superior a la de otros países, y aunque el país se ha embarcado en algunas reformas estructurales importantes, la estructura productiva del país sigue siendo muy dependiente de un grupo reducido de mercados de exportación de materias primas, y en particular del cobre, lo genera una significativa dependencia del ritmo de crecimiento y la demanda de los mercados de destino (y en particular de China) y por tanto un elemento de vulnerabilidad.



Gráfica 28- Relación de flujos financieros a Chile con tipos de interés

Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg

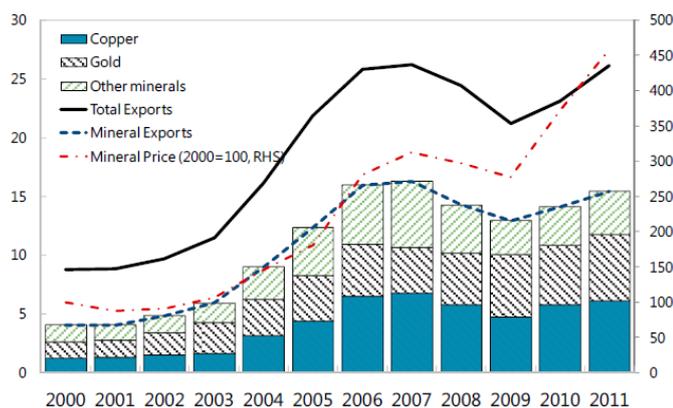
3.4. Perú

3.4.1. Principales características de la economía

En los últimos años, Perú ha alcanzado una de las tasas de crecimiento más altas entre los países emergentes de América Latina (con tasa de crecimiento media anual de 6,3% entre 2002 y 2012, casi duplicando el nivel de su Producto Interior Bruto), con la economía viéndose tan sólo temporalmente afectada por la crisis mundial. Además, la tasa de inflación de la economía ha ido disminuyendo paulatinamente hasta convertirse, actualmente (2,75% en promedio entre 2002 y 2012), en la más baja de todo Latinoamérica (Fondo Monetario Internacional, 2013h).

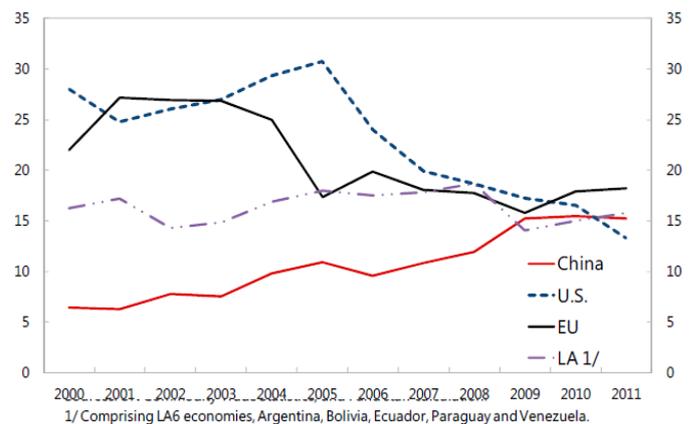
Estas altas tasas de crecimiento han sido posibles parcialmente debido a una fuerte demanda externa, particularmente en lo referente a commodities “duras” (como cobre y oro). Cabe destacar, en concreto, el aumento de peso de las exportaciones a China, y la creciente vinculación de Perú con la industrialización de esta economía, que ha pasado a ser el país con mayor cuota de exportaciones de Perú (alrededor del 15%), desbancando a Estados Unidos.

Otras características reseñables de la economía peruana son un alto grado de dolarización en el sistema financiero (alrededor de un tercio de los depósitos, y algo menos de la mitad de los créditos están denominados en dólares), una sólida posición fiscal (el ratio de deuda pública sobre el PIB está por debajo del 20%, uno de los más bajos de Latinoamérica), y un elevado nivel de reservas exteriores (que se elevan al 32% del Producto Interior Bruto, uno de los ratios más altos entre todos los países emergentes).



Gráfica 29- Principales exportaciones peruanas (porcentaje del PIB)

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2013h)



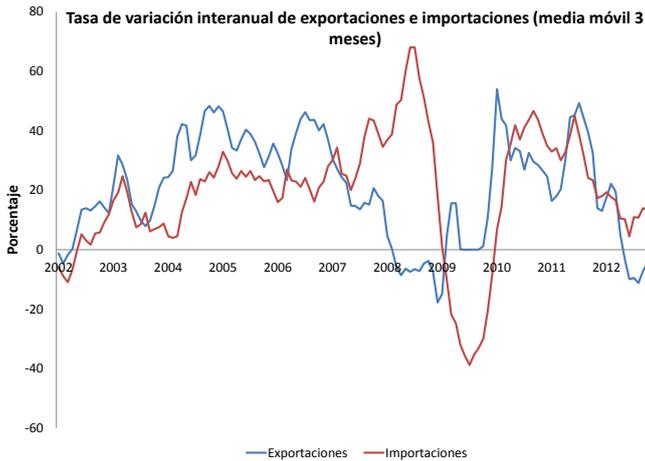
Gráfica 30- Principales destinos de exportación peruanos (porcentaje de exportaciones)

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2013h)

3.4.2. Situación reciente y perspectivas

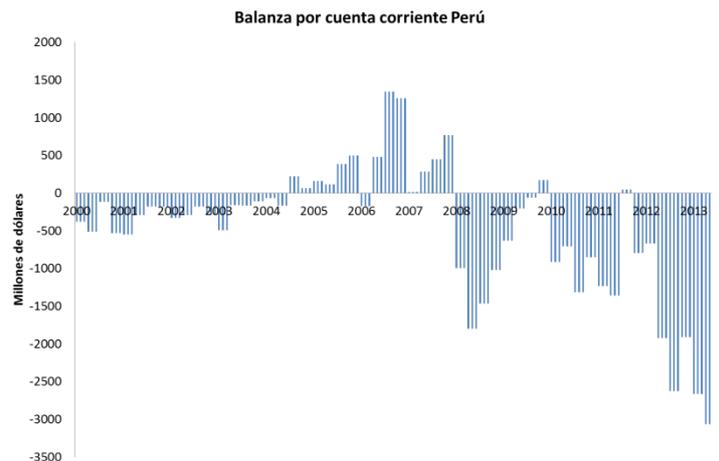
La economía peruana, que ha estado creciendo a un ritmo elevado (como se describe en la sección anterior), ha mantenido asimismo un elevado ritmo de crecimiento de las importaciones. Pero el crecimiento de las exportaciones se ha venido viendo en los últimos meses negativamente afectado por la desaceleración del crecimiento en China, país al que van destinadas gran parte de las exportaciones de materias primas (en particular de minerales). La tasa de crecimiento de las exportaciones está cayendo en los últimos meses tasas interanuales de dobles dígitos. En los tres últimos meses con datos disponibles para finales de 2013, las exportaciones de bienes eran alrededor de un 15% inferiores al nivel alcanzado en su máximo en el verano de 2011, mientras que en el periodo equivalente, las importaciones han aumentado un 14%. El resultado ha sido un rápido deterioro de la balanza comercial, que ha vuelto a situarse en una posición deficitaria en la segunda mitad de 2013, algo que no ocurría en varios años, y el déficit de la balanza por cuenta corriente se ha ampliado hasta por encima de los 3000 millones de dólares.

¿Desaceleración cíclica o cambio estructural en el modelo de crecimiento? Un estudio de algunas de las principales economías emergentes de Latinoamérica (Brasil, México, Chile, Perú y Colombia)



Gráfica 31- Tasa de variación interanual de exportaciones e importaciones peruanas (media móvil 3 meses, 2002-2013)

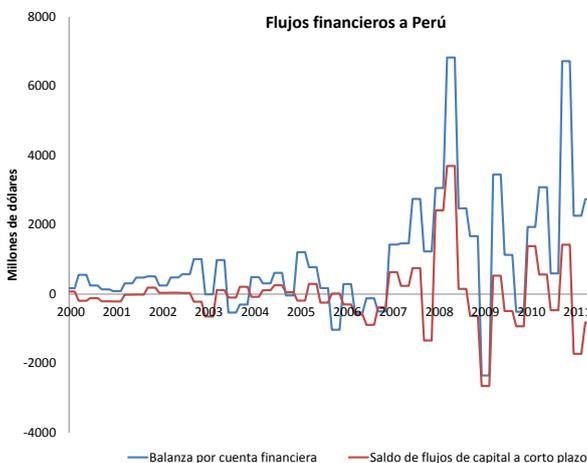
Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg



Gráfica 32- Saldo de la balanza por cuenta corriente peruana (2000-2013)

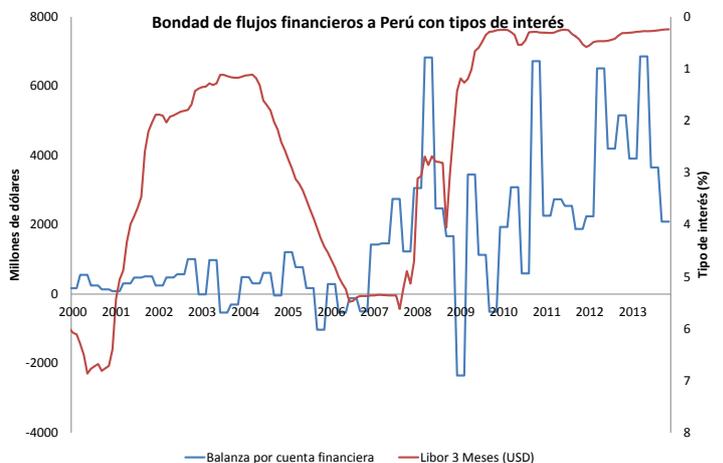
Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg

También se está deteriorando la posición de la balanza por cuenta de capital, en parte debido a la salida de flujos de capital a corto plazo, después del rápido incremento de las entradas de capital (con un peso particularmente importante de la inversión extranjera directa) en los primeros años de la crisis, a pesar del bajo nivel de los tipos de interés.



Gráfica 33- Flujos financieros a Perú (2000-2013)

Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg



Gráfica 34- Relación de flujos financieros a Perú con tipos de interés (2000-2013)

Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg

A pesar de la política deliberada de mitigación de la apreciación cambiaria seguida por las autoridades, el sol peruano mantuvo la tendencia de apreciación frente al dólar en los años recientes, hasta finales de 2012. Así, alcanzó en diciembre de 2012 un valor frente al dólar un 14% superior a su valor medio en los años 2008 y 2009. Esta

tendencia ha cambiado de signo a lo largo de 2013, con una depreciación de la divisa frente al dólar casi del 10%.

Perú sería un ejemplo de un país que a pesar de la adopción de políticas macroeconómicas generalmente correctas, de mantener una posición fiscalmente saneada y de haber mejorado su calidad de crédito, como refleja la subida de su rating a grado de inversión (estando su rating soberano en moneda extranjera actualmente calificado como BBB+ por Standard and Poor's, Baa2 por Moody's y BBB+ por Fitch) y la significativa bajada de spreads en los CDS soberanos (que llegaron a alcanzar un mínimo de 85 puntos básicos en abril de 2013, después de haberse ampliado al comienzo de la crisis hasta 450 puntos básicos), es particularmente vulnerable a las condiciones de crecimiento exterior (en particular de la economía China), y a los precios internacionales de las materias primas, al permanecer sus exportaciones muy concentradas en un grupo reducido de productos minerales.

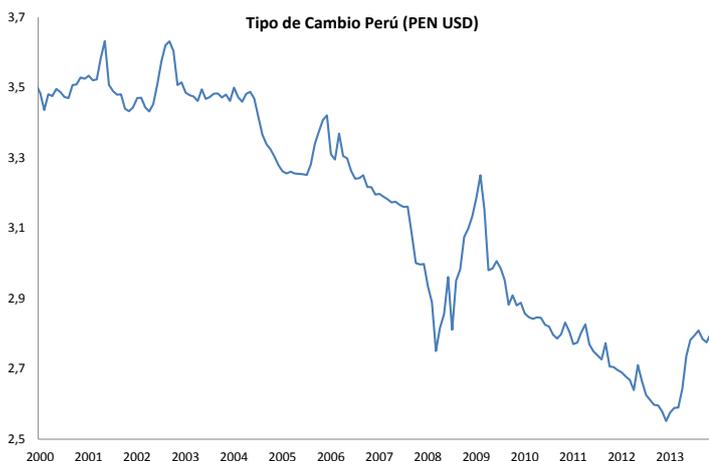


Gráfico 35- Tipo de cambio peruano (PEN USD, 2000-2013)

Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg

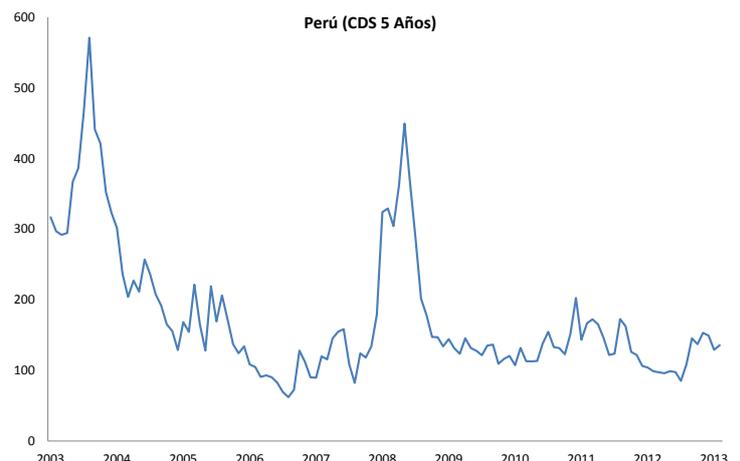


Gráfico 36- CDS a 5 años de deuda soberana peruana (2003-2013)

Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg

Es un buen ejemplo de la hipótesis de Talvi, de que gran parte del crecimiento en la región en los últimos años se debe en gran parte a condiciones externas favorables. Una reaceleración del crecimiento de la economía mundial, en particular en China, o una subida de los precios de las materias primas que exporta supondrían un cambio favorable de condiciones para Perú.

3.5. Colombia

3.5.1. Principales características de la economía

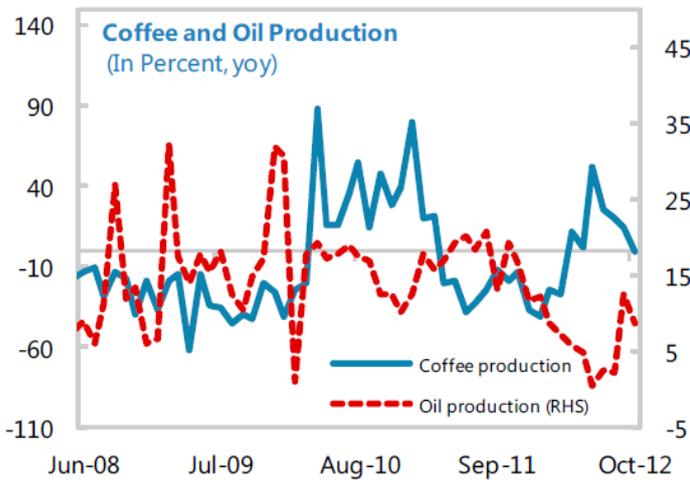
La economía colombiana ha alcanzado también altas tasas de crecimiento en el periodo comprendido entre 2000 y 2012 (4,3% en promedio). A grandes rasgos, la política monetaria y fiscal en los últimos años ha sido adecuada, implementando medidas de signo contracíclico, y Colombia tiene un tipo de cambio flexible (tanto de jure como de facto), que supone un mecanismo de primera línea de defensa frente a riesgos económicos globales (Fondo Monetario Internacional, 2013e). En conjunto, estos factores han permitido a Colombia pasar sin grandes estragos por la reciente crisis financiera, incluso recuperando su deuda soberana el grado de inversión en 2011 (actualmente, el rating soberano en moneda extranjera recibe de las agencias la calificación de BBB para Standard and Poor's, Baa3 para Moody's y de BBB para Fitch).

Sin embargo, a pesar de ello, se ha dado una moderación del crecimiento tras la crisis mundial (particularmente en el primer semestre de 2012), que ha llevado a las autoridades a decidir la implementación de un paquete de estímulo económico por valor de 3 mil millones de dólares en 2013 (Fondo Monetario Internacional, 2013e), cuyos componentes principales incluyen la introducción de subsidios a la vivienda, un aumento del gasto en infraestructura, una serie de medidas diseñadas para impulsar la competitividad, y la promoción de una mayor exposición a activos extranjeros por parte de los fondos de pensiones (lo que a su vez contribuye a mitigar la apreciación cambiaria).

A pesar de que el paquete de estímulo ha mejorado las perspectivas de crecimiento a corto plazo, en el medio plazo existen otra serie de riesgos que influyen en las perspectivas de crecimiento. Uno de estos factores es la fuerte dependencia de Colombia de las materias primas (commodities); en parte, la desaceleración económica sufrida se ha debido a shocks negativos a la producción de café y petróleo, las principales materias primas (con precios altamente volátiles) de las que depende la economía (Fondo Monetario Internacional, 2013e).

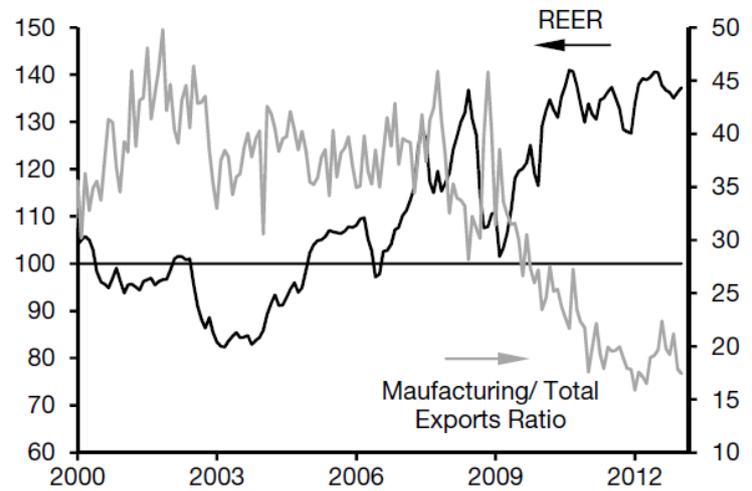
Parcialmente debido a la fortaleza de las exportaciones, y a pesar de la reciente debilidad del peso, el país mantiene una estrategia firme anti-apreciación, implementado

a raíz de preocupaciones de una desalineación del tipo de cambio, a través de transacciones diarias de divisas que aumenta la posición de reservas del banco central.



Gráfica 37- Producción de café y petróleo (tasa de variación interanual, 2008-2012)

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2013e)



Gráfica 38- Tipo de cambio real (índice, 2000=100) y exportaciones manufactureras (porcentaje sobre exportaciones) (2000-2012)

Fuente: Instituto de Finanzas Internacionales (2013)

3.5.2. Situación reciente y perspectivas

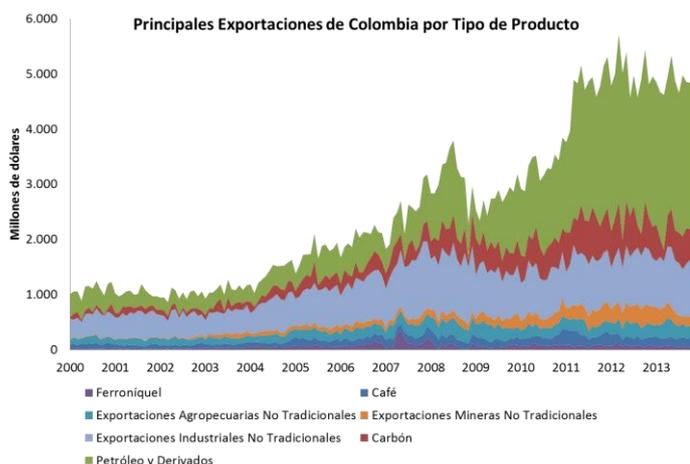
Desde 2001, Colombia ha tenido una posición deficitaria en la cuenta corriente, con una ampliación de esa posición deficitaria desde el comienzo de la crisis financiera, a pesar de la mejora en la relación de intercambio y de registrarse un incremento en las exportaciones del 166% entre 2005 y 2012 en términos de valor en dólares, y de un 51% en términos de volumen (Fondo Monetario Internacional, 2013e), y en particular una fuerte expansión de las exportaciones del sector de las materias primas. Esto contrasta con la situación de otros países de la región, que por lo general han tenido saldos positivos en la balanza por cuenta corriente durante la última década.

A pesar de esta fuerte expansión de las exportaciones -principalmente debida como se ha dicho al efecto de la evolución de los precios, y a la fuerte expansión del sector de las materias primas- el país se ha enfrentado a una posición deficitaria creciente en la balanza de pagos por cuenta corriente. Esto se debe parcialmente a que el saldo positivo en la balanza petrolera ha sido contrarrestado por un fuerte saldo negativo procedente de la alta demanda de bienes de capital, ligada principalmente a la inversión extranjera directa (asociada a los sectores petrolero y minero). En general, esta evolución de la balanza por cuenta corriente puede explicarse en gran parte a través de la expansión del sector petrolero en la última década, con fuertes fluctuaciones de la

posición de la balanza en línea con la evolución del precio del petróleo y la repatriación de beneficios de las grandes compañías petroleras transnacionales (cuya sincronización ha ido en aumento, con el aumento del peso de las exportaciones petroleras en el total de exportaciones colombianas, de las que ha pasado a suponer en torno a un 50%; Fondo Monetario Internacional, 2013e).

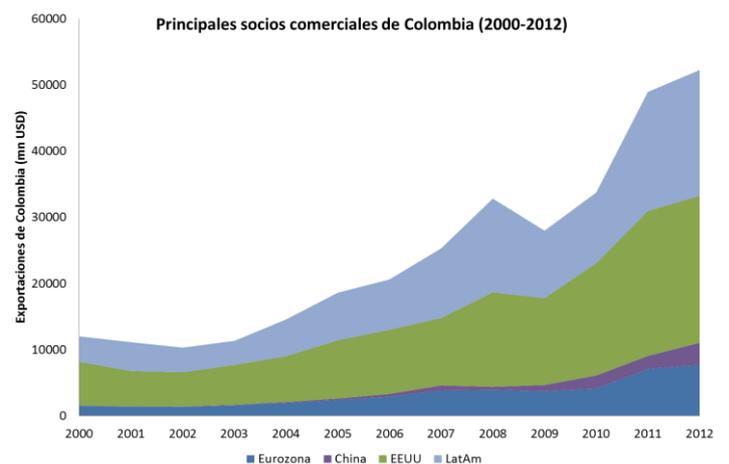
Del mismo modo, cabe esperar que las repatriaciones vayan en disminución en los próximos años, con una evolución a la baja de los precios del petróleo. Una progresiva disminución de la demanda de bienes de capital, sin embargo, debería contrarrestar el efecto negativo de la relación de intercambio en las exportaciones en los años venideros.

Cabe destacar también durante esta última década el aumento progresivo del peso de Estados Unidos como socio comercial de Colombia, llegando a alcanzar en 2012 un 37,9% de las exportaciones del país.



Gráfica 39- Principales exportaciones colombianas por producto (2000-2013)

Fuente: elaboración propia, con datos del Banco de la República



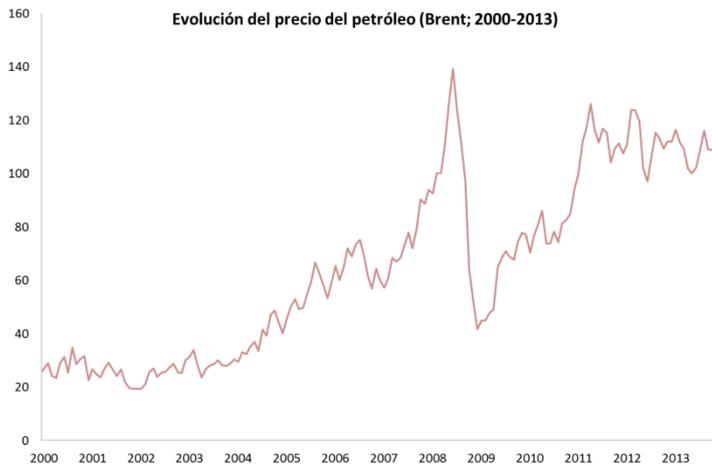
Gráfica 40- Principales socios comerciales de Colombia (2000-2013)

Fuente: elaboración propia, con datos de la Dirección de Estadísticas Comerciales

El déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente es financiado confortablemente por las entradas netas de flujos de capitales al país, que durante la mayor parte de la última década ha recibido flujos de capital por valor de entre un 5 y un 8% del PIB, particularmente en la forma de inversión extranjera directa (en los sectores minero y petrolero). Como resultado de estas fuertes entradas de capital, la posición financiera internacional de Colombia ha mejorado (desde un -30% del PIB en 2003 hasta un -24% en 2011), y ha experimentado también una mejoría en cuanto a su composición, con un aumento de la proporción de inversión extranjera directa (que ha

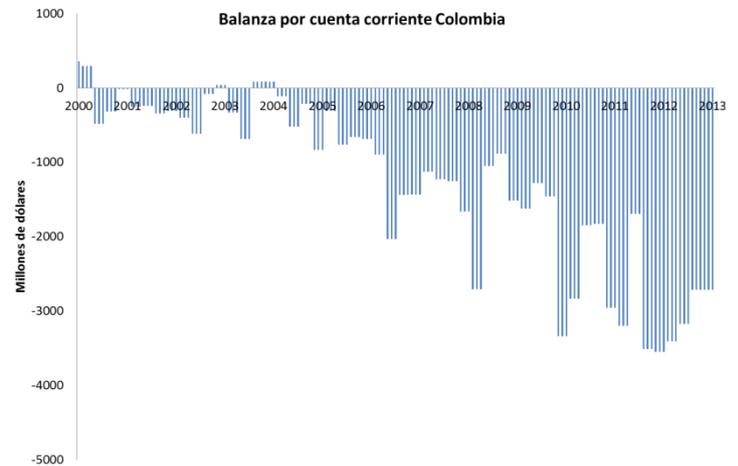
¿Desaceleración cíclica o cambio estructural en el modelo de crecimiento? Un estudio de algunas de las principales economías emergentes de Latinoamérica (Brasil, México, Chile, Perú y Colombia)

aumentado desde un 23% en 2000 hasta un 54% en 2011) (Fondo Monetario Internacional, 2013e).



Gráfica 41- Evolución del precio del petróleo (Brent, 2000-2013)

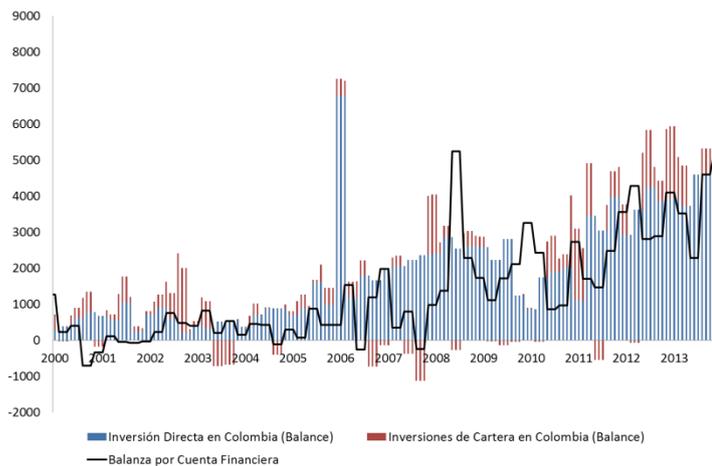
Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg



Gráfica 42- Saldo de la balanza por cuenta corriente colombiana (2000-2013)

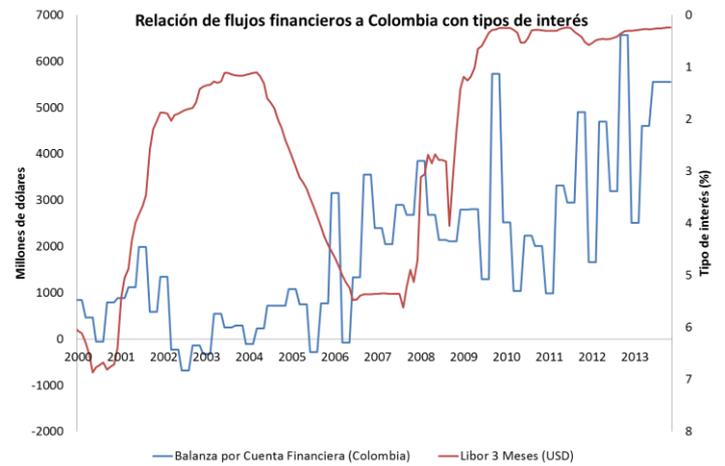
Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg

A pesar de su reciente incremento, las inversiones de cartera y otros flujos de capital a corto plazo a Colombia siguen siendo relativamente bajos. Esto se debe al alto grado de regulación en cuanto a las desalineaciones en las posiciones de divisas y en los vencimientos, además de a la ausencia de una gama suficiente de instrumentos financieros a corto plazo y los restrictivos requerimientos exigidos a inversores extranjeros para participar en los mercados de capital colombianos.



Gráfica 43- Inversiones en Colombia (2000-2013)

Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg

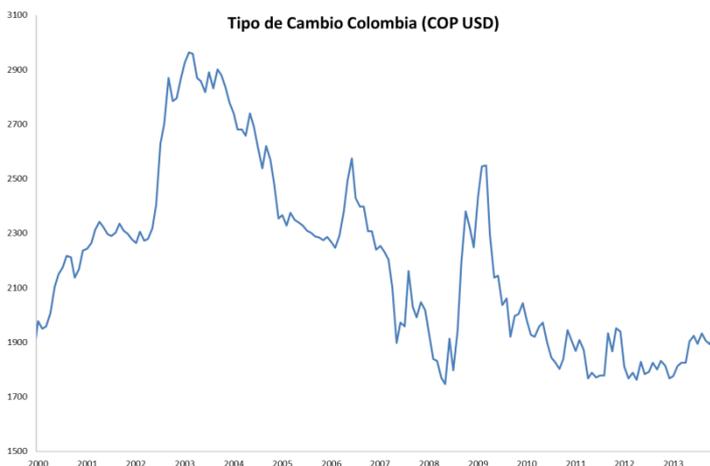


Gráfica 44- Relación de flujos financieros a Colombia con tipos de interés (2000-2013)

Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg

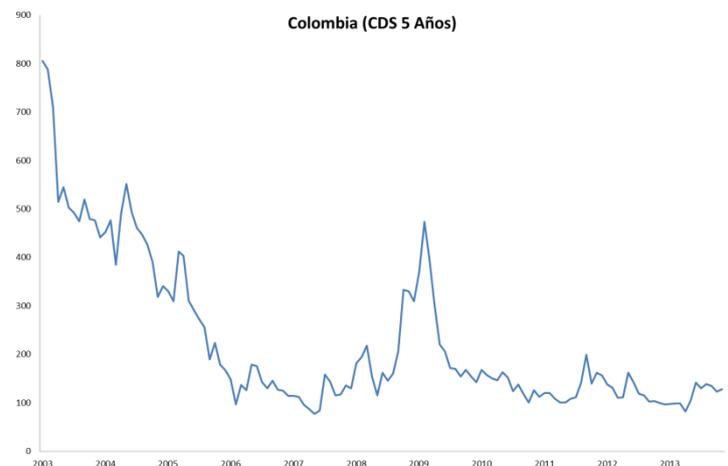
Debido probablemente en parte a la transformación de las exportaciones colombianas, con un aumento del peso de las exportaciones petroleras, el tipo de cambio del peso colombiano ha experimentado una tendencia hacia la apreciación desde 2003, aunque con algunos notables vaivenes. La tendencia apreciadora se vio interrumpida por una fuerte depreciación contra el dólar durante la crisis financiera (con una caída del valor del peso de alrededor de un 36%). Posteriormente, la divisa continuó su apreciación frente al dólar (apreciación de 40% entre 2003 y finales de 2012), hasta comienzos de 2013, en que se ha invertido nuevamente la tendencia. Desde enero de 2013 hasta noviembre de ese mismo año, la divisa se ha depreciado un 9% frente al dólar.

La flexibilidad del régimen cambiario y la volatilidad en la divisa probablemente también tienden a inhibir en cierta medida los flujos de capital no asociados a la inversión en la industria petrolera, lo que deja la posición de balanza de capitales muy dependiente de las decisiones de las empresas multinacionales sobre inversión en el sector energético.



Gráfica 45- Tipo de cambio colombiano (COP USD, 2000-2013)

Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg



Gráfica 46- CDS a 5 años de deuda soberana colombiana (2003-2013)

Fuente: elaboración propia, con datos de Bloomberg

El desarrollo de un marco sólido de políticas macroeconómicas, y la resistencia de la economía a los shocks globales de los últimos años, además de la marcada mejoría en la seguridad del país, han dado lugar a una mejora de la confianza en Colombia a lo largo de los últimos años, con una gradual compresión de los CDS, desde más de 800 puntos básicos en 2003, hasta 128 a finales de 2013. La recuperación del grado de

inversión de la deuda soberana en 2011 plasmó también esta positiva transformación de la economía colombiana.

3.6. Factores de oportunidad y factores de riesgo: buscando pautas en la respuesta de América Latina al cambio en el entorno exterior

Los principales países de América Latina que se han examinado en este trabajo han gozado durante un período relativamente prolongado en los últimos años de un cúmulo de circunstancias exteriores particularmente benignas, incluyendo precios en alza para sus productos de exportación asociados a la emergencia industrial de algunas grandes economías asiáticas (señaladamente China), tipos de interés del dólar (y, en general, en los principales mercados desarrollados) inusualmente bajos, y entradas de flujos de capital más intensas de lo habitual, en un contexto de estabilidad macroeconómica favorecida por el desarrollo de las clases medias, que de forma natural demandan un mayor grado de estabilidad económica y política.

Pero estas circunstancias han cambiado recientemente, y los países de la región se enfrentan ahora a un entorno exterior bastante menos favorable, lo que presenta riesgos y oportunidades de cara al futuro. Algunos países han aprovechado ese periodo de condiciones exteriores benignas (lo que algunos autores en la literatura han denominado el periodo de “nirvana” para los emergentes) para acometer con menores costes de ajuste una serie de reformas estructurales o una transformación económica del país para integrar mejor sus líneas de producción en las cadenas de valor mundiales, mientras otros han desaprovechado la oportunidad. Algunos países realizaban una apuesta unilateral por vincular su destino económico al desarrollo industrial de China como proveedores de materias primas, mientras otros diversificaban sus socios comerciales o intentaban competir con China en terceros mercados. Algunos han permanecido dependientes de la demanda exterior y de los capitales provenientes del extranjero, mientras otros desarrollaban una dinámica económica más apoyada en demanda interna.

No puede reducirse el potencial de éxito o fracaso ante el cambio de condiciones exteriores a una sola dimensión, porque resultaría demasiado simplista o limitativo. Aunque sin duda los grandes países de América Latina comparten algunos importantes rasgos comunes, cabe destacar asimismo la fuerte heterogeneidad existente en la región, que podemos conceptualizar mediante la descripción de varias sub-agrupaciones

regionales en función de distintas características económicas dominantes, que se enfrentarán previsiblemente a tendencias divergentes.

Los cinco grandes países analizados (Brasil, México, Chile, Colombia y Perú) pueden agruparse en base a una serie de características comunes y diferenciales que les posicionan mejor o peor de cara a afrontar los retos que pueda plantear la situación actual de cambio de los factores externos favorables que les han beneficiado durante la última década.

Como se ha dicho, resultaría demasiado reduccionista intentar limitar a una sola dimensión estos elementos de riesgo de oportunidad, y por ello hemos optado por analizar los países en base a su situación relativa en torno a 5 ejes principales, que incorporar el rango de factores más relevante para determinar estas posibilidades de éxito o fracaso en la situación actual: (i) dependencia de China o de Estados Unidos; (ii) mayor o menor grado de reformas estructurales implementadas; (iii) mayor o menor valor añadido de las exportaciones; (iv) mayor o menor dependencia de los flujos de capitales a corto plazo; y (v) dependencia para el crecimiento del consumo y la inversión internas o de la demanda externa. El análisis de estos cinco ejes nos da una evaluación más compleja y menos unidimensional de los riesgos y oportunidades para estos países en las presentes circunstancias.

3.6.1 Dependencia de China o de Estados Unidos

En los últimos meses ha tenido lugar una significativa reevaluación del potencial de crecimiento de mercados desarrollados y emergentes, dejando a los países desarrollados en una mejor posición relativa de la que se esperaba hace unos años. Por ejemplo, las agencias multilaterales como el Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial revisaban en 2013 sus previsiones de crecimiento para países desarrollados (y en particular de Estados Unidos) al alza, mientras que revisaban las de países emergentes a la baja, una combinación bastante poco habitual en los últimos años. Y los índices de indicadores adelantados de la OCDE sugerían una mejora de la posición cíclica en economías avanzadas y un deterioro en países emergentes. Así, cabe esperar que aquellos países con una mayor dependencia exterior de China hayan visto las perspectivas de la demanda externa, y por tanto del crecimiento, deteriorarse, mientras que aquellos países con una mayor dependencia exterior de Estados Unidos hayan experimentado una mejora en sus perspectivas de crecimiento.

Del grupo de países analizado como representativo de América Latina, México destaca como el país con una mayor dependencia exterior de Estados Unidos, seguido por Colombia. En el caso de México, esta integración comercial está caracterizada por la fuerte integración de compañías mexicanas en las cadenas de valor manufactureras de Estados Unidos. En alguna medida esta integración ha venido favorecida por la proximidad geográfica y la pertenencia en los últimos años a un área de comercio común (NAFTA), pero también ha influido de forma decisiva las ganancias de competitividad en la industria mexicana que se describieron en un apartado anterior.

Sin embargo, en el caso de Colombia cabe destacar que gran parte de esta dependencia viene por parte de la demanda de Estados Unidos de las materias primas colombianas y en particular del petróleo. De cara al futuro, a la vista de la evolución reciente de las técnicas de extracción y exploración en Estados Unidos (y en particular al descubrimiento de reservas no convencionales de “shale oil”, que están conduciendo a un significativo aumento de la producción de petróleo y gas en ese país), cabe esperar que esta demanda vaya disminuyendo progresivamente, y así también el peso de Estados Unidos como socio comercial de Colombia.

Por otra parte, se encuentran los países más fuertemente dependientes de China: Brasil, Chile y Perú. En el caso de Perú y Chile, esta dependencia viene dada por la fuente de demanda de recursos naturales (en concreto cobre) que tenían en China, debido al agresivo proceso de industrialización que estaba teniendo lugar en el gigante asiático.

En el caso de Brasil, la fuerte integración comercial venía también dada por la fuerte fuente de demanda de recursos naturales de China, pero en este caso, se trataba principalmente de la demanda de mineral de hierro (de nuevo, fuertemente ligada al proceso de industrialización experimentado por la economía asiática). El descubrimiento de nuevas reservas comprobadas de petróleo y gas en Brasil, con un aumento significativo de la producción, van a llevar también a una distribución más equilibrada de los destinos de exportación, disminuyendo previsiblemente la dependencia de China.

3.6.2. Grado de reformas estructurales implementadas

La calidad de las políticas de gestión macroeconómica en América Latina ha mejorado muy sustancialmente en el curso de las últimas décadas, contribuyendo a reducir la volatilidad del crecimiento, un fenómeno que puede en parte asociarse a la emergencia de las clases medias en la región, creándose una demanda natural de estabilidad económica y política. Pero a pesar de que ha habido una mejora generalizada en las políticas macroeconómicas de la región en los años recientes, la evolución de la productividad en la región ha sido decepcionante, en particular frente a otros emergentes (por ejemplo en la región del sudeste asiático).

A pesar de la importancia de conseguir ganancias de productividad en una región en la que la mayoría de las exportaciones son de bajo valor añadido, y que debería diversificar la estructura productiva de las economías, ha habido un fuerte estancamiento de la misma, en gran parte debido a la falta de implementación de las reformas estructurales necesarias en la región. En gran parte, esto es atribuible a la prolongada época de bonanza económica, que ha reducido la presión o urgencia para implementar las mismas. Actualmente, aquellas economías que durante la década de bonanza tuvieron la disciplina de implementar las reformas estructurales necesarias, o hicieron mayores avances en esa dirección, se encuentran en una situación relativamente más favorable frente a aquellas economías que han sido complacientes y han pospuesto la implementación de las reformas necesarias.

En primer lugar del grado de reformas estructurales implementadas durante la última década se encuentra México, que ha llevado a cabo reformas en frentes como el sector energético y el mercado laboral.

Seguido podríamos situar la economía chilena, donde se han implementado reformas estructurales en el ámbito de las políticas macroeconómicas, destacando en particular el desarrollo de una regla fiscal casi legendaria (si bien es cierto que ésta no ha tenido aún que enfrentarse a periodos de precios de materias primas a la baja). Sin embargo, debe continuar realizándose un esfuerzo de reformas estructurales en la línea de convertir el crecimiento económico en más inclusivo. Por otra parte, contrasta con el esfuerzo en la gestión macroeconómica y fiscal el escaso avance en la diversificación productiva de la economía, que sigue siendo extremadamente dependiente de las exportaciones de cobre.

En tercer lugar, podría situarse a Colombia, donde ha habido una evolución positiva de las políticas macroeconómicas, que se han vuelto más contra-cíclicas. Además, cabe destacar la fuerte acción contra los carteles y las guerrillas relacionadas con la economía informal de la droga en el país, aumentando fuertemente la seguridad. Sin embargo, todavía son necesarias reformas estructurales en 3 líneas: en primer lugar, la reducción de la alta tasa de informalidad en la economía, y la elevada tasa de paro estructural; en segundo lugar, una mayor consolidación fiscal; y en tercer lugar, el mantenimiento de la estabilidad financiera y una profundización del sistema financiero (“financial deepening”).

En cuarto lugar, Perú, ha llevado a cabo reformas estructurales en una línea similar a la chilena- políticas macroeconómicas. Estas se añadieron a las reformas implementadas en la década de los 90, de dolarización del sistema bancario y apertura gradual de la cuenta corriente. Sin embargo, de nuevo, es necesario que la economía continúe progresando en la línea aumentar la inclusión social del crecimiento económico, lo que requerirá avances en cuanto al mantenimiento de la flexibilidad del mercado laboral y un aumento de la inversión en capital humano. Además, un fortalecimiento del marco fiscal para reducir la pro-ciclicalidad del mismo requeriría la adopción de un ancla fiscal que implícitamente considere el carácter no-renovable de la fuente de riqueza principal del país (sus recursos naturales).

En último lugar, se encuentra la economía brasileña, donde desde el fin del mandato de Lula ha habido un apreciable estancamiento del progreso en cuanto a reformas, dejándolo en una posición relativamente peor frente a otros de la región. La necesidad de implementar políticas sociales y de inclusión no se ha conjugado bien con el imperativo de lograr mejoras sostenibles de productividad, y hoy todavía pervive un entorno muy marcado por la desigualdad social con una industria dependiente de los sistemas de protección. Además, no se han hecho grandes avances en cuanto a la disciplina fiscal de los niveles sub-nacionales de gobierno.

3.6.3. Grado de valor añadido de las exportaciones

Con el deterioro en las perspectivas de la evolución de los precios de las materias primas, cabe destacar que aquellas economías que tengan una menor dependencia de la demanda externa de las mismas, estarán mejor posicionadas. Además, este tipo de exportaciones tienen un bajo valor añadido, por lo que su integración en las

cadena de valor globales es baja, con pocas posibilidades de aumentar la integración vertical. Las economías cuyas exportaciones tengan un mayor grado de valor añadido disfrutan de un mayor grado de integración en las cadenas de valor internacionales, volviéndose por lo tanto, menos sustituibles. Las economías con un alto grado de dependencia de materias primas (de bajo valor añadido), deberían buscar diversificar sus economías e integrarse verticalmente en las cadenas de valor globales.

En este aspecto, cabe destacar a México como la economía mejor posicionada de todo el grupo, siendo la mayor parte de sus exportaciones manufactureras (casi un 80%). Seguidamente estaría posicionado Brasil, con un 36,1% de exportaciones manufactureras y un 14,1% de exportaciones de productos semi-manufacturados. Colombia, Chile y Perú, sin embargo, tienen una fuerte dependencia de las exportaciones de materias primas (commodities), lo cual introduce fuertes riesgos en sus economías.

3.6.4. Dependencia de financiación de corto plazo

Con el aumento reciente de la volatilidad internacional y la redirección de los flujos de capital de mercados emergentes a mercados desarrollados, aquellos países con una fuerte dependencia de la financiación a corto plazo, o “dinero caliente”, se ven en una peor posición relativa para afrontar cualquier disminución en los vientos de cola experimentados en la región en la última década, y en particular a hacer frente a la continuación de reformas estructurales necesarias para convertir el crecimiento de las mismas en más inclusivo y estable, frente a aquellas que tengan una mayor proporción de financiación en la forma de inversión extranjera directa (que típicamente tiene un carácter más estable).

En este sentido, Colombia, Chile y Perú tienen mejores perspectivas, ya que una parte importante de los flujos de capital a estas economías son de inversión directa extranjera.

México y Brasil, sin embargo, tienen un mayor riesgo, ya que el peso de los flujos de capital a corto plazo en la financiación exterior de sus economías es mayor. En el caso de Brasil, la inversión directa extranjera supone en torno a un 50% de la financiación externa de la economía, mientras que en el caso de México este nivel se sitúa tan sólo a un 35% de la financiación externa. En alguna medida, la importancia de

los flujos de capital a corto plazo es un subproducto del tamaño y de la existencia de instrumentos financieros de mercado suficiente, ya que al disponer de mayor liquidez, es más fácil para los inversores internacionales más cortoplacistas o especulativos vehicular una opinión o positiva sobre la región a través de la toma de posiciones en los mercados con mayor liquidez. Pero esto imprime también más volatilidad a las condiciones de los mercados de capital y a los tipos de interés y tipos de cambio, con un impacto adverso en la actividad. Algunos países han tratado de aislar sus mercados mediante la imposición de controles de capital, bien a las entradas de capital (para impedir una apreciación indeseada del tipo de cambio) o a las salidas de capital (para mitigar una depreciación demasiado rápida de la divisa), pero el éxito de estas estrategias es siempre limitado.

El Fondo Monetario Internacional (Fondo Monetario Internacional, 2013i) ha sugerido recientemente que los países pueden adoptar estrategias de ajuste financiero estabilizador para limitar los efectos disruptivos de la volatilidad de las entradas de capital. Entre los elementos de esas estrategias se incluyen la fortaleza del marco institucional (en particular políticas fiscales y monetarias creíbles), mejoras en la política de regulación prudencial, y la apertura de la balanza de capital para que los residentes tomen posiciones compensadoras de signo contrario ante los cambios en las entradas de capital (acumulando activos exteriores en períodos de fuertes entradas de capital, por ejemplo), siendo la flexibilidad cambiaria un ingrediente esencial. Chile sería el mejor ejemplo de este tipo de políticas.

3.6.5. Dependencia de consumo interno frente a demanda externa

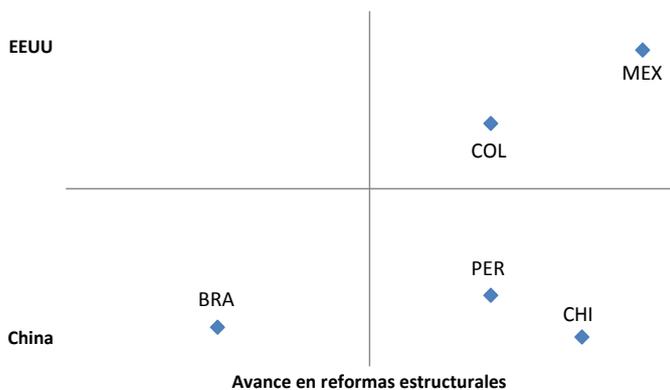
En lo referente a una mayor dependencia de fuentes de demanda internas o externas, aquellos países que tengan una mayor dependencia de fuentes de demanda externas tienen un mayor riesgo de sufrir una desaceleración en esas fuentes externas fuera de su control. Aquellos que dependan más del consumo y la inversión internas como motor de crecimiento, no deberían ser tan dependientes de los factores externos, y por lo tanto estar mejor preparados para afrontar cualquier cambio adverso en las condiciones externas.

En concreto, dentro del grupo de países estudiados, Brasil es el que tiene una menor dependencia de las exportaciones, que representaron en 2012 un 13% del PIB, frente al consumo, que fue de un 62% del PIB. Seguidamente, se encuentra Colombia,

¿Desaceleración cíclica o cambio estructural en el modelo de crecimiento? Un estudio de algunas de las principales economías emergentes de Latinoamérica (Brasil, México, Chile, Perú y Colombia)

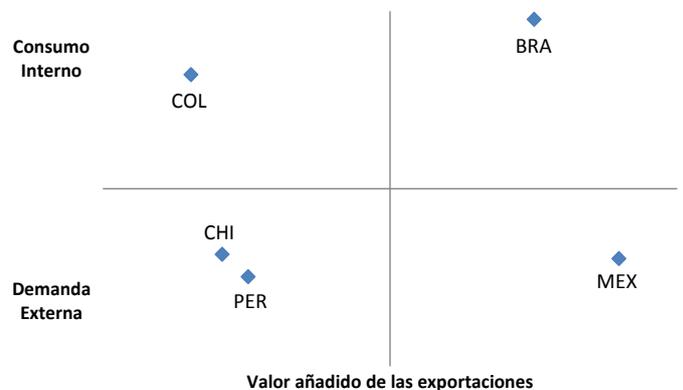
donde el consumo representó en 2012 un 61% del PIB, frente a un 19% del PIB para las exportaciones.

Con tasas relativas muy superiores de dependencia de la demanda externa, se encuentran Perú, México y Chile. En el caso de Perú, el consumo representó en 2012 un 62% del PIB, frente a un 25% del PIB que representaron las exportaciones. En México, el consumo como porcentaje del PIB ascendió en ese año a un nivel del 65%, frente a unas exportaciones del 33% del PIB. Por último, en el caso de Chile, el consumo interno ascendió en 2012 a un nivel del 63%, mientras que las exportaciones se elevaron a un 34% del PIB.



Gráfica 47- Posicionamiento de principales economías latinoamericanas (dependencia comercial de Estados Unidos vs. China, avance en reformas estructurales, 2013)

Fuente: elaboración propia, con datos del Fondo Monetario Internacional, la Dirección de Estadísticas Comerciales, y cálculos propios



Gráfica 48- Posicionamiento de principales economías latinoamericanas (dependencia de demanda interna vs. externa, valor añadido de las exportaciones, 2013)

Fuente: elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, y cálculos propios

4. Conclusiones

En el presente trabajo de investigación se buscaba dar respuesta a la pregunta de si la desaceleración reciente experimentada en países emergentes de América Latina tenía un carácter estructural o puramente cíclico, en el contexto de un creciente interés en la literatura por la desaceleración observada en los últimos meses en la práctica totalidad de mercados emergentes, y examinando las circunstancias particulares de cinco de los países más importantes de la región, Brasil, México, Chile, Colombia y Perú. Se planteó la cuestión de investigación en el marco de una falta de consenso existente en la literatura económica y financiera respecto precisamente a si estamos primordialmente frente a una desaceleración de carácter puramente cíclico o coyuntural y por tanto probablemente pasajera y transitoria, o si más bien hay elementos de carácter más estructural y por lo tanto con efectos más permanentes.

Se procedió al estudio de la cuestión a través de la recopilación y el análisis económico de algunos de los principales datos estadísticos de estas economías. Este análisis arrojó luz sobre los puntos de continuidad y de ruptura respecto de las tendencias que han experimentado las principales economías emergentes de la región latinoamericana en la última década. Además, permitió la identificación de las principales características que pueden favorecer un desarrollo más vibrante o más mediocre de los países emergentes de esta región ante el cambio actualmente en curso en los factores externos favorables que había venido experimentando la región a lo largo de la última década.

A grandes rasgos, los puntos de ruptura y continuidad experimentados frente a la última década han ido a lo largo de las siguientes líneas principales en las principales economías de la región. En primer lugar, una fuerte desaceleración de la demanda externa, produciendo un rápido decrecimiento en las exportaciones. En segundo lugar, un estancamiento del precio de las materias primas, dando lugar a la pérdida de la favorable relación de intercambio que habían experimentado todos los países exportadores de commodities en la región en la última década. A su vez, estas situaciones han dado lugar a un progresivo deterioro a lo largo de los últimos meses de las posiciones de la balanza por cuenta corriente en la región, y a una inversión de la tendencia de apreciación de las divisas locales frente al dólar, que venían

experimentando los cinco países sujetos del estudio en la última década, viendo éstos depreciarse sus divisas frente al dólar en los últimos meses.

A pesar de que no parece haber habido un impacto negativo a fecha de hoy del deterioro en los factores arriba mencionados en el riesgo percibido de la región a través de sus CDS o de los ratings de la deuda soberana, sí que parece que los inversores han tomado debida nota del deterioro en las perspectivas de la región, produciendo un empeoramiento también en los saldos por cuenta financiera en la región (causadas principalmente por el efecto de los movimientos en inversiones de cartera, flujos de capital a corto plazo). La dinámica de las inversiones directas extranjeras, a más largo plazo, sin embargo, no se ha visto fuertemente afectada en los últimos meses respecto de la última década.

Respecto de la principal cuestión de investigación del presente trabajo, cabe subrayar que, a la luz del análisis efectuado, la presente desaceleración tiene sin duda un componente cíclico significativo, pero además existen tres factores clave que dan lugar a que adquiera un carácter también parcialmente estructural y por ello con efectos más permanentes en el crecimiento a largo plazo, dos de ellos referentes a las condiciones externas favorables que ha experimentado la región en la última década, y el otro de carácter interno.

En primer lugar, la situación de “tapering” en Estados Unidos, a través de la cual se procederá a una progresiva retirada de los estímulos de relajación cuantitativa implementados durante la crisis financiera global. Esto dará lugar, en primera instancia, a una reducción de liquidez a nivel global, lo que hará que los inversores comiencen a discriminar más entre los destinos de su capital. En segunda instancia, tendrá lugar un aumento progresivo de los tipos de interés a nivel global, lo cual dará lugar a un deterioro del atractivo relativo de los mercados emergentes como destino de las inversiones de cartera.

En segundo lugar, el movimiento de China hacia un modelo de crecimiento más sostenible, y menos basado en una fuerte industrialización de la economía, con un progresivo reequilibrio desde la actual fuerte dependencia de demanda externa hacia una cada vez mayor dependencia de la demanda interna. Este reequilibrio de la economía China hará sentir su impacto a nivel global, en primer lugar a través de un progresivo declive en la demanda de “hard commodities” necesarios para la

industrialización. En segundo lugar, a través de una disminución de la liquidez a nivel global, dado que las fuertes tasas de ahorro actualmente existentes en la región deberán disminuir para conseguir un progresivo aumento de la demanda interna.

En tercer lugar, el grado desigual de implementación de reformas estructurales en la región. Durante la última década, la región se ha visto beneficiada por condiciones externas relativamente favorables, lo que posicionaba a sus economías en una situación idónea para implementar reformas estructurales, con los ingresos fiscales extraordinarios generados a través del superciclo de commodities. Sin embargo, se han dado distintos grados de avance respecto de la implementación de las mismas, y en la situación actual de reducción de vientos de cola a la región, los gobiernos locales se ven bajo mayor presión para continuar el proceso de reforma estructural. Aquellos países que hayan demostrado la disciplina suficiente para alcanzar un mayor avance en la época de vacas gordas actualmente se verán en una situación más favorable de cara a enfrentar ese deterioro relativo en los factores externos que asola la región.

Así, en definitiva, no puede descartarse un cierto carácter estructural y por tanto, un impacto permanente en el modelo de crecimiento de la región, que deberá llevar a cabo una diversificación de sus economías, avances de cara a la productividad, y una reforma del modelo de crecimiento para poder enfrentar el cambio permanente en algunos de los factores que han favorecido altas tasas de crecimiento en Latinoamérica en la última década.

Además de estos factores, cuya evolución es comparable para todos los países de la región (a excepción del grado de implementación de reformas estructurales), hay una serie de factores idiosincráticos a nivel país, que hacen que el impacto de la desaceleración en los vientos de cola a la región no dé lugar a las mismas perspectivas para todos sus miembros, sino que en función de su posicionamiento en cinco ejes principales, un país se encuentre en una posición más o menos proclive a enfrentarse a problemas de cara a futuro.

En concreto, se procede al posicionamiento de los países en base a su situación relativa en torno a los siguientes 5 ejes principales, que incorporan el rango de factores más relevante para determinar estas posibilidades de éxito o fracaso en la situación actual: (i) dependencia de China o de Estados Unidos; (ii) mayor o menor grado de reformas estructurales implementadas; (iii) mayor o menor valor añadido de las

exportaciones; (iv) mayor o menor dependencia de los flujos de capitales a corto plazo; y (v) dependencia para el crecimiento del consumo y la inversión internas o de la demanda externa. El análisis de estos cinco ejes nos da una visión más compleja y menos unidimensional de los riesgos y las oportunidades para los países emergentes de la región en el contexto actual.

Aquellas economías cuya dependencia relativa de Estados Unidos sea mayor que la de China, que hayan demostrado la disciplina para alcanzar un mayor grado de implementación de reformas estructurales en la última década, cuyas exportaciones tengan un mayor valor añadido y por tanto estén más integradas verticalmente en las cadenas de valor globales, que tengan una menor dependencia de los flujos de capitales a corto plazo, y que tengan una menor dependencia de la demanda externa para generar crecimiento económico, estarán mejor posicionadas de cara a la situación actual a la que se enfrenta la región.

En resumidas cuentas, la presente desaceleración que están experimentando los mercados emergentes en América Latina tiene tanto parte de componente cíclico como parte de componente estructural. Esto conlleva la necesidad de que las economías de la región se muevan hacia una mayor diversificación. Además, en base a una serie de factores idiosincráticos de cada economía (dependencia comercial de EEUU frente a China, grado de reformas estructurales implementadas, mayor valor añadido de las exportaciones, con menor dependencia de los flujos de capital a corto plazo, y con menor dependencia de la demanda externa frente a la interna), puede determinarse cuáles de las economías locales están mejor posicionadas de cara a enfrentar la desaceleración permanente en los vientos de cola que han favorecido el crecimiento en la región en la última década.

Bibliografía

Banco Mundial (2013) *World Development Indicators: Structure of demand*, Economía de 2013 Banco Mundial, disponible en: <http://wdi.worldbank.org/table/4.8#> (accedido 23/02/2014)

Banco de Pagos Internacionales (2013) *Foreign Exchange turnover in April 2013: preliminary global results*, Cuestionario Trienal de Bancos Centrales del Banco de Pagos Internacionales de septiembre de 2013, disponible en: <http://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf> (accedido 06/01/2014)

Collyns, C., Huefner, F., Koepke, R. & Mohammed, S. (2014) *Capital Flows to Emerging Market Economies*, Instituto de Finanzas Internacionales, *Nota de Investigación del 30 de enero de 2014*

Figueroa, M. P., Aracena, R. & Smearman, J. (2013) *Colombia: A Soft Patch, Gradual Recovery*, Instituto de Finanzas Internacionales, *Nota de Investigación del 12 de junio de 2013*

FMI (2013a) *Brazil 2013 Article IV Consultation*, Informe País del Fondo Monetario Internacional N° 13/313, disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13313.pdf> (accedido 28/12/2013)

FMI (2013b) *Brazil 2013 Selected Issues*, Informe País del Fondo Monetario Internacional N° 13/314, disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13314.pdf> (accedido 28/12/2013)

FMI (2013c) *Chile 2013 Article IV Consultation*, Informe País del Fondo Monetario Internacional N° 13/198, disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13198.pdf> (accedido 04/01/2014)

FMI (2013d) *Chile 2013 Selected Issues*, Informe País del Fondo Monetario Internacional N° 13/199, disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13199.pdf> (accedido 04/01/2014)

FMI (2013e) *Colombia 2012 Article IV Consultation*, Informe País del Fondo Monetario Internacional N° 13/35, disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1335.pdf> (accedido 04/01/2014)

FMI (2013f) *Mexico 2013 Article IV Consultation*, Informe País del Fondo Monetario Internacional N° 13/334, disponible en:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13334.pdf> (accedido 28/12/2013)

FMI (2013g) *Mexico 2013 Selected Issues*, Informe País del Fondo Monetario Internacional N° 13/333, disponible en:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13333.pdf> (accedido 28/12/2013)

FMI (2013h) *Peru 2012 Article IV Consultation*, Informe País del Fondo Monetario Internacional N° 13/45, disponible en:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1345.pdf> (accedido 04/01/2014)

FMI (2012a) *Mexico 2012 Article IV Consultation*, Informe País del Fondo Monetario Internacional N° 12/316, disponible en:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12316.pdf> (accedido 28/12/2013)

FMI (2012b) *Mexico 2012 Selected Issues*, Informe País del Fondo Monetario Internacional N° 12/317, disponible en:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12317.pdf> (accedido 28/12/2013)

FMI (2012c) *Mexico: Financial System Stability Assessment*, Informe País del Fondo Monetario Internacional N° 12/65, disponible en:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr1265.pdf> (accedido 03/01/2014)

FMI (2013i) *The Yin and Yang of Capital Flow Management: Balancing Capital Inflows with Capital Outflows*, IMF World Economic Outlook October 2013 pp. 113-132, disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/pdf/text.pdf> (accedido 21/11/2013)

Izquierdo, A., Romero, R. & Talvi, E. (2008) *Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors*, Banco Interamericano de Desarrollo, *Documento de Trabajo N°631*

Izquierdo, A. & Talvi, E. (2011) *One Region, Two Speeds? Challenges of the New Global Economic Order for Latin America and the Caribbean*, Centro Internacional de Formación Financiera, *Documentos de Trabajo Interuniversitarios N°4*

Hausmann, R. (2013) *The End of the Emerging Market Party*, Proyecto Sindicato Online, disponible en: <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-reversal-of-nominal-gdp-growth-in-emerging-countries-by-ricardo-hausmann> (accedido 27 de octubre de 2013)

OCDE (2013) *Productivity Levels and GDP per capita Statistics*, disponible en: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=PDYGTH#> (accedido 03/01/2014)

OCDE (2014) *Latin American Economic Outlook 2014*, disponible en: http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/development/latin-american-economic-outlook-2014_leo-2014-en#page103 (accedido 20/02/2014)

Rogoff, K. (2013) *Are Emerging Markets Submerging?*, disponible en: <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-echo-crisis-in-emerging-economies-by-kenneth-rogoff> (accedido 27 de octubre de 2013)

Tran, H., Collyns, C., Huefner, F., Gibbs, S. & Abed, G. (2013) *Structural Challenges to Emerging Market Growth*, Instituto de Finanzas Internacionales, *Nota de Investigación del 7 de octubre de 2013*

Velasco, A. (2013) *Emerging Markets' Nirvana Lost*, Proyecto Sindicato Online, disponible en: <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-absence-of-structural-change-in-latin-american-economies-by-andres-velasco> (accedido 27 de octubre de 2013)