

América Latina

más allá del comercio internacional

UBS Chief Investment Office

Wealth Management **Documento técnico**

26 de abril de 2017



Índice

03 Estimado lector

04 Introducción

08 Revisitando las alianzas de comercio e inversión

11 Demografía y capital humano

- Tendencias demográficas
 - Salud y educación
-

17 Productividad

- Solidez institucional
 - Sustentabilidad
 - Focos de innovación
 - Problemas endémicos
-

25 Capital físico

- Oportunidades de capital
 - Oportunidades de infraestructura
-

31 Implicancias de inversión y recomendaciones de política

34 Información sobre la publicación

35 Aviso legal



En tapa

El Puente de la Mujer de Santiago Calatrava es una pasarela giratoria en el distrito comercial Puerto Madero de Buenos Aires, Argentina.

Estimado lector:

En 2016, fuimos testigos del desempeño prometedor de activos de mercados emergentes en todo el mundo, después de un débil período de cinco años. A pesar de los riesgos económicos y políticos, tenemos confianza que los mercados emergentes, incluida América Latina, ofrecerán una variedad de oportunidades de inversión para nuestros clientes en los próximos años.

Después de la mayor contracción económica en América Latina desde la crisis financiera, una visión cautelosamente optimista de la región parece justificada. Se espera que economías clave como Brasil y Argentina pasen de la recesión a un crecimiento modesto, y los fundamentos económicos de México están demostrando ser resistentes a la perspectiva de un vecino menos amigable.

La región también cimentará un crecimiento futuro al continuar abordando desafíos estructurales subyacentes. En las condiciones mundiales actuales, en particular, una disminución en el comercio, es poco probable que se pueda exportar para lograr prosperidad como se hizo en el pasado. La región necesita desarrollar fuentes de crecimiento interno sustentable.

En el mediano plazo, la productividad en América Latina debe contar con el respaldo de la solidez de las instituciones y condiciones para hacer negocios más amigables. Una mayor atención a la educación, la infraestructura, el espíritu emprendedor y el potencial de la juventud de América Latina todavía podría impulsar otra ola de desarrollo económico.

El camino hacia la reforma estructural será arduo. En algunas áreas, es probable que persistan las turbulencias macroeconómicas. Sin embargo, el tiempo que pasamos con los clientes en la región nos da gran confianza en su capacidad para enfrentar estos desafíos con éxito y hacer importantes contribuciones a la economía mundial durante las próximas décadas.

Esperamos que disfrute de este trabajo, que explora todos estos temas y muchos más, y que le resulte estimulante e informativo.

Paul Raphael
Director de WM Europe
and Emerging Markets

Alejandro Velez
Director de WM Latin
America y Global
UHNW Latin America

Ricardo González
Director de Wealth
Management Americas
International

La ciudad de Guanajuato, en México, fue declarada Patrimonio de la Humanidad en 1988 por la UNESCO, especialmente por sus edificios de estilo neoclásico y barroco erigidos durante el periodo colonial.

América Latina después del auge en el comercio

Por Jorge Mariscal, Director de Inversiones, Mercados Emergentes

En las condiciones mundiales actuales, es poco probable que América Latina pueda exportar para lograr un crecimiento sustentable como lo hizo durante la mayor parte de la década del 2000.

Las perspectivas económicas, políticas y financieras para América Latina están cambiando rápidamente en un mundo donde el comercio internacional enfrenta desafíos. Dichos desafíos provienen no solo de la amenaza del proteccionismo en Estados Unidos y otros países, sino también de las fuerzas estructurales del reequilibrio global, que implica un mayor ahorro y balanzas comerciales mejoradas en el mundo desarrollado y las tendencias opuestas en el mundo emergente.

Este proceso, combinado con una tibia recuperación en las economías desarrolladas, ha llevado a una marcada desaceleración en los flujos de comercio internacional. Desde el inicio del milenio hasta justo antes de la crisis financiera mundial, las exportaciones latinoamericanas crecieron en un promedio de casi el 15% al año; esto ha disminuido a menos del 6% desde 2010. Y mientras que los precios y los volúmenes de comercio se han recuperado en los últimos trimestres, no esperamos una vuelta al apogeo del comercio como el que se experimentó en la década del 2000.

Los diversos capítulos de este trabajo ahondan en las oportunidades y los desafíos que la región afronta en este mundo comercial posterior al auge. Seremos los primeros en reconocer la dificultad de hablar de América Latina como si fuera una sola entidad. Debido a su compleja herencia, la región es muy diversa y presenta grandes contrastes. Compuesta por 33 países, es hogar de 625 millones de personas (consulte el mapa en la siguiente página), una población que se espera que crezca un 10% en la próxima década y cuya estructura de edad le dota de un "dividendo" demográfico para los años venideros.

Por su tamaño y etapa de desarrollo, América Latina tiene un impacto económico considerable, con un producto interno bruto agregado de 9,4 billones de dólares estadounidenses a partir de 2016, medido sobre la base de paridad de poder adquisitivo (PPP). Esta producción anual es aproximadamente la mitad de la de los Estados Unidos y China. Con un ingreso per cápita promedio de aproximadamente 15 000 dólares estadounidenses también en términos de PPP, la región tiene una de las clases medias más grandes y más vibrantes en el mundo emergente. Sin embargo, detrás de estas cifras impresionantes se encuentra una historia de divergencia y la desigualdad, tanto entre como dentro de sus países. El ingreso per cápita varía entre un mínimo de 1700 dólares estadounidenses en Haití a un máximo de 24 000 dólares estadounidenses en Chile, y los coeficientes de Gini más recientes, una medida de desigualdad, revelan que América Latina sigue siendo una de las regiones con la peor distribución de ingresos del planeta.

América Latina y el Caribe



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Base de datos de la Perspectiva Económica Mundial, octubre de 2016

América Latina debe buscar y cultivar fuentes internas de crecimiento.

Es esta diversidad económica y social la que en parte influye (y por supuesto, ha sido influida por) cómo los gobernantes responden a fuerzas externas e internas. Desde una perspectiva de inversión, las oportunidades serán determinadas por cómo los tomadores de decisiones de política abordan dos desafíos clave: el auge en el comercio y la retórica de la desglobalización más prevalente en el frente externo y el populismo en el frente interno. Argentina, Brasil y Perú están empujando hacia adelante con agendas económicas que claramente rechazan el populismo. Pero México y Chile, entre otros, se enfrentan con las fuerzas nacionalistas y populistas que podrían acabar dominando.

La retórica contra la inmigración y el comercio de países desarrollados refuerza estas tendencias locales. En este sentido, los próximos 18 meses serán fundamentales para la política de la región, con las elecciones legislativas en Argentina en octubre, las elecciones presidenciales en Chile en noviembre y las elecciones presidenciales en Colombia, México y Brasil en mayo, julio y octubre de 2018, respectivamente.

Estamos esperanzados de que América Latina podrá defenderse de la tentación populista, debido a una gran y creciente clase media políticamente centrista y su proximidad en tiempo y geografía al daño que ha infligido el populismo en la región. El tiempo dirá, pero mientras tanto nos resulta útil enfocar nuestra atención sobre los fundamentos económicos de la región en el mediano y largo plazo.

En las condiciones mundiales actuales, es poco probable que América Latina pueda exportar para lograr un crecimiento sustentable como lo hizo durante la mayor parte de la década del 2000. Además de las tendencias proteccionistas en los Estados Unidos y Europa, no está claro para nosotros si las crecientes relaciones comerciales entre China y América Latina pueden ser mutuamente beneficiosas. Por estas razones, América Latina necesita buscar y cultivar las fuentes internas de crecimiento futuro.



Lima es la ciudad capital del Perú, hogar de cerca de 10 millones de personas, o 32% de la población total del país. La actividad económica en el área metropolitana de Lima constituye casi el 45% del PIB del país.

Enfoque en fuentes básicas de crecimiento

Según un modelo simple de crecimiento estructural, la producción de un país es una función de dos factores de producción clave: capital humano y capital físico, con la productividad cumpliendo un rol crucial en la combinación de estos dos factores. La estructura de este documento técnico se nutre de este modelo.

Primero, examinamos las **alianzas de inversión y comercio internacional de América Latina** en las siguientes tres páginas. Nuestro análisis refuerza la tesis de que la región necesita encontrar fuentes de crecimiento sustentable a nivel interno.

La sección “Demografía y capital humano” explora la disponibilidad y la calidad del capital humano en la región. Empezamos analizando la dinámica demográfica y, después de reconocer que ningún “bono demográfico” puede respaldar el crecimiento sin inversiones adecuadas en educación y salud, ahondamos en ambas dimensiones.

En la sección “Productividad”, hablamos sobre cómo les va a los países latinoamericanos en áreas que afectan la productividad total de los factores, como la solidez de las instituciones, la inversión en investigación y desarrollo, y las prácticas de desarrollo sustentable.

En la sección “Capital físico”, volteamos nuestra atención al stock de capital de la región, las iniciativas de inversión y el estado de la infraestructura.

La conclusión es que América Latina tiene un amplio potencial para generar un crecimiento sustentable a nivel interno pero, al mismo tiempo, reconocemos que tiene mucho trabajo por hacer y el éxito dista de estar garantizado. Su dinámica demográfica es altamente favorable y la región ya está gastando más que sus pares de mercados emergentes en salud y educación, pero esto aún debe traducirse en mejores resultados. La productividad debe estar respaldada por una perspectiva de instituciones más sólidas, condiciones para hacer negocios más amigables y un ambiente que fomente el emprendimiento y la innovación. La región es más consciente ambientalmente que sus pares de mercados emergentes. Pero, al mismo tiempo, tomará tiempo para que la región aborde los problemas endémicos de baja seguridad pública y una economía informal grande.

Finalmente, América Latina tiene niveles pobres de ahorro e inversión, lo que da cuenta de sus mercados de capital doméstico poco profundos. Como resultado, tiene infraestructura insuficiente, ineficiente y de mala calidad que se ha convertido en un talón de Aquiles para sus propias perspectivas de crecimiento. La calidad de la formulación de políticas en la región, que consideramos que está mejorando en su conjunto, determinará el próximo capítulo de esta historia de crecimiento, ya sea mediante la exacerbación o la superación de los desafíos descritos anteriormente.

Concluimos este documento técnico con una sección sobre **las implicancias de inversión y las recomendaciones de políticas**.

Revisitando las alianzas de comercio e inversión

¿Puede China llenar el vacío que Estados Unidos parece estar dejando?

Por Alejo Czerwonko, Ph.D., estratega y Lucy Qiu, CFA, estratega

Con un contexto externo que cambia rápidamente, se convierte en importante reevaluar las relaciones claves de comercio e inversión de América Latina. Mientras que China ha aumentado su influencia en la región, las relaciones económicas y comerciales entre América Latina y el gigante oriental tienen espacio para mejorar. Por estas razones, América Latina necesita buscar y cultivar las fuentes internas de crecimiento futuro.

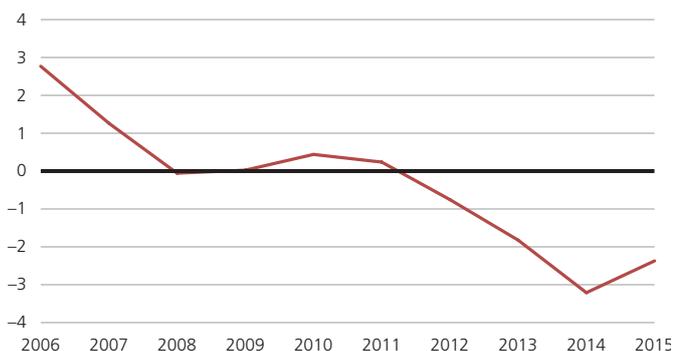
De la globalización y el boom de materias primas al estancamiento del comercio y la maldición de los recursos naturales

La década de 2000 fueron años dorados para América Latina. A medida que el comercio global creció y los precios se dispararon, el capital extranjero fluyó hacia adentro, las monedas locales se apreciaron y la región exportó hasta alcanzar tasas de crecimiento promedio del PIB de más del 4% de 2000 a 2012, un fenómeno solo interrumpido brevemente por la crisis financiera mundial.

Desde entonces, sin embargo, el panorama ha cambiado significativamente a medida que el comercio mundial comenzó a estancarse. Si bien esta tendencia no afecta exclusivamente a América Latina, la región ha sufrido un doble golpe debido a su fuerte dependencia de exportaciones de materias primas. La transición de China de un modelo de crecimiento impulsado por la inversión a uno impulsado por el consumo y los servicios provocó el final del superciclo de materias primas. Como resultado, la balanza comercial de América Latina osciló de superávit a déficit (consulte la fig. 1). Al mismo tiempo, la inversión extranjera directa (IED) en la región se estancó; no ha crecido desde 2011, y la participación de la región en las corrientes de IED mundial cayó más del 12% en 2011 al 9% en 2015 (consulte la fig. 2). Estos acontecimientos ayudaron a arrastrar la región a una recesión de dos años de duración, de la cual esperamos escapar recién este año.

Figura 1: El crecimiento basado en las exportaciones pertenece al pasado

Balanza comercial neta de América Latina como porcentaje del PIB



Fuente: Banco Mundial, Solución Comercial Integrada Mundial, UBS, al 2015

Figura 2: América Latina tiene una participación cada vez más pequeña de los flujos de inversión extranjera directa

Flujos de IED a América Latina, como porcentaje del total mundial y en miles de millones de dólares



Fuente: Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), UBS, al 2015

No está claro para nosotros si las relaciones comerciales y de inversión entre China y la región han sido mutuamente beneficiosas.

Con la influencia de Estados Unidos aparentemente en retroceso, ¿puede China salvar el día?

Estados Unidos sigue siendo el inversionista y el socio comercial más grande de América Latina. De los 850 000 millones de dólares estadounidenses en exportaciones de la región en 2015, aproximadamente un tercio se envió a Estados Unidos, en comparación con menos de una cuarta parte a China. Estados Unidos ha acumulado stocks de 403 000 millones de dólares estadounidenses de IED en la región; stocks varias veces más grandes que los actuales de China de 50 000 millones de dólares estadounidenses.

Mientras que es probable que las fuerzas que configuran la integración de las cadenas de producción global y la especialización de comercio continúen, la retórica de la administración de Trump plantea preocupaciones sobre el futuro de la alianza entre Estados Unidos y América Latina. México está preocupado por la posible renegociación del tratado de libre comercio de América del Norte y la propuesta de construcción de un muro en la frontera entre México y Estados Unidos. Las economías andinas ya se encuentran con que deben digerir el cambio de planes de Washington en relación con el Acuerdo Estratégico Trans-Pacífico de Asociación Económica, y sus acuerdos bilaterales de libre comercio con su vecino del Norte no están tan asegurados como solían estarlo.

Por otro lado, las relaciones comerciales y de inversión entre China y América Latina han crecido rápidamente en los últimos 15 años. China está intensificando su estrategia de “salir al mundo”, encabezando el Banco de Desarrollo multilateral BRICS, el Banco Asiático de Inversión

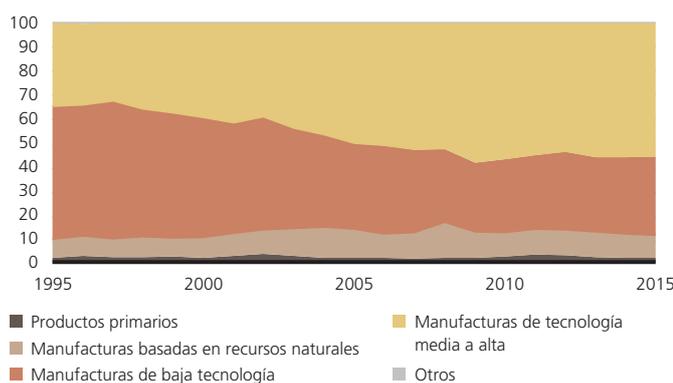
en Infraestructura y el Fondo de la Ruta de la Seda. En una ofensiva encantadora, apenas semanas después de la victoria de Trump, Beijing publicó un documento de políticas donde llamaba a América Latina “una tierra llena de vitalidad y esperanza”. Entre otros, prevé un plan de comercio por 500 000 millones de dólares estadounidenses al año y las existencias de IED de China en la región por 250 000 millones de dólares estadounidenses durante la próxima década.

¿Puede China llenar el vacío que Estados Unidos parece estar dejando? Incluso si la respuesta es un sí parcial, algunas de las características únicas de las motivaciones detrás del involucramiento de China en la región nos llevan a creer que ir por ese camino puede no ser lo más beneficioso para América Latina.

En primer lugar, no queda claro para nosotros si las relaciones comerciales entre China y la región han sido mutuamente beneficiosas. Las exportaciones chinas a América Latina han avanzado firmemente en la cadena de valor, y la participación de la fabricación de tecnología media a alta crece a expensas de los productos de baja tecnología (consulte la fig. 3). Las exportaciones latinoamericanas a China, por el contrario, han permanecido obstinadamente en el segmento de bajo valor agregado. La figura 4 muestra que, aun mientras los precios disminuyeron, las exportaciones de América Latina a China de productos primarios y manufacturas basadas en materias primas continuaron ganando en proporción, a expensas de productos con más valor agregado; conformaron un impresionante 91% del total de exportaciones a China en 2015, un aumento de ocho puntos porcentuales desde el cambio de milenio.

Figura 3: Exportaciones chinas a América Latina suben en la cadena de valor

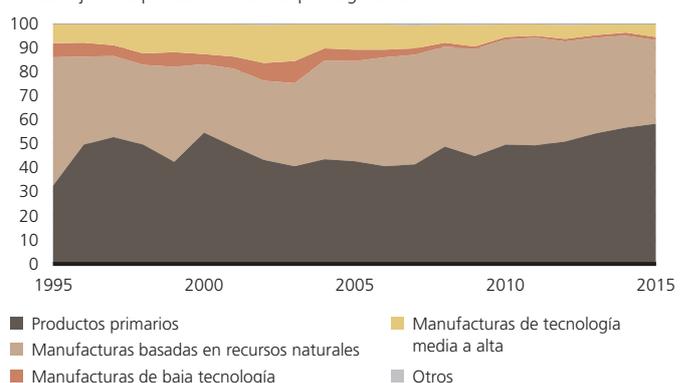
Porcentaje de exportaciones totales por segmento



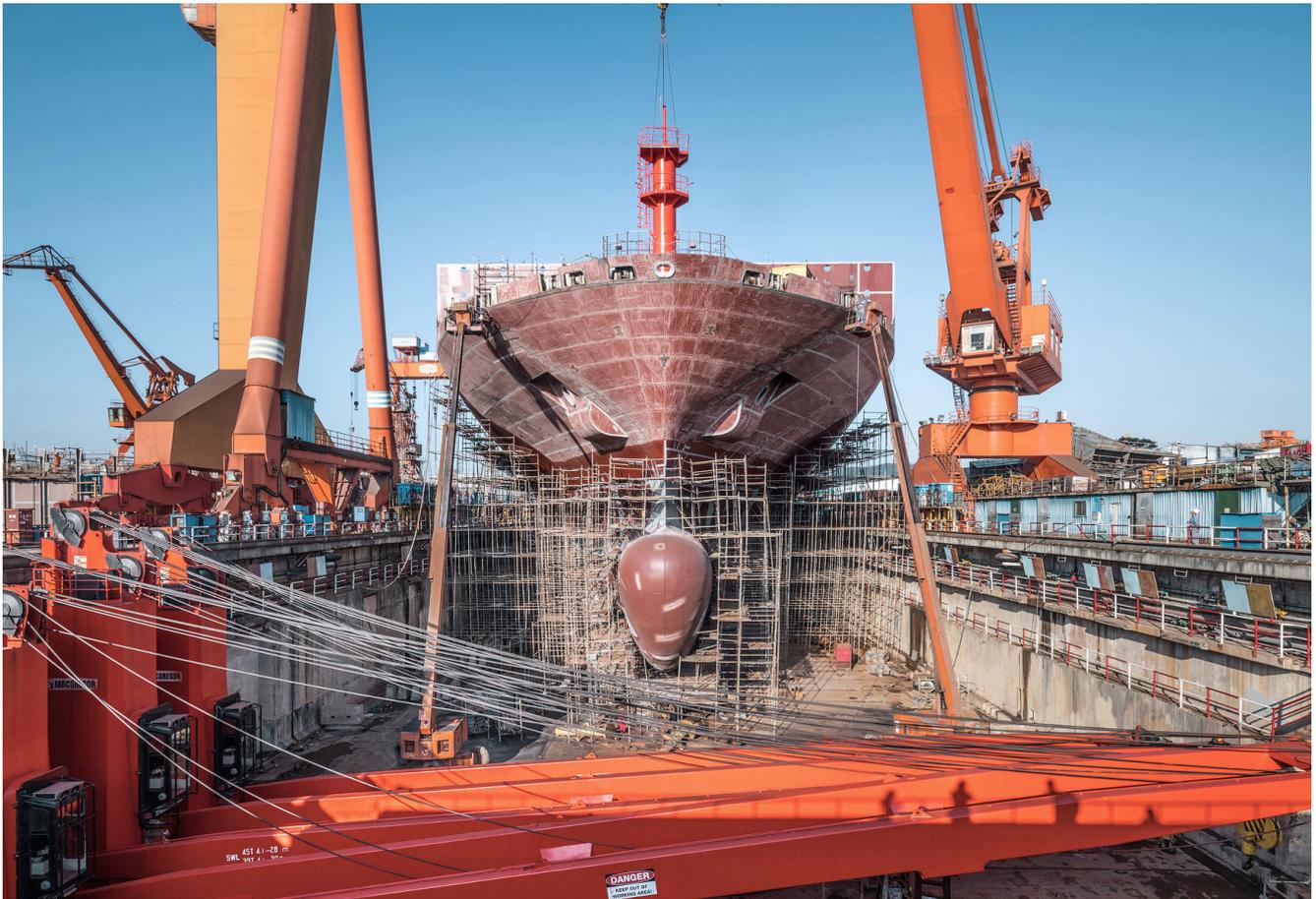
Fuente: UNCTAD, UBS, al 2015

Las exportaciones de América Latina a China bajan en la cadena de valor

Porcentaje de exportaciones totales por segmento



Fuente: UNCTAD, UBS, al 2015



Guangzhou, China, alberga el puerto más grande del sur de China. Está conectado a más de 300 puertos en 80 países del mundo. Las exportaciones totales de China a América Latina han aumentado en un promedio del 19% al año en la década hasta el 2015.

Las tendencias que acabamos de describir no deben sorprender, ya que la mayoría de las inversiones de China en América Latina proceden principalmente de empresas de propiedad estatal y, en nuestra opinión, en última instancia, protegen los intereses nacionales de China. Con el fin de asegurar recursos y ofrecer oportunidades para las empresas chinas, estas inversiones se han concentrado fuertemente en el sector de los recursos naturales: el 57% del total de IED de China en la región entre 2000 y 2012 se ha centrado en la adquisición de materias primas¹, mientras que el 74% de los préstamos en la última década se ha relacionado con la energía.

La histórica falta de énfasis de estas inversiones en normas sociales y medioambientales es también una fuente de preocupación. Algunos observadores han llegado a sostener que, a juzgar por el patrón de préstamos de China, las inversiones chinas han sido sesgadas hacia países con normas de gobernabilidad relativamente pobres, por ejemplo, en las áreas de leyes laborales y ambientales. Cerca de la mitad de los préstamos chinos a la región en la última década han ido a Venezuela y otra cuarta parte a Argentina y Ecuador.

En este contexto, al menos bajo las condiciones actuales, no está claro para nosotros si la relación de comercio e inversión entre China y América Latina facilitará el crecimiento sustentable y el desarrollo de la región. A menos que los acuerdos de inversión extranjera directa y comercio comiencen a alejarse de las exportaciones de materias primas y a incorporar acuerdos de reciprocidad para abrir sectores chinos de interés para las empresas de América Latina, la relación puede no ser tan beneficiosa para la región como lo es para China.

Por esta razón, creemos que América Latina tendrá que buscar fuentes internas de crecimiento. En las páginas siguientes, este trabajo intentará determinar qué fuentes internas son más propensas a acudir al rescate del crecimiento económico en la región, y qué países están mejor posicionados para encontrarlo.

Demografía y capital humano

Un vistazo a la disponibilidad y la calidad de la mano de obra en la región

Tendencias demográficas: una ráfaga de aire fresco

Por Alejo Czerwonko, Ph.D., estratega

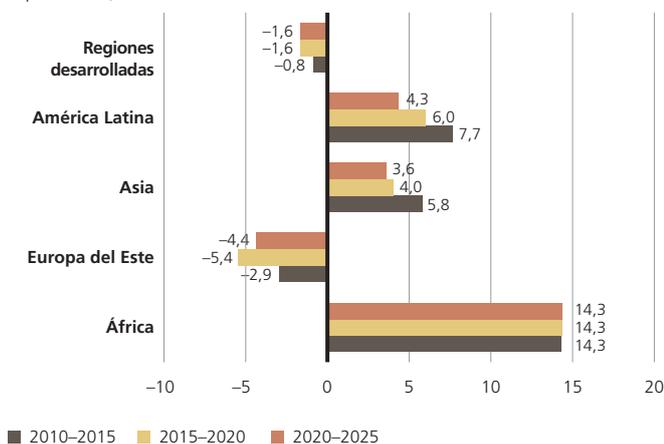
Se esperan tendencias demográficas alarmantes para la mayor parte del mundo desarrollado y partes de los mercados emergentes en los próximos años. Como región, América Latina es lo suficientemente afortunada para disfrutar el viento de cola demográfico gracias a tasas más sólidas de crecimiento de la población en edad laboral y una disminución en las tasas de dependencia. Este “bono demográfico”, si se ve acompañado de inversiones adecuadas en educación, salud e infraestructura, debe respaldar el crecimiento económico. México y Perú se destacan como los países demográficamente más atractivos de la región. Chile, Brasil y Argentina

podrían enfrentar desafíos para cumplir con las obligaciones de pensiones futuras a menos que se introduzcan reformas.

Según las Naciones Unidas, la población japonesa se reducirá en unos increíbles 20 millones de personas para 2050. En el mismo período, se proyecta que la población en edad laboral de Alemania, que incluye a personas de entre 15 y 65 años de edad, disminuirá en un 23%. Se esperan tendencias demográficas alarmantes como estas para la mayor parte del mundo desarrollado en los años venideros. Pero si piensa que estas limitaciones estructurales al crecimiento económico son exclusivas de las economías avanzadas, piense otra vez. Se proyecta que la población en edad laboral de China disminuirá más del 20% en 2050. La mayoría de los países de Europa Central y Oriental, incluidos Rusia, Polonia y Hungría, también experimentarán disminuciones generales de población de entre el 10% y el 15% durante el mismo período.

Figura 1: Población en edad laboral de América Latina es superior a la de la mayoría del mundo

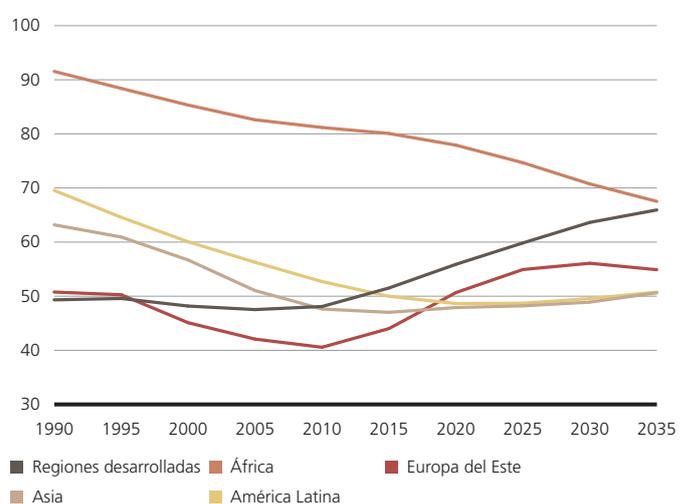
Tasas de crecimiento de la población en edad laboral durante cada período especificado, en %



Fuente: Perspectivas de la Población Mundial de Naciones Unidas, revisión del 2015, UBS

Figura 2: América Latina disfrutará de tasas de dependencia baja

Tasas de dependencia por región, en %



Fuente: Perspectivas de la Población Mundial de Naciones Unidas, revisión del 2015, UBS

La tasa de crecimiento esperada de la población en edad laboral en los países de la región seguirá estando entre las más altas del mundo en la próxima década

En este contexto, América Latina es lo suficientemente afortunada para disfrutar el viento de cola demográfico en los próximos años. La tasa de crecimiento esperada de la población en edad laboral en los países de la región, si bien es inferior a lo que se experimentó entre 2010 y 2015, permanecerá entre las más altas del mundo en la próxima década (consulte la fig. 1).

Una dinámica benigna similar puede verse en las tasas de dependencia, una medida basada en el número de personas en grupos de edad en dependencia económica (menores de 15 y mayores de 65 años de edad) divididos por la población en edad laboral. En las últimas décadas, América Latina ha mostrado una alta tasa de dependencia con respecto a otros mercados emergentes y desarrollados (consulte la fig. 2). Sin embargo, estos indicadores han disminuido rápidamente, y la región ahora disfruta de una de las tasas más bajas de población económicamente dependiente a nivel mundial. Se espera que los números continúen siendo favorables en los próximos años, una consecuencia de las tasas de fertilidad más bajas de la región y aumentos solo graduales en los grupos de edades mayores.

Este “bono demográfico”, si se ve acompañado de inversiones adecuadas en educación, salud e infraestructura, debe respaldar el crecimiento económico mediante un aumento en insumos de mano de obra calificada. Se debe reconocer que un creciente grupo de individuos que carecen de una formación y salud adecuadas, o que no pueden permanecer productivos por falta de infraestructura, podrían convertirse en una carga

para la sociedad y poner presión sobre el contrato social. En las siguientes páginas de este informe, exploramos si América Latina está invirtiendo lo suficiente en áreas complementarias para aprovechar este bono demográfico.

Si miramos en detalle, la figura 3 revela diferencias significativas dentro de los países de América Latina. México y Perú se destacan como los más atractivos demográficamente, mientras que Chile, Brasil y Argentina podrían enfrentar desafíos para cumplir con las obligaciones de pensiones futuras.

México y Perú: ¿aprovecharán la oportunidad?

México y Perú han disfrutado de fuertes descensos de entre el 11 y 13 puntos porcentuales en su tasa de dependencia en la década que terminó en 2015, y el impulso positivo probablemente se mantendrá en su lugar en los próximos años. Estos países también disfrutaron de proporciones de sus poblaciones en el “punto dulce” de la gama de edad de 15 a 24, muy por encima de los promedios regionales y mundiales. Como se destacó anteriormente, el crecimiento económico asociado a estas cifras demográficas favorables no se materializará automáticamente; para que esto ocurra, México y Perú deberán hacer grandes inversiones en educación, y se enfrentan a difíciles puntos de partida. México, por ejemplo, sigue siendo uno de los países de la OCDE con las tasas más altas de los jóvenes que ni trabajan ni estudian ni se capacitan. En Perú, el gasto público en educación como porcentaje del PIB es uno de los más bajos de la región.

Sistemas de pensiones: se han hecho avances, pero se necesita mucho más trabajo

Desde la década de 1980, un número de países de América Latina, incluidos Chile, México, Perú, Colombia y solo temporalmente Argentina, introdujeron sistemas de pensiones de aportes definidos por cuentas individuales, en ocasiones, con funcionamiento en paralelo con pilares basados en el reparto para subconjuntos de la población. Estos modelos permitieron a la región prepararse mejor para los cambios demográficos, incluida una mayor esperanza de vida, llevaron a una profundización de sus mercados de capitales y mejoraron la sustentabilidad fiscal. Dicho esto, deben realizarse avances significativos, ya que los índices de reemplazo y la cobertura general del sistema de pensiones para la población siguen siendo bajos. Aunque no existe ninguna solución única, es cada vez más claro que la reforma de las pensiones debe estar a la vanguardia de la agenda de la política de la región.

Figura 3: Las diferencias demográficas entre países
Cambios esperados en la tasa entre la población edad laboral y la tasa de dependencia

	Tasa de crecimiento de la población en edad laboral 2015 a 2025	Cambio en la relación de dependencia 2015 a 2025
Regiones desarrolladas	-3,3%	8,3%
Europa del Este	-9,6%	10,9%
Asia	7,8%	1,2%
África	30,7%	-5,4%
América Latina	10,6%	-1,3%
México	14,1%	-3,1%
Argentina	10,1%	-1,0%
Brasil	7,4%	-0,2%
Chile	6,7%	3,7%
Colombia	7,9%	-0,4%
Perú	13,5%	-1,9%
Venezuela	13,7%	-1,7%

Fuente: Perspectivas de la Población Mundial de Naciones Unidas, revisión del 2015, UBS

El primero en reaccionar en términos de transformación del sistema de pensiones en América Latina es Chile. Los aspectos básicos de su sistema actual se establecieron en 1981, cuando el país cambió a un sistema de aportes definidos administrado por el sector privado. Esto se complementó en 2008 con un pilar solidario financiado con fondos públicos que proporciona la pensión mínima. Debido a los bajos índices de aportes obligatorios y períodos cortos de aportes, las tasas de recambio de Chile son muy bajas, especialmente para las mujeres, con el 24% en 2014. Los desafíos al sistema de pensiones de Chile continuarán siendo grandes, a medida que la población de personas mayores a 65 años del país llegue al 20% en 2035. El gobierno anunció recientemente cambios en el sistema para abordar estas preocupaciones, incluido un aumento en las tasas de aportes mínimos. Sin embargo, es probable que se necesiten cambios más profundos para volver a colocar el sistema en una vía socialmente sustentable.

Para Brasil y Argentina, los desafíos están vinculados a la sustentabilidad de sus sistemas basados en el reparto. Se espera que las proporciones de sus poblaciones mayores de 65 años alcancen niveles no despreciables del 16% y el 14% en 2035, respectivamente. Más importante

aún, sus índices de reemplazo de pensiones, lo que se define como el porcentaje de los ingresos anteriores a la jubilación que pensionistas disfrutaban como su beneficio, se situaron en 76,4% y 87,5% en 2014, respectivamente, muy por encima del promedio de la OCDE del 63%. Se proyecta que el gasto en pensiones como porcentaje del PIB aumente de manera insostenible en estos dos países, a menos que se introduzcan reformas. La buena noticia es que, con sus gobiernos actuales más pragmáticos, ambos países han prometido abordar algunas de las debilidades de sus sistemas de pensiones.

En este sentido, Brasil está claramente un paso por delante de Argentina. Creemos que se aprobará la reforma del seguridad social del presidente Michel Temer en 2017. El proyecto de ley exige que los brasileños trabajen más años antes de ser elegibles para recibir los beneficios de la jubilación. El plan crearía una edad mínima de jubilación de 65 años, muy por encima de la media actual de 54. El liderazgo político en la Argentina ha prometido impulsar una reforma de las pensiones recién en 2018, una vez que se supere el obstáculo de las elecciones legislativas de 2017, y aún falta gran parte de la información. Para estos países, cualquier demora es un riesgo que no deben correr.



Se espera que la proporción de latinoamericanos entre los 15 y 25 años conforme el 16% de la población total en la región antes de 2025, en comparación con apenas el 11% en los países desarrollados.

Salud y educación: cantidad versus calidad

Por Soledad López, analista, y Lucy Qiu, CFA, estratega

La dinámica demográfica es altamente favorable para América Latina, pero requiere de inversiones adecuadas en salud y educación para satisfacer las crecientes demandas sociales. La región ya está gastando más que sus pares de mercados emergentes en ambos aspectos. Sin embargo, la creciente incidencia de enfermedades crónicas y las crecientes necesidades de una población que envejece aumentan los costos y la demanda de servicios de salud. En la educación, un mayor gasto aún no se traduce en mejor calidad. Para mejorar los resultados de la educación y cumplir con la demanda de salud en evolución, la región debe aplicar reformas estructurales y aumentar la participación del sector privado.

El gasto en atención médica es superior al de sus pares en vías de desarrollo, pero aún es inferior al de las naciones desarrolladas.

Históricamente, el gasto en atención médica en América Latina ha sido superior al del resto del mundo emergente pero aún significativamente inferior al de los mercados de países desarrollados. Desde 1995 hasta 2014, el gasto en atención

médica de la región creció de casi el 6% al 7,5% del PIB, mientras que en los mercados emergentes en su conjunto aumentó del 4,2% al 6%. Actualmente, Brasil lidera, con un gasto de cerca del 8,3% hasta el 2014, mientras que incluso los rezagados de la región, Argentina y Venezuela, gastan casi lo mismo que la media asiática, aproximadamente el 5%.

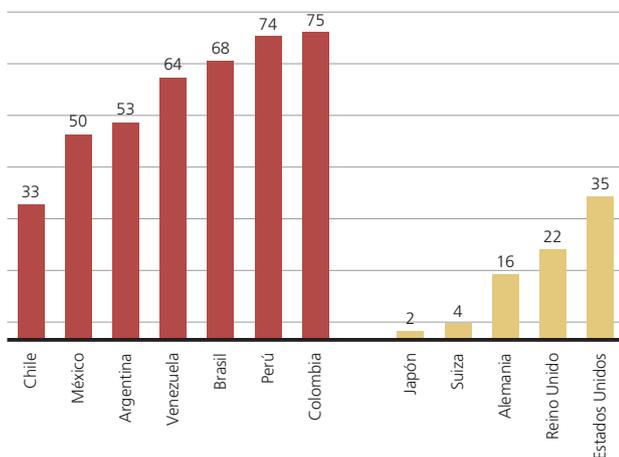
El Informe de Competitividad Global del Foro Económico Mundial clasifica la calidad de la atención sanitaria en muchos países de América Latina como superior a la media. El índice de salud comprende la esperanza de vida y la prevalencia de la malaria, la tuberculosis y el VIH, así como la mortalidad infantil. Chile lidera la región, con el puesto 30 (por delante de Estados Unidos), seguido por México y Argentina. Por el contrario, Perú y Colombia ocupan los puestos más bajos en relación con sus pares.

El envejecimiento, las enfermedades crónicas y un alto gasto de bolsillo piden mejores servicios de salud

Según la ONU, el porcentaje de la población de América Latina por encima de 65 años de edad subirá a 12% en el año 2030 de un 8% en 2015. A medida que la urbanización y los ingresos aumentan, se espera que la atención sanitaria evolucione desde el tratamiento de enfermedades infecciosas al de enfermedades no transmisibles (ENT) como la diabetes, las enfermedades

Figura 1: La calidad de la salud en América Latina aún es inferior a la de las naciones desarrolladas

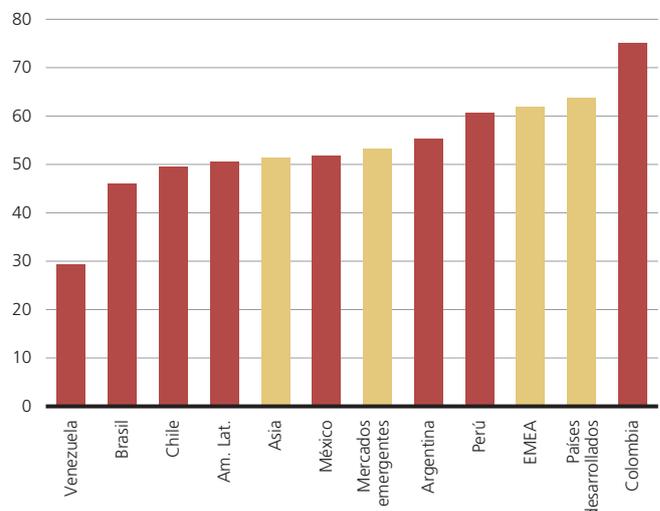
Clasificación de la atención médica del Foro Económico Mundial (más bajo es mejor), 2015-2016



Nota: Clasificación en base a un total de 140 países
Fuente: Informe de Competitividad Global del Foro Económico Mundial 2015-2016, UBS

Figura 2: El gasto en atención médica del estado en América Latina es inferior al promedio de una nación rica

Gasto público en atención médica como porcentaje del total



Nota: PIB ponderado según cifras de 2014
Fuente: Organización Mundial de la Salud, Perspectiva Económica Mundial, UBS a marzo de 2017

La región ha logrado grandes avances en el acceso a la educación. Desafortunadamente, cantidades mayores de gastos y tasas más altas de inscripción aún deben traducirse en mejor calidad.

cardiovasculares y la hipertensión. Los últimos datos de 2015 indican que 14% del total de muertes en la región se debió a enfermedades transmisibles, mientras que el 73,4% se debió a enfermedades no transmisibles. En comparación, solo el 69% del total de muertes fueron atribuibles a enfermedades no transmisibles en el año 2000. Este cambio hacia las enfermedades crónicas, que afecta a todos los grupos de población, aumentará la demanda de tecnología y servicios especializados de salud en la región.

En América Latina, el estado representó el 54% de los gastos totales en atención médica a partir de 2014, en comparación con el 64% de los países desarrollados. Sin embargo, esto no significa que las inversiones del sector privado no pueden mejorar más. En Colombia, el gobierno es responsable del 75% del gasto en atención médica total; sin embargo, el país tiene la clasificación más baja en términos de calidad, lo que refleja la importancia de la participación del sector privado.

Otra métrica relevante son los gastos de bolsillo, o los gastos médicos privados no cubiertos por el Estado. En América Latina, este tipo de gasto había disminuido del 43% del total en 1995 al 30% en 2014, cifra inferior a la media del mercado emergente del 35%, pero todavía muy por encima del 12% de los países desarrollados. Solo Colombia ha logrado un nivel cercano al de las naciones

avanzadas con el 15%, con Brasil en un distante segundo lugar con el 25%. Por el contrario, Venezuela tiene el nivel más alto, con el 64%. Los altos gastos de bolsillo sugieren la necesidad de reducir los costos, por ejemplo, al lograr que los medicamentos genéricos estén más ampliamente disponibles, aumentar eficiencias y aumentar la proporción de gasto público. La prevalencia de las enfermedades no transmisibles también destaca la necesidad de una mejor calidad y el papel del sector privado en la prestación de servicios de salud.

Cómo hacer frente a estos desafíos

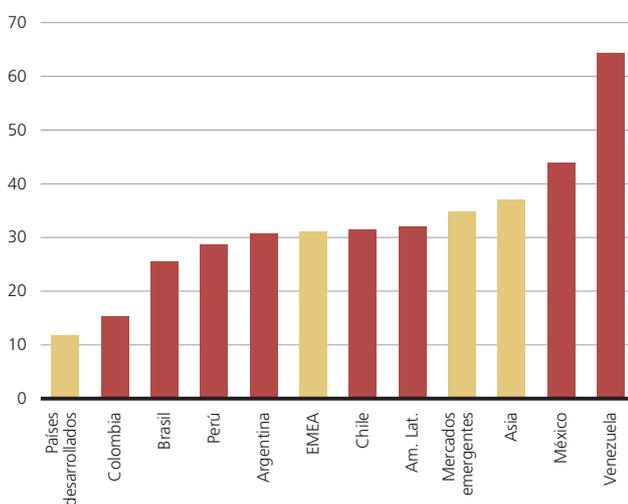
Como resultado, la región necesita aumentar el gasto público o disminuir los gastos de bolsillo. Mecanismos de financiación alternativos que promuevan estilos de vida saludables y fomenten la prevención de enfermedades pueden reducir los costos de salud en las enfermedades no transmisibles en el futuro. La cobertura universal de salud, que ya está en aumento en América Latina según el Banco Mundial, también puede abordar la cuestión de la desigualdad.

El gasto en educación está por encima del promedio mundial pero la calidad de la educación está por debajo de la media

Los gobiernos en América Latina, en promedio, gastan más en educación que el resto del mundo. De hecho, como porcentaje del PIB, el gasto en

Figura 3: Los gastos de bolsillo en América Latina son superiores a los de las naciones ricas

Gastos de bolsillo como porcentaje del gasto total en atención médica

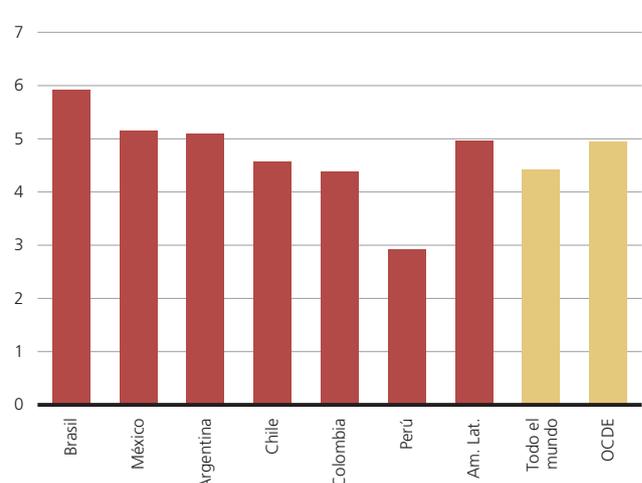


Nota: PIB ponderado según cifras de 2014

Fuente: Organización Mundial de la Salud, Perspectiva Económica Mundial, UBS al 2016

Figura 4: Gasto en educación de América Latina en consonancia con los promedios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD)

Gasto público en educación como porcentaje del total



Fuente: Indicadores de Desarrollo Mundial de Naciones Unidas, UBS, hasta 2012 (México al 2011)

educación en la región está a la par del de la OCDE, un club de mayormente economías ricas. Existen grandes diferencias dentro de la región, con Brasil cerca del 6%, mientras que Perú está rezagado en el 3%.

La región ha logrado grandes avances en el acceso a la educación, gracias a los programas de transferencias en efectivo como Bolsa Familia en Brasil y Oportunidades en México. Los índices actuales de inscripción para las escuelas primarias y secundarias inferiores están en el 94% y el 92%, respectivamente, en línea con países de ingresos medianos a altos. La proporción de la matrícula terciaria es del 44%, cifra superior a la de la mayoría de los mercados emergentes, pero aún muy por debajo del 74% de los países de altos ingresos.

Desafortunadamente, cantidades mayores de gastos y tasas más altas de inscripción aún deben traducirse en mejor calidad educativa. Las evaluaciones del influyente Programa Internacional para la Evaluación de Estudiantes (PISA, por sus siglas en inglés) de la OCDE para estudiantes de 15 años muestran un retraso de América Latina respecto de sus pares de OECD en las tres categorías de la evaluación. Según la ONU, casi el 50% de los estudiantes en los grados tres y seis no alcanzan el nivel mínimo de competencia en matemáticas. La figura 5 muestra las puntuaciones de lectura de PISA en relación con el PIB per cápita. Como era de esperar, los países con

mayores ingresos per cápita tienden a tener mejor calidad de educación. Chile es el único con buen desempeño en América Latina; todos los demás países están por debajo de la media en relación con sus grupos de ingresos respectivos, con Brasil y Perú especialmente rezagados.

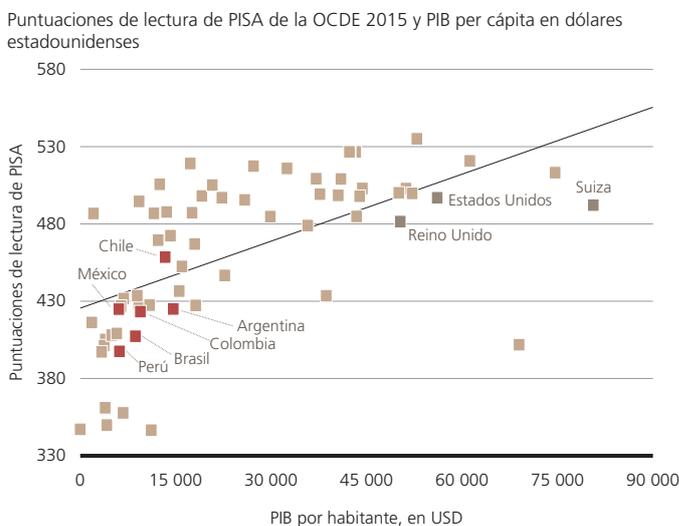
De cantidad a calidad: cuál es el próximo paso

Ahora que la mayoría de los niños en América Latina asisten a la escuela, la restricción más crítica para alcanzar estándares superiores de educación es la mala calidad promedio de los docentes. Los incentivos para los puestos de trabajo de enseñanza son bajos, dados los bajos salarios: los maestros de preprimaria y primaria ganan un 24% menos en relación con otras profesiones, mientras que los profesores de enseñanza secundaria ganan un 12% menos. Los sueldos de los profesores también aumentan muy lentamente, lo que enfría aún más la motivación. Otro desafío es político, ya que los sindicatos de profesores son grandes participantes activos políticamente. Por ejemplo, México aprobó una reforma de la educación en 2014 pero todavía está luchando con su implementación en medio de protestas organizadas por los sindicatos.

Sin embargo, los casos de éxito de reformas pueden enseñar lecciones a otros países. Chile, con un rendimiento superior en la región, adoptó estándares nacionales para docentes (“Marco para la Buena Enseñanza”) en 2003 y estableció un sistema de evaluación docente para garantizar altos estándares. Invertir en el desarrollo profesional docente también puede tener recompensa: Singapur, el mejor desempeño en PISA 2015, ofrece 100 horas al año de desarrollo profesional pago a cada maestro. Incentivos financieros como un sistema de remuneración y promoción basado en el mérito también pueden motivar el mejor desempeño docente.

Por último, los proveedores de educación privada pueden jugar un papel importante, dadas las limitaciones de presupuesto para el sector público. Estos tienden a ser más eficaces al ampliar acceso a la educación a un costo razonable, como hemos visto en Brasil. Las empresas privadas también son especialmente eficaces en la vinculación con la industria para asegurar que las habilidades de la fuerza de trabajo estén alineadas con las necesidades del mercado laboral. Por ejemplo, en Colombia, el sector privado trabaja con la industria y el Gobierno para garantizar que los programas sean pertinentes a las necesidades de los empleadores. Más de la mitad de sus programas se centran en la vocación en sectores económicos clave, incluidos la agroindustria, la hotelería, la construcción, el diseño web y la salud ocupacional.

Figura 5: Los estudiantes de América Latina están rezagados respecto de otros países en categorías clave de la evaluación



*Argentina: La cobertura es insuficiente para garantizar la comparabilidad.
Fuente: Programa Internacional para la Evaluación de Estudiantes de la OCDE, Perspectiva Económica Mundial, UBS a marzo de 2017

Productividad

Zoom sobre la solidez de las instituciones de la región, la inversión y las actividades de desarrollo y las prácticas de desarrollo sustentable

Solidez institucional: visión futura versus visión pasada

Por Ronaldo Patah, Director de Inversiones, Brasil
La solidez institucional y la facilidad de hacer negocios son cruciales para que los países en desarrollo progresen y logren mayores niveles de ingresos. En este sentido, América Latina ha tenido un mal desempeño en comparación con sus pares globales durante la última década. Más recientemente, el péndulo político de la región ha pasado a una actitud más positiva para ambas áreas, y esperamos que esta tendencia continúe.

Mucho dependerá, sin embargo, de si Brasil puede consolidar su programa de reforma estructural y cómo puede defenderse México de la amenaza del populismo en sus respectivas elecciones presidenciales en el 2018.

Si analizamos los últimos diez años de datos, América Latina ha sufrido una disminución general en los indicadores de gobernanza a nivel mundial del Banco Mundial. El deterioro más grave ha ocurrido en la zona de "control de la corrupción", con México, Perú y Venezuela con las caídas más profundas. En particular, ningún país de la región ha visto una mejora en esta dimensión en los últimos diez años. La "eficacia del gobierno", que evalúa las percepciones sobre la calidad de los servicios públicos, también disminuyó en toda la región.

Figura 1: Elecciones latinoamericanas clave en 2017 y 2018

País	Descripción	Fecha
México	Elecciones locales en los estados de México, Nayarit y Coahuila	4 de junio de 2017
Chile	Primarias: elecciones presidenciales y parlamentarias	2 de julio de 2017
Argentina	Primarias: elecciones parlamentarias	13 de agosto de 2017
Argentina	Elecciones parlamentarias	22 de octubre de 2017
Chile	Elecciones presidenciales y parlamentarias	19 de noviembre de 2017
Chile	Segunda vuelta de elecciones presidenciales	17 de diciembre de 2017
Costa Rica	Elecciones presidenciales y parlamentarias	Febrero de 2018
El Salvador	Elecciones parlamentarias	4 de marzo de 2018
Colombia	Elecciones parlamentarias	11 de marzo de 2018
Paraguay	Elecciones presidenciales, parlamentarias y locales	Abril de 2018
Costa Rica	Segunda vuelta de elecciones presidenciales	Abril de 2018
Colombia	Elecciones presidenciales	27 de mayo de 2018
Colombia	Segunda vuelta de elecciones presidenciales	17 de junio de 2018
México	Elecciones presidenciales y parlamentarias	Junio de 18
Brasil	Elecciones presidenciales, parlamentarias y locales	7 de octubre de 2018
Perú	Elecciones locales	A definir
Venezuela	Elecciones locales	A definir

Fuente: Centro Estratégico Latinoamericano de Geopolítica, órganos electorales locales, UBS, a abril de 2017

En cuanto a la “estabilidad política y ausencia de violencia/terrorismo”, América Latina experimentó cierta mejora, pero los resultados son mixtos. Mientras que Perú y Colombia hicieron importantes avances, México y Chile parecen haber empeorado. Un cuadro similar es evidente en “calidad regulatoria”, en la que Perú y Colombia también han avanzado, mientras que Argentina y Venezuela se deterioraron. El “estado de derecho” es una de las debilidades de las economías de América Latina en comparación con el resto del mundo. Captura la calidad de la ejecución de contratos, los derechos de propiedad y los tribunales. En este sentido, América Latina está peor que América del Norte, Asia Oriental y Europa; similar a Oriente Medio y solo mejor que África. Brasil y Colombia han mejorado en los últimos diez años, mientras que Argentina y Venezuela han empeorado.

Las economías de América Latina también tienen un largo camino por recorrer en términos de “facilidad de hacer negocios”, ya que la región tiene una peor calificación que los mercados de países desarrollados, Asia y Europa Emergente, Medio Oriente y África (EMEA) en todos los criterios. Esta dimensión abarca la facilidad de “iniciar un negocio”, “pagar impuestos”, el “comercio transfronterizo” y el “registro de propiedad”. Comparados con el resto del mundo, los rezagados aquí son Venezuela, Brasil y Argentina.

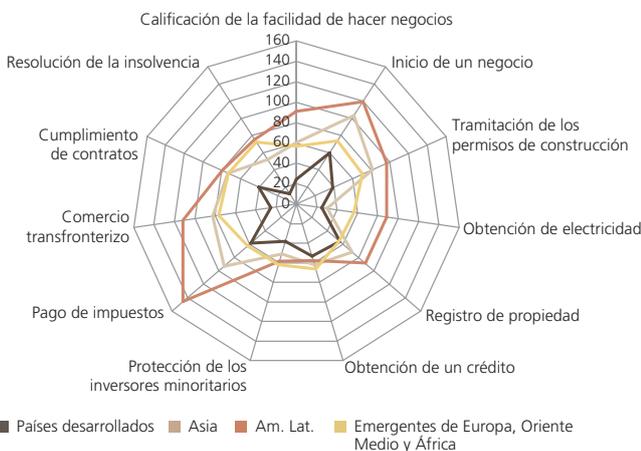
Mirando hacia atrás, es evidente que, en promedio, las medidas de solidez institucional y la facilidad de hacer negocios han empeorado en la región. De cara al futuro, sin embargo, esperamos que esta tendencia se revierta. En el último año y medio, han ocurrido algunos cambios importantes en los escenarios políticos y económicos de América Latina. Argentina, Brasil y Perú, por ejemplo, han hecho una transición de gobiernos populistas a gobiernos más pragmáticos con agendas de políticas pro mercado.

Gran parte del péndulo político de la región ha oscilado hacia una perspectiva más prometedora. El caso de Brasil es particularmente notable. Si bien las investigaciones de corrupción de gran alcance “Lava Jato” y la destitución de la expresidenta Dilma Rousseff son en parte responsables de la profundidad de la recesión de Brasil en 2015 y 2016, el empuje fuerte del país contra la corrupción gracias a un poder judicial independiente lo deja en una mejor posición para los próximos años. El gran signo de interrogación es México, donde la evidencia apunta a un debilitamiento de las instituciones del país.

En este cambiante entorno político global, están surgiendo diferentes tipos de fenómenos de liderazgo. A continuación, discutimos los casos de Brasil y México, dado que las dos economías más grandes en América Latina enfrentarán elecciones presidenciales en 2018.

Figura 2: No es tan fácil hacer negocios en América Latina

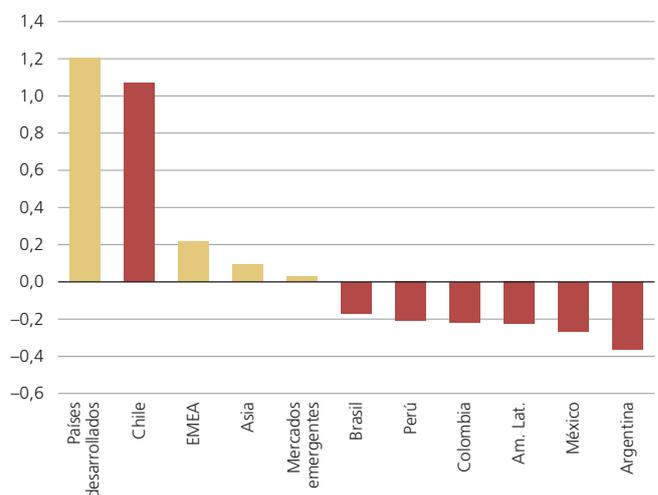
Calificación de la economía según la facilidad de hacer negocios (1 = máximo, 190 = mínimo)



Fuente: Banco Mundial, UBS, a marzo de 2017

Figura 3: América Latina está rezagada respecto de sus compañeros de mercados emergentes de normas de gobernabilidad

Promedio de indicadores de gobernabilidad en 2015 (2,5 = máximo, -2,5 = mínimo)



Fuente: Banco Mundial, UBS, a marzo de 2017

América Latina ha sufrido una disminución general en los indicadores de gobernanza a nivel mundial del Banco Mundial en la última década. Esperamos que esta tendencia se revierta.

Brasil: El caso del presentador de televisión de reality show “supereficiente”

Un próspero hombre de negocios conocido por ser el anfitrión de un programa de televisión de reality show, que nunca antes se había involucrado en política, gana las elecciones con la bandera de un partido tradicional, desafiando las probabilidades de las encuestas de opinión y los analistas políticos. No, no es quien usted cree que es.

El mundo está viviendo en una era de creciente sentimiento antiestablishment, donde los electorados desafían el statu quo y votan de manera inesperada. Brasil no ha demostrado ser la excepción. Con resultado similar al de las últimas elecciones presidenciales de Estados Unidos, la reciente elección mayoral de San Pablo, la ciudad más grande en América del Sur, provocó un gran malestar cuando João Dória ganó el escaño. Dória nunca antes había ocupado cargos públicos y era conocido principalmente por ser un exitoso empresario y presentador de televisión. Habida cuenta de su victoria, se puede concluir que el ambiente político en Brasil es ahora un terreno fértil para los forasteros. El hecho de que Dória se haya presentado bajo un partido tradicional señala algo importante: que los políticos tradicionales saben que necesitan “caras nuevas” para aumentar sus posibilidades en las elecciones futuras. Aunque Dória alcanzó la victoria en una elección municipal, el paralelo con la elección de los Estados Unidos se destacó fuertemente en los medios del país.

Pero el triunfo de Dória no fue la única sorpresa. En sus primeros tres meses en el cargo, Dória superó las expectativas acerca de su capacidad, lo que resultó en una popularidad tan alta que ahora está considerando postularse para la presidencia en el 2018. Dória, un conocido “adicto al trabajo” no contenido por la ideología del partido, utiliza ideas innovadoras para abordar las problemáticas más importantes de San Pablo y ha sido capaz de resolver problemas donde sus predecesores fracasaron. Como resultado, sus partidarios han argumentado que está elevando el nivel para otros políticos del país.

El ascenso de Dória debe vigilarse de cerca, ya que es una historia de éxito que podría repetirse en las próximas elecciones en América Latina. Puede que estemos presenciando el comienzo de una pequeña revolución en la manera en que se eligen los políticos, con el potencial de determinar fuertemente la arena política de la región en los próximos años.

México: una antigua amenaza gana nuevo impulso

En su tercer intento por convertirse en presidente, el exalcalde de la ciudad de México, Andrés Manuel

López Obrador, continúa presentándose a sí mismo como el candidato contra los privilegiados, los corruptos y el establecimiento político. Al mismo tiempo, el presidente Enrique Peña Nieto está sufriendo los índices de aprobación más bajos como mandatario del país en décadas. Los efectos económicos de las reformas han sido inferiores a lo previsto, y la gente está decepcionada con los niveles de corrupción y la falta de solidez institucional del país. Dado el aumento del proteccionismo y las políticas de lucha contra la inmigración en los Estados Unidos, López Obrador también se presenta como el único líder que aparentemente puede hacer frente a las políticas de Trump. Según recientes encuestas, López Obrador goza de impulso positivo en las elecciones presidenciales de 2018. Sin embargo, Margarita Zavala, la candidata por el PAN de centro derecha, también goza de iguales niveles altos de popularidad.

López Obrador ha expresado un fuerte desacuerdo con la situación mexicana actual. Su ajustada pérdida en las elecciones presidenciales de 2006 movilizó miles de manifestantes a las calles, quienes se quejaron contra el proceso electoral. Si bien es posible que deba moderar su plataforma política para convertirse en un candidato más popular, especialmente con la clase media y el sector privado, sus evidentes inclinaciones populistas son una amenaza para las reñidas reformas estructurales de México, la estabilidad económica y la ya débil institucionalidad, en nuestra opinión.

Sustentabilidad: avances significativos pero aún falta por hacer

Por Rina Kupferschmid-Rojas, Directora de Sustainable Investing, y Soledad López, Analista

América Latina tiene algunos de los países con mayor biodiversidad en el mundo. Sin embargo, esta riqueza de biodiversidad se ve amenazada por la falta de protección para los bosques tropicales y fenómenos climáticos extremos como ciclones, inundaciones y sequías que han vuelto vulnerables a partes de la región. Para hacer frente a estos desafíos, la región ha logrado avances significativos en los últimos años, y tiene una mejor calificación que sus pares de mercados emergentes en salud ambiental, aunque todavía está rezagada respecto de los mercados de países desarrollados.

Tabla 1: indicadores ambientales, sociales y de gobierno

	Puntuación del indicador de rendimiento ecológico (EPI)	Energía y cambio climático (a partir de la puntuación de EPI)	Rango de competitividad global	Rango de desarrollo humano	Control de la corrupción	Voz y rendición de cuentas
	2016	2016	2016	2016	2015	2015
China	65,1	74,8	28,0	91,0	-0,3	-1,6
India	53,6	67,2	55,0	131,0	-0,4	0,4
Indonesia	65,9	81,6	37,0	113,0	-0,5	0,1
Corea del Sur	70,6	62,4	26,0	18,0	0,5	0,7
Malasia	74,2	59,0	18,0	59,0	0,3	-0,3
Filipinas	73,7	81,0	47,0	114,0	-0,4	0,1
Tailandia	69,5	55,9	32,0	88,0	-0,4	-0,9
Argentina	79,8	75,9	106,0	45,0	-0,6	0,3
Brasil	78,9	56,4	75,0	79,0	-0,4	0,4
Chile	77,7	40,3	35,0	38,0	1,3	1,0
Colombia	75,9	72,6	61,0	95,0	-0,3	-0,1
México	73,6	54,9	57,0	77,0	-0,7	-0,1
Perú	73,0	33,9	69,0	89,0	-0,6	0,2
Venezuela	76,2	70,2	132,0	70,0	-1,3	-1,1
América Latina	77,0	58,7	75,5	72,9	-0,5	0,1
Mercados emergentes	68,6	70,9	41,8	82,9	-0,3	-0,7
Mercados de países desarrollados	84,5	77,7	7,7	13,2	1,4	1,1
Estados Unidos	84,7	80,9	3,0	11,0	1,4	1,1
Reino Unido	87,4	84,5	10,0	16,0	1,9	1,3
Japón	80,6	59,2	6,0	17,0	1,6	1,0
Francia	88,2	80,1	22,0	22,0	1,3	1,2
Alemania	84,3	78,2	4,0	4,0	1,8	1,4
Italia	84,5	79,4	43,0	27,0	0,0	1,0

Puntuación de EPI de 2016: Máx. = 100; Clasificación de competitividad global y desarrollo humano: Más bajo = mejor; Control de la corrupción y voz de rendición de cuentas: -2,5 (débil) a 2,5 (fuerte)

Fuente: Informe de Competitividad Global del Foro Económico Mundial, Naciones Unidas, Banco Mundial, FMI, UBS, a abril de 2017

La creciente urbanización y mayores niveles de ingresos agregan presión sobre los recursos como el agua, los alimentos y la energía. Esto aumenta los riesgos ambientales y sociales. A fin de promover el crecimiento sustentable, los países de América Latina se centran cada vez más en la mejora de la calidad de los servicios de gobierno, un mayor respeto a los derechos humanos, una mayor provisión de agua potable, y buen saneamiento y medidas para detener el cambio climático.

En la figura 1, observamos diferentes métricas para los indicadores de medio ambiente, sociales y de gobernanza (ESG) en América Latina. La región tiene un buen desempeño en los indicadores ambientales y de desarrollo humano, pero aún puede mejorar en áreas como la corrupción y la competitividad global. Chile es líder en términos

de control de la corrupción, mientras que Brasil, Argentina y México están por debajo de la media del mercado emergentes en ese sentido. En indicadores como la libertad de expresión y la libertad de los medios de comunicación, la región se clasifica por encima de otros países en desarrollo. Por último, existe una gran dispersión en el indicador de desarrollo humano, donde países como Chile y Argentina se clasifican cerca de Polonia y Portugal, mientras que Brasil, Venezuela, Perú y México tienen menores clasificaciones, similares a las de Armenia, Ucrania y Tailandia.

En general, América Latina ha realizado mejoras significativas en áreas como la corrupción y el medio ambiente, pero todavía existe una brecha en relación con los mercados de países desarrollados.

Mejora de la calidad de vida y preservación de la biodiversidad

Según el Programa de Desarrollo de las Naciones Unidas, para lograr las metas de desarrollo sustentable en 2030, América Latina no solo debe mejorar la calidad de vida, sino también preservar y restaurar la biodiversidad y los ecosistemas.

La calificación de la región es superior al promedio de mercados emergentes en el índice de rendimiento ambiental (EPI), pero aún se ubica detrás de los países desarrollados. El índice mide la salud ambiental y el ecosistema, y toma en cuenta métricas como el riesgo de agua y la contaminación del aire, la calidad del aire, el agua y el saneamiento, los bosques, la agricultura, la biodiversidad, los recursos hídricos y el cambio climático. En la figura 2, se muestra cómo repercute cada métrica en la calificación global. En energía y cambio climático, América Latina se ubica debajo de la media de los mercados emergentes, con Brasil, México, Chile y Perú rezagados. Por el contrario, en las métricas como la calidad del aire y la pesca, la región se califica por encima de la media no solo para los mercados emergentes, sino también para los mercados de países desarrollados. En general, los países latinoamericanos ocupan el tercio superior de los 180 países en esta calificación.

Según la clasificación de EPI, la región se ubica entre los mercados de países desarrollados y otros mercados emergentes. Para mejorar sus esfuerzos ambientales, América Latina ha creado una amplia gama de acciones, que van desde la promoción de la reforestación hasta el aumento del uso de las energías renovables. Países como Brasil, Colombia y Perú tienen las emisiones más bajas en la región. En los últimos cinco años, Brasil, México y Colombia se han comprometido a reducir las emisiones de gases de efecto invernadero y lograr la cero deforestación, mientras que Chile y Uruguay se han centrado en las energías renovables. De hecho, entre 2006 y 2013, la capacidad total de energía renovable en la región aumentó más del 270%.

Sustentabilidad en los mercados financieros: Brasil a la vanguardia

Brasil ha hecho varias mejoras a través del lanzamiento de dos índices locales relacionados con la sustentabilidad: el índice de Sustentabilidad Empresarial de BM&F Bovespa en 2005 y el índice Carbono Eficiente de Brasil en 2010. El primero sirve como una herramienta para un análisis comparativo del desempeño de empresas incluidas en BM&F Bovespa desde una perspectiva de sustentabilidad corporativa. El segundo respalda la adhesión del país a iniciativas internacionales relacionadas con la divulgación de carbono. Además, cerca del 60% de las empresas en Bovespa ya publican informes de sustentabilidad. Respecto a otros países de la región, México introdujo en 2010 el índice IPC sustentable, que obliga a las empresas a cumplir con los estándares de ESG.

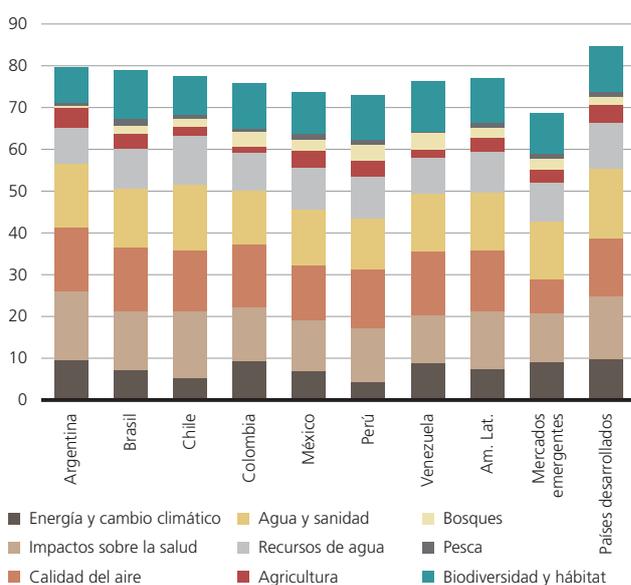
Índice MSCI en América Latina: ¿cuán sustentable es el índice?

Para entender el perfil de inversión sustentable del mercado de capitales en América Latina, se analizó la clasificación de los componentes del índice MSCI en América Latina de ESG. Se utilizó la calificación de MSCI ESG Research, que califica a empresas entre AAA (mejor) y CCC (peor) y abarca los tres pilares de ESG y sus subcategorías. El medio ambiente incluye el cambio climático, los recursos naturales, la contaminación y los residuos; la esfera social se compone del capital humano, la responsabilidad de productos, la oposición de las partes interesadas y las oportunidades sociales; y la gobernanza refleja el gobierno corporativo.

Un tercio de las empresas en MSCI América Latina tienen calificaciones por encima del promedio ESG (A, AA o AAA) en comparación con el 21% para MSCI en mercados emergentes (consulte las fig. 3 y 4). Los bancos y las empresas de bebidas en Brasil y México tienen las calificaciones más altas, mientras que los conglomerados y las empresas de metales

Figura 2: La calificación de América Latina es superior a la de los mercados emergentes en el índice de desempeño ambiental

Mejor puntaje = 100



Fuente: Índice de desempeño ambiental 2016, UBS

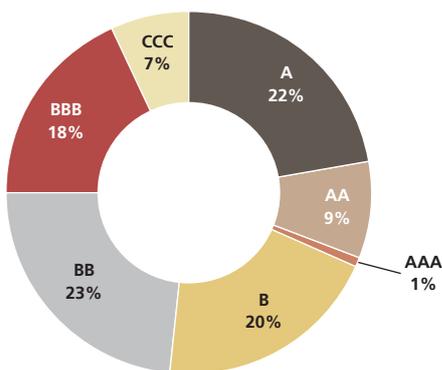
Para mejorar sus esfuerzos ambientales, América Latina ha creado una amplia gama de acciones, que van desde la promoción de la reforestación hasta el aumento del uso de las energías renovables.

y mineras en México y las empresas siderúrgicas en Brasil tienen las peores calificaciones (CCC). Generalmente, las empresas mineras y de acero tienden a tener problemas por derrames tóxicos, emisiones y residuos peligrosos. Estas pueden provocar la contaminación del agua y la tierra, y tener efectos negativos sobre la biodiversidad y la salud. Otro tema frecuente en la región es la corrupción, como ejemplifica el escándalo de Lava Jato en Brasil, lo que resulta en una calificación baja. Finalmente, en la industria de venta minorista y alimentos, algunas empresas están rezagadas en las áreas de gestión de residuos y seguridad del producto.

Sin embargo, creemos que la región continuará mejorando en estas áreas, lo que proporcionará oportunidades para los inversores que buscan integrar consideraciones de ESG en su cartera. De hecho, el índice MSCI EM en América Latina ESG ha superado a MSCI en América Latina desde septiembre de 2007. En el largo plazo, las empresas ESG mejor calificadas deben proporcionar menor exposición a riesgos de eventos excepcionales debido a un menor nivel de riesgo específico de acciones.

Ahora, analicemos algunas tendencias actuales que se espera que tengan efectos contrapuestos sobre la productividad de la región (consulte las dos páginas siguientes). Por un lado, nos centramos en el creciente ecosistema de empresas nuevas de América Latina, que está promoviendo la modernización y la diversificación de las economías de la región. Por otra parte, se analizan algunos problemas endémicos que retrasan el progreso en América Latina, incluidos una gran informalidad y bajos niveles de seguridad pública.

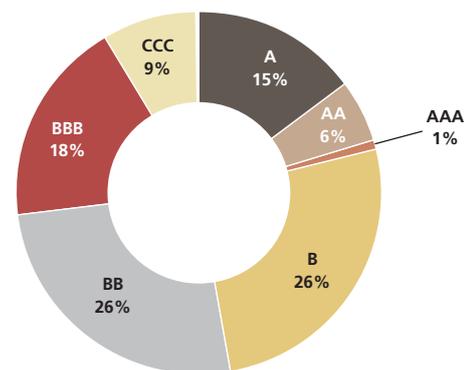
Figura 3: Distribución de la calificación de las empresas de América Latina para los criterios ESG



Nota: ESG = indicadores ambientales, sociales y de gobierno; AAA = mejor, CCC = peor
Fuente: MSCI ESG Research, UBS, a marzo de 2017

Figura 4: Distribución de la calificación de las empresas de mercados emergentes para los criterios ESG

En porcentaje de 815 empresas del Índice MSCI en mercados emergentes



Nota: ESG = indicadores ambientales, sociales y de gobierno; AAA = mejor, CCC = peor
Fuente: MSCI ESG Research, UBS, a marzo de 2017

Tendencias positivas

Focos de innovación: De “Chilecon Valley” a “Palermo Valley”

Por Alejo Czerwonko, Ph.D., estratega

En los últimos cinco años, el ecosistema de empresas nuevas de América Latina ha crecido considerablemente en tamaño. Esto se ha debido, al menos en parte, a la implementación de programas dirigidos a apoyar el emprendimiento en un número de países. Estos avances están ayudando a promover la modernización y la diversificación de las economías de la región.

El ecosistema de las nuevas empresas de América Latina ha aumentado considerablemente en tamaño, lo que está ayudando a promover la modernización y diversificación de las economías de la región.

A menudo, Chile se considera el primero en avanzar en este espacio, con el programa oficial Start-up Chile en 2010, que desde su implementación, ha logrado la creación de más de 1300 empresas, con valuaciones reportadas en 1400 millones de dólares estadounidenses. En términos más generales, los esfuerzos coordinados públicos y privados en el país le han valido el apodo de “Chilecon Valley”, estableciendo una comparación con el famoso centro de innovación californiana. México también ha hecho grandes progresos en la promoción de empresas nuevas a través de la creación el Instituto Nacional del Emprendedor (INADEM) en 2013, dando como resultado un mejor marco institucional para este tipo de empresas. Programas similares han estado funcionando en Colombia y Perú, lo que ha provocado un rápido crecimiento en la cantidad de nuevas empresas en ciudades como Bogotá, Medellín y Lima.

Durante la década del 2000, Argentina se convirtió en un centro global de desarrollo de software a pesar de la ayuda gubernamental limitada. Y este año, el país aprobó la ley de emprendedores, que espera crear nuevos negocios en un día, conceder beneficios fiscales a los inversionistas, incentivar aceleradores y brindar opciones de financiamiento para aquellos que buscan entrar en el mundo de los negocios. También este año, la ciudad de Buenos Aires llevó a cabo una campaña publicitaria

con el lema “Animate a emprender” con el fin de animar a la gente a lanzar nuevos proyectos y a conocer nuevos programas gubernamentales para apoyar a empresas en su etapa temprana. El barrio de Palermo en Buenos Aires está expandiendo rápidamente su base de empresas nuevas.

Brasil es otro caso interesante en la región. A pesar del poco apoyo del Gobierno (un programa de nuevas empresas del Gobierno diseñado para emular el de Chile fue interrumpido en 2014) y serias dificultades para iniciar una empresa (Brasil se encuentra entre los países que presentan las mayores barreras para los emprendimientos en el mundo, según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico), el país está logrando prosperar en el área.

Aunque los datos son escasos, varios informes de los medios de comunicación indican que el número de nuevas empresas de América Latina desde 2010 ha aumentado constantemente, y varias miles aparecen actualmente en sitios web como AngelList y StartupRanking.

El dinero empieza a fluir hacia las nuevas empresas de América Latina

América Latina ha estado atrayendo el creciente interés de inversores de capital de riesgo debido a los acontecimientos descritos anteriormente. La Latin American Private Equity and Venture Capital Association, por ejemplo, informa que las inversiones de capital de riesgo en la región han aumentado constantemente durante los últimos cinco años, y se han acelerado desde 2015. Los renombrados inversores de Silicon Valley, incluidos Andreessen Horowitz y Sequoia Capital, han aumentado su exposición en la región a través de una serie de adquisiciones de alto perfil.

Tendencias negativas

Problemas endémicos: la economía informal y la seguridad pública

Por Alejo Czerwonko, Ph.D., Estratega, y Esteban Polidura, Director de Inversiones de México

La economía informal consiste de actividades que se realizan fuera de los marcos jurídicos y reglamentarios. Aunque las empresas y los trabajadores que operan de esta manera evaden impuestos, no disfrutan de la protección y los servicios que el Estado les puede proporcionar. Una gran economía informal usa los bienes públicos sin pagar impuestos para mantenerlos y esto afecta el crecimiento de un país.

La economía informal es de gran tamaño en América Latina. Centrándose en indicadores de empleo, por ejemplo, la Organización Internacional del Trabajo estima que 46,7% de la fuerza de trabajo opera bajo condiciones informales en la región. La proporción de empleo formal aumentó en la región durante 2009-2014, pero se frenó en 2015, y la tendencia ha se ha revertido desde entonces. México, Colombia y Perú se destacan como los países con porcentajes de empleo informal por encima del 55%. Los números correspondientes para Brasil y Chile son más favorables (debajo del 40%), y Argentina y Venezuela se ubican en algún lugar entre estos dos grupos. Aunque los países están haciendo esfuerzos para promover la formalidad de las empresas y los trabajadores (véase el ejemplo de abajo), la región enfrenta enormes desafíos.

México logra avances desde un punto de partida muy bajo

Según el Instituto Nacional de Estadística del país, 57% de la población mexicana estuvo empleada en el sector informal en 2016, generando menos del 25% del producto interno bruto. Se han lanzado varios programas para fomentar la formalización del sector informal en los últimos años. Esto incluye un nuevo régimen fiscal de incorporación que permite a las pequeñas y medianas empresas pasar gradualmente a la formalidad antes de que transcurran 10 años.

Además, todas las adquisiciones en los niveles federales y estatales ahora exigen que los proveedores estén plenamente formalizados. La financiación también se ha utilizado para promover la formalización; Infonavit e Infonacot (hipotecas y crédito al consumo) están ahora disponibles para los que se registren con las entidades de seguridad social y paguen impuestos.

Seguridad pública: situación cada vez más grave, poca respuesta

Las tasas de homicidio en América Latina están entre las más altas del mundo, después de las de los países africanos, según el Instituto Europeo de Prevención del Delito y Lucha contra la Delincuencia. Además, mientras que las tasas de homicidio internacional promedio permanecieron constantes a lo largo de la década del 2000 en el ámbito mundial, América Central y el Caribe mostraron un aumento. Dentro de los países bajo nuestra cobertura, Venezuela ha mostrado un considerable empeoramiento de la situación de seguridad en los últimos años.

En este contexto, la seguridad pública sigue siendo una principal preocupación entre los residentes de América Latina. Aproximadamente uno de cada tres adultos en la región informaron bajos niveles de seguridad pública como el problema número uno que afecta a su país, según la edición 2014 del barómetro latinoamericano publicado por la Universidad de Vanderbilt. Curiosamente, a pesar del progreso económico en la región durante la mayor parte de este siglo, los ciudadanos están más preocupados por la delincuencia y la violencia ahora de lo que lo estaban hace una década.

Teniendo en cuenta lo que están mostrando los datos y lo relevante que la cuestión es para el electorado, es sorprendente que los responsables de política no estén haciendo de la seguridad pública una mayor prioridad.

La Organización Internacional del Trabajo calcula que el 46,7% de la fuerza de trabajo opera bajo condiciones informales en la región.

Capital físico

Centrarse en el capital de la región, la actividad de inversión y la infraestructura de la región

Oportunidades de capital en América Latina

Por Renato Grandmont,
Director de Inversiones de América Latina

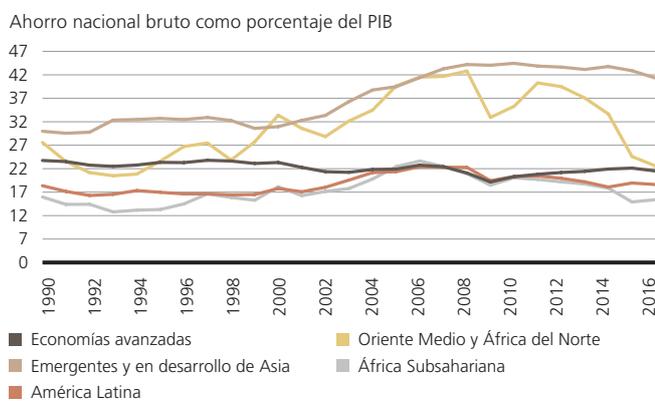
Altas tasas de ahorro y mercados de capital internos muy activos son los ingredientes claves para el crecimiento sostenible del PIB. En este análisis, observamos la estructura de acceso de la región a las fuentes internas de capital del sector privado y destacamos algunas diferencias. En general, el ahorro interno bruto como porcentaje del PIB apenas ha mejorado en los últimos 20 años. Los mercados de capital internos (como banca, crédito y mercados de capital accionario) siguen siendo someros. Chile se destaca en cuanto a la disponibilidad de capital interno. Vemos claras

oportunidades de que el sector privado participe en áreas como la banca y la provisión de capital a los emprendedores.

Fuentes internas de capital

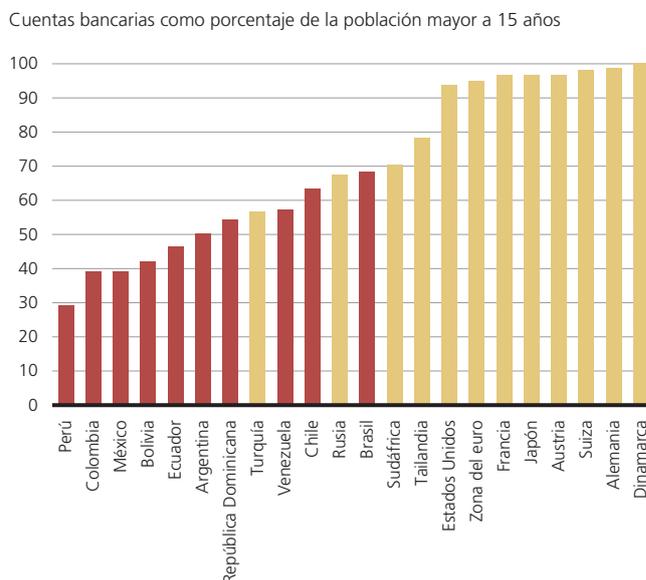
La disponibilidad de capital depende de las tasas de ahorro interno de un país, y el atractivo y la receptividad a los inversores extranjeros. En América Latina, el ahorro interno como porcentaje del PIB apenas ha mejorado en los últimos 20 años, alcanzando un 18,6% al año 2016, comparable al de África subsahariana, que está también por debajo del 20%, según datos del FMI. Por el contrario, la emergente Asia tiene la tasa de ahorro más alta: 41%. Dentro de América Latina, Chile, México, Perú y Venezuela tienen una relación superior al 20%. Perú se destaca por haber incrementado la relación por más de cinco puntos porcentuales desde 1990 hasta alcanzar el 20,9%. Junto con México y Colombia son los únicos países que aumentaron su relación a niveles por encima de la media de los últimos 25 años. Argentina sufrió la peor caída, mientras que la tasa de ahorro de Brasil se mantuvo estable.

Figura 1: Ahorro nacional bruto histórico por región



Fuente: Base de datos de la Perspectiva Económica Mundial del FMI, UBS, a octubre de 2016

Figura 2: Índices de penetración bancaria en países



Fuente: Base de datos global de la Fundación del Banco Mundial, UBS, a 2015

Otra importante fuente de capital interno es el sistema de pensiones. En 1980, Chile privatizó el propio, creando un sistema que se convirtió en un modelo para muchos países. Se trasladó a un sistema obligatorio financiado por capital administrado por fondos de inversión. Las contribuciones anuales del sistema representan alrededor del 3,5% del PIB. Hoy, Chile cuenta con los activos de fondo de pensiones más grandes de la región, con un 69% del PIB, mientras que sus vecinos están al nivel del 20% y muy por debajo de 79% en los Estados Unidos.

Un sistema de pensiones desarrollado ayuda a mejorar los mercados financieros internos ya que los administradores de fondos buscan oportunidades a corto plazo y, especialmente, a largo plazo para invertir mediante la asignación de capital a proyectos productivos (en la medida en que las reglamentaciones garanticen que una parte de los fondos se mantenga en el país).

Mercados financieros internos

Un mercado financiero con buen funcionamiento mejora la asignación de recursos, lo que, a su vez, fortalece el crecimiento y la creación de riqueza. En este contexto, analizamos tres aspectos del mercado financiero privado: banca, crédito y mercados de capital accionario. Hallamos que todas las áreas presentan oportunidades de mejora.

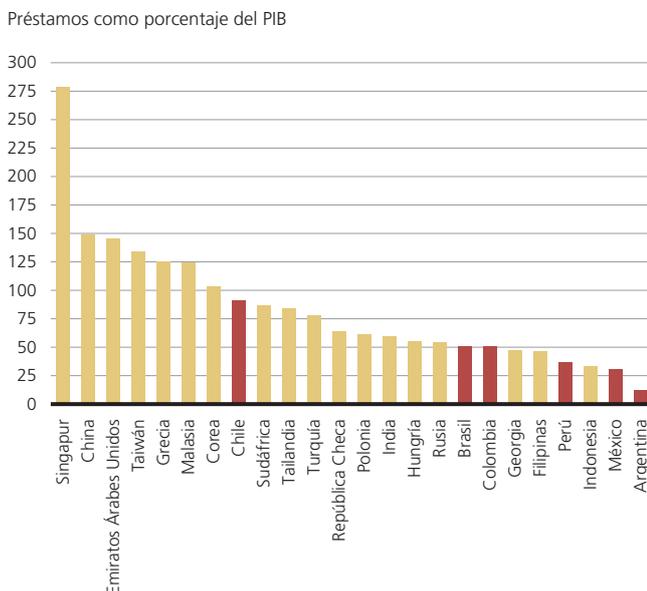
Bancarización: la bancarización refleja varios indicadores económicos como los niveles de ingreso y la distribución (las distribuciones de

bajos ingresos normalmente conducen a una menor bancarización). De manera crucial, también influye en la disponibilidad de crédito (a través de tarjetas de crédito, hipotecas y financiación de consumo y automóviles), así como en las cuentas de inversión. Según la Base de datos mundial de inclusión financiera de 2014, el 62% de los adultos en todo el mundo tiene una cuenta con un banco, una institución financiera o un proveedor de transferencia de dinero móvil. Para América Latina, esa cifra se situó en 51%, a la par con Europa y Asia Central (51%), superior a la del sur de Asia (46%), Medio Oriente (14%) y África subsahariana (34%), pero menor a la de Asia-Pacífico (60%) y países de la OCDE de ingresos altos (94%).

Una forma en que los bancos ofrecen crédito es a través de tarjetas de crédito. En países de la OCDE de ingresos altos, el 53% de los adultos tiene una tarjeta de crédito, según la base de datos de 2014. Este número se reduce al 10% en las economías en desarrollo. América Latina se destaca por tener la titularidad de tarjetas de crédito más alta entre las economías en desarrollo, pero incluso eso es solo el 20%.

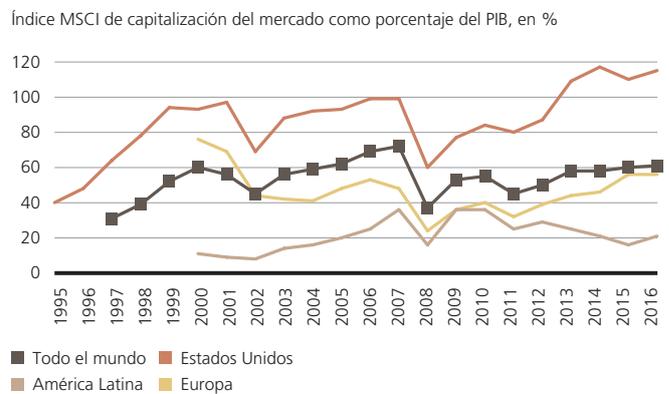
Mercado de préstamo: al observar las relaciones de los préstamos con con relación al PIB, Chile se destaca por tener la relación más alta de la región, alcanzando un 91%, mientras que sus vecinos están en niveles del 50% y por debajo, con Argentina con un insignificante 12%. En comparación, las relaciones en algunos países asiáticos (Corea del Sur, China, Singapur) son

Figura 3: Tamaño del mercado de préstamos por país



Fuente: Bancos centrales y estimaciones de UBS, a 2016

Figura 4: Capitalización del mercado de acciones por región



Fuente: Bloomberg, IMF, UBS, a marzo de 2017

superiores al 100%. Al desglosar los datos de préstamos en segmentos corporativos y personales, vemos que Perú tiene más préstamos corporativos que México (23% versus 19% del total de créditos), mientras que Colombia tiene más préstamos al consumidor que México (20% versus 11%). Claramente, existe una oportunidad para aumentar el mercado de préstamos en la mayoría de los países de la región.

La disponibilidad general de crédito en la economía es clave para que los emprendedores tengan éxito, ya que necesitan capital para hacer crecer sus empresas. Esta necesidad de capital normalmente se mueve en fases: desde préstamos bancarios a acceso al mercado de capital accionario y de deuda. En América Latina, la encuesta del Foro Económico Mundial sobre competitividad detectó que los emprendedores de Chile tienen el acceso más fácil a los fondos de capital de riesgo (con incluso mejor puntaje que los países de la OCDE de ingresos altos) mientras que Argentina ocupa el último lugar.

Mercados accionarios: la capitalización del mercado accionario de América Latina como porcentaje del PIB ha estado relativamente estable durante los últimos diez años, en torno al 20%. En el mismo período, la relación de Estados Unidos ha aumentado del 100% al 120%, mientras que Europa se ha mantenido estable en alrededor del

50%. Para el 2016, Chile tiene el nivel más alto de capitalización de mercado dentro de la región, en torno al 50% del PIB, claramente respaldado por su desarrollado sistema de fondo de pensiones, mientras que Argentina queda rezagada con un 5%. Chile también tiene el segundo mayor número de empresas que cotizan en bolsa, 223, detrás de Brasil con 345 pero por delante de México con 136. Lamentablemente, en los últimos diez años, la mayoría de los países han visto una disminución en el número de empresas que cotizan en bolsa, y Chile no fue la excepción. Sin embargo, esta disminución ha sido menos severa en comparación con los países desarrollados. Asia, por el contrario, vio un aumento en el número de empresas que cotizan en bolsa: China y Turquía registran el mayor número de nuevos ingresos a la bolsa. En América Latina, solo Perú y Brasil vieron aumentos en la última década: un apenas perceptible 0,9% y 0,1%, respectivamente.

Al combinar estos resultados, vemos como los países con estructuras más desarrolladas de ahorro interno son capaces de ofrecer una mejor financiación y atraer inversiones extranjeras directas (IED). No es de extrañar que Chile haya recibido la mayor cantidad promedio de IED como porcentaje del PIB, con un 8,8% entre 2011 y 2015, en comparación con el 3,7% de Brasil y 2,5% de México, según el Banco Mundial.

Tabla 5: Listado de empresas nacionales por país

País	Número de empresas nacionales que cotizan en bolsa en 2015	Cambio de 2005 a 2015	Cambio de 2005 a 2015 en % por año
China	2827	1450	7,5%
Indonesia	521	185	4,5%
Turquía	392	135	4,3%
Tailandia	639	135	2,4%
India	5835	1072	2,1%
Perú	212	19	0,9%
Hungría	45	1	0,2 %
Brasil	345	3	0,1%
Argentina	93	-7	-0,7%
Chile	223	-22	-0,9%
México	136	-14	-1,0%
Alemania	555	-93	-1,5%
Estados Unidos	4381	-764	-1,6%
Suiza	234	-50	-1,9%
Colombia	69	-29	-3,4%
Francia	490	-259	-4,2%

Fuente: Banco Mundial, Federación Mundial de Bolsas, UBS, al 23 de marzo de 2017

Tabla 6: Activos de fondo de pensiones por país

Activos de fondo de pensiones como porcentaje del PIB, 2015

Estados Unidos	79,4
Chile	69,6
Bolivia (2010)	27,3
Colombia	20,4
Perú	20,3
México	15,6
Brasil	11,6
Noruega	9,6
España	9,6
Argentina (2007)	8,9
República Checa	8,3
Polonia	8
Italia	6,9
Alemania	6,6
Rusia	6
Bélgica	5,8
China	1,4
Francia	0,6

Fuente: OCDE, UBS, al 5 de abril de 2017

Oportunidades de infraestructura en América Latina

Por Renato Grandmont, Director de Inversiones de América Latina

América Latina gasta aproximadamente la mitad del 6% del PIB que se le ha indicado invertir en infraestructura cada año. Como resultado, los sistemas de infraestructura en la región son generalmente insuficientes, ineficientes y de mala calidad. Esto hace que la infraestructura de América Latina sea una oportunidad de inversión atractiva, en nuestra opinión. Una obvia zona de enfoque es el transporte dada las deficiencias en la vinculación interregional e intrarregional. En sectores como la electricidad y las telecomunicaciones está aumentando la participación del sector privado, sin embargo, todavía queda mucho por hacer. Chile se destaca por tener indicadores de infraestructura por encima del promedio de la región.

La infraestructura es parte de la estructura del capital físico de un país y es un factor de producción que puede facilitar la actividad económica al mejorar la productividad, la competitividad y el comercio de bienes y servicios.

El Banco Mundial calcula que la inversión en infraestructura necesaria en el mundo en desarrollo para satisfacer la nueva demanda y, a la vez, mantener el servicio para la infraestructura

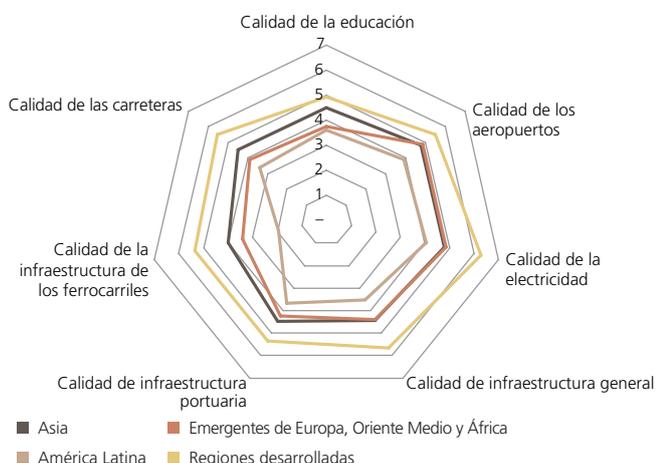
existente asciende a 6% del PIB cada año¹. Entre 2009 y 2013, la inversión total anual en infraestructura ha sido alrededor de solo el 3,1% del PIB para los seis países más grandes de América Latina, según el informe InfraLatAm publicado por un grupo de organizaciones multilaterales². De esta tarifa, el gasto público representó el 1,9% y la inversión privada el 1,2%. Durante el mismo período, fue el que más gastó Perú como porcentaje del PIB: 5,1%, seguido por Chile con 3,3%, Brasil, 3,1%, Colombia 3%, Argentina 2% y México 1,8%. Para la mayoría de estos países, el gasto público promedio en infraestructura era más grande que la inversión privada; la excepción es Brasil, donde es importante la participación del sector privado en energía y telecomunicaciones.

Además de subinversión, América Latina obtiene malos resultados en términos de calidad de la infraestructura en comparación con los países avanzados y otros en desarrollo, según el Índice de Competitividad Global de 2014 del Foro Económico Mundial. Dentro de la región, Chile ocupa el puesto más alto en calidad de infraestructura, seguido por México, Colombia, Perú, Brasil, Argentina y Venezuela.

En nuestra opinión, el gran déficit de infraestructura en la región es una oportunidad política de gobierno para generar un crecimiento más rápido y aumentar la competitividad, así como una oportunidad de inversión para que aproveche el sector privado. Cada vez más, los gobiernos están estudiando las alianzas público-privadas para el desarrollo de infraestructura Sin necesidad de sobrecargar las cuentas fiscales.

Figura 1: Calidad general de la infraestructura por región

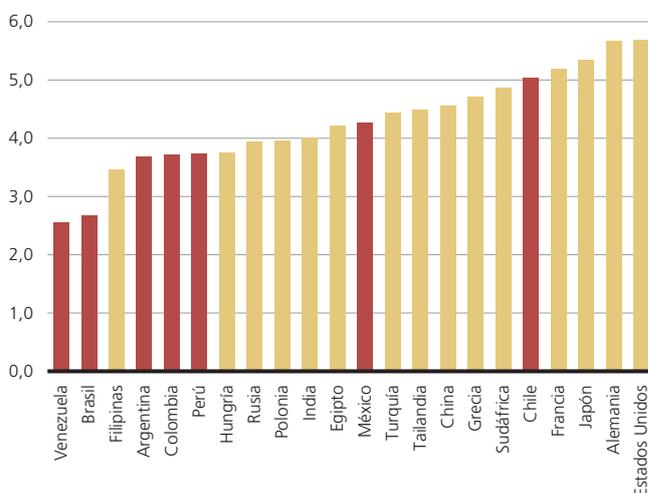
Calidad general de la infraestructura (7 es el mejor), 2014-2015



Rango: 1 = menor, 7 = mayor
Fuente: Foro Económico Mundial, Índice de Competitividad Global 2014-2015, UBS

Figura 2: Calidad de la infraestructura portuaria en los países

Calidad de la infraestructura portuaria (7 es el mejor), 2014-2015



Fuente: Foro Económico Mundial, Índice de Competitividad Global 2014-2015, UBS

Transporte

El transporte es esencial para el desarrollo interno de un país y la competitividad de las exportaciones de bienes y servicios, incluido el turismo. Se puede dividir en los siguientes subcomponentes.

Puertos: América Latina mueve la menor cantidad de contenedores que cualquier otra región, representando solo el 7% del tráfico de puerto de contenedores mundial, según los datos de 2014 del Banco Mundial. La calidad de los sistemas portuarios de la región también obtiene los peores resultados entre las tres regiones de mercado emergente más grandes, según el Índice de Competitividad Global de 2014. Dentro de la región, se considera que Chile y México tienen instalaciones portuarias por encima del promedio, mientras que Brasil y Venezuela tienen las peores.

Aeropuertos: América Latina tiene la mayor cantidad de instalaciones aeroportuarias como porcentaje del área total entre los mercados emergentes, con un 0,06% o el doble de la media para los países en desarrollo en su conjunto, según datos del Banco Mundial–CIA en 2013. En cuanto al número de pasajeros transportados en relación con la población total, la región registra un 45%, más que Asia (25%) pero menos que Europa, Oriente Medio y África (56%), y significativamente menos que los países desarrollados (174%). Dentro de la región, Chile (84%), Colombia (64%) y Brasil (50%) transportan más pasajeros, seguido por Perú (45%), México (36%), Argentina (33%) y Venezuela (21%). Sin embargo, según la primera métrica (aeropuertos como porcentaje del área total), México lleva la

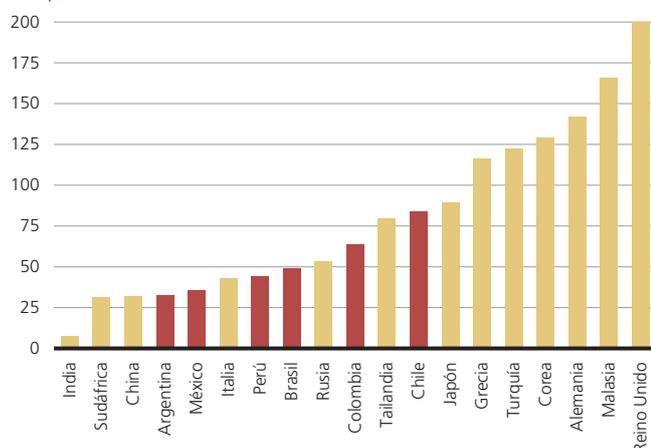
delantera con un 0,09%, seguido por Colombia (0,08%), Chile (0,06%) y Brasil (0,05%). En comparación, los Estados Unidos transporta un 0,15% mientras que la media de las regiones en desarrollo es de un 0,11%.

Los datos ponen de relieve algunas deficiencias. Por ejemplo, ¿por qué México no está utilizando más sus aeropuertos? o ¿por qué Brasil no está desarrollando su infraestructura aeroportuaria? Para el viajero experimentado, la escasez de vuelos internos y la concentración de vuelos internacionales en una ciudad principal presentan un problema. Para el inversor, ellos presentan una oportunidad, en nuestra opinión.

Ferrocarriles: con solo un 0,5% del territorio cubierto por las líneas de ferrocarril, América Latina figura en el último puesto entre las tres regiones de mercado emergente más grandes. En comparación, Asia tiene el 1% y EMEA 0,8%, mientras que los mercados desarrollados, 3,1%. Dentro de la región, México (1,4%), Argentina (0,9%) y Chile (0,7%) figuran en los puestos más altos, mientras que Brasil muestra un retraso con el 0,4%, Colombia con el 0,15% y Venezuela con el 0,04%. Un buen sistema ferroviario podría mejorar significativamente la eficacia de las exportaciones para países como Brasil, que todavía transporta grandes cantidades de carga por camión en carreteras en malas condiciones. El Índice de Competitividad Global clasifica los caminos como la parte más débil de la infraestructura de América Latina.

Figura 3: Tráfico aeroportuario por país

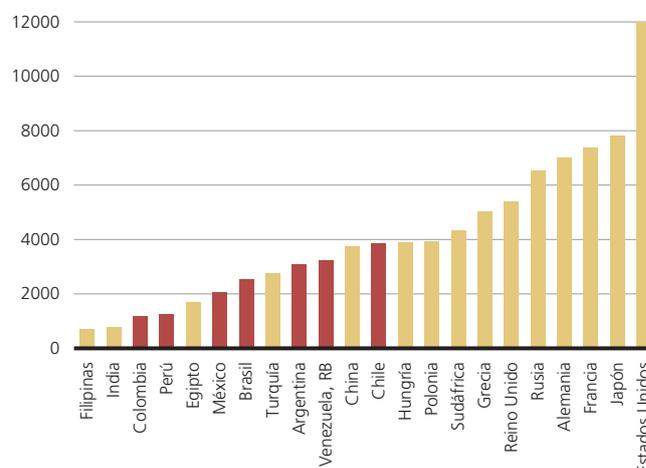
Pasajeros de líneas aéreas transportados como porcentaje de la población total, 2015



Fuente: Banco Mundial, Indicadores de Desarrollo Mundial 2015, UBS

Figura 4: Consumo de electricidad por país

Consumo de energía eléctrica en kWh per cápita, 2015



Fuente: Banco Mundial, Indicadores de Desarrollo Mundial 2015, UBS



El Aeropuerto Santos Dumont es el segundo aeropuerto más grande que presta servicios en Río de Janeiro, Brasil.

Servicios de telecomunicación

Mientras que la penetración móvil tiende a ser alta en toda la región (más del 90% para la mayoría de los países al 2014), la penetración de Internet de banda ancha deja mucho que desear, alrededor del 10% de la población comparado con más del 25% para algunos mercados desarrollados. América Latina también presenta un retraso en cuanto a estaciones de TV como un porcentaje del territorio, con un 0,007% comparado con la media de 0,028% para todos los mercados emergentes, según datos del Banco Mundial–CIA entre 2013-2014.

Electricidad

Aunque más del 90% de la población en los principales países de América Latina tiene acceso a la electricidad, las tasas de consumo son muy bajas. El consumo de 4248 kilovatios por habitante de la región en 2013 es 53% el de los mercados desarrollados y el más bajo entre todas las economías emergentes. Sobre una base per cápita, Chile utiliza el 30% de lo que se consume en los Estados Unidos y el 103% de lo que se consume en China, mientras que México consume solo el 16% y el 55% y Brasil el 19% y el 67%, respectivamente. El consumo de electricidad, uno de los principales insumos de la producción, refleja la actividad económica. La inversión insuficiente en el sector, por lo tanto, puede ocasionar crisis de electricidad con perjudiciales consecuencias económicas y políticas.

Implicancias de inversión y recomendaciones de política

Jorge Mariscal, Director de Inversiones de Mercados Emergentes; Michael Bolliger, Director de Asignación de Activos de Mercados Emergentes; y Alejo Czerwonko, Ph.D., Estratega

En términos de rendimiento, los activos de América Latina se han desempeñado considerablemente mejor que los de otros países en los últimos 20 años. Los cambios en la política monetaria y los regímenes de tipo de cambio hacia soluciones contra la inflación y regímenes de tipo de cambio flotante, respectivamente, han ayudado a reducir las tasas de inflación, fomentar el crecimiento y reducir las vulnerabilidades a los golpes globales y locales en la mayoría de los países de América Latina. Creemos que, para la mayoría de los países, el enfoque en la inflación baja y prudencia fiscal continuará en años venideros.

Bendición y maldición

Por otra parte, el aumento de los precios de las materias primas ha impulsado los precios de los activos de países exportadores de materias primas. Esto proporcionó un tremendo respaldo a los mercados de América Latina desde principios del siglo XXI hasta la crisis financiera global. Mientras que esto fue una ayuda para la mayoría de los países de la región, también reforzó medidas populistas, como los subsidios indiscriminados, y desalentó la implementación de reformas estructurales. Con la caída de los precios de materias primas a principios de 2014, la presión sobre los exportadores de materias primas aumentó sustancialmente. Aunque esto ha sido una experiencia dolorosa para los inversores locales e internacionales, el ajuste considerable de tipos de cambio en América Latina ha revivido la competitividad y desencadenó una nueva ronda de reformas favorables al mercado que deberían impulsar la competitividad a mediano y largo plazo.

¿Qué tan grande son los mercados de activos de América Latina?

Los activos financieros de América Latina hoy representan menos del 5% de una cartera global diversificada. Comparado con otros mercados emergentes, la renta fija es la clase de activos más

importante de la región. Dentro de una canasta diversificada de bonos corporativos o soberanos de mercados emergentes, América Latina representa típicamente el 30 o 40% de la exposición. Varios de los mercados de bonos soberanos más líquidos se encuentran en América Latina, con México, Brasil, Argentina, Colombia y Perú típicamente responsables de gran parte de la asignación de crédito del mercado emergente. También, en el espacio local de renta fija (es decir, bonos soberanos denominados en monedas locales), América Latina suele ser la región más importante en términos de ponderación en una cartera diversificada de referencia.

En cuanto la renta variable, América Latina representa el 13% de la cartera de referencia de mercados emergentes (ME) del índice MSCI. Brasil es el mercado más importante en América Latina, con un peso de alrededor del 7% en la cartera de referencia de ME del índice MSCI, seguido por México con un peso del 4%. Pero comparado con los grandes mercados en Asia (China representa aproximadamente un cuarto del índice MSCI de ME), América Latina es menos importante.

Esperamos que el peso de los activos de América Latina en índices globales aumenten en los años venideros, en consonancia con las benignas perspectivas de crecimiento a largo plazo y el mayor desarrollo del sector financiero de la región. En 2016, la relación de la capitalización bursátil de la región con respecto al PIB se situó en un 21%, frente al 84% de los mercados desarrollados. El desarrollo de la industria financiera de América Latina debería dar como resultado mayores oportunidades para diversificar y obtener atractivas rentabilidades en el mediano y largo plazo.

La importancia de las divisas

Una mirada hacia los tipos de cambio debería formar parte integral de cualquier decisión de inversión en América Latina, como lo es para cualquier mercado extranjero. En los últimos años, las fluctuaciones del tipo de cambio explicaron el 30% a 50% de la volatilidad del mercado de valores de la región en términos de dólares estadounidenses.

La buena noticia es que las divisas se han ajustado significativamente en los últimos años, y todavía se ven razonables y atractivas desde una perspectiva de valuación. En cuanto a los tipos de cambio efectivos reales, una cesta de tipos de cambio ponderada por el comercio, que también es ajustada por los diferenciales de inflación, indica que las divisas de América Latina se comercializan en línea con su media de 10 años o por debajo de esta. Desde una perspectiva de respaldo fundamental, los saldos de cuenta corriente han mostrado signos de mejora recientemente, un reflejo de valuaciones de tipo de cambio más competitivos. Por lo tanto, creemos que en los próximos 6 a 12 meses, es improbable que grandes ajustes en el tipo de cambio pongan en riesgo el retorno de una inversión realizada en los mercados locales. Por otra parte, el rendimiento promedio de 8,25% que los inversores pueden ganar en divisas locales o mercados de renta fija es un múltiplo del rendimiento promedio obtenido en el mundo desarrollado, tanto en términos nominales como reales. Tal recuperación en la tasa de interés "carry" puede hacer una contribución significativa al retorno total de la inversión en un horizonte de varios años.

Recomendaciones políticas

Durante la elaboración de este documento, se hizo cada vez más evidente que América Latina tiene un amplio potencial para generar crecimiento sostenible de manera doméstica, pero se necesita mucho trabajo y el éxito no está garantizado. Hemos enumerado las recomendaciones políticas que consideramos que los países de la región deben seguir:

Fomentar fuentes internas de crecimiento. El modelo de crecimiento basado en exportaciones es arriesgado en un mundo de en rebalanceo y con economías desarrolladas más proteccionistas. Tampoco nos queda claro si las relaciones comerciales entre China y la región pueden llenar el vacío que otros países desarrollados parecen estar dejando.

Demografía y capital humano: el "bono demográfico" de América Latina sólo puede favorecer el crecimiento si es acompañado por una educación adecuada y una inversión en atención médica.

- En la atención médica, la región necesita aumentar el gasto público o disminuir gastos de bolsillo. Los mecanismos de financiación alternativa que promueven estilos de vida saludables y fomentan la prevención de enfermedades pueden reducir los costos

de atención médica en enfermedades no transmisibles en el futuro. La cobertura universal de salud, que ya está en aumento en América Latina según el Banco Mundial, también puede abordar la cuestión de la desigualdad.

- La cantidad no siempre equivale a calidad en la educación. Los casos de reformas exitosas pueden enseñar lecciones a otros países. Chile adoptó estándares docentes a nivel nacional ("Marco para la Buena Enseñanza") en 2003 y estableció un sistema de evaluación docente para garantizar normas elevadas para los maestros. El sector privado también debe desempeñar un papel en la educación. Tiende a ser más eficaz para ampliar el acceso a un costo razonable como hemos visto en Brasil. En Colombia, el sector privado trabaja con el Gobierno para asegurar que los programas sean pertinentes a las necesidades de los empleadores.

Productividad: mayor fortaleza institucional y la facilidad de hacer negocios son indispensables para el progreso económico y social en la región.

- Los países deben llevar a cabo una firme lucha contra la corrupción. Aunque las investigaciones de corrupción de gran alcance "Lava Jato" y la destitución de la expresidente Dilma Rousseff son en parte responsables de la profundidad de la recesión de Brasil en 2015/2016, el fuerte empuje del país contra la corrupción gracias a un poder judicial independiente lo deja en mejor posición para los próximos años.
- Teniendo en cuenta el pesado calendario electoral de los próximos 18 meses, los países necesitan defenderse de la amenaza del populismo. Argentina, Brasil y Perú se han alejado de gobiernos populistas y proporcionan buenos ejemplos de lo que deberían ser las agendas de política constructiva. En este cambiante entorno político global, surgen estilos de liderazgo diferentes. La aparición de João Dória en Brasil debe ser seguida de cerca, ya que es una historia de éxito que podría repetirse en las próximas elecciones en toda América Latina.
- Los países deben esforzarse por modernizar y diversificar sus economías. El "Chilecon Valley" es un ejemplo de esfuerzos públicos y privados coordinados para aumentar la productividad.
- Un gran sector informal paraliza la actividad económica general. México ha puesto en marcha varios programas para promover la formalización en los últimos años. Estos incluyeron la incorporación de un nuevo régimen fiscal que utiliza financiamiento para promover la formalización.

- Un mayor crecimiento pierde atractivo a menos que sea sostenible. Para lograr los objetivos de desarrollo sostenible de la ONU en 2030, América Latina tiene que mejorar la calidad de vida y también debe preservar y restaurar la biodiversidad y los ecosistemas. Los modelos de esto último incluyen el compromiso de Brasil, México y Colombia de reducir las emisiones de gases de efecto invernadero y lograr cero deforestación, así como el enfoque de Chile y Uruguay en energías renovables.

Capital físico: América Latina se encuentra atrasada en la acumulación de este factor de producción clave.

- Poca capacidad de ahorro limita las tasas de inversión. El ahorro interno como porcentaje del PIB apenas ha mejorado en los últimos 20 años

en América Latina. Perú debe tomarse como modelo a seguir, ya que ha logrado aumentar su tasa de ahorros internos por más de cinco puntos porcentuales desde 1990.

- Los países deben profundizar sus mercados financieros internos. Chile sigue siendo un emblema en este sentido, ya que tiene el mayor nivel de capitalización de mercado accionario con alrededor del 50% del PIB, que es claramente respaldado por su sistema de fondo de pensiones más desarrollado.
- La región necesita volver a centrarse en la infraestructura y en las alianzas público-privadas para el desarrollo de infraestructura sin sobrecargar las cuentas fiscales. Perú fue quien ha logrado aumentar más el gasto en infraestructura (al 5,1% del PIB) en los últimos años gracias a una serie de iniciativas.

Las siete economías más grandes de América Latina a simple vista

Fortalezas	Debilidades
<p>Argentina: altos niveles de indicadores de desarrollo humano y un entorno favorable para reformas estructurales.</p> <p>Brasil: mercado interno grande y base industrial poderosa y diversa.</p> <p>Chile: alta calidad de las instituciones, relativamente poca corrupción y la mejor base de infraestructura en la región.</p> <p>Colombia: instituciones relativamente fuertes y continuidad en gestión de política económica.</p> <p>México: comparte una frontera de 2000 millas con la mayor economía del mundo. Las dinámicas demográficas más prometedoras de la región.</p> <p>Perú: posee la mayor tasa de crecimiento entre las economías regionales grandes; demografía favorable.</p> <p>Venezuela: dotación de recursos naturales; ubicación geográfica estratégica.</p>	<p>Argentina: mala calidad de las instituciones y altos niveles de corrupción. Obligaciones de pensiones insostenibles.</p> <p>Brasil: grave estado de las cuentas fiscales con la mayor relación deuda-PIB de la región.</p> <p>Chile: dependencia de materias primas; sistema de pensión que deberá enfrentar desafíos a medida que la población envejezca.</p> <p>Colombia: estrecha base industrial; bajos indicadores de atención médica.</p> <p>México: mala calidad de las instituciones y del estado de derecho; altos niveles de delincuencia; economía informal muy grande.</p> <p>Perú: economía que depende de los materias primas; baja clasificación en educación y atención médica.</p> <p>Venezuela: instituciones débiles y camino de política económica insostenible.</p>
Oportunidades	Amenazas
<p>Argentina: aprovechar la gran base de capital humano y la dotación de recursos naturales para volver a tasas de crecimiento altas.</p> <p>Brasil: apoyar el impulso de la reforma bajo la administración de Michel Temer para abordar las restricciones estructurales clave del país.</p> <p>Chile: consolidar la posición de liderazgo en la región y diversificar la economía a través de un próspero ecosistema de nuevas empresas.</p> <p>Colombia: aprovechar el dividendo de paz para fomentar la inversión y el crecimiento.</p> <p>México: seguir el liderazgo de Brasil en su afán por combatir la corrupción.</p> <p>Perú: consolidar el camino de política económica más favorable para los mercados bajo el nuevo liderazgo político.</p> <p>Venezuela: implementar un cambio radical en la dirección de la política económica que destrabe el potencial de crecimiento.</p>	<p>Argentina: poderosas fuerzas populistas latentes.</p> <p>Brasil: ambiente político volátil, corrupción todavía dominante a pesar de los avances recientes.</p> <p>Chile: cambio a un modelo económico de gobierno más grande con inclinaciones populistas en las próximas elecciones.</p> <p>Colombia: un retorno a la violencia. Período prolongado de precios de energía bajos.</p> <p>México: creciente proteccionismo de parte de los Estados Unidos y altos niveles de popularidad del candidato populista López Obrador ante las elecciones de 2018.</p> <p>Perú: distribución del ingreso altamente desigual; gran economía informal.</p> <p>Venezuela: gran inestabilidad social como resultado de continuas dificultades económicas.</p> <p><i>Fuente: UBS, abril de 2017</i></p>

Detalles sobre la publicación

América Latina después del auge en el comercio

Chief Investment Office Wealth Management
Documento informativo sobre la gestión de patrimonio
Fecha de publicación
26 de abril de 2017

Editor en jefe

Alejo Czerwonko

Autores (en orden alfabético)

Michael Bolliger
Alejo Czerwonko
Renato Grandmont
Rina Kupferschmid-Rojas
Soledad Lopez
Jorge Mariscal
Ronaldo Patah
Esteban Polidura
Lucy Qiu

Agradecimiento especial a Alfredo Martínez por su ayuda en la preparación de este informe.

Editores

Abe De-Ramos
Murugesan Suppayyan

Administración de proyectos

Nick Rice
Corinne Fedier

Diseño

George Stilabower

Autoedición (DTP)

George Stilabower
Cognizant Group: Basavaraj Gudihal,
Srinivas Addugula, Pavan Mekala
y Virender Negi

Imágenes

Getty, iStock

Idiomas

Inglés, español y portugués

Contacto

ubs-cio-wm@ubs.com

www.ubs.com/cio

Notas finales

Revisitando las alianzas de comercio e inversión

¹ Dussel Peters, E., *China's Evolving Role in Latin America: Can It Be a Win-Win?*, Atlantic Council, septiembre de 2015

Oportunidades de infraestructura en América Latina

¹ Ruiz-Nunez, F. and Wei, Z., *Infrastructure Investment Demands in Emerging Markets and Developing Economies*, Policy Research Working Paper 7414, World Bank Group, Public-Private Partnerships (PPPs) Group, septiembre de 2015

² Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Banco Interamericano de Desarrollo y Banco de Desarrollo de América Latina

Investigación financiera genérica; información de riesgo: las perspectivas de inversión de UBS Chief Investment Office WM son preparadas y publicadas por Wealth Management and Personal & Corporate Banking o Wealth Management Americas, divisiones comerciales de UBS AG (UBS) (reguladas por FINMA en Suiza), sus subsidiarias o filiales ("UBS"). En determinados países, se hace referencia a UBS AG como UBS SA. Este material es solo para su información y no tiene la intención de ser una oferta ni promoción para ofrecer, comprar o vender ninguna inversión ni otro producto específico. Determinados servicios y productos están sujetos a restricciones legales y no pueden ofrecerse en todo el mundo sin restricciones o es posible que no reúnan los requisitos para la venta a todos los inversionistas. Toda la información y las opiniones expresadas en este material se obtuvieron de fuentes que se consideran confiables y de buena fe, pero no garantizamos ni declaramos, ya sea de manera expresa o implícita, que estas sean precisas o completas (sin incluir las divulgaciones relacionadas con UBS). Toda la información y las opiniones, así como los precios indicados, están actualizados a la fecha de este reporte, y están sujetos a cambio sin previo aviso. Los precios del mercado suministrados en tablas y gráficos de rendimiento son precios de cierre en la bolsa de valores principal respectiva. El análisis contenido en este documento se basa en diversas suposiciones. Diferentes suposiciones pueden provocar resultados materialmente diferentes. Las opiniones expresadas aquí pueden diferir o ser contrarias a las expresadas por otras áreas o divisiones comerciales de UBS como resultado del uso de suposiciones o criterios diferentes. UBS y cualquiera de sus directores o empleados tendrá derecho en cualquier momento a ocupar puestos largos o cortos en los instrumentos de inversión a los que se hace referencia aquí, llevar a cabo transacciones de instrumentos de inversión relevantes en calidad de director o agente, o proporcionar cualquier otro servicio o tener funcionarios, que se desempeñen como directores, ya sea para el emisor, el propio instrumento de inversión o para cualquier empresa comercial o afiliada financieramente a dichos emisores. En cualquier momento, las decisiones de inversión (incluida la compra, venta o retención de títulos) tomadas por UBS y sus empleados pueden diferir o ser contrarias a las opiniones expresadas en las publicaciones de investigación de UBS. Es posible que algunas inversiones no estén disponibles para su liquidación, dado que el mercado de títulos no tiene liquidez y, por lo tanto, es posible que resulte difícil valorar la inversión e identificar el riesgo al cual se expone. UBS emplea barreras de información para controlar el flujo de información incluido en una o más áreas de UBS, hacia otras áreas, unidades, divisiones o afiliadas de UBS. Las transacciones de futuros y opciones no son adecuadas para todos los inversores ya que existe un riesgo sustancial de pérdida, y las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial. El rendimiento pasado de una inversión no garantiza su rendimiento futuro. Habrá información adicional disponible si lo solicita. Algunas inversiones pueden estar sujetas a disminuciones fuertes y repentinas en su valor y, al momento de la liquidación, puede que recupere menos de lo que invirtió o que deba pagar más. Las variaciones en las tasas de cambio de divisas pueden tener un efecto negativo en el precio, el valor o los ingresos de una inversión. El analista responsable de la preparación de este informe puede interactuar con el personal administrativo, personal de ventas y otros electores a los fines de recopilar, sintetizar e interpretar la información sobre el mercado. El tratamiento fiscal depende de las circunstancias individuales y puede estar sujeto a cambios en el futuro. UBS no proporciona asesoría fiscal o legal y no se hace responsable del tratamiento fiscal de activos o del retorno de la inversión tanto en general como en referencia a circunstancias y necesidades específicas del cliente. No podemos tomar en cuenta los objetivos de inversión particulares, la situación financiera y las necesidades de nuestros clientes individuales, y le recomendamos que obtenga asesoría financiera o impositiva en relación con las consecuencias (incluidos los impuestos) de invertir en cualquiera de los productos mencionados en este documento. No se permite reproducir este material ni circular copias del mismo sin previa autorización de UBS. UBS prohíbe expresamente la distribución y la transferencia de este material a terceros por cualquier motivo. UBS no asume responsabilidad alguna por reclamaciones o demandas de terceros que surjan del uso o de la distribución de este material. Este informe ha sido elaborado para su distribución únicamente en las circunstancias que permita la ley aplicable. Nota: Al desarrollar las proyecciones económicas de Chief Investment Office (CIO), los economistas de CIO trabajaron en colaboración con los economistas empleados por UBS Investment Research. Las proyecciones y las estimaciones son actuales únicamente a la fecha de esta publicación y pueden cambiar sin previo aviso. Para obtener información sobre las maneras en que UBS CIO WM gestiona conflictos y mantiene la independencia de sus puntos de vista sobre inversiones y ofrecimiento de publicaciones, y metodologías de calificación e investigación, visite www.ubs.com/research. Puede solicitar información adicional sobre los autores relevantes de esta publicación y otras publicaciones de CIO a las que se hace referencia en este informe, y copias de cualquier informe anterior sobre este tema al Asesor de Clientes.

Gestores de activos externos/asesores financieros externos: En el caso de que esta investigación o publicación se suministre a un gestor externo o un asesor financiero externo, UBS prohíbe expresamente que sea redistribuido por el gestor externo o el asesor financiero externo, y está a disposición de sus clientes o terceros. **Australia:** este aviso es publicado por UBS AG ABN 47 088 129 613 (titular de licencia de servicios financieros australiana N.º 231087): este documento es emitido y distribuido por UBS AG. Este es el caso a pesar de cualquier cosa en contrario contenidas en el documento. El documento debe ser utilizado solamente por "Clientes mayoristas" como se define en la sección 761G ("clientes mayoristas") de la Ley de Sociedades Anónimas de 2001 (Cth) ("Ley de Sociedades Anónimas"). En ningún caso puede el documento ser puesto por UBS AG a disposición de un "cliente minorista" como se define en la sección G 761 de la Ley de Sociedades Anónimas. Los servicios de investigación de UBS AG solo están disponibles para clientes mayoristas. El documento contiene únicamente información general y no tiene en cuenta los objetivos de inversión de cualquier persona, la situación financiera y fiscal, o las necesidades particulares. **Austria:** esta publicación no pretende constituir oferta pública bajo ley austríaca, pero podría ponerse a disposición para fines informativos a los clientes de UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, con domicilio en Wächtergasse 1, A-1010 Wien. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich es una sucursal de UBS Europe SE, una institución de crédito constituida bajo la ley alemana en la forma de una Societas Europaea, debidamente autorizada por la Autoridad Federal Alemana de Supervisión de Servicios Financieros (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) y está sujeta a la supervisión conjunta de BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank), así como de la Autoridad de control austriaco (Finanzmarktaufsicht FMA), a quienes no se ha presentado esta publicación para su aprobación. **Bahamas:** esta publicación se distribuye a clientes privados de UBS (Bahamas) Ltd y no tiene como fin su distribución a personas designadas como ciudadanos bahameño o residentes según las reglamentaciones de Control de intercambio de Bahamas. **Bahréin:** UBS es un banco suizo sin licencia, supervisión o reglamentación en Bahréin por parte del Banco Central de Bahréin y no realiza actividades bancarias o de inversión en Bahréin. Por lo tanto, los clientes no tienen ninguna protección bajo las leyes y reglamentaciones de los servicios bancarios y de inversión locales. **Brasil:** preparado por UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, entidad regulada por la Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"). **Canadá:** en Canadá, esta publicación es distribuida a los clientes de UBS Wealth Management Canada por UBS Investment Management Canada Inc.

República Checa: UBS no es un banco con licencia en la República Checa y por lo tanto no tiene permitido proporcionar servicios bancarios o de inversión regulados en la República Checa. Este material es distribuido con fines de marketing. **Dinamarca:** esta publicación no pretende constituir una oferta pública bajo la ley danesa, pero podría ser distribuida por UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE, con domicilio en Sankt Annæ Plads 13, 1250 Copenhagen, Dinamarca, registrado en la Agencia danesa de comercio y sociedades, bajo el N.º 38 17 24 33. UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE es una filial de UBS Europe SE, una institución de crédito constituida bajo la ley alemana en la forma de una Societas Europaea, debidamente autorizada por la Autoridad Federal de Supervisión Financiera de Alemania (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE está sujeta a la supervisión conjunta de BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y la Autoridad de Supervisión Financiera Danesa (DFSA) (Finanstilsynet), a quienes no se ha presentado este documento para su aprobación. **Francia:** esta publicación es distribuida por UBS (France) S.A., French "société anonyme" with capital social de €125 726 944, 69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670, a sus clientes actuales y futuros. UBS (France) S.A. es un proveedor de servicios de inversión debidamente autorizado según los términos de la "Code Monétaire et Financier", regulado por la banca francesa y las autoridades financieras como la "Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution". **Alemania:** el emisor bajo ley alemana es UBS Europe SE, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Europe SE está autorizado y regulado por el "Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht". **Hong Kong:** esta publicación se distribuye a los clientes de UBS AG Hong Kong Branch por UBS AG Hong Kong Branch, un banco con licencia bajo la Ordenanza de la Banca de Hong Kong y una institución registrada bajo la Ordenanza de Valores y Futuros.

India: distribuido por UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. Teléfono: +912261556000. Números de registro SEBI: NSE (segmento de mercado de capitales): INB230951431, NSE (segmento F&O) INF230951431, BSE (segmento de mercado de capitales) INB010951437. **Indonesia:** Esta investigación o publicación no fue diseñada ni preparada a los fines de la oferta pública de títulos bajo la Ley de Mercado de Capitales de Indonesia y sus reglamentaciones de implementación. Los valores mencionados en este material no han sido ni serán registrados bajo la Ley de Mercado de Capitales de Indonesia y sus reglamentaciones. **Israel:** UBS Switzerland AG está registrada como Distribuidor extranjero en colaboración con UBS Wealth Management Israel Ltd, una subsidiaria de propiedad absoluta de UBS. UBS Wealth Management Israel Ltd es un gestor de cartera con licencia que se dedica también al marketing de inversiones y está regulado por la Autoridad de Valores de Israel. Esta publicación no sustituirá ningún consejo de inversión o marketing de inversión suministrado por un licenciatario pertinente que se ajuste a sus necesidades personales. **Italia:** Esta publicación se distribuye a los clientes de BS Europe SE, Succursale Italia, Via del Vecchio Politecnico, 3 - 20121 Milán, la sucursal de un banco alemán debidamente autorizado por "Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" para la prestación de servicios financieros y supervisado por "ConsoB". **Jersey:** UBS AG, Jersey Branch, está regulada y autorizada por la Comisión de Servicios Financieros de Jersey para la realización de actividades bancarias, fondos e inversión. En los casos en que se presten servicios fuera de Jersey, estos no serán cubiertos por el régimen regulatorio de Jersey. UBS AG, Jersey Branch es una filial de UBS AG, una sociedad anónima cuyas acciones cotizan en bolsa, constituida en Suiza, cuyo domicilio social es Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH 8001 Zurich. La sede principal de UBS AG, Jersey Branch es P.O. Box 350, 24 Union Street, St Helier, Jersey JE4 8UJ. **Luxemburgo:** esta publicación no pretende constituir una oferta pública según la ley de Luxemburgo, pero podría hacerse disponible para fines de información a los clientes de UBS Europe SE, Luxembourg Branch, con domicilio 33A, Avenue J. F. Kennedy, L-1855, Luxembourg. UBS Europe SE, Luxembourg Branch es una filial de UBS Europe SE, una institución de crédito constituida bajo la ley alemana en la forma de una Societas Europaea, debidamente autorizada por la Autoridad Federal Alemana de Supervisión de Servicios Financieros (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) y está sujeta a la supervisión conjunta de BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank), así como de la Autoridad de control de Luxemburgo, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (la "CSSF"), a quienes no se ha presentado esta publicación para su aprobación. **México:** este documento ha sido distribuido por UBS Asesores México, S.A. de C.V., una empresa que no forma parte de UBS Grupo Financiero, S.A. de C.V. o de ningún otro grupo financiero mexicano y cuyas obligaciones no están garantizadas por terceros. UBS Asesores México, S.A. de C.V. no garantiza rendimiento alguno. **Holanda:** esta publicación no pretende constituir una oferta pública o una solicitud similar bajo la ley holandesa, pero podría hacerse disponible para fines de información a los clientes de UBS Europe SE, Netherlands branch, una filial de un banco alemán debidamente autorizada por "Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" para la prestación de los servicios financieros y supervisada por "Autoriteit Financiële Markten" (AFM) en Holanda, a quienes no se ha presentado esta publicación para su aprobación. **Nueva Zelanda:** este aviso se distribuye a los clientes de UBS Wealth Management Australia Limited ABN 50 005 311 937 (titular de licencia de servicios financieros australiana N.º 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, por UBS Wealth Management Australia Ltd. Usted recibe este material o esta publicación de UBS porque le ha indicado a UBS que usted es un cliente certificado como inversor mayorista o inversor elegible ("cliente certificado") ubicado en Nueva Zelanda. Esta publicación o este material no están diseñados para clientes que no sean clientes certificados ("clientes no certificados"), y si usted es un cliente no certificado no debe confiar en esta publicación o este material. Si a pesar de esta advertencia usted confía en esta publicación o este material, por este medio (i) reconoce que no puede confiar en el contenido de esta publicación o este material y que cualquier recomendación u opinión en esta publicación o este material no son hechos para usted ni suministrados a usted, y (ii) en la mayor medida permitida por la ley (a) indemnizará a UBS y sus asociados o entidades relacionadas (y sus respectivos directores, funcionarios, agentes y asesores (cada uno una "persona relevante") por cualquier pérdida, daño, responsabilidad o reclamación que cualquiera de ellos pueda sufrir como resultado de su dependencia no autorizada en esta publicación o este material, o en conexión con esto, y (b) renunciará a cualquier derecho o recurso que pueda tener contra cualquier persona relevante en relación con cualquier pérdida, daño, responsabilidad o reclamación que usted pueda sufrir como resultado de su dependencia no autorizada en esta publicación o este material, o en conexión con esto. **Arabia Saudita:** esta publicación ha sido aprobada por UBS Saudi Arabia (subsidiaria de UBS AG), una sociedad anónima cerrada constituida en el Reino de Arabia Saudita bajo el registro comercial número 1010257812, con domicilio social en Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Reino de Arabia Saudita. UBS Saudi Arabia está autorizada y regulada por la Autoridad de Mercado de Capitales de Arabia Saudita. **Singapur:** comuníquese con UBS AG Singapore branch, un asesor financiero exento bajo la ley de asesores financieros de Singapur (Cap. 110) y un banco mayorista con licencia bajo la ley bancaria de Singapur (Cap. 19) regulado por la autoridad monetaria de Singapur, con respecto a cualquier asunto que surja del análisis o informe, o en relación con él. **España:** esta publicación es distribuida a sus clientes por UBS Europe SE, Sucursal en España, con domicilio social en Calle María de Molina 4, C.P. 28006, Madrid, entidad supervisada por el Banco de España y Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. UBS Europe SE, Sucursal en España es una filial de UBS Europe SE, una institución de crédito constituida en la forma de una Societas Europaea autorizada y regulada por el Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **Suecia:** esta publicación no pretende constituir una oferta pública bajo la ley sueca, pero podría ser distribuida por UBS Europe SE, Sweden Bankfilial con domicilio en Regeringsgatan 38, 11153, Estocolmo, Suecia, registrada en la Oficina de Registro de Empresas Suecas bajo el Reg. N.º 516406-1011. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial es una filial de UBS Europe SE, una institución de crédito constituida bajo la ley alemana en la forma de una Societas Europaea, debidamente autorizada por la Autoridad Federal de Supervisión Financiera de Alemania (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Sweden Bankfilial está sujeta a la supervisión conjunta de BaFin, el Banco Central de Alemania (Deutsche Bundesbank) y la Autoridad Sueca de Supervisión Financiera (Finansinspektionen), a quienes no se ha presentado este documento para su aprobación. **Taiwán:** este material es proporcionado por UBS AG, Taipei Branch, según las leyes de Taiwán, de conformidad con los clientes y posibles clientes, o a petición de estos. **Emiratos Árabes Unidos:** este informe de investigación no pretende constituir una oferta, venta o entrega de acciones u otros títulos bajo las leyes de los Emiratos Árabes Unidos (EAU). El contenido de este informe no ha sido y no será aprobado por ninguna autoridad en los Emiratos Árabes Unidos, incluido el Banco Central de Emiratos Árabes Unidos o las Autoridades Financieras de Dubái, la Autoridad de Títulos y Materias Primas de los Emiratos, el Mercado Financiero de Dubái, el Mercado de Valores de Abu Dhabi o cualquier otro intercambio en los Emiratos Árabes Unidos. Este material está diseñado para clientes profesionales únicamente. UBS AG Dubai Branch está regulada por la DFSA en el DIFC. UBS AG/UBS Switzerland AG no tiene licencia del Banco Central de los Emiratos Árabes Unidos para ofrecer servicios bancarios en los Emiratos Árabes Unidos, ni tampoco de la Autoridad de Títulos y Materias Primas de los Emiratos Árabes Unidos. La oficina del representante de UBS AG en Abu Dhabi tiene licencia del Banco Central de los Emiratos Árabes Unidos para operar una oficina de representación. **Reino Unido:** aprobada por UBS AG, autorizada y regulada por la Autoridad de Supervisión del Mercado Financiero en Suiza. En el Reino Unido, UBS AG está autorizada por la Autoridad de Reglamentación Prudencial y sujeta a la reglamentación de la Autoridad de Conducta Financiera y la reglamentación limitada de la Autoridad de Reglamentación Prudencial. Los detalles sobre el alcance de la Autoridad de Reglamentación Prudencial están disponibles a pedido. Miembro de la Bolsa de Valores de Londres. Esta publicación se distribuye a clientes privados de UBS London en el Reino Unido. Cuando los productos o servicios son proporcionados desde fuera del Reino Unido, no serán cubiertos por el régimen regulatorio del Reino Unido ni por el Esquema de Compensación de Servicios Financieros. **Estados Unidos:** este documento no está diseñado para su distribución en los Estados Unidos, ni a personas en los Estados Unidos, ni por el personal de UBS en los Estados Unidos. UBS Securities LLC es una subsidiaria de UBS AG y una filial de UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. es una subsidiaria de UBS AG.

Versión 11/2016.

© UBS 2017. El símbolo de llaves y UBS son marcas comerciales registradas o no registradas de UBS. Todos los derechos reservados.