

# Situación Latinoamérica

Tercer Trimestre 2012  
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial se recuperará gradualmente en 2013** a medida que las autoridades en Europa y EEUU reduzcan las incertidumbres existentes.
- **América Latina crecerá 3,2% en 2012 y 3,6% en 2013** impulsada por la demanda interna y los precios aún elevados de las materias primas. El ajuste a la baja en la previsión refleja tanto factores internos como externos.
- **Los riesgos para el crecimiento en la región se centran en el entorno exterior**, tanto por la crisis en Europa como por el ajuste fiscal en EEUU.
- **La política monetaria gira cautelosamente hacia un mayor apoyo a la actividad**, dada la incertidumbre exterior y la reducción de la inflación.
- **La región está preparada para soportar una nueva crisis global**, si bien el espacio para políticas contracíclicas es menor. El riesgo principal lo constituye la posible complacencia de las autoridades.

# Índice

1. Resumen.....	3
2. Entorno exterior: desaceleración global y la hora de los políticos.....	5
3. Resistencia del crecimiento en Latam en un entorno global muy incierto.....	7
Recuadro 1. Brasil y México: Cambio de perspectivas y retos que permanecen .....	14
4. Latam puede resistir a un shock global, pero el impacto será sustancial.....	17
5. Tablas.....	22

Fecha de cierre: 7 de agosto de 2012

## 1. Resumen

**La previsión de crecimiento mundial se revisa ligeramente a la baja, hasta el 3,4% en 2012 y 3,7% en 2013.** La revisión está condicionada por las tensiones financieras en Europa y la desaceleración, algo mayor a la esperada hace tres meses, especialmente en las economías emergentes más grandes como China, India o Brasil. Este escenario global supone que se toman los acuerdos políticos necesarios para avanzar en el desarrollo institucional de la unión monetaria europea y también para evitar el ajuste fiscal automático en EEUU.

**El crecimiento en América Latina continuó desacelerándose a lo largo del primer semestre de 2012, con la importante excepción de México y Chile.** Los datos de crecimiento observados fueron menores a los previstos hace tres meses, especialmente en Brasil, donde la actividad se fue recuperando a un ritmo muy reducido. Los factores internos jugaron un papel más determinante en el bajo crecimiento que el peor entorno exterior, especialmente en el caso de Brasil, Argentina, Paraguay y Colombia. Con todo, el crecimiento siguió apoyándose en la robustez de la demanda interna.

**Los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores se mantienen aún en terreno positivo, indicando una continuada expansión de la demanda interna, pero a un ritmo menor.** La reducción de los indicadores de confianza en los últimos tres meses obedece en su mayoría a factores internos, incluidos los de índole social y política. Sin embargo, el recrudecimiento de la crisis en Europa también está empezando a minar la confianza, lo cual explica también la sincronía en la retracción. Con todo, el impacto de la crisis en Europa a través de este canal es, hasta el momento, acotado.

**De este modo, esperamos que la región en su conjunto crezca un 3,2% en 2012 y 3,6% en 2013, ligeramente por debajo de lo previsto hace tres meses.** Esta desaceleración respecto a 2011 será consistente con la moderación del crecimiento global (del 3,9% en 2011 al 3,4% en 2012). A medio plazo, esperamos que la región siga convergiendo a tasas de crecimiento cercanas a su potencial, ligeramente por debajo del 4%.

**Las presiones inflacionarias y las previsiones de inflación se han moderado en la mayor parte de los países, en línea con la reducción de precios del petróleo y las menores previsiones de crecimiento.** Sin embargo, se mantienen en varios países los riesgos de un impacto sustancial del aumento reciente del precio de los alimentos, generados por la sequía en EEUU. En cualquier caso, esperamos que la variación interanual de los precios se mantenga dentro de las bandas alrededor del objetivo de los bancos centrales.

**El menor dinamismo de la demanda interna, la reducción de la inflación y la incertidumbre exterior sesgarán la política monetaria hacia un mayor apoyo a la actividad en América del Sur.** Los bancos centrales con objetivos de inflación girarán hacia mayores recortes de tipos de interés, como en el caso de Brasil, Colombia y Uruguay, o hacia el mantenimiento de los tipos de interés en los niveles actuales por un tiempo muy prolongado, retrasando las primeras subidas en el caso de Chile y Perú hasta inicios de 2014. En México, las previsiones sobre los tipos de interés oficiales se mantienen inalteradas y apuntan a una primera subida a mediados de 2013, en un contexto de mayores presiones sobre la inflación que en América del Sur.

**Los tipos de cambio retomarán la tendencia a la apreciación a medida que se vayan reduciendo las tensiones financieras en Europa y, por tanto, la aversión global al riesgo,** de forma similar a lo sucedido en los tres primeros meses de 2012.

**Los saldos fiscales y exteriores se mantendrán en rangos manejables.** Las previsiones de déficit fiscal empeoran ligeramente por un menor crecimiento esperado y precios más bajos para las materias primas de exportación, pero en algunos países se ven compensados por mejores datos de ejecución en el primer semestre y, en Brasil, por una menor carga del servicio de la deuda. El déficit externo acusa el impacto negativo de menores precios de exportación, compensado en parte con menores importaciones.

**El principal riesgo global lo constituye un posible empeoramiento súbito y profundo de la crisis en Europa. La región está preparada para soportar ese shock que, sin embargo, tendría un impacto considerable.** La situación financiera de los países es sólida, con un aumento de las reservas internacionales, mejora de saldos fiscales y el amortiguador que representan los tipos de cambio flexibles. Además, las autoridades cuentan con la credibilidad ganada en las últimas dos décadas y la banca local se mantiene sólida. Sin embargo, el margen para políticas contracíclicas (monetarias y fiscales) es menor que en 2008 y los datos de actividad y confianza muestran una retracción más intensa a la esperada. El riesgo principal lo constituye la posible complacencia de las autoridades, que deberán mantener a las economías avanzando a una velocidad prudente.

**Dentro de la región, las dudas sobre el sostenimiento del modelo de crecimiento en Brasil contrastan con el tono relativamente más positivo de las ganancias de competitividad en México.** De este modo, se alimenta una reversión en las expectativas de los mercados con respecto a estos dos países y crece el riesgo de un arrastre de parte de Sudamérica en caso no se produzca el despegue esperado de la economía brasileña.

## 2. Entorno exterior: desaceleración global y la hora de los políticos

### **El crecimiento global ganará tracción sólo si las necesarias medidas de política económica llegan a tiempo**

Con el debilitamiento de la actividad registrado en la primera parte de 2012, el papel de las políticas económicas se percibe como determinante para que, tal y como contempla nuestro escenario, se produzca una ligera mejora del crecimiento en 2013. En nuestro escenario se prevé un crecimiento en el entorno del 3,5% en el periodo 2012-2013 (Gráfico 1), pero ello ocurrirá sólo si las necesarias medidas de política económica se aprueban e implementan a tiempo de evitar un “accidente” financiero en Europa, un ajuste fiscal automático en EEUU en 2013 y ayudan a recuperar tasas de crecimiento más altas en las economías emergentes. En caso de que las políticas económicas no logren sus objetivos, la desaceleración en marcha desde 2011 se intensificaría en 2012 y 2013, dejando el crecimiento mundial el año próximo en el nivel más bajo de los últimos 30 años exceptuando la recesión de 2009.

En el área del euro, tras la cumbre de junio se han dado pasos en la dirección adecuada para reforzar la moneda única, entre los que se incluyen acuerdos para una supervisión bancaria única en la zona del euro, la aprobación de planes de largo plazo en lo bancario y lo fiscal y medidas de apoyo al crecimiento. Sin embargo, han de aplicarse los mecanismos aprobados para asegurar la estabilidad financiera del área y utilizar la plena capacidad de los mecanismos financieros existentes, permitiendo que economías con difícil acceso al mercado puedan implementar sus planes de consolidación fiscal aprobados y las reformas estructurales. Ello también debería implicar la participación del BCE.

En EEUU ha de acordarse y aplicarse una consolidación fiscal que modere la entrada en vigor en 2013 de medidas automáticas de recorte de gasto y de finalización de rebajas fiscales que, tal y como están definidas, no suponen una mejora de la sustentabilidad de las finanzas públicas en el largo plazo y previsiblemente, llevarían a la economía norteamericana a una recesión en 2013. El proceso electoral en marcha en EEUU dificulta la llegada de acuerdos antes de las elecciones, por lo que es previsible que la incertidumbre fiscal aumente en los próximos meses.

Por su parte, es necesario que aquellas economías emergentes con margen de actuación en política económica implementen una combinación de políticas que logre aliviar el ajuste de la demanda externa y la desaceleración de la demanda doméstica. Y ello sin olvidar que la volatilidad de los flujos financieros puede aumentar, afectada por un lado por los vaivenes de la crisis europea y por otro por la potencial expansión cuantitativa de la política monetaria en EEUU.

### **La crisis del euro se mantiene ante la incapacidad de combinar cesión de soberanía y mutualización de deuda al ritmo exigido por el mercado**

La principal incertidumbre del escenario económico actual es si los avances en la construcción del área del euro como área monetaria óptima serán precedidos de un deterioro adicional de la situación financiera. Si eso ocurriera, creemos que se produciría finalmente una intervención decidida de los mecanismos financieros de la zona euro. Las medidas aprobadas a final de junio para eliminar la retroalimentación de los riesgos soberano y bancario en España y para estabilizar los mercados financieros en el conjunto del área del euro, si se implementan adecuadamente, pueden ser suficientes. Para ello se necesitaría que los acuerdos fuesen implementados rápidamente y que se usen de forma efectiva los mecanismos de estabilización europeos (primero el EFSF y, posteriormente, el permanente ESM) para intervenciones en los mercados de bonos.

Con todo, hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento del área del euro, como resultado del mantenimiento de las tensiones financieras (Gráfico 2) y el creciente deterioro en la confianza. Así, se prevé un periodo de práctico estancamiento en 2012-2013 en el área del

euro. Además, en nuestra opinión el balance de riesgos está sesgado a la baja, por una posible implementación de las medidas aprobadas demasiado larga y sometida a los vaivenes de la economía política doméstica, tanto entre los países del núcleo como entre los periféricos. En este último caso, el riesgo de una recesión en Europa en 2013 sería significativo, en especial en países como Italia y España.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB mundial (%)

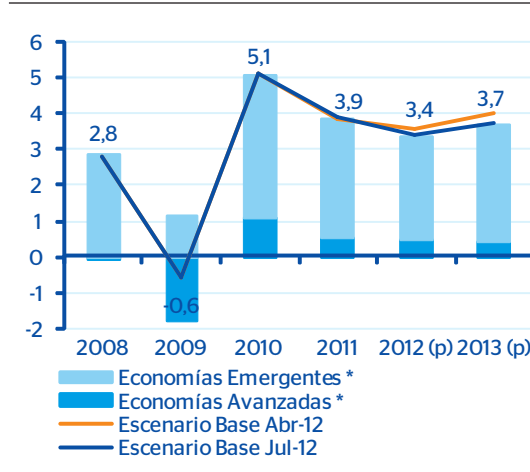
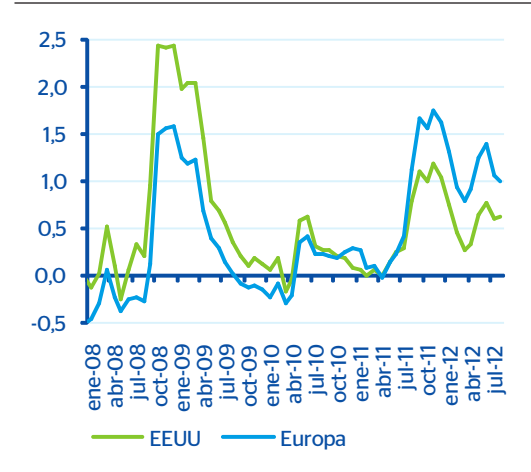


Gráfico 2  
Índice BBVA de tensiones financieras



\* Contribuciones al crecimiento mundial  
Fuente: BBVA Research, Haver y Bloomberg

Fuente: BBVA Research

Los países del euro deben solucionar las restricciones de liquidez existentes en algunos segmentos, derivadas de la probabilidad que los mercados asignan a una ruptura del euro. Hasta el momento, los países de la zona euro siguen sin encontrar, al menos al ritmo al que lo demandan los mercados financieros, la combinación aceptable para todos los miembros del club de cesión de soberanía fiscal y bancaria con mecanismos efectivos para lograr la reducción de desequilibrios. Mientras esa situación persista, el riesgo de ruptura del euro seguirá produciendo una renacionalización de los flujos financieros en el área impidiendo la financiación de las economías con posiciones deudoras frente al resto. Una rápida implementación de los mecanismos de ayuda financiera y su fortalecimiento en términos de tamaño, así como el acceso a la financiación del BCE son aspectos clave para mitigar el riesgo de ruptura del euro. En todo caso, no es ese un escenario al que demos una probabilidad significativa: tarde o temprano se aprobarán las medidas necesarias para avanzar en el establecimiento de supervisión, garantía de depósitos y resolución bancaria única. Aunque existe voluntad política para reforzar la moneda común, la toma de medidas no está llegando al ritmo más adecuado. Esas medidas implican cesión de soberanía nacional hacia las instituciones europeas y, al final del proceso, alguna forma de mutualización de deudas entre todos los países de la zona euro. Algo similar terminará ocurriendo con una política fiscal que habrá de estar sometida a las instituciones europeas, por ejemplo mediante el envío para su aprobación de los planes nacionales de consolidación. En todo caso, si los retos planteados se solucionan satisfactoriamente, es previsible que a lo largo del segundo semestre de 2012 el crecimiento global vaya aumentando paulatinamente.

En lo que se refiere a EEUU, la revisión a la baja de las expectativas de 2012 en adelante se deriva tanto del decepcionante crecimiento registrado en el segundo trimestre de 2012, por debajo de lo esperado y del impacto de unas tensiones financieras más elevadas desde Europa. En Asia, el crecimiento en la primera mitad de 2012 fue menor de lo esperado en el caso de China. De forma consistente con un escenario global más débil, hemos revisado a la baja nuestras previsiones para 2012-2013. Sin embargo, las medidas de impulso monetario y fiscal ya en marcha y por venir para estimular el crecimiento permitirán que el PIB pueda crecer en 2013 en un 8.3%, medio punto más que en 2012. En el resto de Asia también hay margen de actuación para las políticas económicas, pero existen riesgos a la baja, tanto por una caída más acusada de la demanda global como por una desaceleración continuada de China que pueda aumentar por fragilidades financieras domésticas.

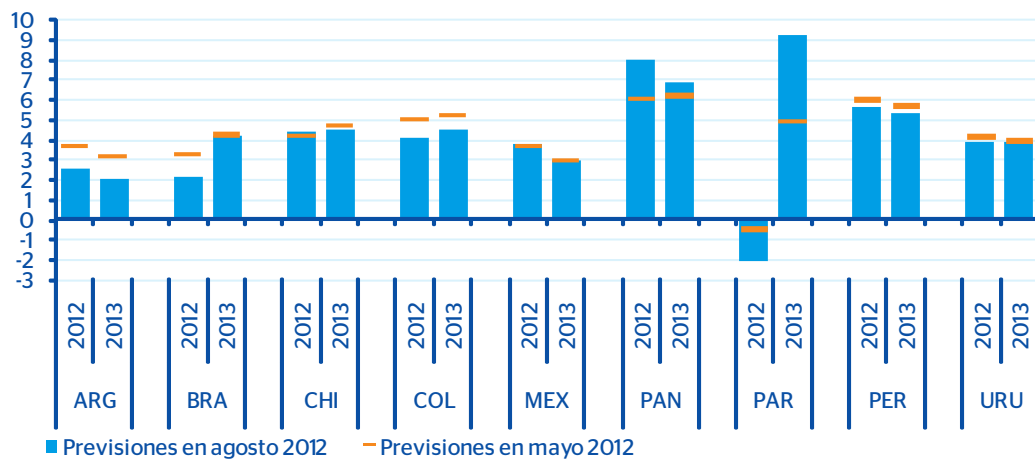
### 3. Resistencia del crecimiento en Latam en un entorno global muy incierto

#### La actividad económica se mantendrá robusta, pero las sorpresas negativas en el primer semestre de 2012 y el incierto entorno exterior moderan nuestras previsiones de crecimiento

Hemos revisado a la baja el crecimiento esperado de América Latina a 3,2% y 3,6% en 2012 y 2013 frente a 3,7% y 3,8% estimado en mayo. El principal determinante de la revisión del crecimiento del PIB para 2012 fueron las sorpresas negativas de actividad observadas en el primer semestre del año, especialmente en Brasil y Argentina. Los dos países representan, conjuntamente, el 48% del PIB de América Latina y, por tanto, la revisión desde el 3,3% hasta el 2,2% en Brasil y desde el 3,7% hasta el 2,5% en Argentina (Gráfico 3) reducen de manera significativa el crecimiento previsto este año para la región.

Gráfico 3

Países Latam: previsiones de crecimiento del PIB, 2012-2013 (%)



Fuente: BBVA Research

Con respecto a 2013, la ligera revisión a la baja está determinada principalmente por las menores perspectivas de crecimiento mundial (véase la sección anterior). Si bien esto nos ha llevado a revisar a la baja las previsiones de la mayoría de los países, permanecen inalteradas las previsiones de crecimiento de México y de Uruguay al tiempo que ajustamos al alza los pronósticos para Paraguay y Panamá debido a factores idiosincráticos.

Tanto estas previsiones de crecimiento, como el resto de las previsiones macroeconómicas presentadas a continuación y que forman nuestro escenario base para la región, están condicionadas a que se tomen las decisiones políticas adecuadas tanto en Europa (reforma institucional que complementa a la unión monetaria) como en Estados Unidos (acuerdo político para evitar la consolidación fiscal automática a inicios de 2013), lo que posibilitaría la recuperación mundial esperada para el próximo año.

#### El crecimiento menor al esperado en el primer semestre de 2012 está más relacionado a factores locales que a los externos

Las sorpresas negativas observadas en lo que va de año - el principal determinante de nuestra revisión a la baja del crecimiento de América Latina en 2012 - se explican por factores internos más que por el entorno internacional. En el caso de Brasil, por ejemplo, la actividad económica se recuperó en lo que va de año a una velocidad muy reducida, inferior a la esperada. Aunque el

impacto de las turbulencias globales haya sido negativo y no despreciable, los principales elementos detrás del bajo desempeño reciente de la economía brasileña son la fatiga de los mercados de crédito y la pérdida de competitividad de su industria. Asimismo, estos elementos son señales del agotamiento del actual modelo de crecimiento brasileño, demasiado centrado en la expansión del crédito y del consumo privado.

Al igual que en Brasil, los factores idiosincráticos han tenido un mayor peso que los externos en las sorpresas negativas observadas –y en las revisiones a la baja de la previsión de crecimiento para este año– en Argentina (reducción de la confianza de los agentes), Paraguay (condiciones meteorológicas) y Colombia (retrasos en la ejecución del gasto público y shock negativo temporal sobre la producción de café y petróleo).

Por otro lado, en Perú, donde el PIB ha crecido ligeramente por debajo de lo esperado en el primer semestre del año, la revisión a la baja del crecimiento esperado en 2012 está más relacionada a la expectativa de un mayor impacto del entorno global sobre la demanda externa e interna.

Por el contrario, en México, Chile y Panamá, la actividad económica sorprendió al alza en la primera mitad del año, justificando así el aumento de las previsiones de PIB para el año en estos tres últimos países y el mantenimiento de las expectativas en el caso mexicano.

En México, tanto el mercado laboral como el de crédito han evolucionado favorablemente, apoyando más de lo esperado a la demanda interna. La sorpresa positiva observada en el primer semestre y una mayor penetración de las exportaciones mexicanas en el mercado estadounidense, compensarían hacia delante el impacto de la moderación del crecimiento en Estados Unidos. Asimismo, el tono relativamente positivo de los datos de México contrasta con el tono negativo de los datos provenientes de Brasil, y alimentan una reversión de las expectativas de los mercados con respecto a estos dos países (véase el recuadro al final de esta sección para un mayor desarrollo de esta comparación entre Brasil y México).

## **A pesar de la preponderancia de los factores locales sobre los globales, las turbulencias en Europa y el menor crecimiento mundial ya impactan, en mayor o menor grado, a todos los países de la región**

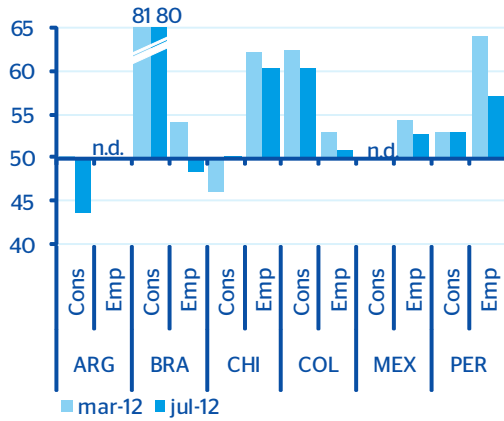
El análisis de los indicadores de confianza locales muestra que la confianza empresarial y la de los consumidores se redujeron en los últimos meses (Gráfico 4) en casi todos los países, destacándose la caída reciente de la confianza de los consumidores en Argentina y de la confianza empresarial en Brasil y Perú. Con todo, también es importante destacar que, en la mayoría de los casos, la confianza se mantiene aún en la zona de expansión (superior a 50 en el gráfico) lo que no sorprende si tomamos en cuenta la resistencia mostrada por la mayor parte de los países de América Latina, con la excepción de Argentina y Brasil.

Aunque hay importantes factores internos que explican estos movimientos, la caída prácticamente generalizada de la confianza en la región sugiere la existencia de un factor común - el entorno internacional - detrás de estas correcciones. El impacto de la crisis en Europa a través de este canal es, sin embargo, acotado hasta el momento.

Los flujos de capital hacia la región también muestran una cierta apatía en los últimos dos o tres meses (Gráfico 5), pero la situación no es de ninguna manera comparable a las fuertes salidas de capital durante la crisis de Lehman Brothers, ni tampoco a las observadas en la segunda mitad del año pasado, durante el recrudescimiento de la crisis en Europa. Además, el desglose de los datos muestra que las salidas de capital se concentran en Brasil, también condicionadas por la debilidad del crecimiento y el fuerte ritmo de reducción de los tipos de interés. Tanto en México, como en el conjunto de los demás países de la región (esencialmente Perú, Colombia y Chile) los flujos se mantienen en territorio positivo.

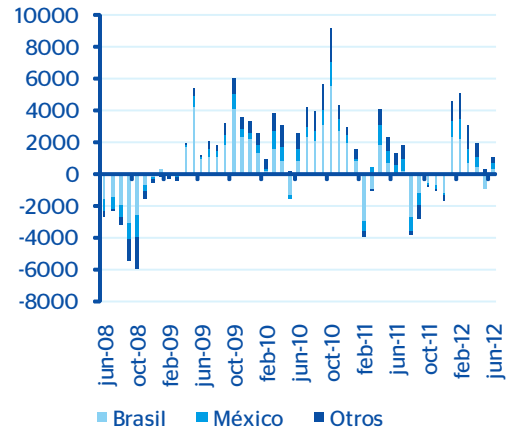


Gráfico 4  
Confiianza de los consumidores (cons) y empresarial (emp) en marzo y julio de 2012



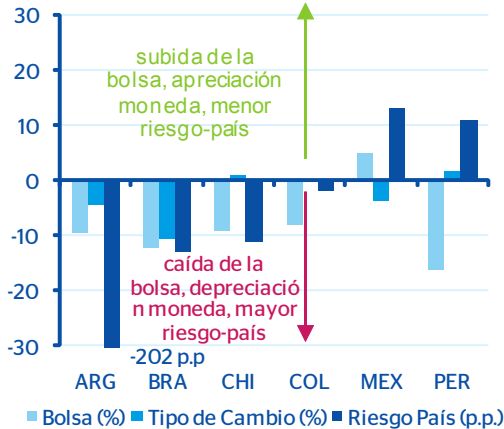
\* Niveles superiores a 50 indican expansión/optimismo e inferiores a 50 indican retracción/pesimismo. Último dato disponible: julio (ARG-Con; BRA-Emp), mayo (CHI-Emp; COL-Emp), junio (todos los otros). Datos para ARG-Emp y MEX-Cons: no disponibles  
Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 5  
Flujos de entradas de capital (renta fija y renta variable). Millones de dólares



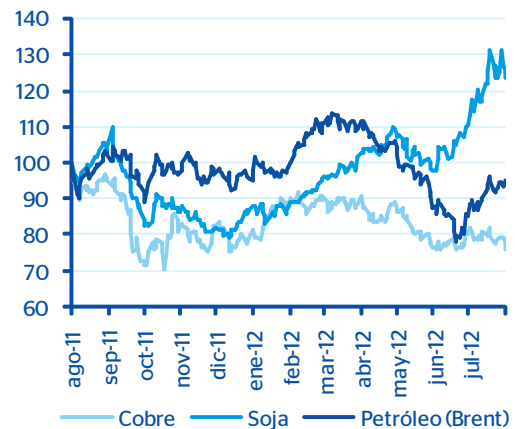
Fuente: EPFR y BBVA Research

Gráfico 6  
Bolsas, tipo de cambio y riesgo-país. Variación marzo-julio 2012



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 7  
Precio de las principales materias primas de exportación (índice enero 2011=100)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Por otro lado, desde finales de marzo, las bolsas y las monedas locales acusan el deterioro del entorno externo. Como ilustra el Gráfico 6, el impacto se ha sentido en todos los países a través de depreciación del tipo de cambio, caídas en las bolsas o aumento del diferencial soberano, aunque con diferente intensidad según los países.

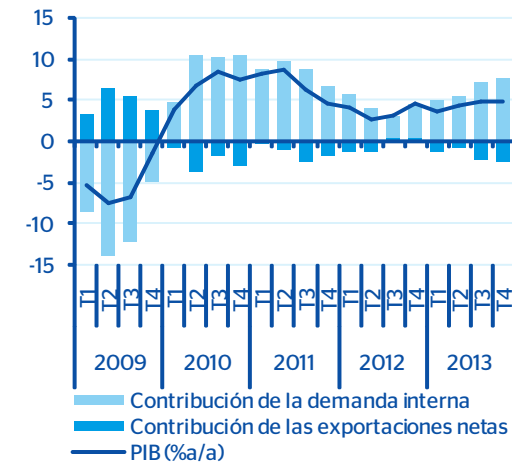
Además del impacto a través de los canales confianza y financiero, la crisis europea también ya está afectando a los países de la región a través del canal comercial, debido a una caída de la demanda externa como a una caída de los términos de intercambio, que en América Latina están muy correlacionados con los precios de las materias primas. Así, desde el final de marzo el precio del petróleo cayó 14% y el del cobre un 10% (Gráfico 7). La principal excepción lo representa el precio de la soja, que aumentó 47% en el período debido a un shock temporal de oferta por la sequía en EEUU.

## La fortaleza de la demanda interna y los precios aún elevados de las materias primas seguirán sosteniendo el crecimiento

Pese al menor crecimiento en los primeros meses del año y al previsible impacto del entorno exterior, el crecimiento se mantiene, en general, en niveles robustos, cerca del 3% interanual en el segundo trimestre del año (Gráfico 8), incluso teniendo en cuenta que Brasil creció por debajo del 1% en el mismo periodo. En la mayoría del resto de países de América Latina el crecimiento se encuentra en niveles cercanos o superiores al 4%.

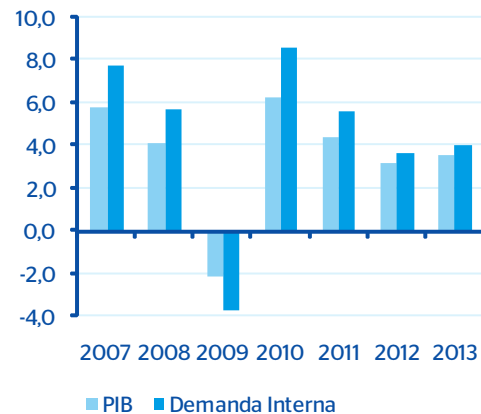
El dinamismo de la actividad se explica por la robustez de la demanda interna que, a su vez, está determinada por la fortaleza de los mercados laboral y de crédito, así como por otros factores de carácter estructural (como el mejor manejo de las políticas sociales, por ejemplo). Incluso en los países que exhibieron un menor dinamismo en los últimos meses hay componentes de la demanda interna que siguen apoyando firmemente a la expansión de la actividad (como es el caso del consumo privado en Brasil).

Gráfico 8  
Latam\*: contribución de la demanda interna y de la demanda externa al crecimiento interanual (pp)



\* Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela  
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 9  
Latam\*: crecimiento del PIB y de la demanda interna (%)



\* Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela  
Fuente: BBVA Research y Haver analytics

En nuestro escenario base, esperamos que la demanda interna en los países de América Latina continúe apoyando al crecimiento en la segunda mitad del año y también en 2013 (Gráfico 8 y 9). Esto también se verá reforzado a través de políticas económicas que, en general, mantendrán su tono expansivo, principalmente en países que tienen espacio y también necesidad de hacerlo, como es el caso de Brasil. En todo caso, en nuestro escenario base no esperamos que sea necesario que todos los países utilicen políticas contracíclicas.

De manera agregada esperamos una suave aceleración de la actividad en los próximos trimestres (véase el Gráfico 8). Esta tendencia está fuertemente influida por las perspectivas de recuperación en Brasil tras prácticamente un año de estancamiento de la actividad económica. En otros países, lo que esperamos es alguna moderación en línea con la desaceleración de la economía global, lo que no es necesariamente una mala noticia ya que en algunos casos el crecimiento se sigue manteniendo por encima de su potencial (como por ejemplo, en Perú y Panamá).

Finalmente, es importante destacar que, a pesar de alguna corrección reciente a la baja, los precios de las materias primas seguirán, de acuerdo con nuestras expectativas, en niveles relativamente elevados y por tanto continuarán apoyando el crecimiento de los países de la región. Esperamos que en 2012 y 2013 los precios del petróleo y de la soja estén, respectivamente, un 6% y un 10% por encima del promedio observado en los dos años anteriores. En el caso del cobre, esperamos que los precios estén un 9% por debajo de los precios de 2010 y 2011, pero todavía muy por encima del promedio histórico.

## Las presiones inflacionarias se han moderado en línea con el tono de la actividad económica. La inflación permanecerá en línea con los objetivos de los bancos centrales

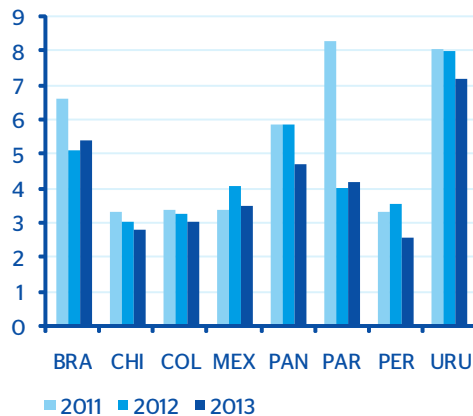
La inflación se ha moderado en la región tanto por una moderación de la actividad económica, como por la reciente caída del precio del petróleo (principalmente en Chile, donde los precios de los combustibles tienen más margen para fluctuar), por los menores precios de los alimentos en los primeros meses del año (principalmente en Chile, pero también en Perú, Colombia y Brasil) y por algunos factores no recurrentes (como los recortes de impuestos en Brasil).

De este modo, la inflación se ha reducido más que lo que anticipábamos hace tres meses y ha provocado revisiones a la baja de nuestras previsiones para la mayoría de los países de la región. Las excepciones son México (donde aumenta la previsión desde el 3,5% hasta el 3,8% debido a shocks en la oferta de alimentos), Panamá y Uruguay.

Sin embargo, tras las revisiones a nuestras previsiones, seguimos contemplando un escenario en el cual la inflación de los países que mantienen un sistema de metas se mantendrá en el rango superior de los objetivos de los bancos centrales (Gráfico 11). Las excepciones son Chile, Colombia y Paraguay donde la inflación se igualaría o se quedaría por debajo de la meta tanto en 2012 como en 2013.

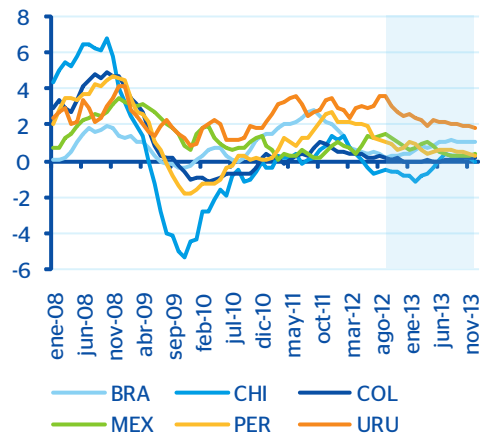
Aunque los riesgos relacionados a la evolución de la situación en Europa imponen un sesgo a la baja sobre nuestras previsiones, el reciente aumento del precio de los alimentos en los mercados mundiales representa un riesgo al alza para la inflación de los países de la región.

Gráfico 10  
Países Latam: Inflación promedio anual (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 11  
Países con objetivos de inflación: diferencia entre la inflación y el objetivo del banco central (pp)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

## La política monetaria va girando cautelosamente hacia un mayor apoyo a la actividad, dada la moderación de la inflación y la mayor incertidumbre con respecto al entorno exterior

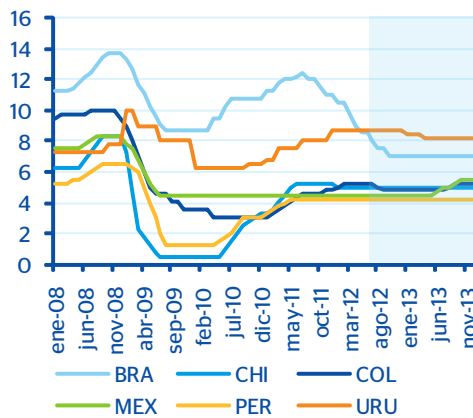
Los Bancos Centrales de los países con un sistema de metas de inflación siguen mostrando cautela ante un entorno donde los riesgos externos se contraponen a una demanda interna todavía fuerte y una inflación que sigue, en general, en la parte superior de sus bandas objetivo. En los últimos meses, sin embargo, los riesgos externos han aumentado, al tiempo que se han reducido las preocupaciones con respecto a un excesivo crecimiento de la demanda interna y las presiones sobre los precios.

La mayoría de los bancos centrales latinoamericanos continúa adoptando una posición de “esperar a ver”, evitando un ajuste de los tipos de política monetaria antes que las señales globales y locales evidencien con claridad su impacto sobre los precios internos. Sin embargo, en línea con los recientes cambios en el entorno macroeconómico, el sesgo de su política monetaria ha empezado a girar hacia un menor sesgo restrictivo y, en algunos países, hacia un claro apoyo al crecimiento. Así, por ejemplo, en el caso de Chile y Perú, se retrasan las primeras subidas de tipos de interés hasta finales de 2013 o inicios de 2014. Incluso en países donde la dinámica inflacionista no ha sido tan positiva como en los dos casos anteriores, se mantendrá un compás de espera. Así, en México, a pesar del aumento de la inflación por shocks de oferta, se mantiene la perspectiva de un ajuste al alza a mediados de 2013 y en Uruguay un recorte al inicio del próximo año.

En Colombia y Brasil las dinámicas (observadas y esperadas) de los tipos de política monetaria también se ajustan a la moderación de la inflación, al menor crecimiento interno y la mayor incertidumbre con respecto al ambiente externo. En concreto, en Colombia los tipos de interés fueron reducidos de manera sorpresiva en 25 puntos-básicos hasta un 5% al final de julio y se espera un recorte adicional antes de fin de año. En Brasil, los tipos SELIC acumulan caídas de 450 puntos-básicos desde agosto de 2011. Se espera un ajuste adicional de 100 puntos en los próximos meses y a partir de entonces el mantenimiento de los tipos de interés en el 7% por un largo período de tiempo.

Gráfico 12

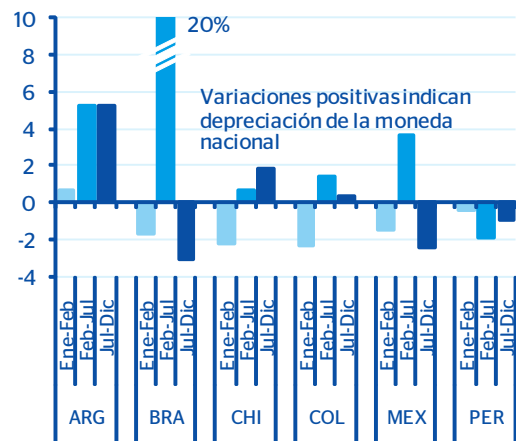
Tipo de interés oficial para países con objetivos de Inflación (%)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 13

Variación del tipo de cambio frente al dólar (%)



Fuente: BBVA Research

## Los tipos de cambio se ajustan por la mayor aversión al riesgo y precios más bajos de las materias primas

Los tipos de cambio se depreciaron a lo largo de los últimos cinco meses en la mayoría de los países de la región, con la excepción de Perú (Gráfico 13). Este movimiento ha estado determinado tanto por el aumento de la aversión al riesgo global, como por la corrección a la baja del precio de las materias primas y ha sido más acentuado en Brasil, Argentina y Uruguay. En los dos primeros, esto está relacionado, además, con la fuerte moderación de la actividad económica, mientras que en Uruguay, es también una reacción a la depreciación de las monedas de sus principales socios de Mercosur.

Hacia delante, se espera que los tipos de cambio en la mayoría de países se mantenga relativamente estable, con una cierta tendencia a la apreciación, en la medida que se vaya recuperando el ritmo de crecimiento (especialmente en Brasil) y, sobre todo, a medida que la disminución de las tensiones

financieras en Europa vaya también moderando la aversión global al riesgo. Por otro lado, el fuerte incremento esperado en el precio de los granos como soja y maíz hasta niveles históricamente elevados supondrá un apoyo adicional a las monedas de los países del Mercosur.

### Los saldos externos y fiscales se mantienen en rangos manejables

En nuestro escenario base para la región, las cuentas externas y fiscales se mantendrán dentro de rangos manejables.

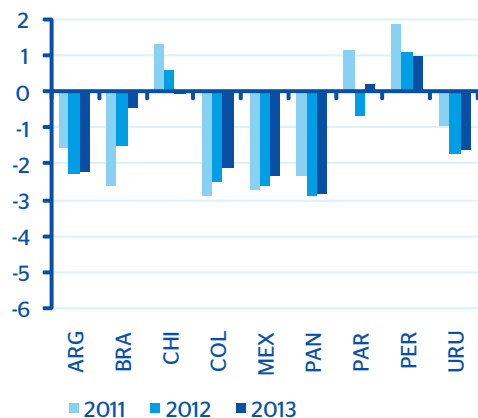
Un entorno de menor crecimiento y precios de materias primas más bajos han motivado un empeoramiento en la previsión de saldos fiscales de la mayoría de los países, debido a menores ingresos públicos. Al mismo tiempo, en algunos países como Argentina y Perú, un mayor impulso fiscal al esperado también contribuye a ese empeoramiento de la previsión. Por otro lado, mejores resultados que los previstos para el primer semestre de 2012 determinan una revisión al alza en la previsión de saldo fiscal en Chile y Colombia (mayor superávit y menor déficit, respectivamente). En el caso de Brasil, la revisión al alza está relacionada al menor gasto en el pago de intereses (un factor que también tiene un impacto no despreciable en las cuentas de Colombia).

En este contexto, Chile y Perú deben continuar exhibiendo un superávit en las cuentas públicas este año y seguir, por tanto, acumulando recursos para afrontar un eventual empeoramiento de sus términos de intercambio. Los demás países deberían registrar déficits inferiores al 3% del PIB en 2012 (Gráfico 14).

Por el lado externo, el impacto de los cambios recientes en el entorno macroeconómico sobre la cuenta corriente ha sido muy pequeño en la mayoría de los países ya que el efecto de menores precios de materias primas será, en gran parte, contrarrestado por una demanda interna ligeramente más débil y también por la depreciación del tipo de cambio, especialmente en el caso de Brasil. En contraste, en Paraguay la caída del precio del petróleo tendrá un impacto positivo sobre la balanza comercial y, junto a una contracción de 1% de la demanda interna y unos precios de la soja muy elevados, determinará una fuerte reducción del déficit externo con respecto a nuestra previsión anterior.

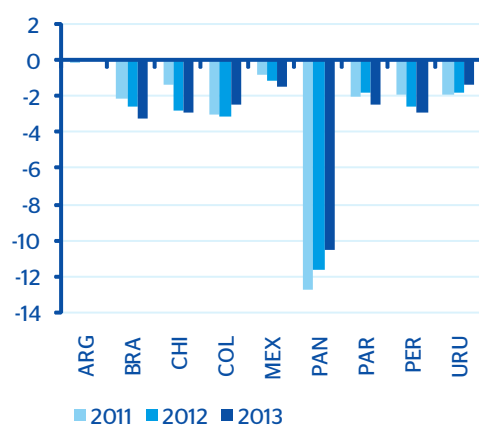
De este modo, esperamos que el déficit por cuenta corriente no supere significativamente el 3% del PIB en los países de la región (Gráfico 15), con la notoria excepción de Panamá, donde el déficit seguirá ajustándose pero permanecerá en 2012 por encima del 10% del PIB debido al impulso temporal de la inversión en infraestructuras y la robustez de la demanda interna. Asimismo, esperamos que Argentina continúe logrando un superávit externo.

Gráfico 14  
Países Latam: saldo público (% PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 15  
Países Latam: cuenta corriente (% PIB)



Fuente: BBVA Research

### Recuadro 1. Brasil y México: Cambio de perspectivas y retos que permanecen

En los últimos trimestres se está registrando un cambio de percepción en las perspectivas de las economías de Brasil y México, reflejado por ejemplo en un consenso de crecimiento en 2012 del 3.8% para México, casi dos puntos más que las vigentes para Brasil. De confirmarse este resultado, 2012 sería el segundo año consecutivo en el que México crecería más que Brasil tras cuatro años en los que la brecha promedio de crecimiento a favor de Brasil fue de 3.5 pp.

Tanto México como Brasil pertenecen al grupo de "EAGLEs"<sup>1</sup>, los países que contribuirán en la próxima década al aumento del PIB mundial más que el promedio de las economías del G7 sin EEUU. La pertenencia a este grupo viene para México más por el tamaño de partida que por un crecimiento que en los últimos años ha resultado más bajo que el de otras economías emergentes y, en particular, el de Brasil, el otro "águila" de Iberoamérica. Brasil tiene un PIB casi 50% mayor que el mexicano y ha crecido en promedio en los últimos 10 años el 3.8%, aproximadamente un punto y medio más que México.

Esa evolución ha coincidido con un cambio global en las fuentes de crecimiento, con una creciente contribución de las economías emergentes asiáticas y latinoamericanas y el estancamiento y la recesión de las más desarrolladas. Ello

ha tenido impactos relevantes en la demanda externa de Brasil y de México considerando su muy distinta exposición a las áreas mencionadas. Así, los principales destinos de exportación de México están en los países desarrollados, con un predominio total de EEUU, donde se destinan aproximadamente el 83% de las ventas al exterior de bienes. Brasil sin embargo destina a EEUU el 12% de sus ventas, mientras que a áreas de elevado dinamismo como China y Asia y el resto de Latinoamérica llegan el 68% de sus ventas (12% en el caso de México). Así, el PIB de las economías cliente de las exportaciones brasileñas ha crecido desde 2003 un 50% y en el caso de los destinos de los productos mexicanos, sólo un 20%.

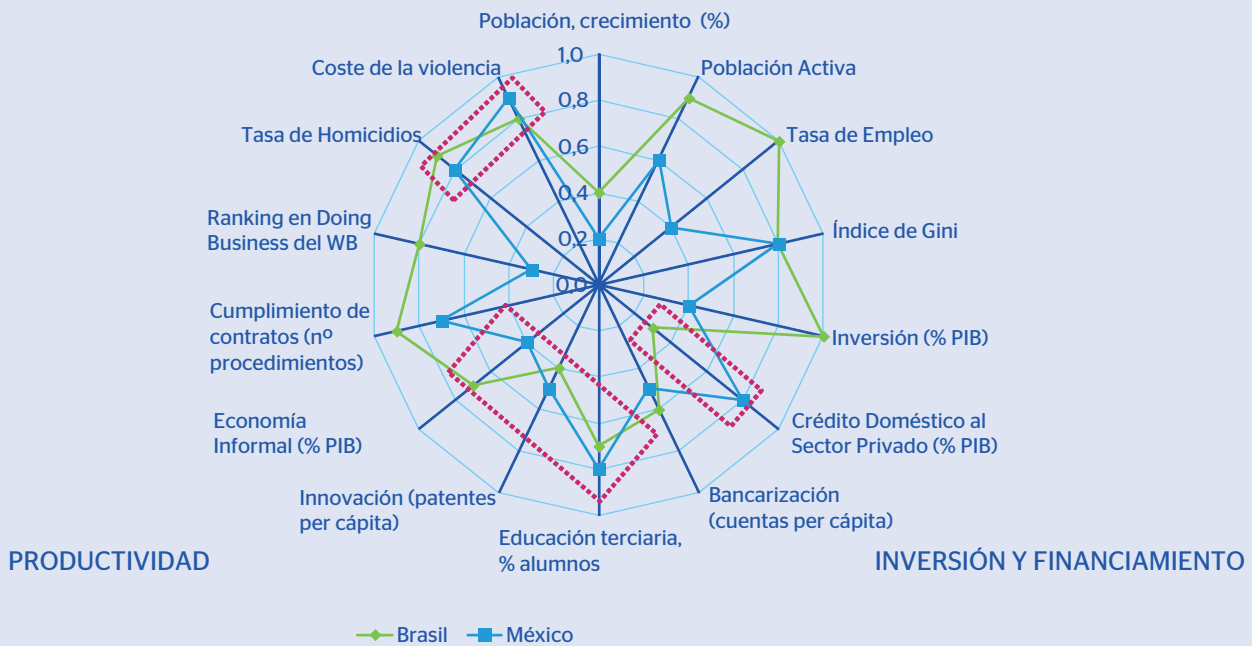
Desde una perspectiva de medio plazo el balance entre ambas economías no refleja un claro dominio de alguna de ellas, con ventajas para cada país en algunos de los factores considerados como más relevantes. Si se considera una economía desde la perspectiva de la oferta, de la capacidad de crecer por la apropiada interacción de factores productivos y eficiencia, se pueden encontrar cuatro grandes elementos a considerar: demografía y mercado laboral, inversión y ahorro, entorno de negocios y, finalmente, productividad (véase el Gráfico 16).

Gráfico 16

#### Brasil y México, radar de vulnerabilidad respecto a economías emergentes

##### ENTORNO DE NEGOCIOS

##### DEMOGRAFÍA Y MERCADO DE TRABAJO



Nota: a menor valor, mejor posición relativa  
Fuente: BBVA Research con datos de FMI, Banco Mundial y ONU

1: Emerging and Growth-Leading Economies.

En lo que se refiere a población y mercado laboral, parece que el bono demográfico es mayor en México que en Brasil, con crecimientos de la población más elevados y participación de la población en el mercado de trabajo también mayor. Llama la atención la baja tasa de empleo de Brasil, medida como porcentaje de ocupados sobre población en edad de trabajar, que según los datos disponibles es del 40%, aproximadamente 20 puntos menos que el promedio del grupo de países considerados.

En inversión y financiamiento bancario contrastan ambas economías con una posición ventajosa para México en el primero y de Brasil en el segundo. En promedio de la última década, México ha tenido un ratio de inversión sobre PIB más de cinco puntos mayor que el de Brasil (24.6% vs 18.0%), aunque sin alcanzar niveles de países que a veces se consideran referencia como Corea del Sur (29.4% en el mismo periodo). Con todo, el nivel de inversión en México es ciertamente apreciable para un país que no tiene la tasa de ahorro doméstico de un emergente asiático ni ha obtenido ahorro del sector externo en magnitud relevante. La tasa de ahorro nacional en México es del 23.6% del PIB frente al 17.3% de Brasil en promedio de 2001 a 2011, lo que supone una clara limitación sin apelación al ahorro externo para al aumento de la inversión. El consumo, tanto del sector público como del sector privado tiene un mayor peso en Brasil, favorecido también por un mayor acceso al crédito bancario, tanto del ofrecido por el sistema bancario privado como por el público. El crédito del sector bancario doméstico supera el 50% del PIB en Brasil, cerca de 30 pp más que en México, con una brecha en el crédito concedido

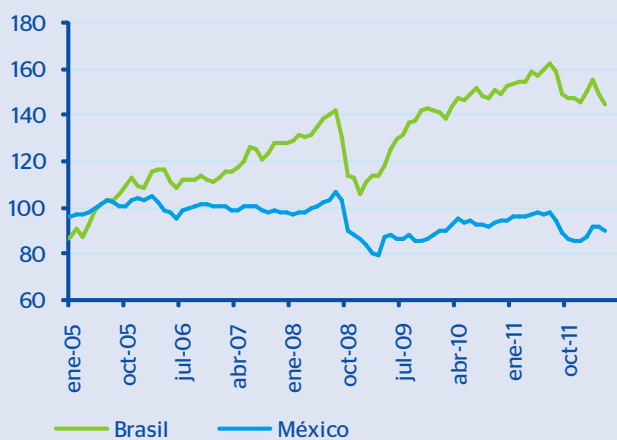
por parte de la banca pública mayor que en el caso de la banca de propiedad privada.

La mejora del entorno de negocios es una asignatura pendiente tanto en Brasil como en México. Aunque México tiene una clara ventaja sobre Brasil con respecto a la facilidad de realizar negocios según el ranking Doing Business del Banco Mundial, el repunte de la violencia supone un elemento de incertidumbre para la economía mexicana.

La clave del crecimiento está en la eficiencia con la que se usan los factores productivos disponibles. En el gráfico del radar, dentro de las variables seleccionadas como representativas de productividad, no existen grandes diferencias entre México y Brasil, excepto en el caso del peso de la informalidad en el PIB. La informalidad es una buena señal de productividad ya que si la actividad escapa mayoritariamente a las regulaciones existentes, fundamentalmente en lo fiscal, favorece el que las unidades económicas no puedan aprovechar economías de escala o acceder al mercado financiero de modo suficiente para mejorar su eficiencia y aumentar su dotación de capital físico y humano. En este sentido, de acuerdo a los datos de la OIT, México tiene un mayor grado de informalidad en el mercado laboral. Sin embargo, de acuerdo a estimaciones sobre el peso del PIB informal sobre el total, parece que el peso es mayor en Brasil que en México. En todo caso, parece que el reto de ambas economías es lograr una reducción de la informalidad para que mejore la principal fuente de crecimiento a largo plazo de la economía, la productividad.

Gráfico 17

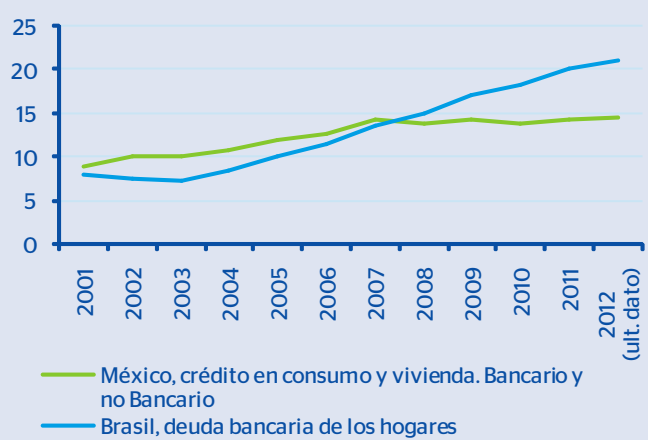
**Competitividad precio, tipo de cambio efectivo real (2005=100)**



Nota: Aumentos del índice señalan apreciación  
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 18

**Endeudamiento de los hogares (% PIB)**



Fuente: BBVA Research con datos de CNBV para México y de BCB para Brasil

La fortaleza de su demanda - no necesariamente de su capacidad de oferta- y el mayor dinamismo de sus socios comerciales han creado mejores perspectivas con respecto a Brasil en los últimos años. Sin embargo, las señales de agotamiento del modelo brasileño, excesivamente centrado en la expansión de la demanda, y las ganancias de competitividad de México con respecto a Brasil están contribuyendo a modificar la visión relativa de las dos economías, a favor de la economía mexicana. De acuerdo con el análisis, parece que ni por demografía y participación laboral ni por ritmo inversor se justifica una mayor capacidad de crecimiento en el medio plazo para Brasil, por lo que los mejores registros alcanzados en el PIB tendrán que ver desde el lado de la oferta con una eficiencia o productividad en la que no parece que haya grandes diferencias entre ambas economías en lo que se refiere a las variables que la pueden aproximar. Desde el lado de la demanda, es el más favorable entorno externo, y un acceso al financiamiento bancario también mayor el que sustenta el mayor crecimiento de Brasil frente a México. Sin embargo, ambos factores no son necesariamente de naturaleza permanente: el dinamismo

de las economías emergentes asiáticas puede frenarse y/o Brasil perder ventajas competitivas en términos de precios; y la disponibilidad de crédito puede ser menos relevante para el crecimiento a partir de cierto nivel de deuda de los agentes económicos.

En efecto, ha habido un cambio reciente de la percepción de los mercados con respecto a los dos países, a favor de México, en línea con la desaceleración china, con la fatiga de los mercados de crédito brasileños y con el impacto negativo que los costes laborales y la apreciación del tipo de cambio tuvieron sobre la industria de Brasil. Estos dos últimos factores contrastan con el reciente dinamismo de los mercados de crédito y las señales de aumento de la competitividad en México. En todo caso, son dos grandes economías, con un buen potencial de crecimiento en los próximos años. Además, las perspectivas en ambos casos seguirán siendo determinadas por su distinta exposición al entorno global y también por su capacidad de adoptar reformas que reduzcan sus vulnerabilidades.



## 4. Latam puede resistir a un shock global, pero el impacto será sustancial

### La región ha dado pasos importantes en la reducción de sus vulnerabilidades y en mejorar la reputación de sus políticas económicas

Resulta indudable que América Latina se ha distanciado mucho del pasado de políticas heterodoxas de los años 70 y 80 y que ha disminuido sustancialmente su vulnerabilidad en comparación con su situación hace 30 o 40 años. Una prueba de eso es el comportamiento diferencial de la región durante la gran recesión de 2008-9. A diferencia de otras crisis globales como las de 1981, 1998 o 2001, durante la crisis de 2008 América Latina siguió recortando la brecha de renta per cápita con los países desarrollados —un proceso que se inició con fuerza hace una década— y los pronósticos apuntan a que lo seguirá haciendo en los próximos años. Este ha sido un cambio muy significativo para la región.

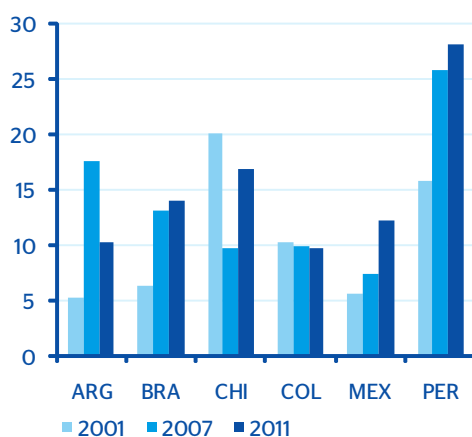
Tomada en su conjunto, la región continúa mostrando mejoras en sus indicadores de vulnerabilidad. Las reservas internacionales han continuado aumentando en la mayoría de países de la región (Gráfico 19), al tiempo que la vulnerabilidad fiscal y externa se mantienen acotada en niveles relativamente bajos.

En el área fiscal, los déficits se mantienen en niveles manejables y la deuda pública ha ido disminuyendo como porcentaje del PIB en la mayoría de países (Gráfico 20), si bien en algunos países los diferenciales entre tipos de interés y crecimiento del PIB pueden representar un reto importante en términos de dinámicas de deuda a futuro.

La vulnerabilidad externa también está relativamente acotada, pues si bien los saldos por cuenta corriente se encuentran por encima del promedio para las principales regiones emergentes, los bajos niveles de deuda externa (tanto en relación al PIB como en relación a las exportaciones) proveen de cierto margen para afrontar una parada súbita de los flujos de entrada de capitales.

Gráfico 19

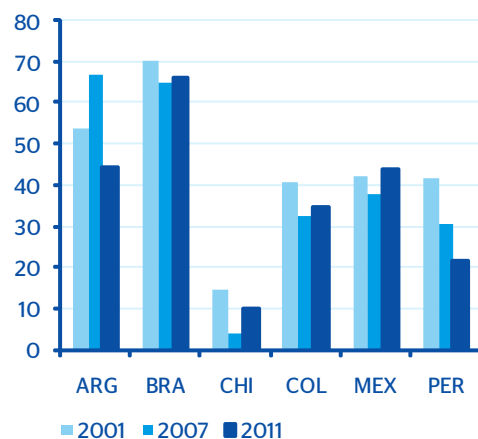
Países Latam: reservas internacionales (% PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 20

Países Latam: deuda pública bruta (% PIB)



Fuente: BBVA Research y FMI

Con todo, es importante recordar que los buenos indicadores fiscales y externos dependen en gran medida del precio elevado de las materias primas de exportación y se producen en un contexto de condiciones de financiación exterior relativamente favorables por las políticas acomodaticias de los bancos centrales en las economías desarrolladas. Esto no hace sino resaltar la importancia que

también han tenido las políticas macroeconómicas prudentes implementadas por la mayoría de gobiernos de la región desde hace dos décadas, lo que ha permitido reducir la volatilidad cíclica y mejorar la capacidad de respuesta contracíclica de la política monetaria y fiscal, como se demostró durante la crisis global de 2008-2009. La buena reputación de las autoridades económicas en la mayoría de países de la región se ha mostrado como un arma adicional dentro de la capacidad de los países para enfrentar *shocks* exteriores.

### En el contexto actual, la región puede sufrir los efectos de un shock exterior proveniente de los países desarrollados

Nos encontramos en un contexto internacional en el cual existe la posibilidad de una recaída por parte de las principales economías desarrolladas, si no se llega a un acuerdo en Europa para el rediseño de las instituciones económicas que deben acompañar a la unión monetaria.

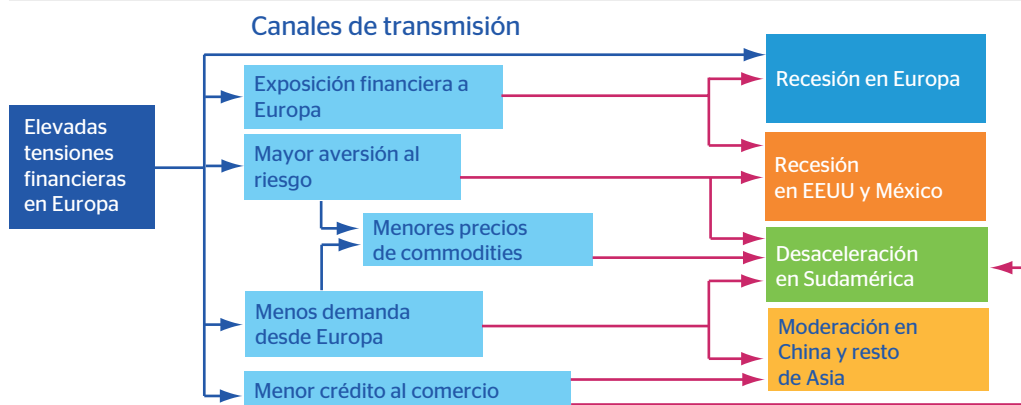
Por otro lado, EEUU representa un socio comercial muy importante para la región, especialmente para México. Los riesgos en EEUU se centran sobre todo en el carácter inherentemente frágil de la recuperación y la posibilidad de una brusca contracción fiscal en 2013 si no se llega a un acuerdo político para suavizar ese ajuste, algo dificultado por el contexto de las elecciones presidenciales de noviembre.

En ambos casos, nuestro escenario central supone que se alcanzan los acuerdos políticos necesarios para reducir gradualmente las tensiones en Europa y para evitar un fuerte ajuste fiscal en EEUU a inicios del próximo año. Sin embargo, ambos elementos, y especialmente Europa, representan el principal factor de riesgo global y para la región.

¿Cuál sería el impacto sobre la región de un brusco empeoramiento de las tensiones en Europa y un fuerte ajuste fiscal automático en EEUU? Este empeoramiento en Europa podría sobrevenir, por ejemplo, por una salida desordenada de algún país de la unión monetaria o por una intervención fallida del mecanismo de estabilidad europeo (ESM) en los mercados de deuda de España o Italia. En ese caso, se produciría un fuerte aumento de los diferenciales soberanos en los países periféricos y terminaría de cerrarse por completo los mercados para ellos. Como consecuencia, algunos países vulnerables al contagio podrían enfrentarse a una crisis de liquidez derivada de la salida de los depósitos de los bancos y a una fuerte restricción de crédito (*credit crunch*) en la Europa periférica, con contagio a los países centrales europeos a través de exposiciones de los bancos y el riesgo de contrapartida. Este escenario generaría un efecto negativo muy fuerte sobre la actividad, y, en este sentido, la zona euro en su conjunto volvería a caer en una fuerte recesión, similar a la sufrida después de la quiebra de Lehman Brothers.

Gráfico 21

**Canales de transmisión e impacto de un recrudecimiento de la crisis en Europa**



Fuente: BBVA Research

Es muy probable que el alto impacto de este escenario tenga efectos mundiales en cadena. El contagio fuera de la zona euro se produciría a través de cinco canales principales. (Gráfico 21). En primer lugar, la reducción de la demanda externa sería muy relevante para los países cercanos a Europa (Europa del Este, Norte de África y Medio Oriente). En segundo lugar, el aumento de la aversión al riesgo reduce la demanda de activos de riesgo, con efectos negativos para los activos de los hogares en EE.UU. y una menor confianza en los hogares y las empresas, lo que reduce la demanda del sector privado. Al mismo tiempo, el aumento de la aversión al riesgo y la huida hacia la calidad reducirían los flujos de capital hacia las economías emergentes, con efectos significativos en aquellos países que sean más vulnerables a las reversiones de los flujos de capital o con amplios déficit por cuenta corriente. En tercer lugar, tanto la menor demanda europea como la mayor aversión al riesgo reducirían los precios de las materias primas, tanto por fundamentales como por la reducción de la demanda en su condición de activo de riesgo. En cuarto lugar, la exposición al sector financiero en Europa (especialmente a los grandes bancos en los países centrales) reduciría la oferta de liquidez de los fondos de inversión del mercado monetario, lo que afectaría también a instituciones estadounidenses financiadas en ese segmento del mercado. Por último, un contexto de fuertes restricciones financieras internacionales terminaría afectando sensiblemente la financiación al comercio internacional, lo que actuaría de efecto multiplicador de la caída de demanda por exportaciones.

En su conjunto, Asia emergente resistiría dados sus fuertes fundamentales subyacentes y el espacio de política para compensar pérdidas de demanda externa y la reducción de la inversión privada debido a la incertidumbre, aunque algunas de las economías más pequeñas y más orientadas a la exportación podrían ver un crecimiento mucho más bajo. Sin embargo, en las economías desarrolladas, el margen para la respuesta de política es muy limitado para compensar los efectos negativos de un escenario de ese tipo.

EE.UU. se enfrentaría a una fuerte desaceleración del PIB, y se correría el riesgo de que se produjera la contracción fiscal automática aprobada para inicios de 2013, agravando el impacto sobre el crecimiento en ese país, que entraría en recesión, arrastrando también a los países que están más ligados a su ciclo como el caso de México.

América del Sur se vería afectada principalmente a través de tres de los cinco canales mencionados anteriormente. En primer lugar, el sustancial aumento de la aversión global al riesgo se reflejaría en una elevación de la prima de riesgo local, incrementando los costes de financiación, disminuyendo los flujos de entrada de capitales, y generando presiones a la depreciación de las monedas locales. En segundo lugar, disminuirían los precios de las materias primas y la demanda externa, también en socios comerciales importantes de la región como en EEUU y, en menor medida, en China. Finalmente, habría un retroceso mayor de la confianza de empresarios y consumidores al observado hasta ahora, con un fuerte impacto en la inversión privada, el componente que ya se vio más afectado durante la crisis de 2008-2009.

## Existen elementos que permitirían suavizar los efectos de un shock exterior

Si bien un shock externo de esta magnitud tendrá localmente impactos negativos, hay elementos que sugieren que la resistencia de la región podría ser relativamente buena.

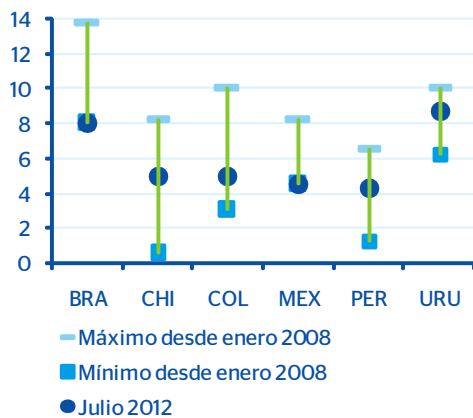
Por el lado positivo, la situación financiera de la mayoría de países de la región es sólida. Como se mencionó anteriormente, las reservas internacionales han continuado aumentando desde 2008, los saldos fiscales han mejorado en la mayoría de países después de los impulsos implementados en 2008-9 y el mantenimiento de tipos de cambio flexibles en la mayoría de países representa un primer amortiguador frente a shocks externos. Además, las autoridades económicas (bancos centrales y gobiernos) cuentan con la experiencia de la crisis del 2008 para afinar mejor las políticas contracíclicas y con la credibilidad que han ganado en los últimos años manteniendo políticas prudentes. Esto se ha reflejado en un mantenimiento o mejora de las calificaciones de riesgo, que en la mayoría de los casos sigue ostentando el grado de inversión.

Al mismo tiempo, un importante factor diferencial respecto al pasado en la mayor parte de países de la región es la solidez de la banca local, tanto en términos de su exposición al financiamiento externo de corto plazo como de la supervisión de los riesgos a los que en general está expuesta. En la crisis de 1998 fue la banca la que amplificó el shock externo, algo que no ocurrió en 2008-9 y que probablemente tampoco ocurra ahora si las condiciones externas se deterioran más. En particular, en América Latina los bancos con capital extranjero siguen en su mayoría un modelo de gestión descentralizada de capital y liquidez, con financiamiento propio en el mercado local, para el cual no dependen de la matriz. Esta autonomía en el financiamiento tiene la ventaja de actuar de cortafuego natural y reducir la probabilidad de contagio en episodios de turbulencia.

### Pero también existen signos de un menor dinamismo de la demanda, al tiempo que el espacio para las políticas contracíclicas es ahora más reducido que tras la quiebra de Lehman Brothers

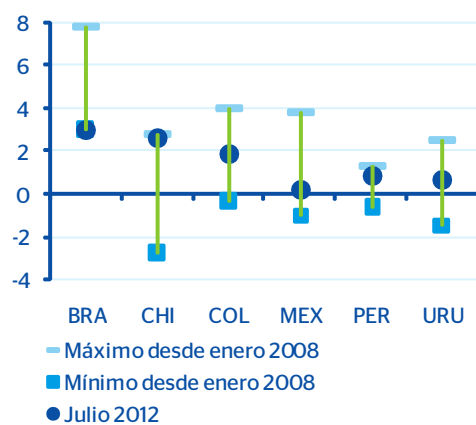
Sin embargo, es necesario también tener en cuenta que en muchos países de la región los márgenes para las políticas contracíclicas son menores que en 2008. En casi todos los casos, el espacio para la reducción de los tipos de interés oficiales (nominales y reales) es menor que en los meses previos a la caída de Lehman Brothers y, en algunos casos, como Brasil, los tipos de interés se han reducido incluso por debajo de los niveles alcanzados entonces (Gráficos 23 y 24). Pero quizás donde menos se ha avanzado en recuperar la capacidad de amortiguar shocks externos es en el frente fiscal donde los déficits y el gasto público se mantendrán este año en niveles manejables, pero aún por encima de los observados inmediatamente antes de la crisis de 2008.

Gráfico 22  
Tipos de interés oficiales actuales frente al rango histórico desde enero de 2008 (pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 23  
Tipos de interés reales\* actuales frente al rango histórico desde enero de 2008 (pp)



\* Tipos de interés nominales menos inflación observada.  
Fuente: BBVA Research

Además, como mencionamos anteriormente, los últimos datos conocidos de actividad apuntan a una desaceleración más intensa de la esperada en el primer semestre del año en la mayoría de países, al tiempo que los indicadores de confianza muestran una moderación significativa en los últimos tres meses. Esto ha sido el resultado de un entorno exterior más incierto, a raíz del aumento de tensiones en Europa, pero también es cierto que el descenso de los indicadores de confianza, en muchos casos atribuible a factores internos, augura una desaceleración de la demanda interna, que ha sido el pilar del crecimiento en la región en los últimos años.

## Con todo, América Latina está preparada para soportar una nueva crisis global que, sin embargo, tendría un impacto considerable en el crecimiento

En conclusión, si bien un agravamiento de las condiciones externas tendrá impactos que pueden llegar a ser importantes para la economía de la región, no llegará a ser una crisis como en episodios anteriores de contagio desde las economías desarrolladas.

El impacto sobre la región en su conjunto sería manejable. Habría una fuerte desaceleración del crecimiento en 2013, con una rápida recuperación al potencial en un periodo relativamente corto de tiempo. Los mejor preparados serían Perú y Chile con mayor margen de maniobra fiscal y monetario, y los que menos, aquellos países con menos acceso a los mercados internacionales para poder amortiguar la caída de precios de las materias primas y con menor espacio de maniobra para utilizar políticas contracíclicas.

También en parte, el carácter menos sorpresivo que el shock que representó la quiebra de Lehman Brothers haría que los efectos de una nueva crisis en Europa fueran menores sobre la región que los experimentados en 2008-2009. Es cierto que la desaceleración sería intensa, pero la región en su conjunto debería poder evitar tasas negativas de crecimiento.

En todo caso, el riesgo principal lo constituye la posible complacencia de las autoridades ante unas favorables condiciones de financiación exterior y unos términos de intercambio elevados actualmente. Los riesgos externos son considerables y, por tanto, es necesario que las autoridades mantengan a la región avanzando a una velocidad prudente.

## Otros riesgos externos pueden provenir de una brusca corrección del crecimiento en China, pero tienen una probabilidad muy moderada

Existen otros riesgos externos además del recrudescimiento de la crisis en Europa y la fuerte contracción fiscal en EEUU, aunque con una probabilidad mucho más moderada.

El primero de esos riesgos exteriores adicionales lo constituye el agudizamiento del aumento del precio de los alimentos. Este es un shock determinado principalmente por fenómenos climatológicos (sequía en EEUU), lo que necesariamente lo convierte en una perturbación, en principio, de carácter temporal. Pero en algunas de las economías con mayor exposición al aumento de precio de los alimentos este shock puede evitar que los bancos centrales sigan girando en su apoyo al crecimiento, recelosos de que este incremento de precios pueda trasladarse a efectos de segunda ronda sobre el resto de precios y salarios. Al mismo tiempo, no hay que olvidar que un fuerte incremento del precio de los alimentos representa una significativa reducción de la renta disponible en muchas economías de América Latina.

Por último, la dependencia de los altos precios de las materias primas por parte de Sudamérica la vuelve muy vulnerable a una brusca corrección del crecimiento en China. En nuestro escenario central no esperamos que el crecimiento en China se desacelere más de lo observado hasta el primer trimestre de este año. Con todo, los riesgos están sesgados a la baja por la incertidumbre proveniente de Europa, aunque el espacio para políticas de estímulo debería mantener tasas de crecimiento superiores al 7% anual incluso en los escenarios de mayores tensiones.

## 5. Tablas

Tabla 1  
PIB (% a/a)

	2010	2011	2012*	2013*
Argentina	8,2	8,9	2,5	2,0
Brasil	7,6	2,7	2,2	4,2
Chile	6,1	6,0	4,4	4,5
Colombia	4,0	5,9	4,1	4,4
México	5,6	3,9	3,7	3,0
Panamá	7,6	10,6	8,0	6,8
Paraguay	13,1	4,4	-2,1	9,2
Perú	8,8	6,9	5,6	5,3
Uruguay	8,9	5,7	3,8	3,9
<b>América Latina</b>	<b>6,3</b>	<b>4,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>

\*Previsiones. Fecha cierre: 3 de agosto de 2012  
Fuente: BBVA Research

Tabla 2  
Inflación (% a/a, promedio)

	2010	2011	2012*	2013*
Brasil	5,0	6,6	5,1	5,4
Chile	1,4	3,3	3,0	2,8
Colombia	2,3	3,4	3,3	3,0
México	4,2	3,4	4,1	3,5
Panamá	3,5	5,9	5,9	4,7
Paraguay	4,6	8,3	4,0	4,2
Perú	1,5	3,4	3,6	2,6
Uruguay	6,7	8,1	8,0	7,2
<b>América Latina</b>	<b>6,4</b>	<b>6,9</b>	<b>6,1</b>	<b>6,6</b>

\*Previsiones. Fecha cierre: 3 de agosto de 2012  
Fuente: BBVA Research

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

	2010	2011	2012*	2013*
Argentina	3,91	4,13	4,54	5,27
Brasil	1,75	1,68	1,94	1,97
Chile	510	484	493	502
Colombia	1.899	1.848	1.782	1.760
México	12,67	12,48	13,30	12,62
Panamá	1,00	1,00	1,00	1,00
Paraguay	4.734	4.188	4.411	4.590
Perú	2,83	2,75	2,65	2,57
Uruguay	20,0	19,3	20,6	21,4

\*Previsiones. Fecha cierre: 3 de agosto de 2012  
Fuente: BBVA Research

Tabla 4

**Tipos de interés (% promedio)**

	2010	2011	2012*	2013*
Argentina	10,11	13,34	13,34	13,54
Brasil	10,00	11,71	8,40	7,00
Chile	1,54	4,75	5,00	5,00
Colombia	3,13	4,10	5,00	4,94
México	4,50	4,50	4,50	4,92
Panamá	2,69	1,86	1,53	1,94
Paraguay	1,46	8,49	6,33	7,13
Perú	2,06	4,04	4,25	4,25
Uruguay	6,31	7,69	8,75	8,31

\*Previsiones. Fecha cierre: 3 de agosto de 2012  
Fuente: BBVA Researchs

Tabla 5

**Cuenta Corriente (% PIB)**

	2010	2011	2012*	2013*
Argentina	0,8	0,0	0,1	0,0
Brasil	-2,2	-2,1	-2,6	-3,2
Chile	1,5	-1,3	-2,8	-2,9
Colombia	-3,1	-3,0	-3,0	-2,4
México	-0,3	-0,8	-1,1	-1,4
Panamá	-10,8	-12,7	-11,6	-10,5
Paraguay	-3,7	-2,0	-1,8	-2,4
Perú	-2,5	-1,9	-2,5	-2,8
Uruguay	-1,1	-1,9	-1,8	-1,3
<b>América Latina</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,8</b>

\*Previsiones. Fecha cierre: 3 de agosto de 2012  
Fuente: BBVA Research

Tabla 6

**Balance Fiscal (% PIB)**

	2010	2011	2012*	2013*
Argentina	0,2	-1,5	-2,3	-1,8
Brasil	-2,5	-2,6	-1,5	-0,5
Chile	-0,4	1,3	0,6	-0,1
Colombia	-3,9	-2,9	-2,5	-2,1
México	-3,5	-2,7	-2,6	-2,3
Panamá	-1,9	-2,3	-2,9	-2,8
Paraguay	1,4	1,2	-0,6	0,2
Perú	-0,3	1,9	1,1	1,0
Uruguay	-1,1	-0,9	-1,7	-1,6
<b>América Latina</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,4</b>

\*Previsiones. Fecha cierre: 3 de agosto de 2012  
Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



**Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Coordinación Latam:***Economista Jefe***Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com**Enestor Dos Santos**  
enestor.dossantos@bbva.com  
+34 639 82 72 11**Miguel Poblete**  
miguel.poblete.contractor@bbva.com  
+56 2 9391198Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.comChile  
**Alejandro Puente**  
apuente@bbva.comColombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.comPerú  
**Hugo Perea**  
hperea@bbva.comVenezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo.lopez@bbva.com**BBVA Research***Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación Latam

**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

Chile

**Alejandro Puente**  
apuente@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

Venezuela

**Oswaldo López**  
oswaldo.lopez@bbva.com

México

**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

**Julián Cubero (i)**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com*Áreas Globales:*

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

**Javier Serna**

javier.serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**

luisen.rodriguez@grupobbva.com

**Interesados dirigirse a:****BBVA Research**Paseo Castellana, 81 - 7ª planta  
28046 Madrid (España)  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
www.bbvaresearch.com