

Situación Latinoamérica

Tercer Trimestre 2010

Análisis Económico

- Las principales economías de América Latina aceleran su crecimiento más allá de lo esperado. Revisamos previsión de crecimiento de la región en su conjunto desde 4,6% a 5,2% en 2010.
- La demanda interna es el motor de la recuperación, apoyada por la recuperación de la confianza, políticas fiscales y monetarias todavía expansivas, y sostenida por altos precios de materias primas.
- El impulso de crecimiento continúa en 2011 y 2012, cuando la región crece a un ritmo del orden de 4,5% anual, cercano a su potencial.
- Los bancos centrales están reaccionando con prontitud para prevenir posibles brotes inflacionarios, pero enfrentan una difícil tarea por la asimetría con el ciclo de los países desarrollados.
- El contagio de las turbulencias europeas fue limitado y transitorio. Hoy las primas de riesgo, precios de materias primas y precios de acciones se encuentran a niveles iguales o mejores que a inicios de año.
- La región está recibiendo fuertes flujos de capital, con un peso fuerte de la IED que llega atraída por mejor clima de receptividad y altos precios de materias primas.
- Presiones apreciatorias de las monedas están forzando a los bancos centrales a intervenir y podrían eventualmente complicar la tarea de prevenir alzas de la inflación. A mediano plazo esto podría llevar a revisar el aporte de las políticas fiscales.
- El diseño de políticas económicas se ve complicado además porque aún no se disipan los riesgos de un aumento de la aversión al riesgo global, lo que podría significar una amenaza importante a la recuperación de la región.

Índice

1. Revaluación de las perspectivas de la economía global.....	3
2. Leve contagio a “infección europea”	5
3. Fortaleza de la demanda interna impulsa una revisión al alza de las previsiones	7
4. El crédito acompaña la recuperación	9
5. Dilemas de política económica	10
6. Tablas	11

Fecha de cierre: 30 de julio de 2010

1. Revaluación de las perspectivas de la economía global

Los efectos del ajuste fiscal sobre el crecimiento de Europa serán menores de lo que suele suponerse. Las repercusiones positivas sobre la credibilidad casi compensarán los efectos negativos de la reducción de la demanda pública. Por el contrario, los riesgos a medio plazo derivados de situaciones fiscales insostenibles en otras regiones desarrolladas posiblemente se estén subestimando

Uno de los canales más importantes a través de los cuales la crisis fiscal ha afectado a la economía europea ha sido la pérdida de confianza, y un requisito *sine qua non* para restablecerla es la prudencia fiscal. Los planes de consolidación de Europa se están implementando con arreglo a un calendario presentado a la CE a principios de 2010. La consolidación fiscal europea tiene que centrarse en el aspecto estructural, pero un factor positivo es que el ajuste es rápido y está orientado a reducir el gasto, lo que mejorará la confianza y prácticamente contrarrestará los efectos negativos sobre el crecimiento derivados de la reducción de la demanda pública. Así pues, mientras se persista en la consolidación fiscal, las repercusiones sobre la actividad económica europea serán limitadas y transitorias. Por otra parte, otras economías avanzadas en las que los estímulos fiscales han sido sustanciales y cuyos niveles de endeudamiento crecieron a igual ritmo que el europeo, se muestran relativamente lentas en hacer frente a la obligación de reducir sus déficits y, al menos, estabilizar los niveles de su deuda. Existe un riesgo a medio plazo que se está subestimando, ya que la experiencia demuestra que los efectos de una política fiscal laxa sobre los tipos de interés son altamente no lineales, existiendo el riesgo de un súbito incremento de los tipos a largo plazo y de un desplazamiento de la demanda privada, exactamente el efecto opuesto que pretenden los paquetes de estímulos fiscales.

El principal riesgo para las perspectivas globales todavía procede de los mercados financieros. Las pruebas de solvencia han tenido repercusiones positivas, aunque asimétricas en Europa. Si bien se han reducido los riesgos, las posibilidades de un retroceso siguen siendo significativas

Los riesgos financieros, derivados de los problemas de la deuda soberana, formaron un círculo vicioso que acabó aumentando el riesgo de mercado y absorbiendo la liquidez, en especial en Europa. No obstante, el fuerte aumento de las tensiones financieras en Europa durante el segundo trimestre está empezando a mermar (véase el Gráfico 1). La publicación de los resultados de las pruebas de solvencia de Europa (stress test) ha tenido el efecto positivo de bajar las tensiones, aunque se ha observado una clara diferenciación entre los países. En particular, pueden obrar como un potente impulso para disipar la incertidumbre sobre el sistema financiero español, ya que la implementación de las pruebas ha sido rigurosa y sus resultados, muy informativos, parecen creíbles. Indudablemente, los riesgos para Europa y para la economía mundial procedentes de los mercados financieros siguen siendo el principal motivo de preocupación.

Creciente divergencia en las estrategias de políticas monetaria. El incremento de la incertidumbre llevará a la Fed y al BCE a retrasar el retiro de los estímulos monetarios. Por contraposición, en gran parte de Asia y en América Latina ya ha comenzado el alza de tipos

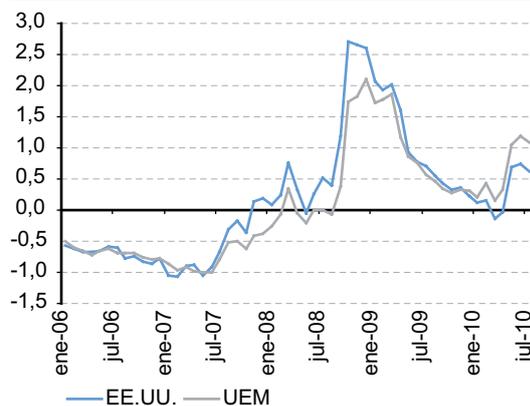
Las tensiones financieras de Europa y la incertidumbre con respecto al ritmo de recuperación de EE.UU. obligarán a los bancos centrales de ambas regiones a retrasar sus primeros aumentos de tipos de interés, así como a mantener tipos de referencia muy bajos durante un período prolongado. Las presiones inflacionarias en ambas áreas seguirán controladas, lo que les permitirá mantener políticas monetarias flexibles. No obstante, una recuperación más rápida en EE.UU. llevará a una salida de la política monetaria antes que en Europa, y ambos factores pesarán sobre el euro. Aunque los dos bancos centrales demorarán los ajustes monetarios, la manera de comunicar y de evaluar los riesgos sigue diferenciando a ambas instituciones, lo que limita la relativa capacidad de reacción del BCE, en especial a los riesgos deflacionarios. Por otra parte, en las economías emergentes ya han comenzado las alzas de tipos de referencia, tras la pausa (en especial en Asia) que provocó la crisis de la deuda europea. Esto contribuirá a reducir las presiones inflacionarias en Asia —donde habían comenzado a dispararse— e impedirá que se produzcan posibles presiones en Sudamérica más avanzado el año. Una importante excepción es el Banco de México, que posiblemente mantendrá los tipos de interés hasta después del segundo trimestre de 2011.

La economía mundial marcha hacia una desaceleración suave y diferenciada. Esta situación será conveniente para China y el resto de los países emergentes de Asia, ya que se producirá una convergencia del crecimiento hacia tasas más sostenibles. No obstante, la demanda privada estadounidense seguirá siendo frágil sin apoyo oficial, en tanto que en Europa la confianza se verá negativamente afectada por las consecuencias de la crisis financiera

Los ecos de la crisis financiera europea en otras regiones geográficas han sido relativamente limitados. No obstante, en los próximos tiempos la economía global se desacelerará (véase el Gráfico 2). La gravedad de las tensiones financieras europeas afectará a la confianza y reducirá el crecimiento en el segundo semestre de 2010 y a principios de 2011. Además, la demanda externa no será tan sólida como lo fue el primer semestre, aunque aportará cierto apoyo a la actividad económica. En EE.UU. es probable que la recuperación pierda impulso como resultado de la situación en los mercados de trabajo y de la vivienda. Esto muestra los límites de la demanda privada como motor autónomo del crecimiento. En China, la desaceleración del crecimiento del PIB en el segundo trimestre y algunos indicadores de moderación de la actividad demuestran que las medidas de ajuste de las autoridades están siendo eficaces para dirigir la economía hacia tasas de crecimiento más sostenibles. La economía también se desacelerará en América Latina durante 2011, aunque manteniendo altos índices de crecimiento. Por consiguiente, las divergencias seguirán ampliándose entre las economías avanzadas y emergentes, y también dentro de cada uno de estos grupos.

Gráfico 1

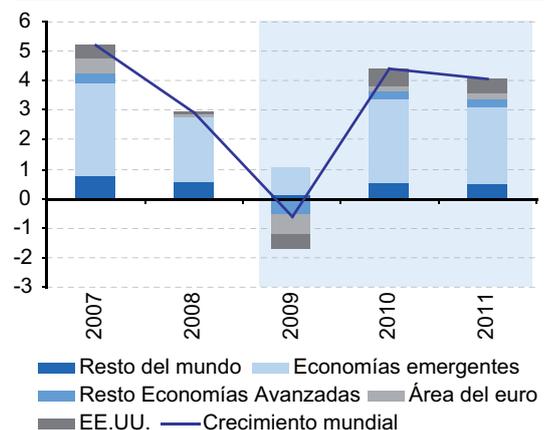
Índice de tensiones financieras*



* Indicador compuesto de tensiones financieras en tres mercados de crédito (soberano, corporativo y financiero), restricciones de liquidez y volatilidad de los tipos de interés, tipos de cambio y mercados de renta variable
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Aportaciones al crecimiento del PIB mundial



Fuente: BBVA Research y FMI

Aunque se han tomado algunas medidas en la dirección correcta, de cara al futuro sigue pendiente el necesario reequilibrio global de la demanda y la reducción de los desequilibrios globales

Continúa el reequilibrio de la economía china hacia un aumento de la demanda interna (especialmente el consumo), y la reciente prórroga de las medidas de flexibilidad monetaria podría ser de ayuda. No obstante son necesarias más reformas para aumentar el peso del consumo. También otras economías avanzadas con superávit deben implementar reformas para aumentar la demanda interna, notablemente en el sector servicios. Por otra parte, EE.UU. y otros países con importantes necesidades de financiación externa deberán pasar desde un modelo basado en el consumo a otro fundamentado en las inversiones, en especial en los sectores transables. La reciente crisis financiera ha mostrado los límites de la financiación exterior del crecimiento. Las economías con altas necesidades de financiación externa son muy vulnerables al recrudescimiento de las tensiones financieras internacionales, y las recientes y súbitas fluctuaciones de los tipos de cambio pueden minar la estabilidad financiera mundial.

2. Leve contagio a “infección europea”

El segundo trimestre del año estuvo marcado por las fuertes turbulencias en los mercados financieros derivadas de la creciente preocupación por la capacidad de algunos gobiernos europeos por servir su deuda, y su impacto sobre los respectivos sistemas bancarios. La alerta vino de Grecia, pero los temores se extendieron a Portugal, España, Irlanda e Italia, a pesar de las vigorosas medidas de ajuste fiscal anunciadas y en proceso de implementación, así como del gran paquete de auxilio financiero comprometido por la Unión Europea.

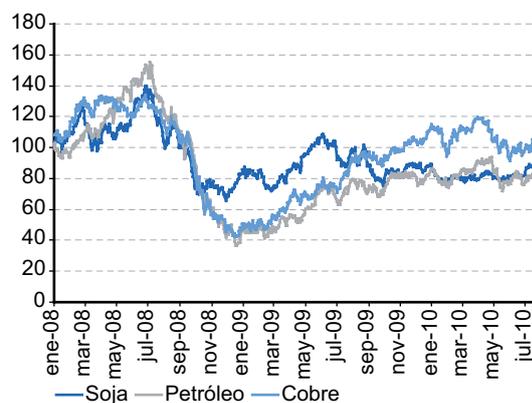
Estos eventos provocaron fuertes aumentos en la primas de riesgo y CDS de los países involucrados, caídas en los precios de bolsas y en un fortalecimiento global del dólar. Como consecuencia de todo esto, hubo repercusiones globales en mercados de materias primas, tipos de cambio y primas de riesgo. De esta forma estas turbulencias repercutieron en América Latina. Al día de hoy, y suponiendo que continúe la normalización, podemos afirmar que este contagio fue relativamente suave y transitorio. Por cierto, tal como decíamos en la sección anterior, los riesgos latentes persisten y ello podría provocar un agravamiento del escenario internacional con nuevos impactos negativos en la región.

Impacto muy limitado en precios de materias primas

Uno de los principales canales de transmisión de las crisis internacionales hacia América Latina ha sido su efecto sobre los precios de materias primas, ya que ellas ponen en riesgo tanto las cuentas externas como la posición fiscal de la gran mayoría de los países de la región. En esta ocasión la caída ha sido muy acotada y transitoria. Por otra parte, la mayor parte del ajuste se explica por la mayor fortaleza del dólar y solo secundariamente, por el aumento de la aversión al riesgo en Europa. Con la disminución de la aversión al riesgo, la paridad dólar- euro ha regresado a niveles cercanos a 1,3 USD/EUR y los precios de la materias primas han regresado a niveles en torno a US 75/barril en el caso del petróleo, USD 3,2/libra el cobre y de 350 USD/t la soja, que son altos en términos históricos.

Gráfico 3

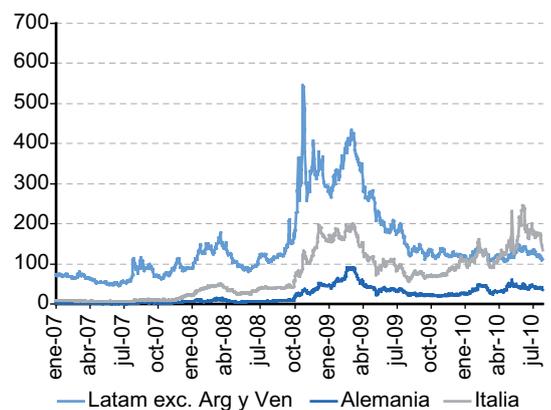
Precios de materias primas (índice Ene08=100)



Fuente: Datastream y BBVA Research

Gráfico 4

Credit Default Swap



Fuente: Datastream y BBVA Research

Mejora relativa en las primas de riesgo de la región

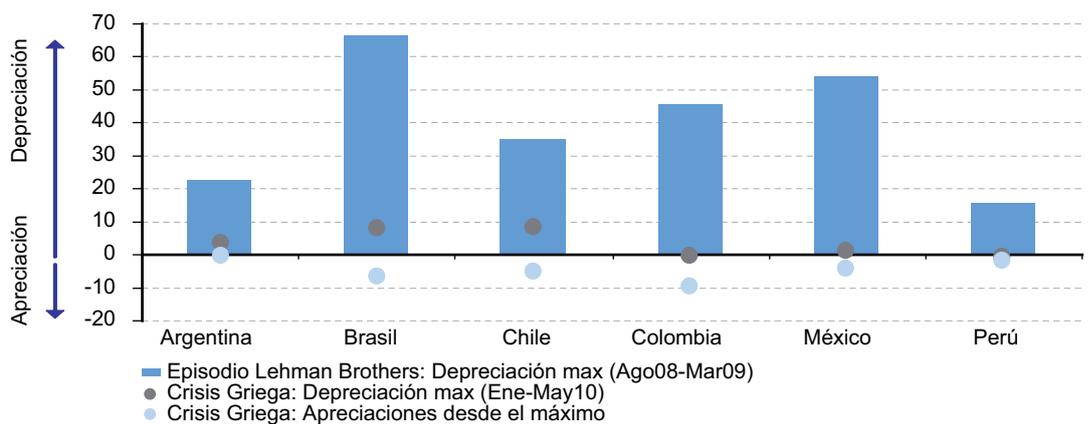
Si bien las primas de riesgo soberano en la región aumentaron respecto de sus niveles de fines del año pasado, hoy se encuentran a niveles similares a los que existían antes de la crisis de LB y, lo que es más llamativo, es que el valor promedio de los CDS de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú se encuentra por debajo de los CDS de países como Italia y España, reflejando un cambio en posición relativa inédito en la historia reciente de estos países. Esto incluso ha sido reconocido por las clasificadoras de riesgo, que han mejorado las calificaciones de Brasil, Chile, Colombia y Perú desde los inicios de la crisis de LB. Una consecuencia de esta mejora relativa ha sido el fuerte influjo de capitales a la región, que ha llevado a los bancos centrales de Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú a acumular reservas durante este período.

Monedas se afirman después del susto inicial

Las monedas de la región se depreciaron en respuesta al aumento de la aversión al riesgo global, que fue mayor en aquellos países más expuestos al comercio con Europa (Brasil, Chile). Sin embargo, el efecto fue limitado y transitorio, y al final no ha sido más que un reflejo de la mayor fortaleza del dólar. De hecho, la mayoría de los países ha vuelto a intervenir acumulando reservas internacionales para evitar una apreciación mayor de sus monedas, en un contexto en que se alejan las perspectivas de alzas de tipos de interés en países desarrollados y se acentúan las presiones para limitar los estímulos monetarios en la región.

Gráfico 5

Variaciones en el tipo de cambio



Fuente: Datastream y BBVA Research

Las buenas acciones tienen su recompensa

Lo que hemos observado con ocasión de estos dos episodios de choques externos adversos (crisis LB y crisis griega) representa un quiebre brutal con el pasado de la región. Lo habitual habría sido que choques de este tipo hubiesen sido amplificadas por crisis fiscales y cambiarias en estos países, que habrían llevado a dolorosos ajustes fiscales, devaluaciones e inflación, con un prolongado período de recesión y estancamiento y fuertes deterioros en el empleo. La razón por la cual esto no ha ocurrido ahora es que la gran mayoría de los países implementaron reformas en los 90 para mejorar su solvencia fiscal y externa, junto con reforzar sus capacidades técnicas e institucionales. No es casualidad entonces que la crisis haya encontrado a la región en muy buen pie para enfrentarlas, que las reacciones de política hayan sido prontas y adecuadas y que se haya preservado intacta la solvencia fiscal y externa de estos países. No es casualidad entonces observar mejoras relativas en las primas de riesgo y en las clasificaciones de riesgo. Nuestra visión es que América Latina está entrando a una etapa de crecimiento sostenido, a un ritmo cercano a su potencial, que permitirá reducir brechas de ingreso con países desarrollados.

3. Fortaleza de la demanda interna impulsa una revisión al alza de las previsiones

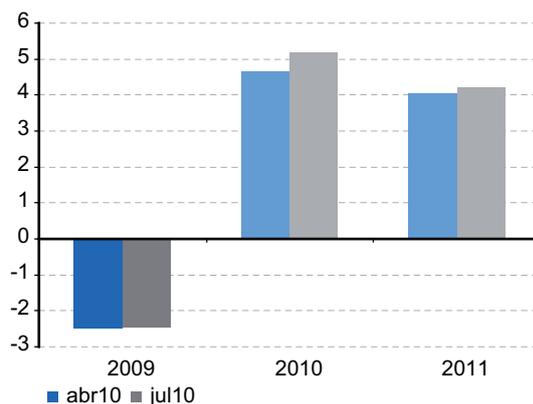
Las cifras disponibles para el primer semestre, tanto a nivel de cuentas nacionales como de indicadores parciales más recientes, dan cuenta de un rápido crecimiento de la demanda interna, especialmente en Argentina, Brasil, Chile y Perú y con aumentos más moderados en Colombia y México. En todos estos países hemos visto aumentos mayores a los anticipados, especialmente en lo que respecta a inversión y consumo de bienes durables, que a su vez se han traducido en aumentos de dos dígitos en las importaciones. Esta reactivación responde en parte a la recuperación de la confianza, pero también es una respuesta a los fuertes estímulos monetarios y fiscales aplicados por estos países desde comienzos de 2009. Factores como las bajas en las primas de riesgo a nivel internacional y los elevados precios de materias primas han contribuido a dar sustento a este proceso. Como estos últimos en alguna medida están reflejando temores sobre el abastecimiento futuro en un contexto de rápido crecimiento de los gigantes asiáticos, se ha desatado una carrera global por exploración y desarrollo de recursos naturales y la región está recibiendo elevados flujos de IED asociados a proyectos mineros y de energía, especialmente en países como Brasil, Chile, Colombia y Perú que han mostrado una mayor receptividad a estos flujos.

Revisión al alza del crecimiento del PIB en 2010

Tal como se aprecia en el Gráfico 6 que muestra el agregado para LatAm 7 (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela) la región crecerá 5,2% en 2010, impulsada por los factores antes mencionados, para luego desacelerar a una senda más consistente con la trayectoria del PIB potencial (4,2% y 4,3% en 2011 y 2012 respectivamente). Dicha desaceleración responderá en parte a la reacción frente a la evolución de la economía global, así como al retiro de los estímulos monetarios que ya se ha iniciado y que podría acelerarse si el elevado crecimiento de la demanda interna comienza a generar presiones inflacionarias.

Gráfico 6

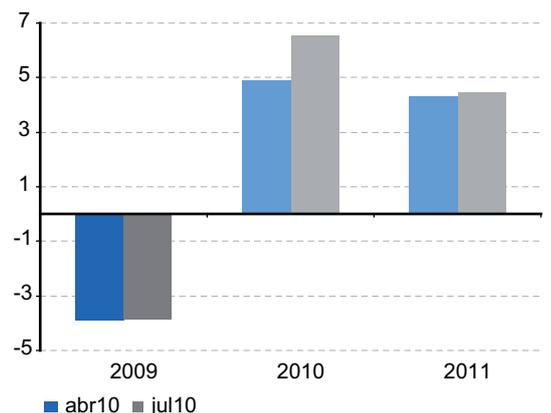
Comparación previsiones PIB LatAm*



* LatAm: Arg, Bra, Chi, Col, Mex, Per y Ven
Fuente: BBVA Research

Gráfico 7

Comparación previsiones demanda interna LatAm*



* LatAm: Arg, Bra, Chi, Col, Mex, Per y Ven.
Fuente: BBVA Research

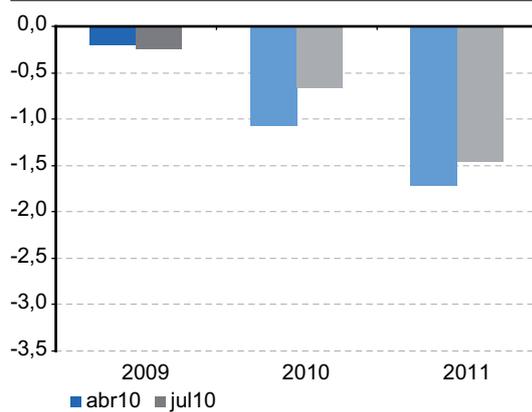
Un aspecto que no sufre mayores cambios en nuestra previsión es el que se refiere a la inflación: en todos los países que siguen metas de inflación ella ha subido para ubicarse en torno a las metas oficiales, después de significativos desvíos a la baja en 2009 como consecuencia de la caída de los precios de alimentos y combustibles, así como por la recesión que afectó a prácticamente toda la región. En Argentina y Venezuela, después de una aceleración importante a comienzos de año, ha tendido a estabilizarse en los rangos previstos, o ligeramente por encima de ellos.

Si bien la fortaleza de la reactivación en Brasil, Perú y Chile plantea dudas respecto al futuro desenvolvimiento de la inflación, cabe destacar que los tres bancos centrales han reaccionado rápido subiendo tipos de interés y retirando estímulos cuantitativos en los dos primeros. Colombia y México están en una etapa más temprana del ciclo de recuperación, con un rol muy fuerte de la demanda externa y del gasto público como soporte de ésta, y no esperamos alzas de tipos de interés en los meses venideros.

Por último, cabe mencionar que las nuevas previsiones implican mejoras en las cuentas corrientes y los balances fiscales de la región, gracias a un comportamiento mejor que el anticipado de los precios de materias primas y fuerte aumento de la demanda por exportaciones, especialmente de Asia, lo que ha permitido compensar el crecimiento acelerado de las importaciones. Esto se puede apreciar en la comparación para las cuentas corrientes de LatAm 7 que aparece en el Gráfico 8. Las cuentas fiscales se han visto tonificadas por la mayor recaudación provocada por el crecimiento y los elevados precios de materias primas, tal como se aprecia en el Gráfico 9. En ambos casos también contribuye un denominador más elevado, gracias al mayor crecimiento del PIB que esperamos ahora.

Gráfico 8

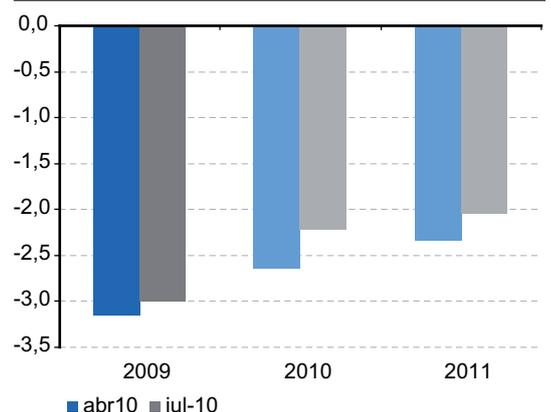
Comparación previsiones cuenta corriente (% PIB) LatAm*



* LatAm: Arg, Bra, Chi, Col, Mex, Per y Ven.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 9

Comparación previsiones saldo fiscal (% PIB) LatAm*



* LatAm: Arg, Bra, Chi, Col, Mex, Per y Ven.
Fuente: BBVA Research

4. El crédito acompaña la recuperación

Después de un fuerte crecimiento del crédito en 2007 y 2008, los bancos centrales de la región estaban actuando decididamente para frenar su expansión, justamente en momentos en que la inflación subía impulsada por alzas de precios de alimentos y energía. La crisis de LB cambió radicalmente el cuadro y, al igual que en prácticamente todo el mundo, los flujos de crédito bancario se derrumbaron. Es así como, por ejemplo, en Perú el crédito que venía creciendo a tasas interanuales cercanas a 35% antes de LB, llegó a crecer sólo 2,3% en la segunda mitad de 2009. En paralelo subieron las tasas de mora, aunque todavía a niveles muy inferiores a los que se veían a mediados de la década. Los gobiernos y bancos centrales impulsaron medidas para proveer liquidez y, en algunos casos como Brasil y, en menor medida, Chile, utilizaron la banca pública para proveer crédito. Nuestro diagnóstico en ese momento es que una parte del problema provenía de restricciones de liquidez de los bancos y de la aplicación de criterios más estrictos para evaluar el riesgo, en un entorno recesivo. La otra parte de la explicación era la caída en la demanda de crédito derivada de la reducción del gasto en consumo durable e inversión originada en la pérdida de confianza.

El hecho es que desde fines de 2009 estamos viendo una recuperación del crédito con tasas no solo positivas sino que están acelerando, aunque todavía se mantienen a niveles prudentes. Ello ha venido de la mano con la recuperación de la confianza y también ha coincidido con mejores condiciones de liquidez. Cabe destacar, sin embargo, que si bien todavía no hay información completa para el segundo trimestre, cuando se agravó la aversión global al riesgo, la evidencia fragmentaria apunta a que el crédito siguió acelerando en la mayor parte de la región, concentrándose en la banca privada que está de vuelta compitiendo por recuperar participaciones de mercado, acompañando así la recuperación del gasto privado en consumo e inversión. Una evidencia de que el mercado no está racionado por oferta, es el hecho que los tipos de interés de mercado en plazos largos están a niveles extraordinariamente bajos en países como Chile, Colombia y Perú.

5. Dilemas de política económica

La mayor parte de los países de la región enfrenta el dilema de prevenir que un crecimiento excesivamente rápido de la demanda agregada termine provocando presiones inflacionarias, en un contexto en que la región está recibiendo elevados flujos de IED, vinculada a la exploración y desarrollo de proyectos en minería y energía, además de haber ganado atractivo respecto del mundo desarrollado en el balance de perspectivas de crecimiento y primas de riesgo. La respuesta tradicional de elevar rápidamente los tipos de interés de referencia choca entonces con la preocupación por una apreciación excesiva de las monedas, algo que la mayoría de los países ha intentado evitar interviniendo en los mercados cambiarios, acumulando cuantiosas reservas en la primera mitad del año. La esterilización de los efectos monetarios de estas intervenciones han llevado también a los bancos centrales de Brasil y Perú a elevar encajes y se teme que de no ser esto suficiente, algunos países podrían recurrir a controles al ingreso de capitales.

Parte del problema tiene que ver con que la política fiscal tarda bastante más en ajustarse, y en la mayoría de ellos todavía tiene un tono expansivo que se suma a la recuperación de la inversión y el consumo privado. Datos recientes de ejecución de la inversión pública en Perú, así como el aumento del gasto público en Chile para enfrentar las secuelas del terremoto confirman la dificultad de volver a sincronizar las políticas macroeconómicas, acentuando los riesgos de una apreciación que perjudique la competitividad.

La decisión de frenar la expansión de la demanda interna debe tomar en cuenta que todavía no se disipan los riesgos de un recrudescimiento de la aversión global al riesgo y de un nuevo ajuste recesivo en los países desarrollados, tal como planteamos en la sección inicial. Si bien es cierto que una demanda interna robusta ayudaría a compensar la caída en la demanda externa, hay que tener presente que en un evento de esa naturaleza el financiamiento será más caro y escaso, incluso el de multilaterales. En ese contexto, sólo aquellos países que cuenten con amplios ahorros para financiar déficits fiscales por períodos relativamente largos, así como reservas internacionales para proveer liquidez en moneda extranjera a sus sistemas financieros, serán capaces de sostener políticas contracíclicas por un período prolongado.

En una perspectiva a más largo plazo, cabe preguntarse si lo que vemos ahora va más allá de un choque transitorio de términos de intercambio unido a un desacoplamiento transitorio del ciclo económico de América Latina respecto de los EE. UU. y Europa. Si las alzas de precios de materias primas que se prolongan ya por un período muy largo son el reflejo de las restricciones de oferta para abastecer las demandas de los gigantes asiáticos en proceso de desarrollo, industrialización y urbanización, entonces podríamos estar en los inicios de un "súper-ciclo" de precios de materias primas que puede ser bastante prolongado. Esto tendría un impacto muy profundo sobre la estructura de precios relativos de países ricos en recursos naturales, desde África a América del Sur con consecuencias muy importantes sobre su estructura productiva y patrón de desarrollo. Intervenciones cambiarias ciertamente no son la respuesta a este fenómeno y si se quiere preservar un grado importante de diversificación de estas economías, ellas deberán plantearse la necesidad de ahorrar para las generaciones futuras parte de la ganancia de capital que estarían recibiendo las actuales generaciones.

6. Tablas

Tabla 1

PIB (% a/a)

	T1 09	T2 09	T3 09	T4 09	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	T1 11	T2 11	T3 11	T4 11	2009	2010	2011
Argentina	-1,8	-2,3	-4,3	0,2	5,5	7,7	6,7	6,1	4,1	3,0	3,9	4,6	-2,1	6,5	3,9
Brasil	-2,0	-1,7	-1,3	4,4	8,9	8,2	6,3	4,3	2,9	3,9	5,2	6,6	-0,2	6,9	4,7
Chile	-2,1	-4,5	-1,4	2,1	1,0	6,1	6,3	5,8	6,9	5,6	5,0	4,8	-1,5	4,8	5,6
Colombia	-0,9	0,1	0,7	3,4	4,4	4,2	4,0	4,3	4,3	5,0	5,2	5,4	0,8	4,2	5,0
México	-9,1	-8,5	-6,2	-2,4	4,4	5,6	4,3	3,6	4,8	3,8	3,3	2,8	-6,6	4,5	3,7
Perú	1,9	-1,2	-0,6	3,4	6,0	9,0	7,6	4,7	5,7	3,8	5,7	7,7	0,9	6,8	5,7
Venezuela	0,5	-2,6	-4,6	-5,8	-5,8	-4,9	-3,6	-1,4	1,6	2,0	1,5	1,6	-3,3	-3,8	1,7
América Latina 5	-0,7	-2,1	-2,5	0,3	2,4	4,4	4,1	4,0	4,2	3,7	4,1	4,6	-1,3	3,8	4,1
América Latina 6	-1,4	-1,9	-1,8	2,5	6,0	6,5	5,3	4,2	3,5	3,8	4,7	5,7	-0,7	5,5	4,4
América Latina 7	-3,7	-3,9	-3,1	1,1	5,5	6,2	5,0	4,0	3,9	3,8	4,3	4,8	-2,4	5,2	4,2

América Latina 5: Arg, Chi, Col, Per y Ven. América Latina 6: América Latina 5 + Bra. América Latina 7: América Latina 6 + Mex
Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Inflación (% a/a, promedio)

	T1 09	T2 09	T3 09	T4 09	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	T1 11	T2 11	T3 11	T4 11	2009	2010	2011
Argentina	6,6	5,5	5,9	7,1	9,0	10,6	11,0	11,0	11,0	10,9	11,1	11,4	6,3	10,4	11,1
Brasil	5,8	5,2	4,4	4,2	4,9	5,1	5,2	5,4	5,0	4,6	4,7	4,8	4,9	5,2	4,8
Chile	4,8	1,8	-1,9	-3,0	-0,3	1,2	2,2	2,9	3,0	2,8	2,8	2,9	0,4	1,5	2,9
Colombia	6,6	4,8	3,2	2,4	2,0	2,1	2,4	3,0	3,5	3,1	2,9	3,1	4,2	2,4	3,1
México	6,2	6,0	5,1	4,0	4,8	4,0	4,2	5,0	3,8	4,1	4,1	3,7	5,3	4,5	3,9
Perú	5,6	4,0	1,9	0,4	0,7	1,1	2,0	2,5	2,4	2,6	2,5	2,4	3,0	1,6	2,5
Venezuela	29,5	28,2	28,7	28,1	27,4	32,1	32,7	34,3	34,9	30,8	29,8	28,4	28,6	31,6	31,0
América Latina 5	10,9	9,2	8,4	8,2	9,0	10,8	11,3	12,0	12,1	11,2	11,0	10,9	9,2	10,8	11,3
América Latina 6	8,1	7,0	6,2	6,0	6,7	7,7	8,0	8,4	8,2	7,6	7,6	7,5	6,8	7,7	7,7
América Latina 7	7,5	6,7	5,9	5,4	6,1	6,6	6,8	7,4	6,9	6,5	6,5	6,4	6,4	6,7	6,6

América Latina 5: Arg, Chi, Col, Per y Ven. América Latina 6: América Latina 5 + Bra. América Latina 7: América Latina 6 + Mex
Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Tipo de cambio (vs. USD, promedio)

	T1 09	T2 09	T3 09	T4 09	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	T1 11	T2 11	T3 11	T4 11	2009	2010	2011
Argentina	3,54	3,73	3,83	3,81	3,84	3,90	4,00	4,15	4,29	4,44	4,49	4,66	3,73	3,97	4,47
Brasil	2,32	2,08	1,87	1,74	1,80	1,79	1,74	1,79	1,82	1,82	1,84	1,84	2,00	1,78	1,83
Chile	607	567	545	518	519	531	529	530	534	539	537	531	560	527	535
Colombia	2415	2233	2017	1965	1947	1950	1940	1930	1915	1900	1852	1880	2158	1942	1887
México	14,38	13,32	13,27	13,06	12,78	12,38	12,61	12,10	11,83	11,90	12,17	12,28	13,51	12,47	12,04
Perú	3,19	3,02	2,96	2,88	2,85	2,84	2,83	2,85	2,85	2,86	2,85	2,80	3,01	2,84	2,84
Venezuela	2,15	2,15	2,15	2,15	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	2,15	4,30	4,30

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Tipos de interés (% , promedio)

	T1 09	T2 09	T3 09	T4 09	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	T1 11	T2 11	T3 11	T4 11	2009	2010	2011
Argentina	13,29	12,83	12,64	10,75	9,62	9,56	11,11	12,87	13,89	14,49	15,12	15,78	12,38	10,79	14,82
Brasil	12,62	10,33	8,86	8,75	8,75	9,75	11,33	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50	10,14	10,33	11,50
Chile	5,55	1,44	0,53	0,50	0,50	0,67	1,92	2,75	3,75	4,50	5,25	5,92	2,00	1,46	4,85
Colombia	8,00	5,17	4,33	3,67	3,50	3,00	3,00	3,17	3,67	4,17	4,67	5,17	5,29	3,17	4,42
México	7,33	5,33	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	5,00	5,75	6,00	5,42	4,50	5,31
Perú	6,25	4,00	1,50	1,25	1,25	1,50	2,25	3,00	3,42	3,92	4,42	4,75	3,25	2,00	4,13
Venezuela	17,10	15,60	14,52	15,05	14,59	14,51	13,50	13,50	13,50	13,50	13,50	13,50	15,57	14,03	13,50

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Consumo privado, Consumo Gobierno e Inversión (% a/a)

	Consumo privado (% a/a)			Consumo Gobierno (% a/a)			Inversión (% a/a)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Argentina	-4,1	6,0	3,3	7,2	8,7	6,1	-10,2	15,7	7,8
Brasil	4,1	6,4	4,2	3,7	2,2	2,1	-10,0	20,6	9,0
Chile	0,9	6,8	5,5	6,8	4,3	4,3	-15,3	16,4	16,0
Colombia	1,1	4,0	5,0	2,6	3,0	1,3	3,2	7,9	7,7
México	-6,2	1,9	2,6	4,9	-2,3	0,1	-15,3	5,3	9,3
Perú	2,4	4,1	4,6	16,5	8,0	3,9	-15,1	14,0	11,0
Venezuela	-3,2	-2,5	3,3	2,3	3,7	4,2	-8,2	-26,4	1,7
América Latina 5	-1,4	3,8	4,1	6,4	5,9	4,2	-8,5	5,5	8,1
América Latina 6	1,6	5,2	4,2	4,9	3,8	3,1	-9,3	13,8	8,6
América Latina 7	-0,7	4,2	3,7	4,9	2,0	2,2	-11,1	11,2	8,8

América Latina 5: Arg, Chi, Col, Per y Ven. América Latina 6: América Latina 5 + Bra. América Latina 7: América Latina 6 + Mex
Fuente: BBVA Research

Tabla 6

Balance Fiscal y Cuenta Corriente (% PIB)

	Balance Fiscal (% PIB)			Cuenta Corriente (% PIB)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Argentina	-0,6	-0,4	-1,9	3,6	1,4	0,8
Brasil	-3,3	-2,8	-2,4	-1,6	-2,7	-3,3
Chile	-4,6	-1,6	-0,9	2,5	0,2	-3,8
Colombia*	-3,8	-3,9	-3,3	-2,0	-2,1	-1,8
México	-2,7	-2,3	-1,9	-0,6	-1,2	-1,9
Perú	-1,9	-1,4	-0,7	0,1	-0,9	-1,7
Venezuela	-5,4	-0,7	-1,6	2,4	11,2	9,2
América Latina 5	-2,9	-1,4	-1,8	1,7	2,3	1,2
América Latina 6	-3,2	-2,2	-2,1	-0,1	-0,4	-1,3
América Latina 7	-3,0	-2,2	-2,0	-0,2	-0,7	-1,5

* Gobierno Central

América Latina 5: Arg, Chi, Col, Per y Ven. América Latina 6: América Latina 5 + Bra. América Latina 7: América Latina 6 + Mex
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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de América del Sur

Economista Jefe América del Sur

Joaquín Vial
+(562) 351 1200
jvial@bbvaprovida.cl

Myriam Montañez
+(562) 679 1354
miriam.montanez@grupobbva.com

BBVA Research*Economista Jefe del Grupo*

José Luis Escrivá

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:**Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y
Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

España y Europa:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

Análisis Macro México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes
Daniel Navía
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research LATAM

Pedro de Valdivia 100
Providencia
97120 Santiago de Chile
Teléfono: + 56 26791000
E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com