

Perspectivas económicas: ¿Hacia donde van los mercados cambiarios?

Jorge Sicilia

Ciudad de México, 11 de Noviembre de 2010

Índice



¿Dónde estamos? Guerra y Paz

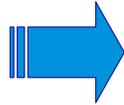


Acciones unilaterales vs multilaterales



¿Dónde se encuentra Latam?

Yogi Berra



“The future ain't what it used to be”

Las **economías desarrolladas** están transitando hacia un nuevo equilibrio caracterizado por un crecimiento lento, y un alto desempleo, en medio de un proceso de desapalancamiento...

... al mismo tiempo que el crecimiento se desplaza hacia **economías de países emergentes**

BBVA Research

FMI

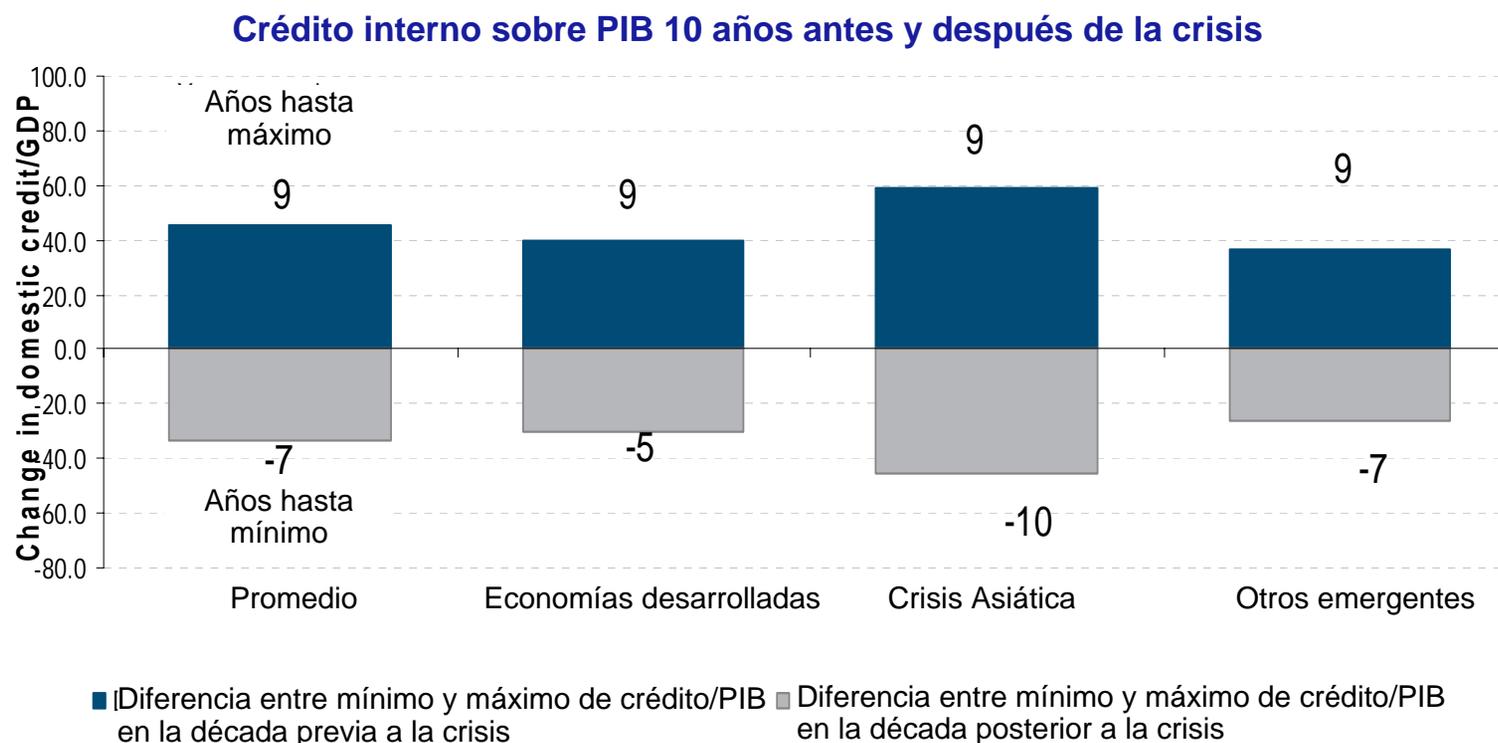
El-Baradei: “New normal”

¿Se ha ganado la guerra?.....Si

¿Se ha ganado la paz?.....Todavía NO

¿Dónde estamos? Habiendo ganado la guerra

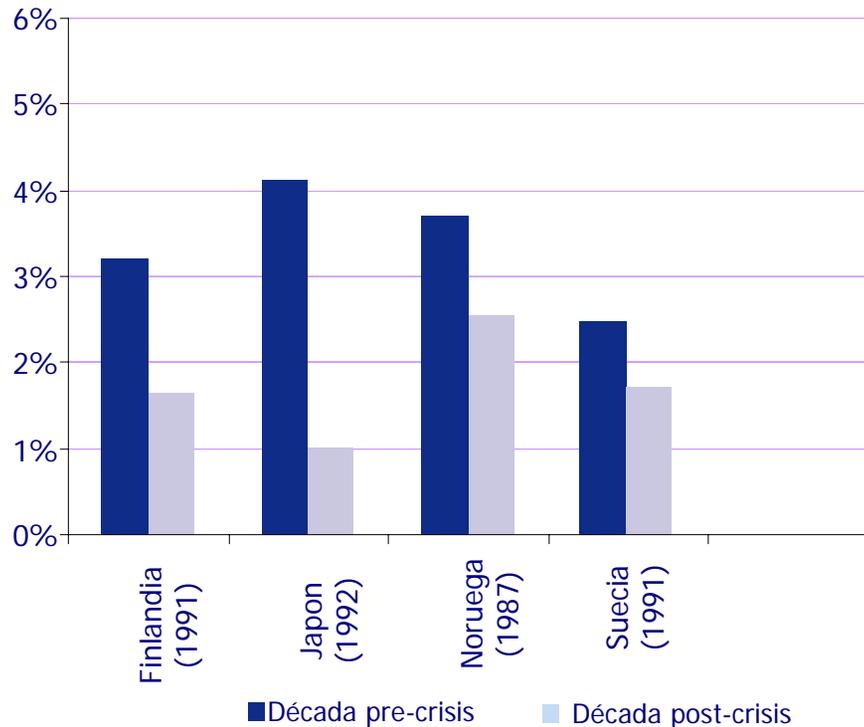
La evidencia histórica muestra que el crédito sobre PIB tiende a caer tanto como subió, con procesos de desapalancamiento que pueden durar bastante tiempo



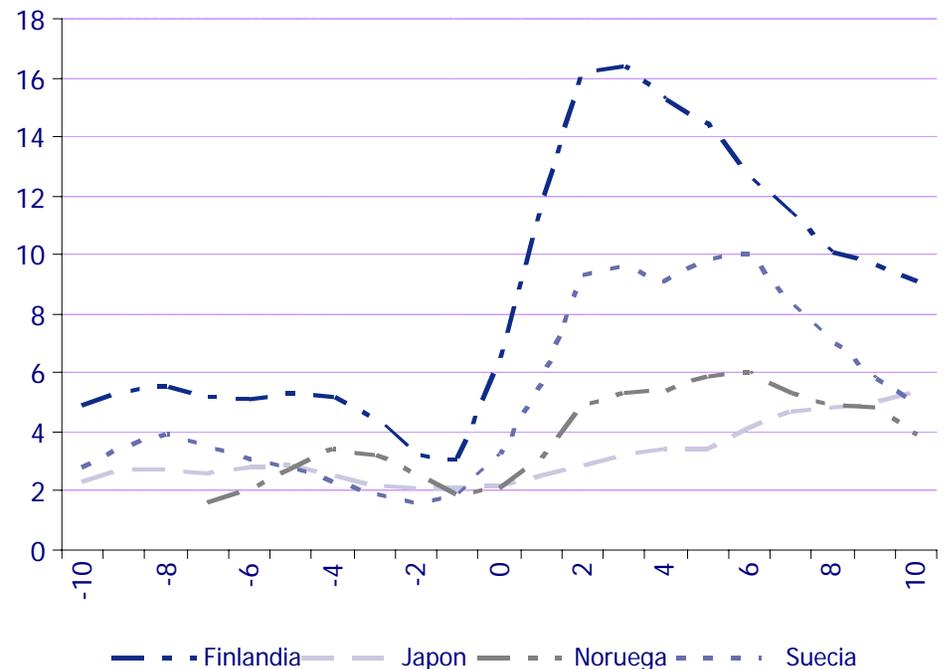
* Economías desarrolladas (España (77), Noruega (87), Finlandia (91), Suecia (91), Japón (92)); Crisis asiática de 1997 (Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Tailandia); Otros emergentes (Argentina (01), Chile (81), Colombia (98), México (94), Turquía (01))

La experiencia muestra que los ajustes tras una crisis financiera son prolongados y generan problemas duraderos en el mercado laboral

PIB: Crecimiento promedio antes y después de crisis financieras



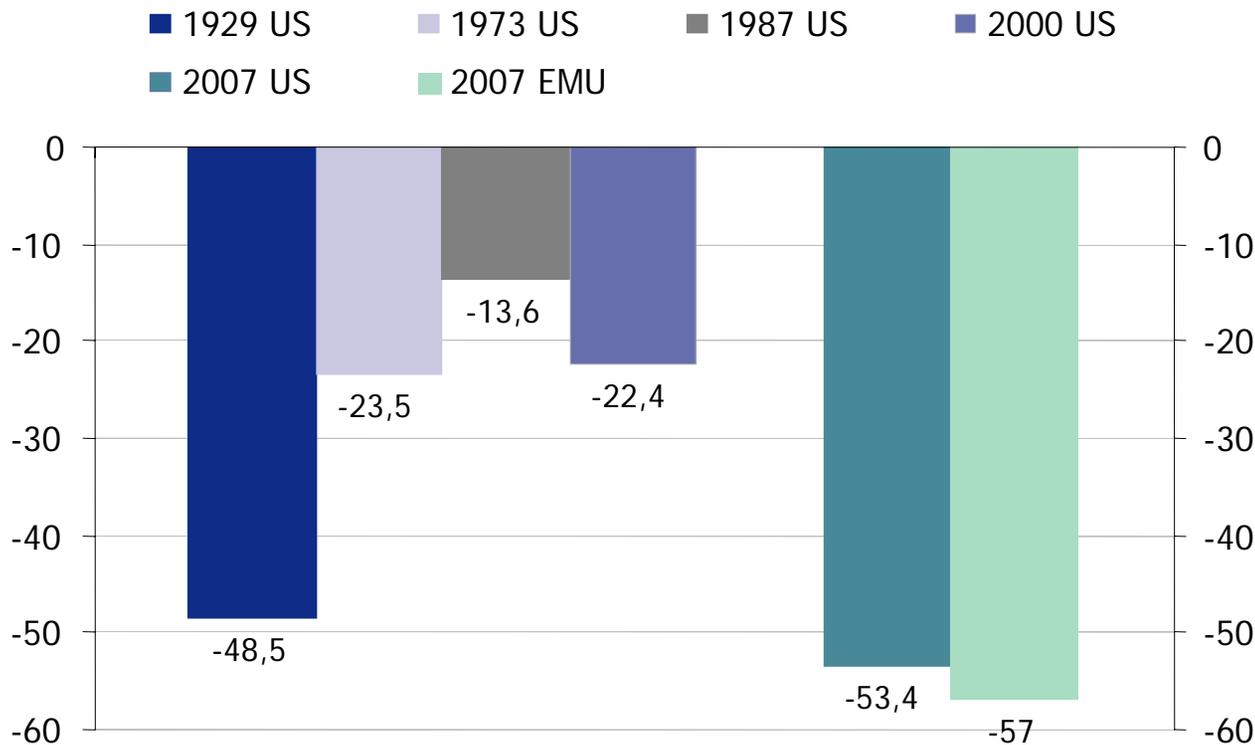
Tasa de desempleo antes y tras crisis financieras



Fuente: BBVA Research

¿Dónde estamos? Habiendo ganado la guerra

Bolsa: caídas 18 meses tras el comienzo de la crisis



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

La crisis podría haber sido devastadora

La situación requería una terapia de choque...

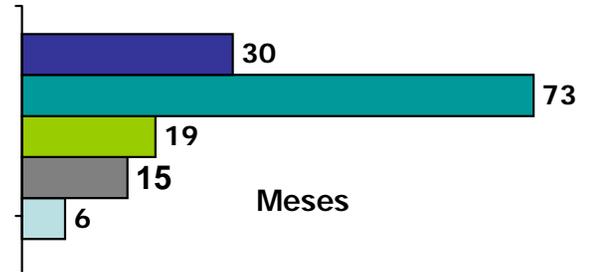
... Y la hubo: se “gano la guerra” a la depresión

¿Dónde estamos? Habiendo ganado la guerra

Política monetaria

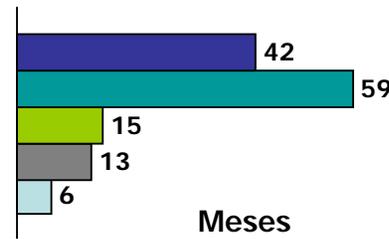
- Great Depression (Oct29)
- Japan (Jun91)
- Europe (Aug07)
- UK (Aug07)
- USA (Aug07)

Tiempo en alcanzar la tasa real cero



Tiempo hasta el primer anuncio del paquete fiscal

- Great Depression (Oct29)
- Japan (Jun91)
- Europe (Aug07)
- UK (Aug07)
- USA (Aug07)

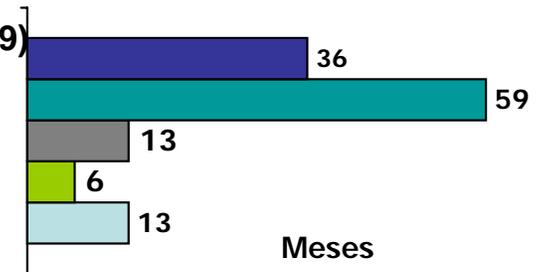


Política fiscal

Tiempo hasta la primer inyección de capital en el sector bancario

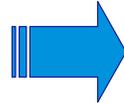
Estabilidad financiera

- Great Depression (Oct29)
- Japan (Jun91)
- Europe (Aug07)
- UK (Aug07)
- USA (Aug07)



Usando inflación ex post para crisis pasadas expectativas de inflación hoy

Yogi Berra



“The future ain’t what it used to be”

Economías desarrolladas

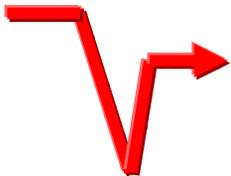
1 U – shaped recovery



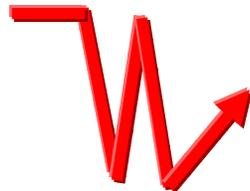
2 Nike recovery



3 Square – root recovery

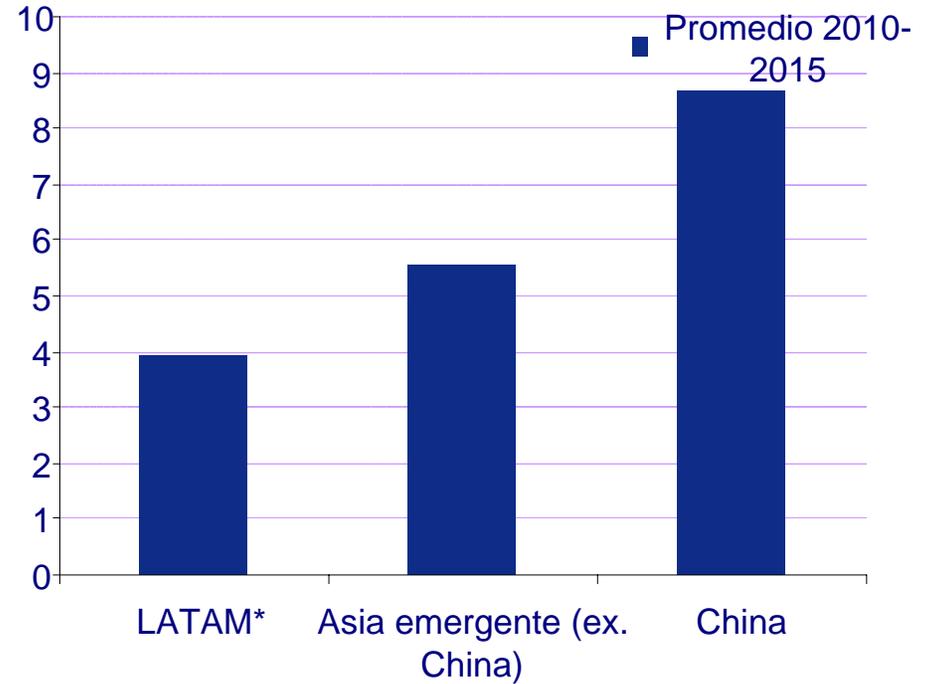


4 Double - dip



LATAM vs. ASIA: Tasa de crecimiento potencial entre 2010-2015

Source: BBVA Research



LATAM: Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, Venezuela

Emerging Asia: Hong Kong, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Philippines, Singapore, Taiwan and Thailand

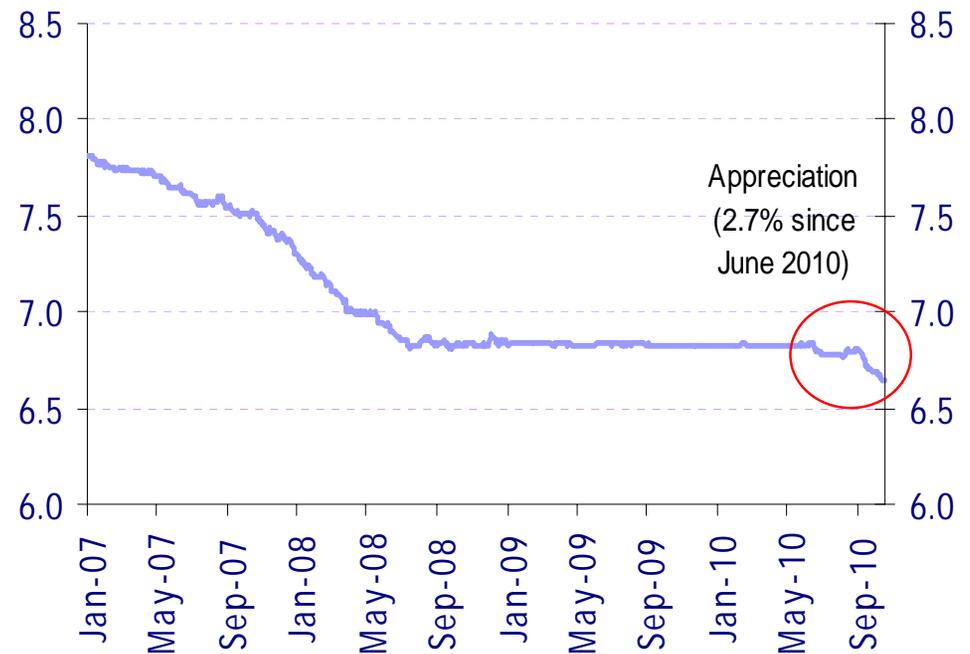
1

El renminbi se apreció en 2007 de manera importante y lo ha hecho ligeramente en la época más reciente (un 2.7%); y todo esto con la economía creciendo más de lo esperado y con presiones inflacionarias

- La intervención ha sido sustancial acumulando reservas
- China ha tomado medidas domésticas (tasas y requerimientos de reservas bancarias)
- El renminbi está muy desalineado respecto a los fundamentales

Tipo de cambio renminbi / \$

Source: CEIC and BBVA Research



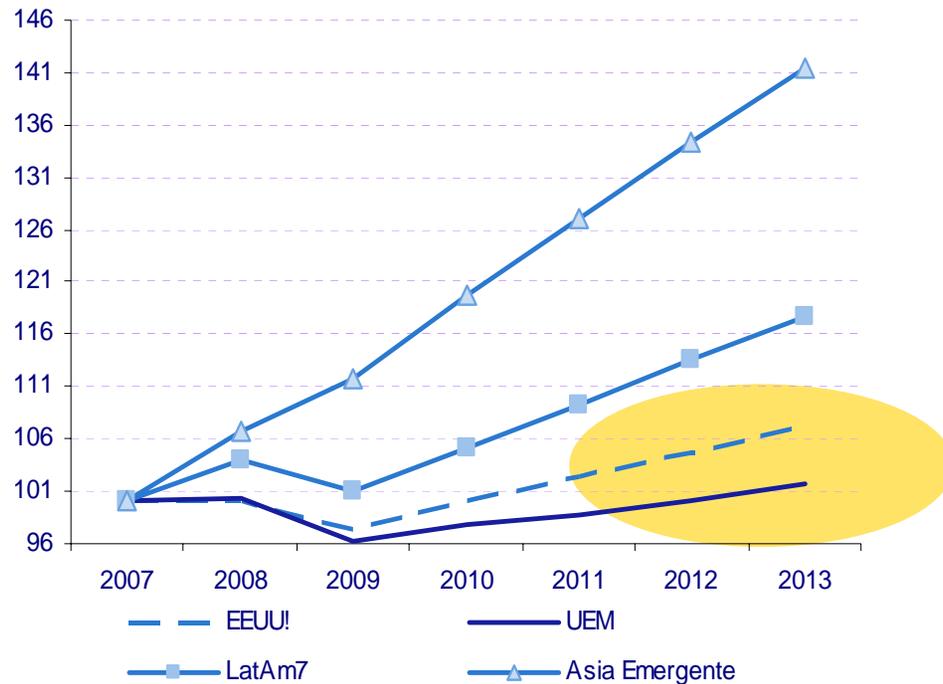
Source: Datastream and BBVA Research

2

Porque EEUU está perdiendo la paciencia: es difícil que crezca a tasas más altas al 2-2.5% en los próximos dos años

Ec. Desarrolladas vs Emergentes: Niveles de PIB. 2007=100

Fuente: Datastream, Previsiones BBVA Research



Estados Unidos no se conforma con crecer poco

Estados Unidos necesita la colaboración internacional para desapalancarse y seguir creciendo

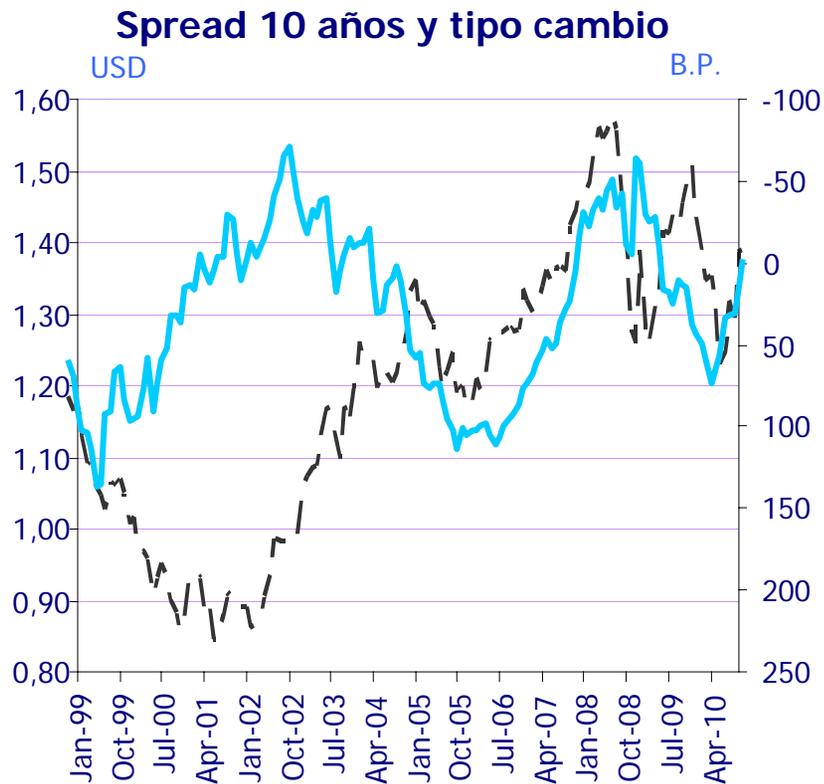
Probabilidad de que EEUU crezca = 2%

70%

Probabilidad de que EEUU sufr aun double dip

30%

3 Porque Europa está llevando el peso del ajuste en el tipo de cambio...

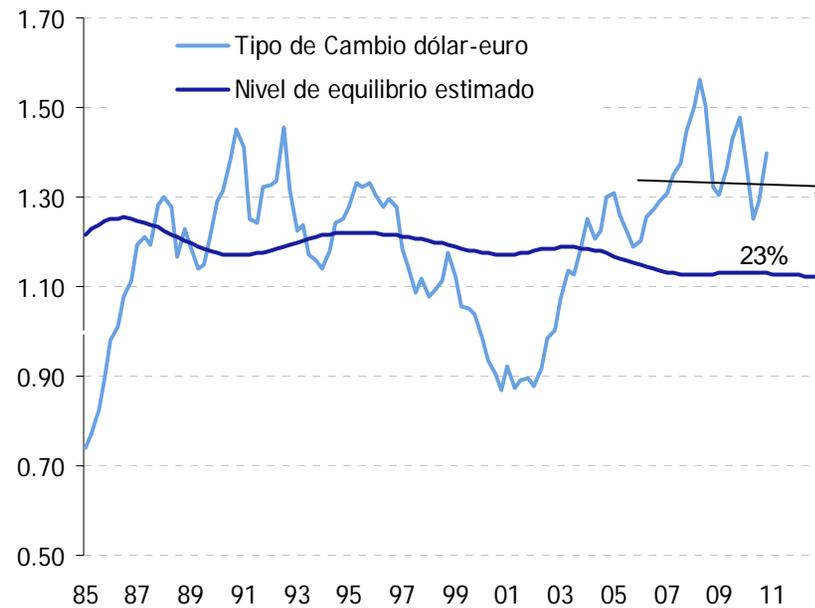


Fuente: Bloomberg

— USDEUR — Spread US- EMU (ECB)

Tipo de Cambio dólar-euro y nivel de equilibrio estimado

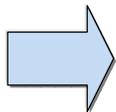
Fuente: BBVA Research



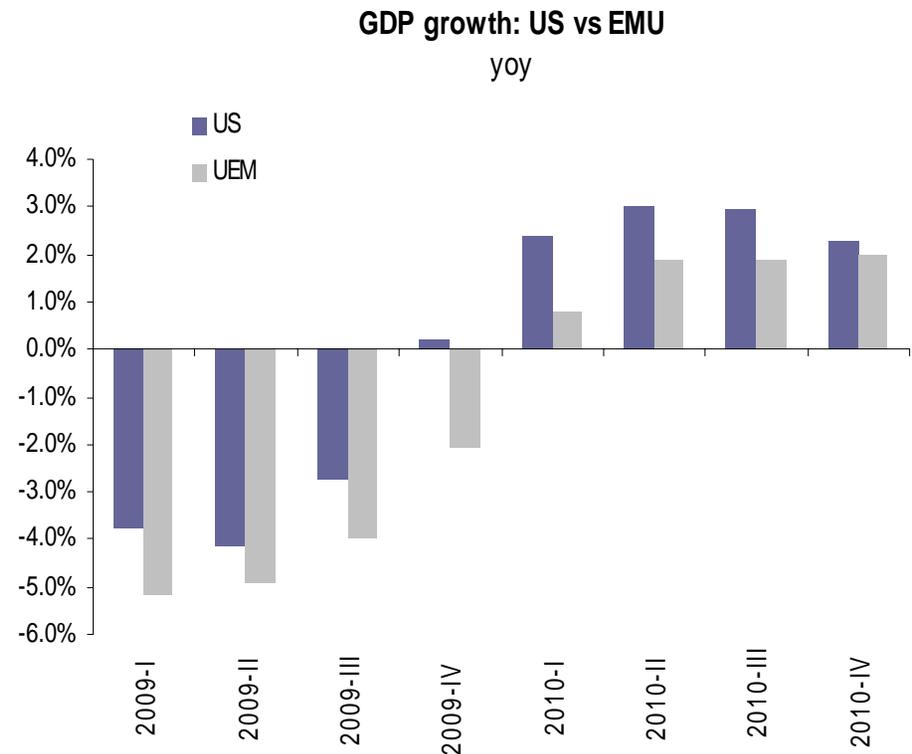
3

....pese a que la expectativa de crecimiento de Europa es mucho peor que la de EEUU, y es una economía menos flexible que la americana ...

1. Por expectativa de crecimiento
2. Productividad
3. Situación financiera Europea



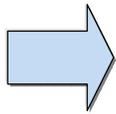
El \$ debería cotizar más cerca de 1.20. El Euro paga la rigidez del tipo de cambio chino



3

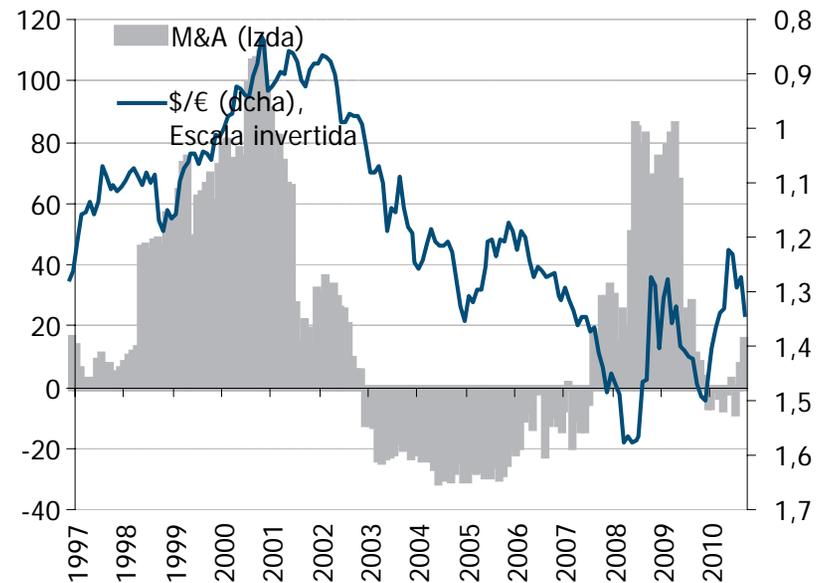
... Y pese a que el interés de los inversionistas sigue estando mas en EEUU que en Europa, tomando posiciones para cuando la economía se recupere...

1. Por expectativa de crecimiento
2. Productividad
3. Situación financiera Europea



El \$ debería cotizar más cerca de 1.20. El Euro paga la rigidez del tipo de cambio chino

Entrada de K en M&A en EEUU vs Europa y \$/Euro



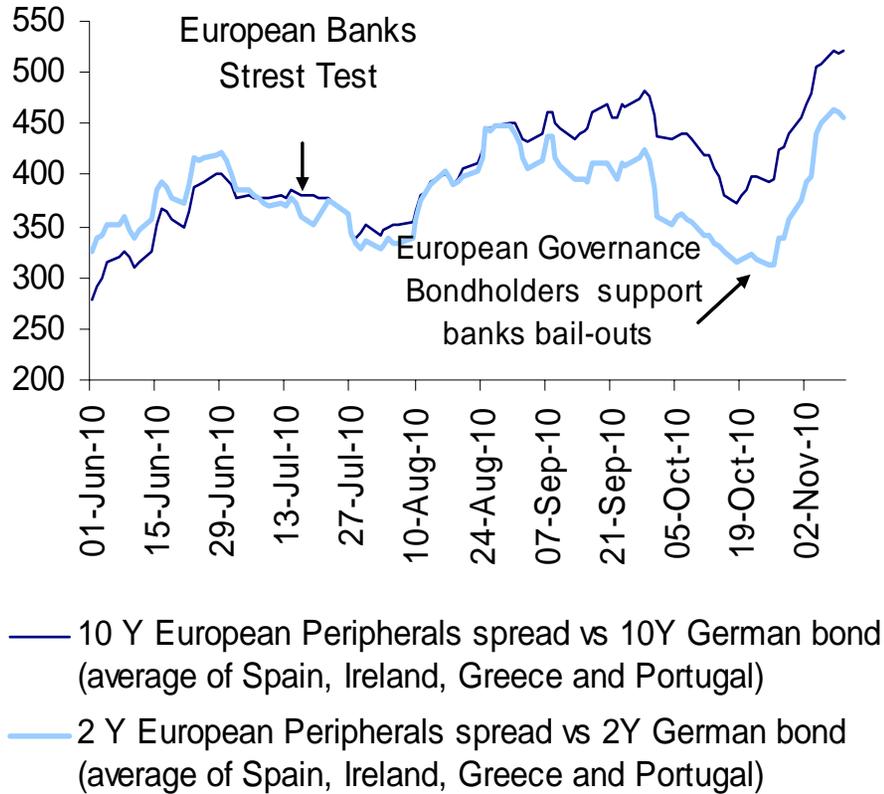
fuente: Thomson One y BBVA ERD

3

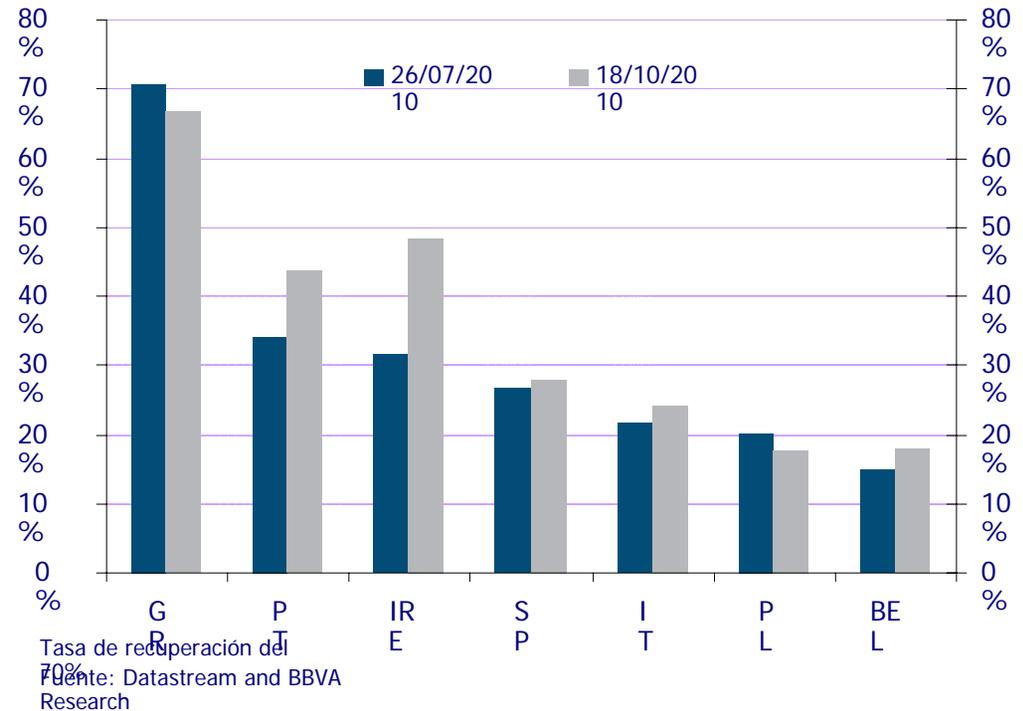
... y cuando además hay tensiones financieras importantes: las dudas sobre la capacidad de pago no han terminado

Spread over German bonds

Source: BBVA Research



Países Europeos: probabilidad de suspensión de pago



4

Porque las divisas de América latina están sobrevaloradas y perdiendo la paciencia

**Alta
sobrevaloración**

- Brasil
- Colombia

**Moderada
sobrevaloración**

- Chile
- Perú

En línea

- México

Índice



¿Dónde estamos? Guerra y Paz



Acciones unilaterales vs multilaterales



¿Dónde se encuentra Latam?

La crisis de los años 30 se explica por falta de una política económica doméstica adecuada (monetaria y fiscal) y por un creciente proteccionismo

- El yuan es la divisa más fuera de las condiciones de mercado: resistente a la presión internacional
- EEUU está cómodo con la “exportación” del problema
- Algunos países emergentes están llegando al límite de su paciencia: (intervenciones) y hablando abiertamente de “guerra de divisas”
- El FMI tiene el “mandato” de llegar a una solución que se antoja difícil; no lo pudo hacer en Washington, ni va a ser sencillo hacerlo en el 620 en la reunión de Corea
 - A. ¿Déficits por cuenta corriente?
 - B. Compromiso de China... ¿y a cambio?

Ante la falta de colaboración internacional, EEUU está exportando el problema

Tasa a 10 años en EEUU y expansión cuantitativa

Fuente: BBVA Research
10y UST

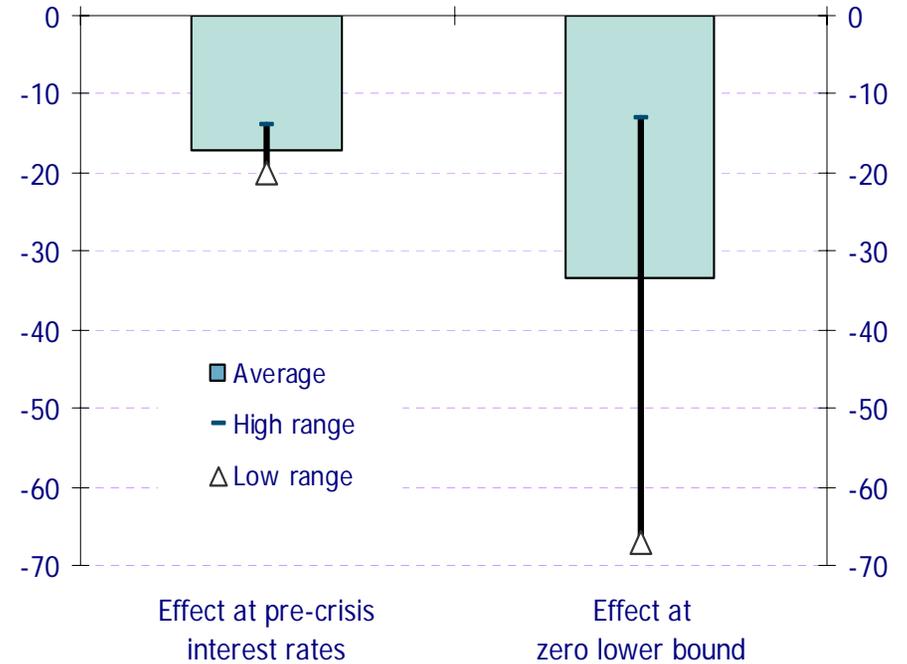


QE1

QE2

US: impact estimates on long-term rates (bps) of \$1 trillion of bonds purchase

Source: BBVA Research and several authors*



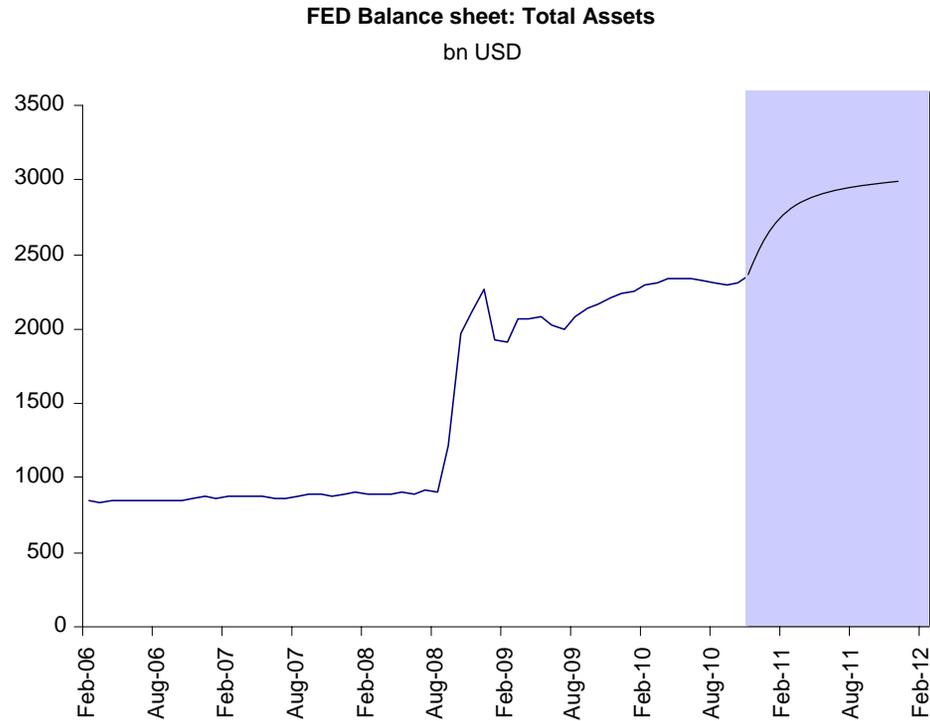
* As estimated by Gagnon et. al (2010), D'Amico-King (2010) and Hamilton-Wu (2010).



Ante la falta de colaboración internacional, EEUU está exportando el problema

Evolución del Balance de la Fed

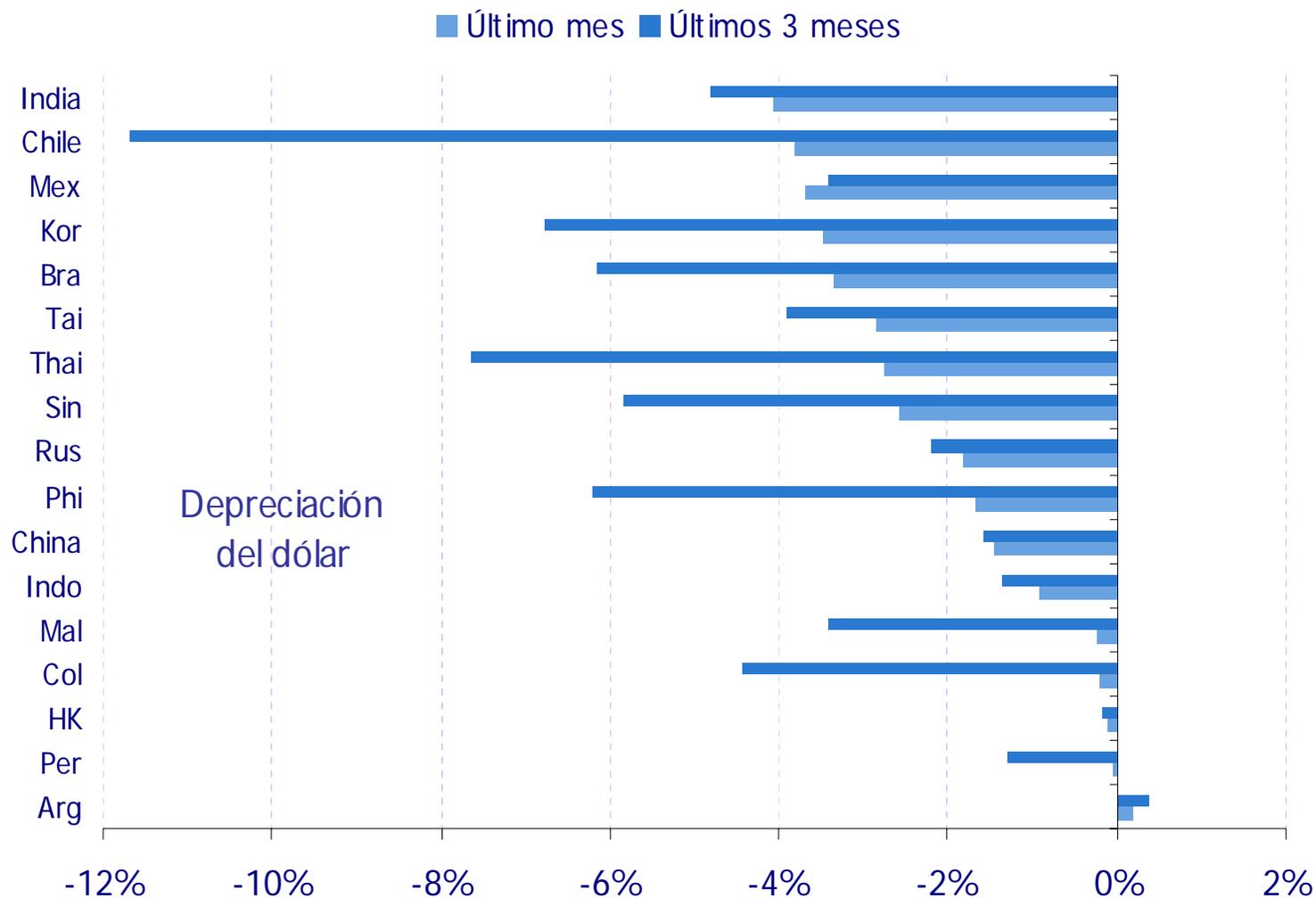
Fuente: BBVA Research



Acciones unilaterales vs multilaterales

Cambios en las cotizaciones frente al dólar: países emergentes (en %)

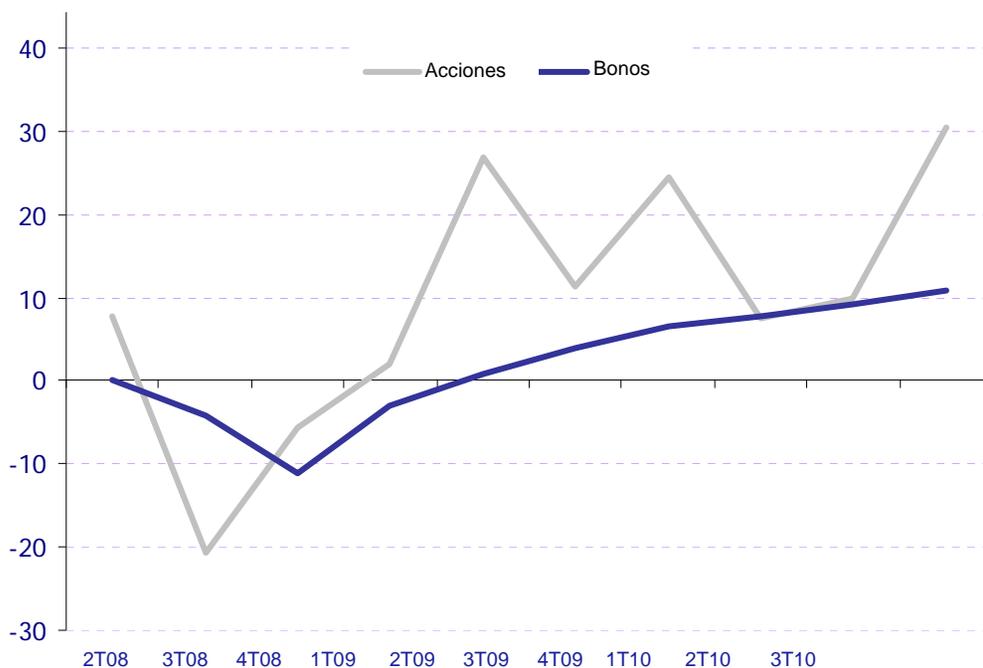
Fuente: Datastream y BBVA Research



Aumento del dilema entre permitir la apreciación de las monedas en las economías emergentes y moderar los flujos de capitales y los riesgos de sobrecalentamiento interno

Flujos de capitales a economías emergentes (mm USD)

Fuente: EPFR y BBVA Research



Intervención en mercados cambiarios desde septiembre 2010*

Fuente: BBVA Research

	Intervención	Controles de Capital	Compras de dólares	Intervención futura
EEUU				QE2
Reino Unido				QE2
Suiza	SI			
Japón	SI			
Australia				
Argentina	SI			
México		+6%		
Brasil			NO	probable
Chile			probable	probable
Perú			probable	probable
Colombia				probable
Rusia				
Polonia				
Rumanía				
Ucrania				
Turquía	Req. Reservas			
Indonesia	? Req. Reservas			SI posible
Corea del Sur				SI posible
Taiwan	SI	? límites en forwards	SI	probable
Tailandia	SI	? impuesto IE en bonos	SI	probable
Filipinas	SI		SI	SI
India	SI; y ? Req. Reservas		SI	probable
Israel				
Egipto				

* No incluye países que mantienen un tipo de cambio fijo

Índice



¿Dónde estamos? Guerra y Paz



Acciones unilaterales vs multilaterales



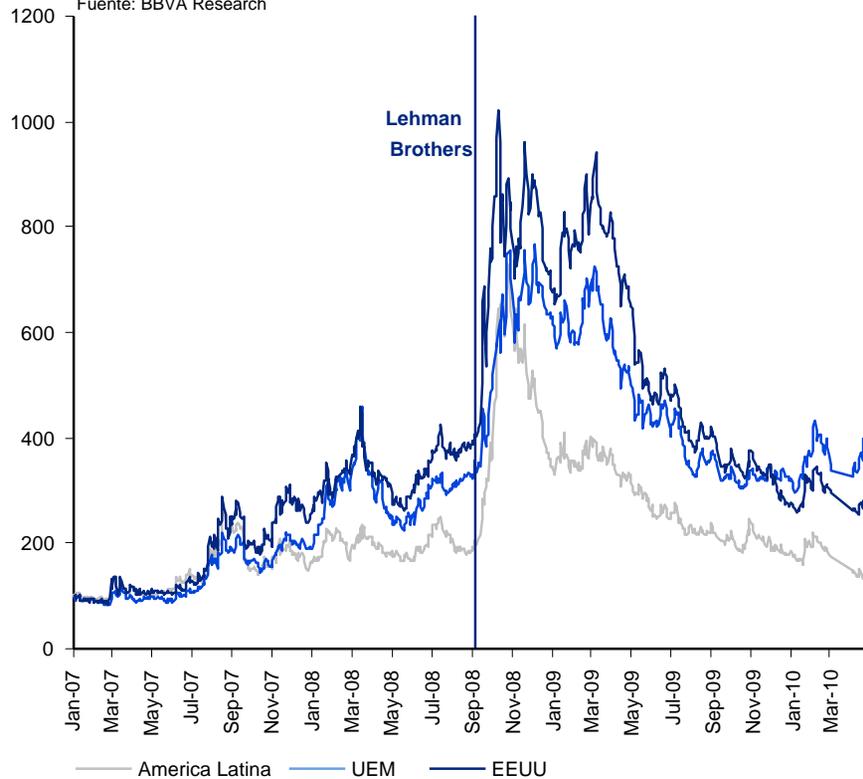
¿Dónde se encuentra Latam?

¿Donde se encuentra Latam?

La región ha soportado la crisis financiera global y ha salido reforzado financieramente: menores diferenciales y menor volatilidad de flujos, sin experimentar salidas netas de capitales

Índice de tensiones financieras BBVA Research (Ene 2007=100)

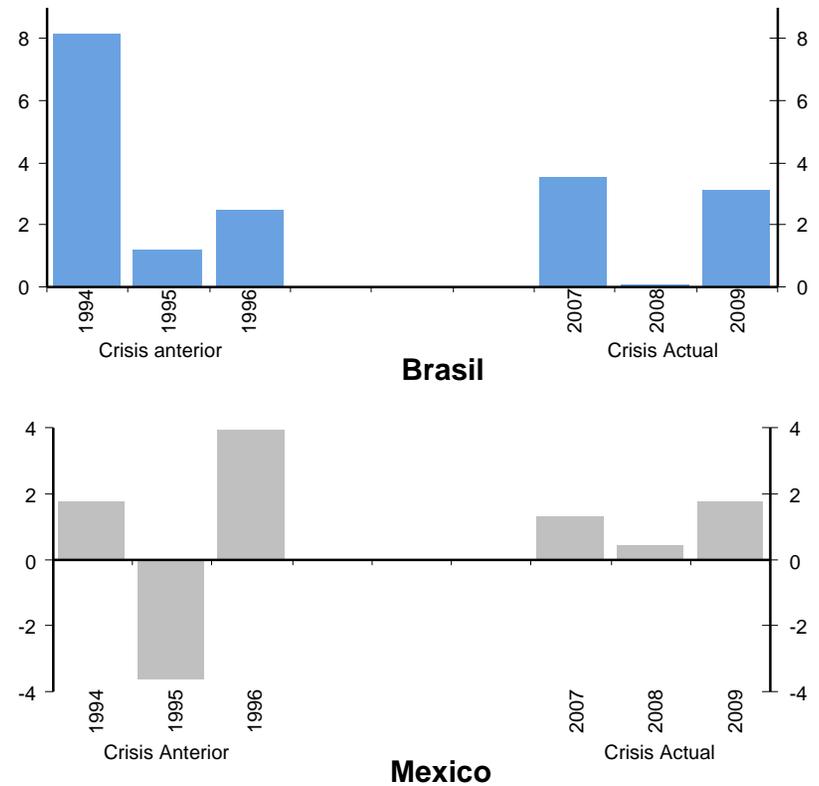
Fuente: BBVA Research



Inversión de Cartera

Flujos netos de entrada, % del PIB

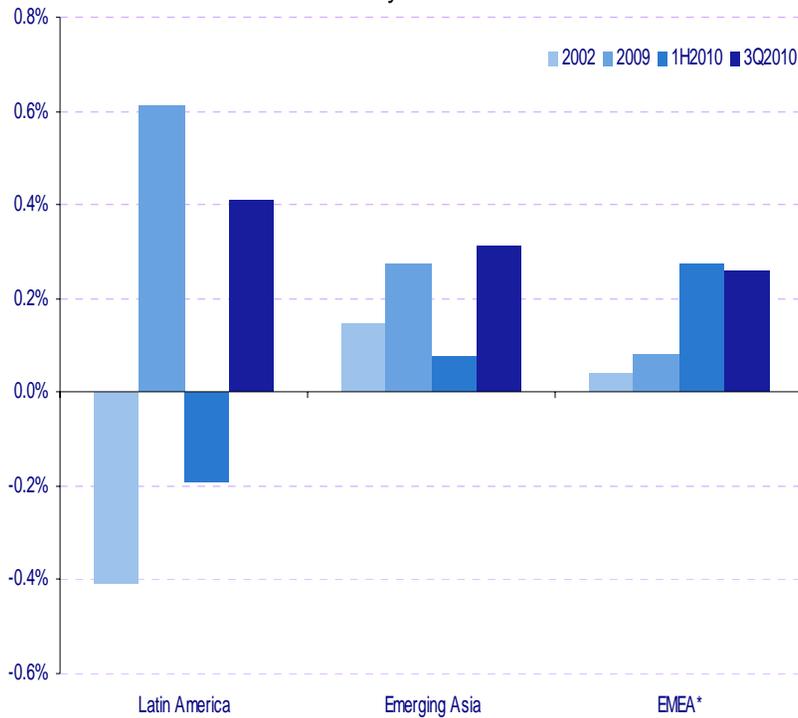
Fuente: BBVA Research



¿Cuál es el dilema?

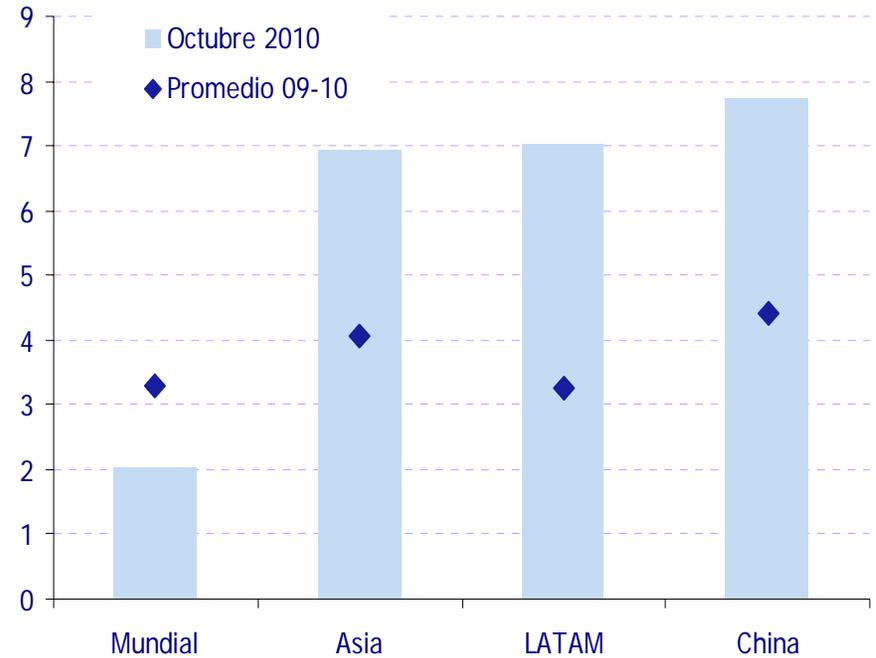
Entrada flujos equity (annual sobre% del total de activos)

Fuente: EPFR y BBVA Research



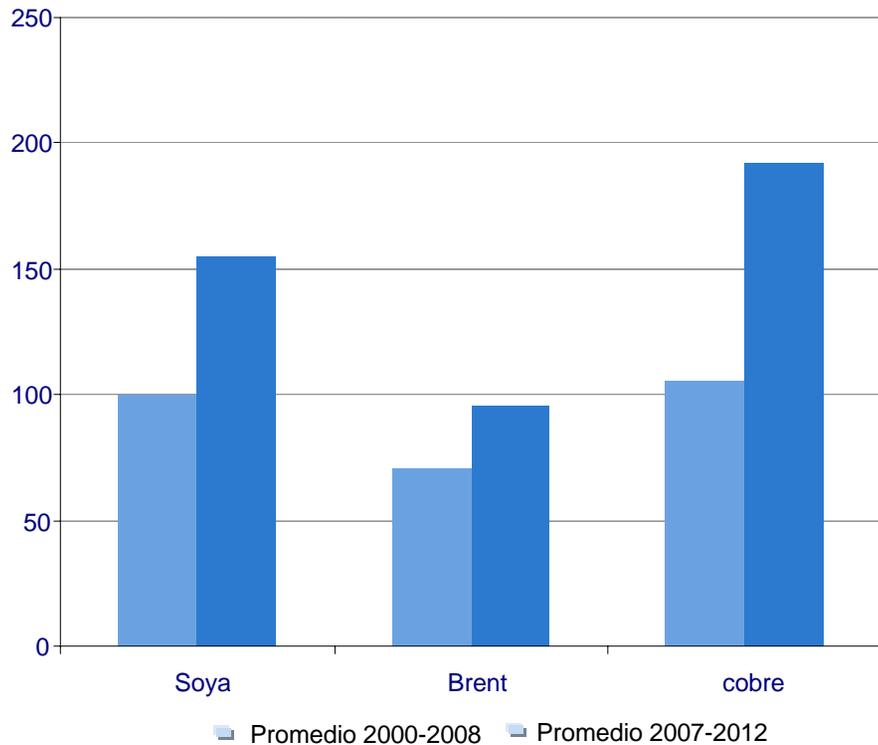
Acumulación de Reservas en Mercados Emergentes (% , tasa intermensual, promedio 3-meses)

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

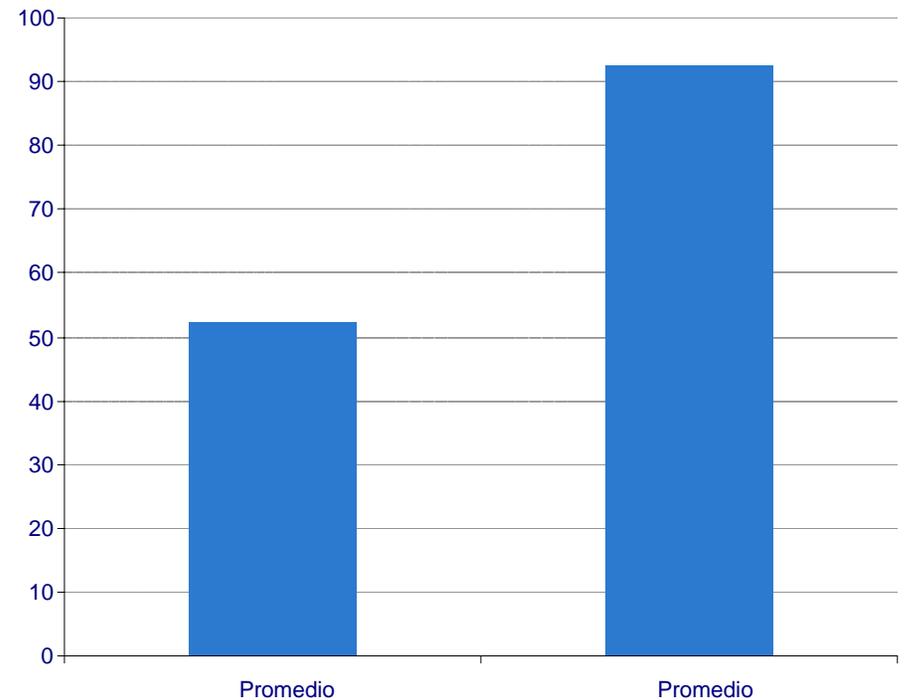


Esto plantea un dilema de política económica fundamentales sólidos llevarán divisas mas apreciadas en el mediano plazo

**Precio Real de commodities
(vs IPCUS base 2005)**



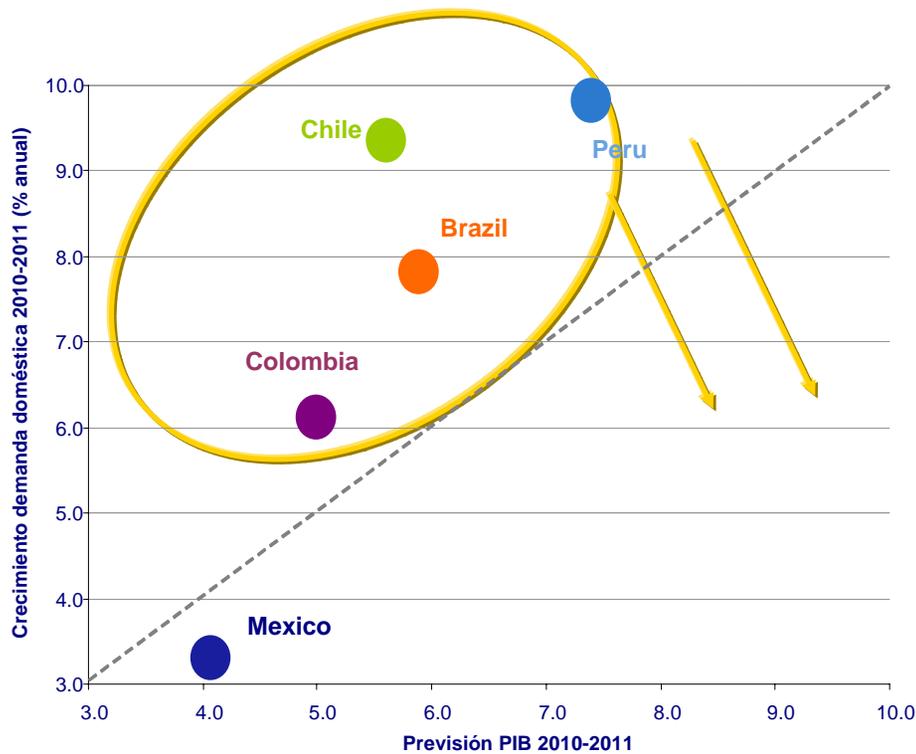
**Inversión directa a la región
Fuente. BBVA Research, fuentes nacionales**



El otro dilema es el sobrecalentamiento ante la liquidez y la expansión de política monetaria (salvo México)

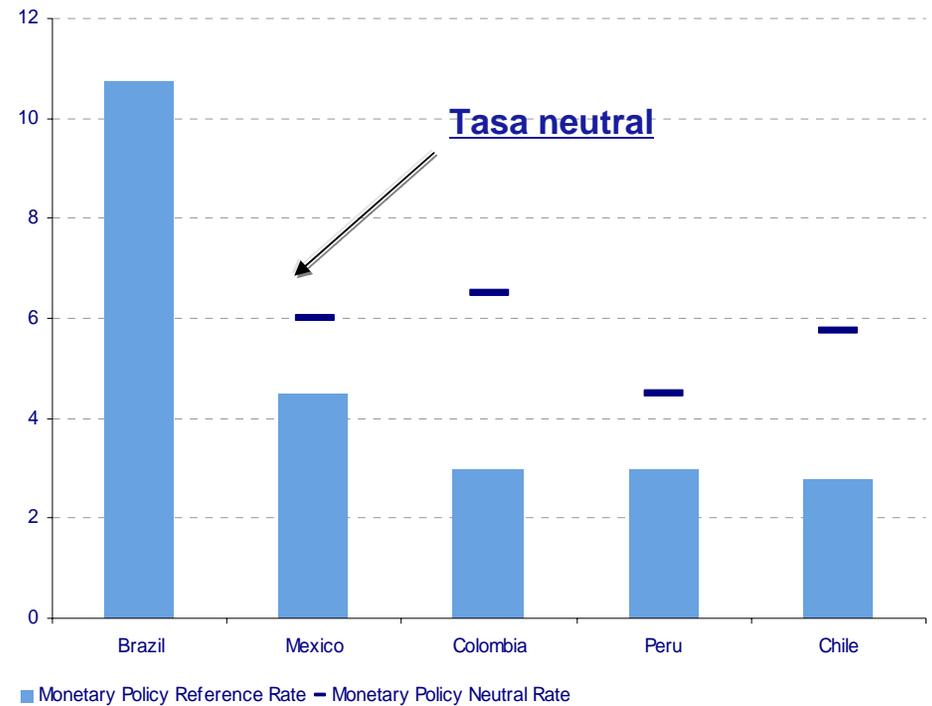
PIB y previsión de demanda doméstica (promedio anual 2010-2011)

Fuente. BBVA Research



Tasas monetarias

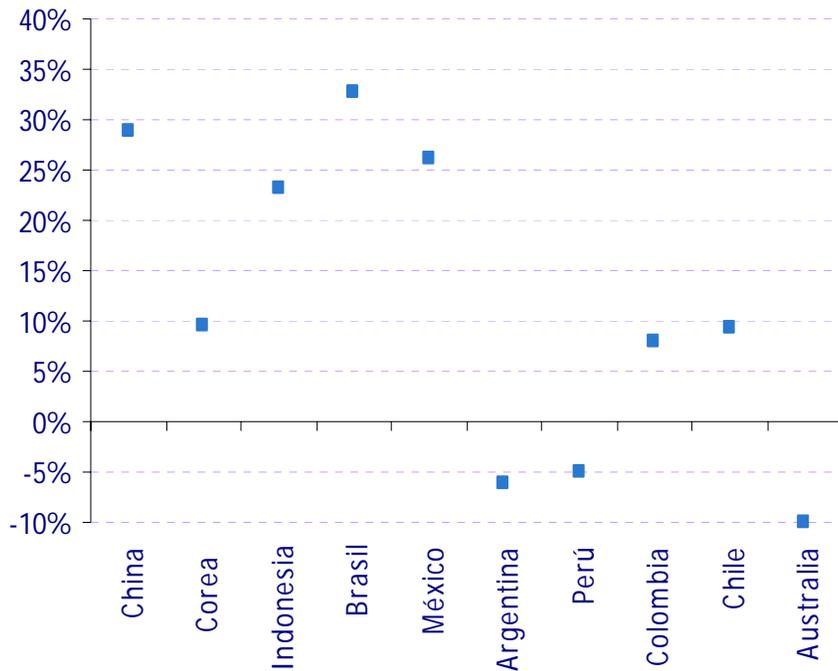
Fuente: BBVA Research



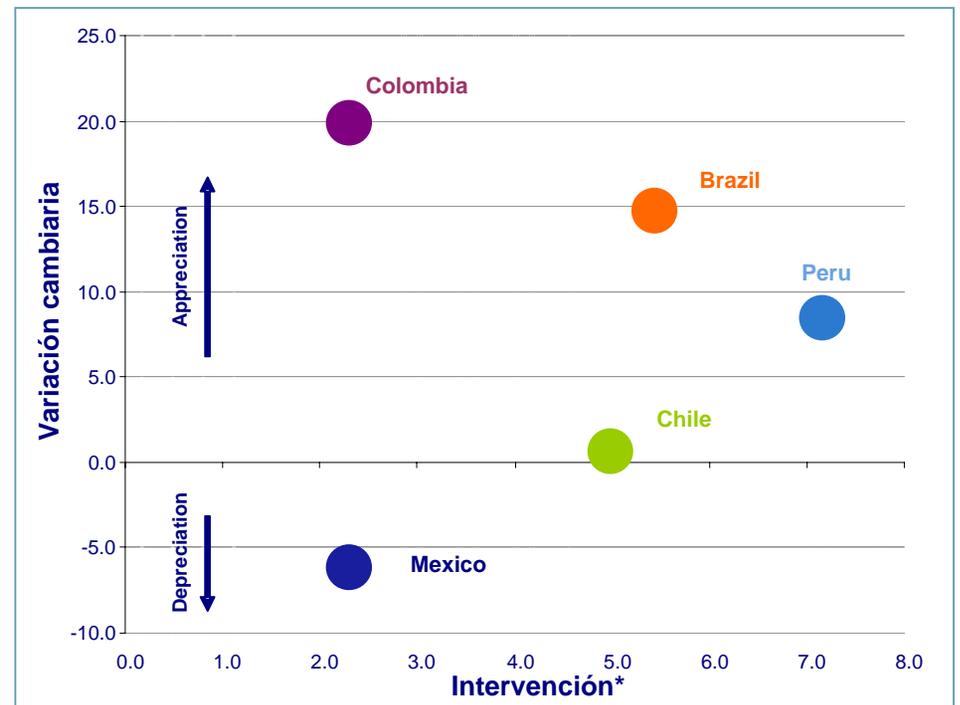
Dilema: las intervenciones no lo están impidiendo

Reservas FX: nivel actual vs niveles PreLehman

Fuente. BBVA Research y Bloomberg



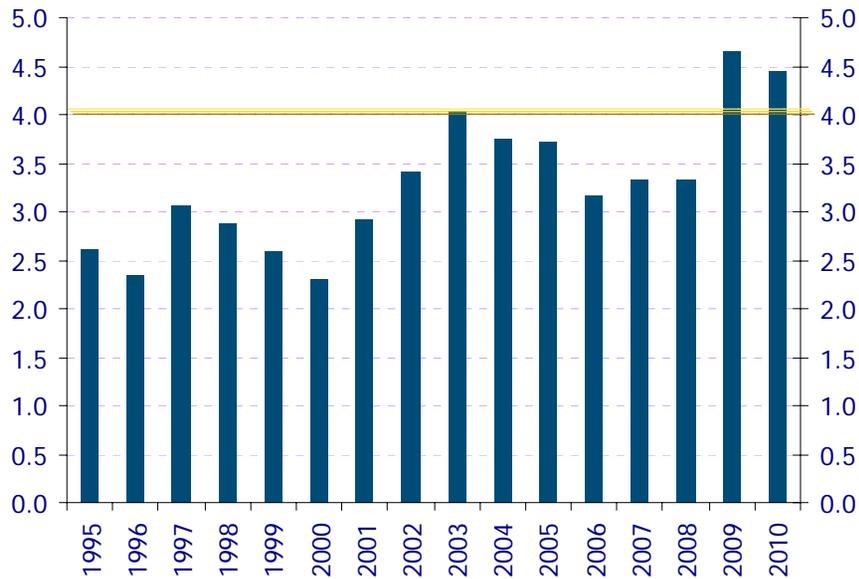
Fuente. BBVA Research



¿Tiene sentido la acumulación de reservas?

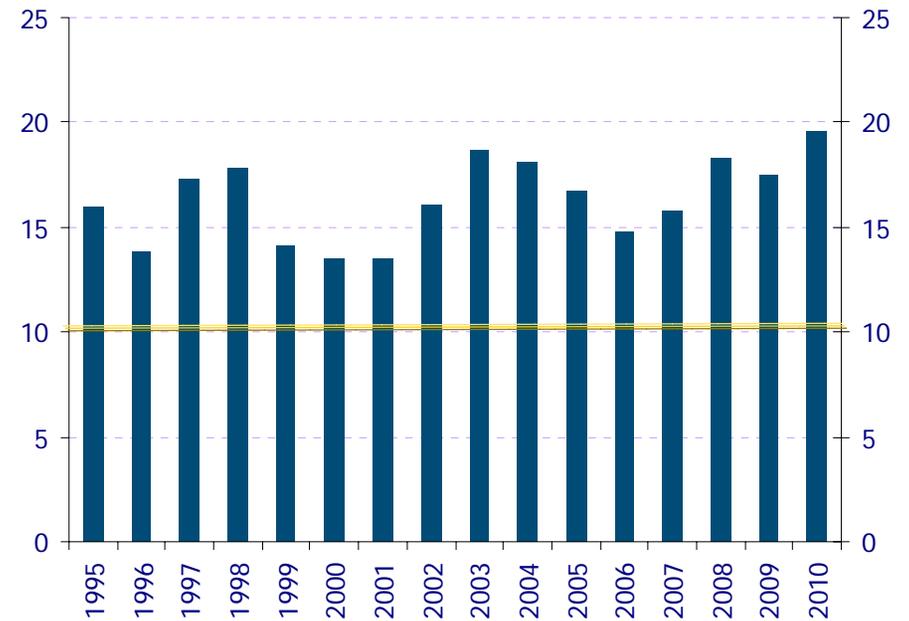
International reserves/Imports ratio (months)

Source Bansico and BBVA Research



International Reserves / M2 ratio (%)

Source BBVA Research

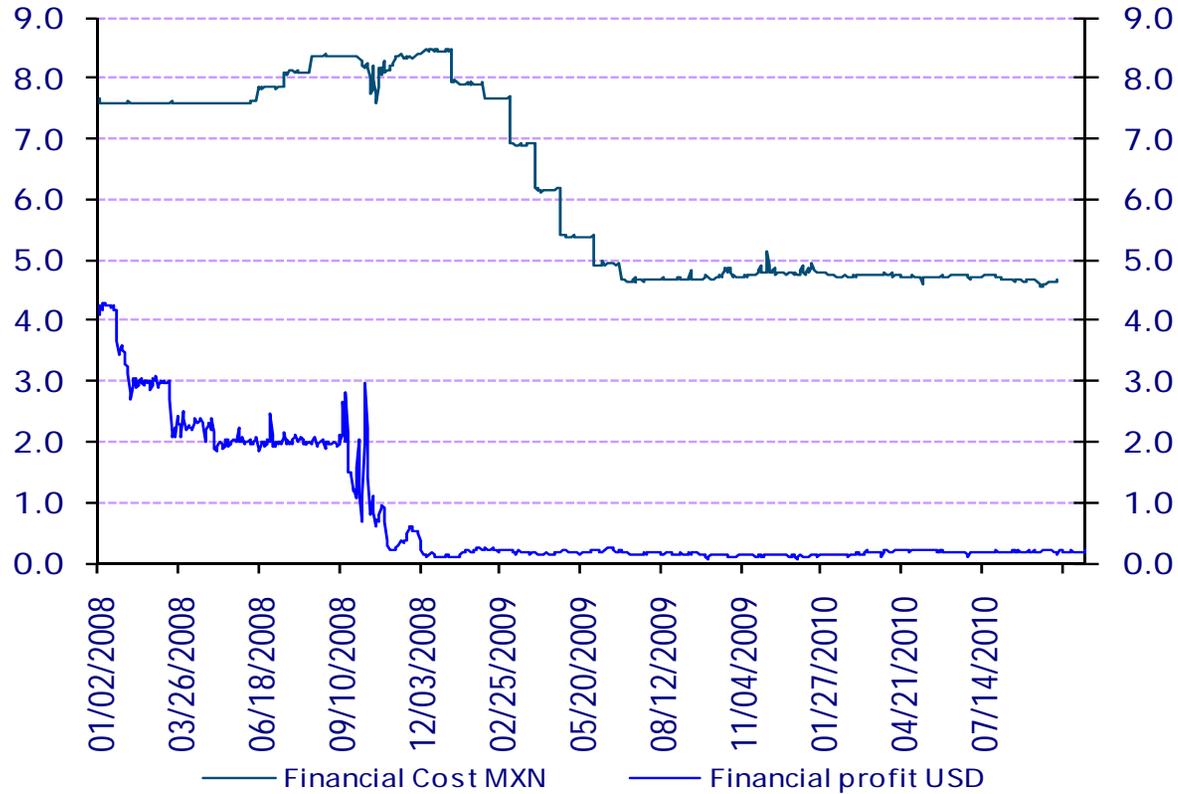


¿Donde se encuentra Latam?

¿Tiene sentido la acumulación de reservas?

International reserves costs and profits estimates (%)

Source Valmer, FED and BBVA Research

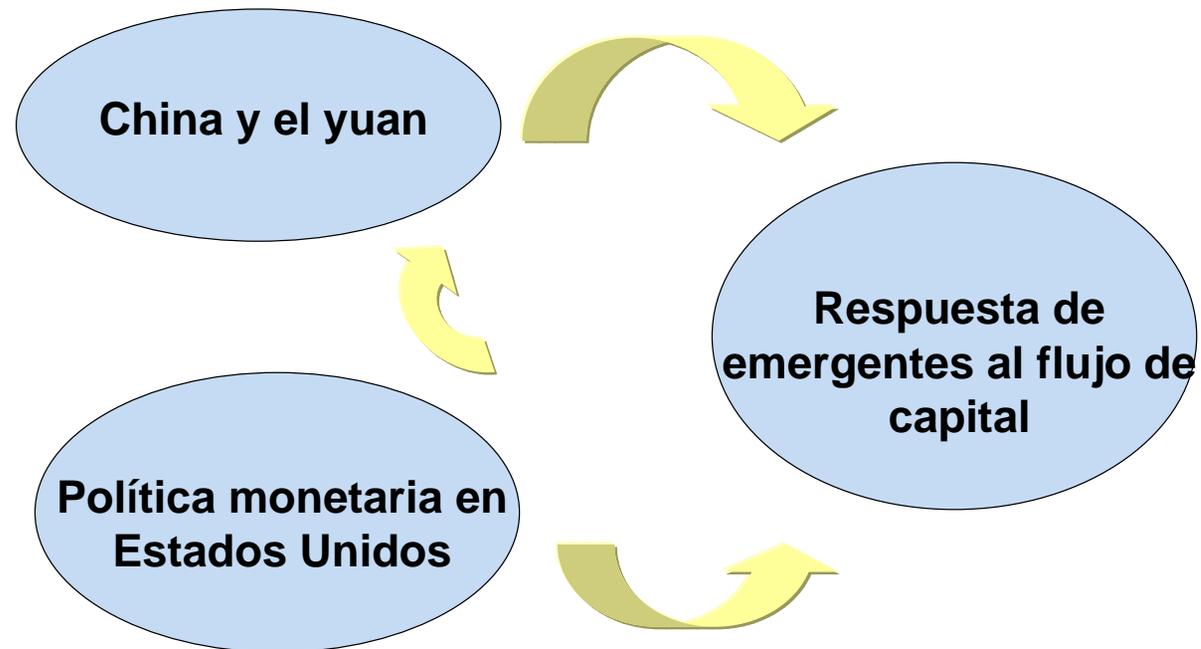


¿Conclusiones?: resumen de previsiones

	2009	2010	2011
EE.UU.	-2.6	2.7	2.3
UEM	-4.0	1.6	1.2
España	-3.7	-0.2	0.9
LatAm 7	-2.4	5.8	4.1
Argentina	-2.1	8.0	5.0
Brasil	-0.2	7.5	4.3
Chile	-1.5	5.4	5.8
Colombia	0.8	4.8	5.2
México	-6.6	4.5	3.4
Perú	0.9	8.5	6.3
Venezuela	-3.3	-2.3	1.7
China	9.1	10.1	9.2
Asia Emergente	5.2	8.8	7.4

¿Conclusiones?: y los riesgos son elevados

¿Batalla?



- Las medidas tomadas son todavía leves...
- ... pero pueden anticipar problemas serios

¿Conclusiones? Porque las soluciones son complicadas

¿Solución?

¿FMI?

- Rebalancear políticas de crecimiento hacia países emergentes empezando con China y la apreciación del yen
- Políticas fiscales restrictivas y monetaria expansiva en países desarrollados y reformas estructurales
- Aceptar que el proceso tiene riesgos tanto de sobrecalentamiento como de reducción drástica de crecimiento en emergentes, y que la cooperación se mantendrá

Perspectivas económicas: ¿Hacia donde van los mercados cambiarios?

Jorge Sicilia

Ciudad de México, 11 de Noviembre de 2010

¿Conclusiones? Porque las soluciones son complicadas

	October 2010 GDP (Base Scenario)			
	2010	2011	2012	2013
US	2.7	2.3	2.4	2.5
EMU	1.6	1.2	1.4	2.0
Spain	-0.2	0.9	1.9	2.5
LatAm 7	5.8	4.1	4.1	3.8
Argentina	8.0	5.0	4.5	3.6
Brazil	7.5	4.3	4.6	4.3
Chile	5.4	5.8	5.1	5.0
Colombia	4.8	5.2	5.7	5.3
Mexico	4.5	3.4	3.1	2.9
Peru	8.5	6.3	6.3	6.0
Venezuela	-2.3	1.7	1.3	1.6
China	10.1	9.2	9.0	8.9
Emerging Asia	8.8	7.4	7.3	7.3

	Revision from July's 2010 MC			
	2010	2011	2012	2013
US	-0.3	-0.2	0.0	0.0
EMU	0.7	0.2	0.0	0.4
Spain	0.4	0.2	-0.8	-0.1
LatAm 7	0.6	-0.1	-0.2	-0.3
Argentina	1.5	1.1	0.1	0.0
Brazil	0.6	-0.4	-0.7	-1.0
Chile	0.6	0.2	0.3	0.5
Colombia	0.6	0.2	0.6	0.1
Mexico	0.0	-0.3	-0.1	-0.1
Peru	1.7	0.6	0.3	0.0
Venezuela	1.5	0.0	0.4	0.5
China	0.2	0.2	-0.1	0.1
Emerging Asia	0.4	0.1	0.1	0.1

	October 2010 CPI (Base Scenario)			
	2010	2011	2012	2013
US	1.6	1.2	1.3	1.4
EMU	1.6	1.7	1.3	1.4
Spain	1.8	1.7	1.3	1.6
LatAm 7	7.5	7.7	7.7	6.7
Argentina	22.3	25.8	23.5	18.2
Brazil	4.8	4.5	4.9	4.7
Chile	1.5	3.0	3.0	3.0
Colombia	2.2	3.2	3.4	3.2
Mexico	3.6	3.7	3.8	2.8
Peru	1.7	2.7	2.4	2.1
Venezuela	30.3	26.7	26.9	27.3
China	3.0	3.3	3.3	3.0
Emerging Asia	4.4	4.1	3.9	3.6

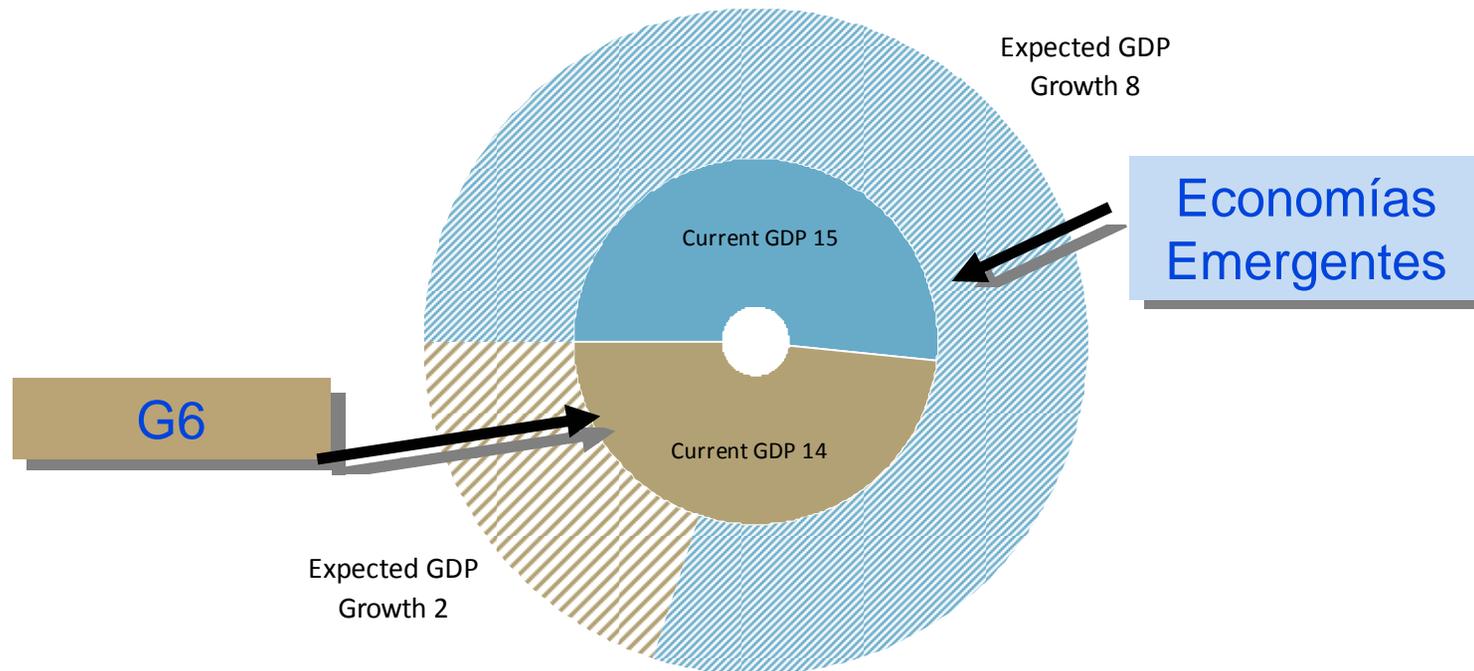
	Revision from July's 2010 MC			
	2010	2011	2012	2013
US	0.0	-0.6	-0.9	-0.9
EMU	0.3	0.5	-0.1	-0.1
Spain	0.2	0.3	0.0	-0.2
LatAm 7	-0.6	-0.7	-0.1	0.0
Argentina	-0.9	-2.5	0.0	1.5
Brazil	-0.4	-0.3	0.1	0.4
Chile	0.0	0.1	0.0	0.0
Colombia	-0.2	0.1	0.3	0.2
Mexico	-0.9	-0.2	0.2	-0.7
Peru	0.1	0.2	0.0	0.1
Venezuela	-1.3	-4.2	-2.7	-1.9
China	-0.1	0.0	-0.2	-0.5
Emerging Asia	-0.2	0.0	0.0	-0.3

¿Donde se encuentra Latam?

- Las “otras EE” equivalen en tamaño al G6 (G7 excluyendo a EEUU)
- Sin embargo, su contribución al crecimiento mundial durante los próximos 10 años será aproximadamente 4 veces mayor
- De un crecimiento esperado del PIB mundial de 41 billones, las “otras EE” contribuirán en 8 billones, frente a los 2 billones del G6

PIB ajustado por PPA: nominal y crecimiento esperado (billones)

Fuente: BBVA Research y FMI



¿Donde se encuentra Latam?

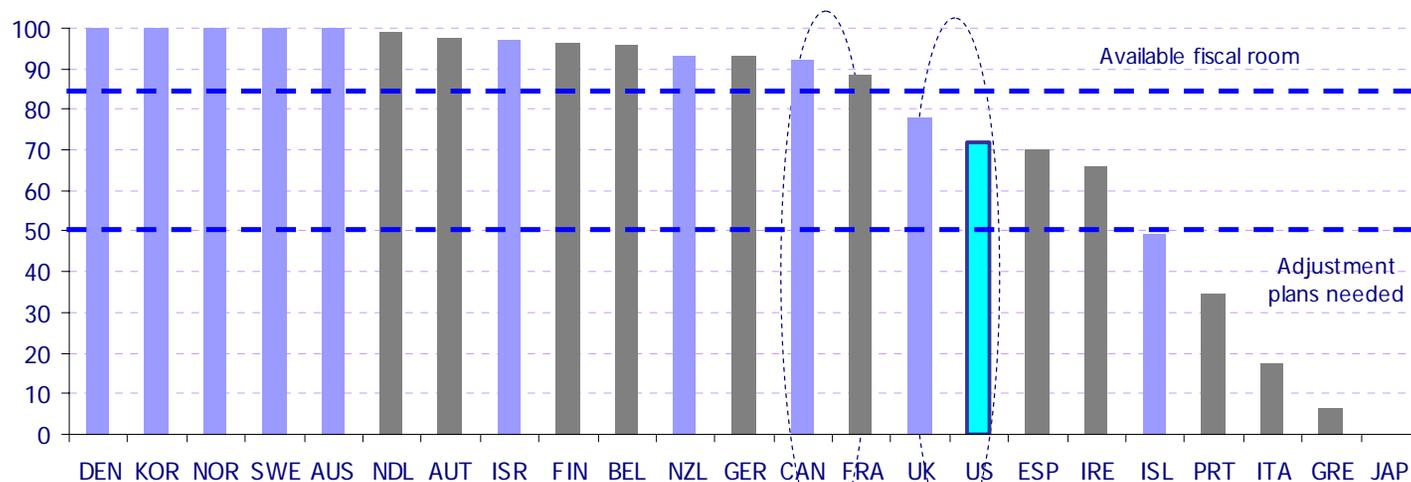


Scant fiscal room to cushion downturn

- US political paralysis to curb action on fiscal stimulus front.
- Moreover, lax fiscal discipline in the past seems to indicate that room for new stimulus measures is very limited, if you dont want to risk a persistently growing debt path.
- Is there room in the Central European countries for more fiscal stimulus?

Probability of additional fiscal room*

Source: BBVA Research and Ostry et. al (2010)



*Probability of debt estimated in 2015 to below the limit of debt sustainability in each country. Sustainable debt limit is estimated according to the historical capacity of each country to adjust its primary fiscal balance to increases in public debt. That is, is greater in countries more fiscally responsible (which adjust their primary balance to an increase in debt).