

Situación Latinoamérica

Segundo Trimestre 2012
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial se recuperará gradualmente en 2012 del bache del cuarto trimestre de 2011.** La recuperación será más pronunciada en Asia.
- **América Latina crecerá 3,7% en 2012 y 3,8% en 2013** impulsada por la demanda interna y los altos precios de las materias primas.
- **Se mantendrá un cauteloso sesgo restrictivo de los bancos centrales, salvo en Brasil.** Deberán equilibrar las presiones inflacionistas y la fuerte demanda interna frente a la resistencia de los flujos de entrada de capitales y la incertidumbre exterior.
- **Los riesgos para el crecimiento en la región se centran en el entorno exterior,** especialmente un recrudecimiento de la crisis Europea.
- **Las autoridades económicas deben aprovechar la coyuntura favorable** para reducir las vulnerabilidades y aumentar los amortiguadores monetarios y fiscales.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Recuperación global, pero se reavivan los riesgos.....	4
3. Continúa la convergencia hacia el crecimiento potencial.....	7
4. La coyuntura favorable debe aprovecharse.....	14
Recuadro 1. Alza de precios del petróleo: un riesgo moderado.....	18
5. Tablas	20

Fecha de cierre: 11 de mayo de 2012

1. Resumen

Como consecuencia de los efectos rezagados del endurecimiento de las políticas monetarias en muchos países y por un entorno internacional más incierto, el crecimiento en América Latina se desaceleró a lo largo de los últimos trimestres de 2011. Con todo, a pesar de un entorno complejo con mercados volátiles, las expectativas de los agentes se mantuvieron robustas, lo que hizo que la demanda interna apoyara tasas de crecimiento muy razonables, del orden del 0,6% trimestral en el cuarto trimestre. Para el conjunto del 2011, la región creció un 4,4%.

Los datos observados en el primer trimestre auguran un inicio de tasas de crecimiento más elevadas en los próximos trimestres, lo que será la tónica para el resto del año. Así, se tuvieron sorpresas positivas en crecimiento en la mayoría de países, con la importante excepción de Brasil, donde el crecimiento se recuperará a partir del segundo trimestre del año, de la mano de políticas económicas más acomodaticias.

De este modo, la región continuará convergiendo suavemente hacia tasas de crecimiento cercanas a su potencial. La región en su conjunto crecerá un 3,7% en 2012 y 3,8% en 2013. Esta desaceleración respecto a 2011 será consistente con la moderación del crecimiento global (del 3,9% en 2011 al 3,6% en 2012) y, en muchos países, con un sesgo hacia un mayor endurecimiento de las políticas.

En todas las economías de la región la demanda interna crecerá más que el PIB, sostenida por el fuerte dinamismo de los mercados de crédito y el mantenimiento de la confianza. Esto muestra que gran parte del dinamismo estará determinado por factores internos, si bien también se ve apoyado por los altos precios de los productos de exportación que, al mismo tiempo, mantendrán los déficits exteriores en niveles manejables. Aunque se reducen sustancialmente respecto a hace un año, los riesgos de recalentamiento siguen siendo relevantes en la medida que la demanda interna continúa creciendo a un ritmo superior al PIB.

Excepto en México, la inflación se mantendrá en rangos altos, lo que hará que los bancos centrales con objetivos de inflación mantengan un cauteloso sesgo restrictivo, salvo en el caso de Brasil. El dinamismo de la demanda interna y el precio elevado de las materias primas contribuirán en muchos casos a mantener ciertos riesgos inflacionistas, al tiempo que esperamos que las tasas de inflación cierren el año 2012 cerca del límite superior de los rangos objetivo de los bancos centrales. Por el contrario, en Brasil, el Banco Central continuará con la flexibilización monetaria en un contexto de debilidad cíclica y un renovado foco en la reducción de los elevados tipos de interés nominales. Con todo, muchos bancos centrales han seguido apelando a medidas macroprudenciales para ajustar las condiciones de liquidez locales y contrarrestar las presiones apreciatorias sobre sus monedas.

En general, la región sigue mostrándose resistente a la incertidumbre exterior y continúa reduciendo sus vulnerabilidades. La mayoría de indicadores de vulnerabilidad siguen siendo relativamente bajos, lo que se ha reflejado en el mantenimiento o mejora de las calificaciones de riesgo. Con todo, esta resistencia también se ha visto ayudada por unas buenas condiciones de financiación exterior, dadas las políticas acomodaticias en las economías desarrolladas.

Los países de la región necesitan recuperar la capacidad de los amortiguadores de política monetaria y fiscal para hacer frente a posibles nuevos shocks. En nuestra opinión, los tipos de interés oficiales en los países con objetivos de inflación tenderán a niveles más neutrales, lo que permitirá recuperar en parte esa capacidad de maniobra a futuro. Sin embargo, es necesario avanzar más en el frente fiscal, donde los déficits y el gasto público se mantendrán en 2012 en niveles manejables pero aún por encima de los observados antes de la crisis. El principal riesgo interno lo constituye la complacencia de las autoridades frente a un cambio súbito en el sentimiento de los mercados.

Los principales riesgos para la región se concentran en el entorno exterior. El principal riesgo global -y también para América Latina- lo constituye un posible empeoramiento súbito y profundo de la crisis en Europa. Este shock, proveniente de Europa impactaría en América Latina a través del canal comercial, pero también por el fuerte incremento de la aversión al riesgo, una caída del precio de las materias primas y el contagio a otros importantes socios comerciales, como EEUU y (en menor medida) China. En todo caso, el efecto sería importante sobre el crecimiento de la región, pero no como sucedió en 2009. Otros factores externos, como un mayor precio del petróleo, una caída del crecimiento en EEUU o una brusca corrección en China representan un riesgo más moderado para la región en su conjunto, si bien algunos países pueden verse fuertemente afectados.

2. Recuperación global, pero se reavivan los riesgos

El crecimiento global se recuperará gradualmente, con mayores diferencias entre las principales áreas. Pero los riesgos sobre el crecimiento están fuertemente sesgados a la baja

Después de una desaceleración gradual durante el año 2011, especialmente en el último trimestre, la economía mundial está empezando a mostrar signos de mayor dinamismo. Se espera que el crecimiento mundial en el primer trimestre de 2012 haya sido mayor que en el anterior, teniendo en cuenta un mayor crecimiento en Asia sin China (incluido Japón) y América Latina, además de un sostenido –pero modesto– dinamismo en los Estados Unidos. Se estima que el crecimiento mundial seguirá aumentando y superará el 1% trimestral a finales de 2012 (0,6% en el cuarto trimestre de 2011). Esta recuperación también será muy heterogénea, lo que aumenta la divergencia en las tasas de crecimiento entre las principales áreas económicas. El aumento en el crecimiento en 2012 será más evidente en Asia, dado el repunte después de los desastres naturales en Tailandia y Japón (que afectó a las cadenas de suministro regionales) y la reversión parcial del endurecimiento de las políticas aplicadas hasta mediados de 2011. Por otro lado, EE.UU. continuará sosteniendo tasas de crecimiento trimestral de alrededor del 0,6% en 2012 y 2013, significativamente menor que en recuperaciones anteriores. Sin embargo, esto va a ser mejor que el estancamiento de la actividad en la zona del euro en 2012, arrastrada en los países periféricos por una consolidación fiscal agresiva y tensiones financieras persistentemente elevadas, después de que éstas se redujeran temporalmente en el primer trimestre.

Por lo tanto, las economías emergentes recuperarán sus diferenciales de crecimiento de alrededor de 4 puntos porcentuales frente a las economías desarrolladas para el conjunto de 2012 y 2013. A su vez, Europa y EE.UU. también seguirán aumentando sus diferencias de crecimiento en los próximos dos años, aun cuando esperamos que las autoridades europeas sigan tomando acciones decisivas que poco a poco disminuyan las tensiones financieras.

Con todo, nuestras proyecciones de crecimiento no son muy diferentes de las publicadas en febrero. Esperamos un crecimiento mundial de 3,6% en 2012 y 4% en 2013, con una contribución de alrededor del 80% proveniente de las economías emergentes (Gráfico 1). Pero, como se mencionó antes, este escenario está condicionado a la evolución de la crisis en Europa, y por lo tanto los riesgos para estas previsiones están todavía fuertemente sesgados a la baja.

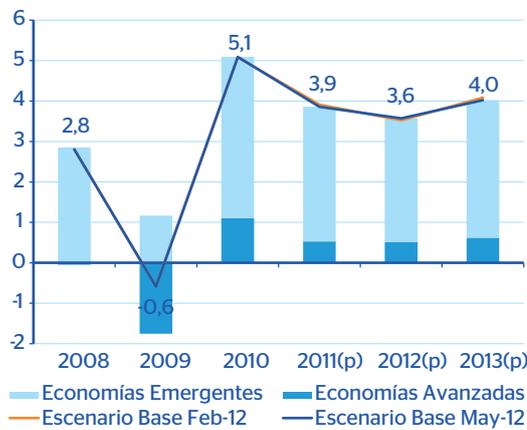
En este contexto, las políticas monetarias en las economías avanzadas seguirán siendo muy acomodaticias durante un período prolongado, sirviendo de puente para superar la debilidad de la actividad hacia el medio y largo plazo. Sin embargo, la efectividad de su intervención (convencional o no) está disminuyendo, mientras que al mismo tiempo aumentan los costes, incluyendo el riesgo de una menor independencia del banco central y los daños colaterales de las medidas no convencionales. Por lo tanto, es hora de que las autoridades e instituciones en los EE.UU. y Europa releven a los bancos centrales de manera decisiva en su tarea de reavivar el crecimiento, mediante la implementación de reformas económicas e institucionales y la gestión de los riesgos fiscales. Mientras estas medidas entren en vigor, los bancos centrales deben seguir apoyando el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.

Las políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas continuarán apoyando condiciones de financiación favorables en los países emergentes. Aquí los bancos centrales tendrán que sopesar la presión de los flujos de entrada de capitales y la incertidumbre externa frente a los riesgos inflacionistas (en parte presionados por los precios del petróleo) y la fuerte demanda interna. La diferencia en las previsiones de inflación en Asia y América Latina –disminución en la primera, pero estable en la segunda– condicionará sendas de tipos oficiales diferentes en ambas áreas. Estimamos que ha llegado el fin del ciclo de relajamiento monetario en gran parte de economías emergentes de Asia (con la notable excepción de China e India), y un cauteloso sesgo restrictivo en la mayor parte de América Latina, excepto en Brasil.

Ha habido algunos avances para resolver la crisis europea, pero aún faltan pasos importantes. Europa necesita una hoja de ruta clara para salir de la crisis

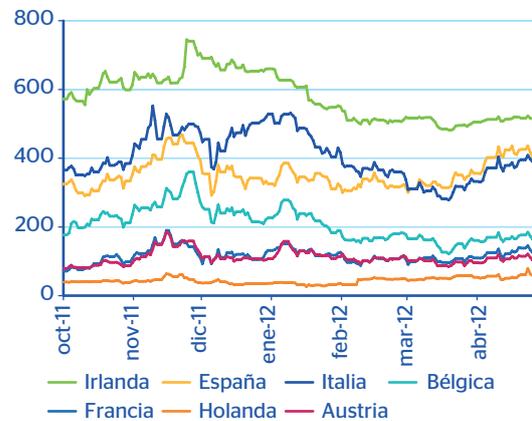
En los últimos meses, ha habido algunos avances hacia la solución de la crisis europea, pero todavía hay muchas cuestiones importantes pendientes. En primer lugar, se ha reestructurado la deuda soberana griega en manos del público, a pesar de lo cual persisten las dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo, incluyendo la atomización política en las últimas elecciones, la fatiga reformadora y una posible recesión más profunda de lo previsto. En segundo lugar, se aprobó una capacidad de nuevos préstamos de 500mm de euros por parte del Mecanismo de Estabilización Europeo (ESM), lo que se añade a los 200mm ya comprometidos por el EFSF. Sin embargo, eso no ha sido suficiente para calmar la preocupación de los mercados, dado que las necesidades de financiación de España e Italia en los próximos 3 años son superiores a esa cifra y a la presunción de que los préstamos de ESM tendrían prelación frente a los actuales tenedores de bonos privados. Además, no está claro qué parte el aumento de los recursos del FMI por 430mm de dólares (aproximadamente 330mm de euros) podría estar dirigida a los países europeos. En tercer lugar, el tratado fiscal (pendiente de aprobación nacional), compromete a los gobiernos a déficits estructurales no mayores al 0,5% del PIB. Este es un cambio significativo hacia el control de los presupuestos nacionales, pero la posibilidad de desviaciones de la norma en “circunstancias excepcionales” puede presentar el tratado como no lo suficientemente estricto como para justificar una acción más enérgica por parte del BCE o de los países centrales en Europa. Además, no ha habido avances hacia una unión fiscal, o los eurobonos. En definitiva, seguimos sin tener una hoja de ruta clara hacia dónde se dirige Europa.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Prima de riesgo soberano en Europa
(diferencial del bono a 10 años con Alemania, pb)



Fuente: Datastream y BBVA Research

El recrudescimiento de la crisis europea representa el principal riesgo global

Sin lugar a dudas, una de las acciones más importantes en los últimos cuatro meses fue la provisión de liquidez a largo plazo por el BCE. Esto permitió, al menos hasta marzo, una reducción significativa en el riesgo de liquidez en los bancos europeos, una tímida apertura de los mercados de financiación mayorista y una compresión de los diferenciales soberanos en los países periféricos (Gráfico 2). Pero estos efectos positivos resultaron temporales, ya que los mercados (i) detectaron cierta complacencia por parte de los políticos a medida que las primas de riesgo se reducían en el primer trimestre de 2012, y (ii) dudaban de la capacidad de muchos países de la periferia para cumplir sus objetivos de déficit y, al mismo tiempo, temían los efectos negativos sobre el crecimiento de alcanzarlos. De este modo, desde marzo, las primas de riesgo se incrementaron

rápidamente en Italia y España, en éste último caso hasta niveles similares a los alcanzados durante el periodo de mayor tensión en noviembre (Gráfico 2).

El corto efecto de las inyecciones de liquidez a largo plazo y el dilema entre la consolidación fiscal y restaurar el crecimiento resalta dos conclusiones. En primer lugar, las acciones del BCE sólo pueden salvar el corto plazo, para ganar tiempo mientras se abordan los problemas económicos e institucionales de fondo. Esto quiere decir que no se puede empezar ya a hablar de estrategias de salida para el BCE, pero también implica que deben empujarse las reformas económicas, al mismo tiempo que se reequilibra la demanda en la zona euro, con un estímulo de la misma en los países centrales. En segundo lugar, es necesario revisar los planes de consolidación fiscal de manera coordinada (para no funcionar con excepciones que serían difíciles de entender), apuntando a objetivos de déficit estructural –en consonancia con el espíritu del tratado fiscal– y con una trayectoria de ajuste más gradual. A cambio de este mayor gradualismo, los Estados miembros deben elaborar planes de consolidación integrales, explícitos, detallados y plurianuales. De esta manera, unas finanzas públicas saneadas se pueden lograr sin grandes daños sobre el crecimiento en el corto plazo. Al mismo tiempo, esto permitirá cosechar los beneficios de largo plazo de las reformas estructurales que se están implementando en los países periféricos.

En este contexto, todavía vemos un nuevo estallido de la crisis europea como el principal riesgo, con consecuencias potencialmente muy negativas para el crecimiento mundial. El aumento de las tensiones puede surgir de la fatiga reformadora en los países periféricos, junto con la fatiga de financiar más rescates en los países centrales, en el contexto de procesos electorales –y un referéndum– en muchos países europeos: Irlanda y los Países Bajos tendrán procesos electorales en el primer semestre de este año (y Grecia los repetirá), tras las elecciones en Francia y dos estados de Alemania en mayo.

Los precios actuales del petróleo tendrán sólo un impacto moderado en el crecimiento mundial. Sin embargo, un fuerte repunte adicional de los precios sí representa un riesgo elevado

Una segunda amenaza a la economía global es un nuevo aumento de los precios del petróleo. El reciente repunte a principios de 2012 se debe, en parte, a estrecheces de los fundamentales (oferta y demanda), pero también a un aumento en la prima de riesgo geopolítica a alrededor de 10-15 dólares por barril, dadas las tensiones en torno a Irán y unos amortiguadores del mercado muy reducidos (las existencias de petróleo y la capacidad excedente de producción de la OPEP). En nuestro escenario base, consideramos unos precios de alrededor de 120 dólares por barril de petróleo Brent para gran parte de 2012, alrededor de un 20% más alto que en nuestras previsiones de febrero. En nuestra opinión, esto sólo tendrá un impacto negativo moderado sobre el crecimiento mundial, ya que los bancos centrales de los países avanzados muy probablemente tratarán esto como un shock temporal. Esto, unido a la debilidad del ciclo evitará el endurecimiento de la política monetaria, lo que ha sido uno de los canales tradicionales de transmisión de mayores precios del petróleo a un menor crecimiento. No obstante, si el conflicto se intensifica en el Golfo, podría haber un aumento muy fuerte y brusco en los precios del petróleo, e incluso si los bancos centrales no reaccionan aumentando sus tipos de interés, el crecimiento podría verse dañado por el consiguiente incremento de la aversión global al riesgo. Consideramos que la probabilidad de una escalada en el Golfo es relativamente reducida, pero es un escenario que, de materializarse, tendría un impacto significativo sobre el crecimiento mundial.

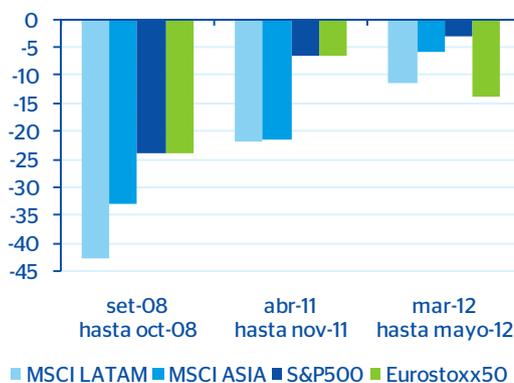
3. Continúa la convergencia hacia el crecimiento potencial

América Latina crecerá 3,7% este año y 3,8% en 2013, apoyada por el crecimiento de la demanda interna

En lo que va del 2012, los mercados financieros en América Latina siguieron tendencias similares a las de las economías desarrolladas, condicionadas por la reducción de tensiones en Europa en los primeros meses del año y una reversión posterior a partir de mediados de marzo. Así, desde marzo se produjo un nuevo deterioro que borró gran parte de las ganancias observadas en los tres primeros meses del año. En particular, las cotizaciones bursátiles de la región aumentaron 16% desde enero hasta mediados de marzo, para luego perder 12% desde entonces hasta el inicio de mayo (Gráfico 3). De forma similar, los diferenciales de deuda de la región cayeron 74 puntos básicos (pb) en el primer período, para luego repuntar 37 pb en el segundo (Gráfico 4).

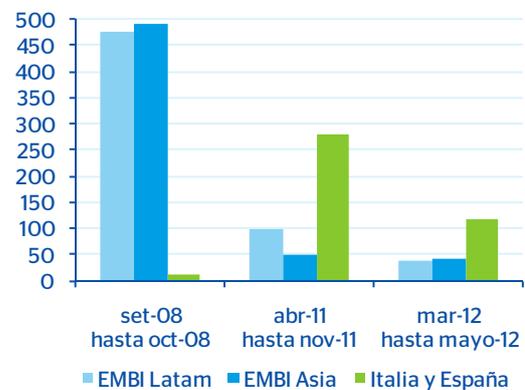
Las pérdidas recientes son muy inferiores a las observadas en períodos de tensión anteriores (como la crisis de Lehman Brothers en 2008 o el repunte de las tensiones en la periferia Europea a finales de 2011). No obstante, no han sido inferiores a las de otras regiones emergentes y desarrolladas, lo que muestra que América Latina no fue inmune a las turbulencias en Europa. Sin embargo, esta evidencia tiene que ser tomada con cautela ya que los indicadores de la región partían de una mejor situación que la observada en otras regiones e incorporan el impacto negativo del mayor pesimismo con el ciclo en Brasil, ligado, al menos en parte, a factores idiosincrásicos de aquella economía y no necesariamente al ciclo global.

Gráfico 3
Variación de los mercados bursátiles (%)



Fuente: BBVA Research, Haver y Bloomberg

Gráfico 4
Variación de los diferenciales soberanos (pb)



Fuente: BBVA Research y Haver

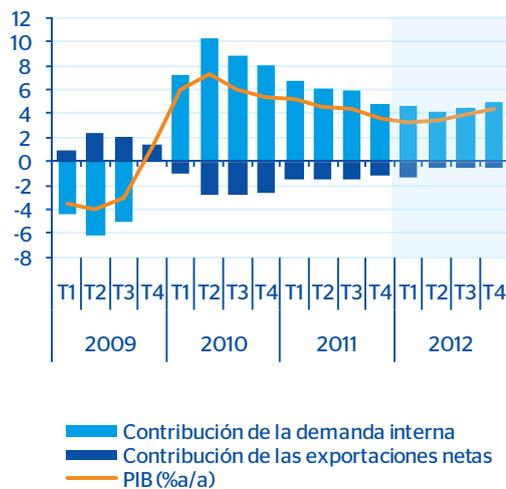
Como consecuencia de los efectos rezagados del endurecimiento de las políticas monetarias en muchos países y por un entorno internacional más incierto, el crecimiento en América Latina se desaceleró a lo largo de los últimos trimestres de 2011. En este entorno complejo, las expectativas de los agentes y la demanda interna en la región lograron mantenerse robustas lo que hizo que la demanda interna apoyara tasas de crecimiento muy razonables, del orden del 0,6% trimestral en el cuarto trimestre (3,5% interanual, Gráfico 5). Para el conjunto del 2011, la región creció un 4,4%.

La robustez de la demanda interna continuó en los primeros meses de 2012. De hecho, en algunos países como Chile, Perú, México y Venezuela el dinamismo interno en los primeros meses del año fue más alto de lo que anticipábamos en nuestro anterior Situación Latinoamérica en febrero. Por otro lado, el impacto del escenario global sobre la demanda externa se mantuvo muy acotado. La recuperación más lenta que la esperada en Brasil, donde la brecha de producto es actualmente

negativa, contrasta con las sorpresas positivas en este grupo de países, pero de manera general los datos disponibles para el inicio del año avalan nuestras expectativas de aterrizaje suave en la región. De este modo, los datos observados en el primer trimestre auguran un inicio de tasas de crecimiento más elevadas para la región en los próximos trimestres, lo que será la tónica para el resto del año.

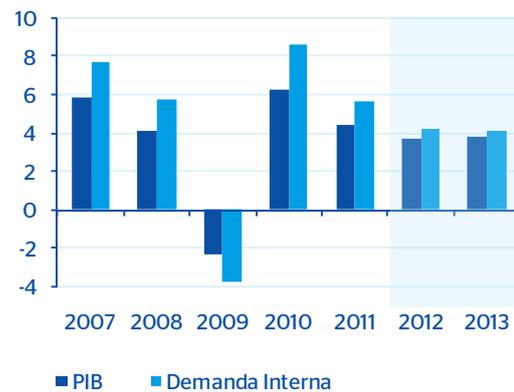
De cara al futuro, nuestras estimaciones muestran que América Latina logrará mantener un crecimiento elevado a pesar del entorno global desfavorable. La robustez de la demanda interna, sostenida por el fuerte dinamismo de los mercados de crédito y laboral, y la resistencia de los precios de las materias primas a las turbulencias internacionales, continuarán posibilitando que el crecimiento se mantenga cercano al 4% (Gráfico 6). Más precisamente, esperamos que el crecimiento de la región sea de 3,7% este año y de 3,8% en 2013, lo que significa que América Latina convergerá a niveles más cercanos al potencial en los próximos años, tras crecer 6,3% en 2010 y 4,4% en 2011. La moderación de la actividad económica en comparación con los años anteriores estará determinada, en gran parte, por un ambiente externo menos benigno que en el pasado reciente, pero también por el efecto rezagado de la reversión parcial de las políticas expansionistas (especialmente las monetarias) adoptadas desde el estallido de la crisis de Lehman Brothers en 2008. Con todo, nuestras perspectivas de crecimiento para la región son levemente mejores que las publicadas en febrero, (3,6% en 2012 y 3,8% en 2013), especialmente por las sorpresas positivas en crecimiento durante el primer trimestre.

Gráfico 5
Latam: Contribución al crecimiento interanual (pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6
Latam: Crecimiento del PIB y demanda Interna (%)



Fuente: BBVA Research

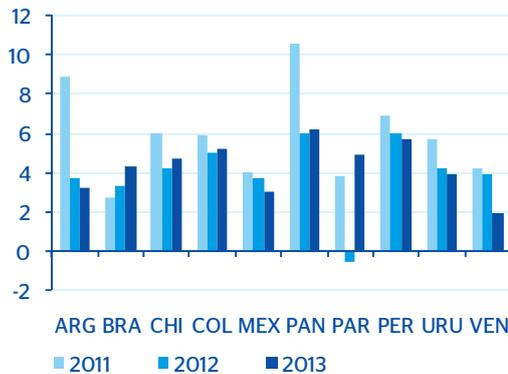
En el caso de prácticamente todos los países de la región la convergencia hacia el crecimiento potencial en los próximos dos años implicará una desaceleración de la actividad (Gráfico 7). Esta desaceleración será más suave en México, Colombia, Perú, Venezuela, Chile y Uruguay, y bastante más marcada en Argentina, por una caída de la confianza del consumidor y restricciones a las importaciones. En Panamá y Paraguay se observará una fuerte desaceleración en 2012, que obedece, en el primer caso, a una moderación del impulso transitorio de los grandes proyectos de inversión realizados en el país, mientras que en el caso de Paraguay es el resultado de un shock negativo en el sector agropecuario, producto de la sequía y del brote de fiebra aftosa. En el caso de Brasil, sin embargo, la convergencia hacia el producto potencial vendrá a través de un aumento del crecimiento, debido al estancamiento de la actividad observada en el segundo semestre del año pasado y que fue determinada por la mayor exposición del país al ciclo financiero global y también por las políticas restrictivas tomadas anteriormente.

En todas las economías de la región el crecimiento previsto para la demanda interna será superior al crecimiento del PIB, lo que refuerza la visión de que el dinamismo reciente de los países de la

región está determinado por factores internos y, además, ayuda a entender la fortaleza de la región frente a choques externos. De forma agregada, el crecimiento de la demanda interna será de 4,2% en 2012 y 4,1% en 2013 (Gráfico 6). Como es natural, estas previsiones agregadas esconden una cierta heterogeneidad: esperamos un crecimiento de la demanda interna en los dos próximos años entre 5% y 6% en Perú, Uruguay, Panamá, Colombia y Paraguay y una expansión inferior al 4.0% en México y Brasil (Gráfico 8).

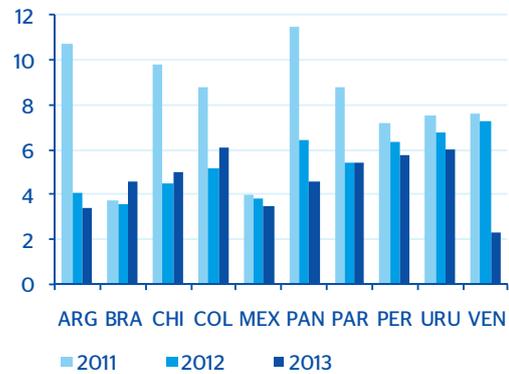
En general, el impulso tanto al consumo como a la inversión, vendrá del sector privado, pero la contribución del sector público será importante en países como Perú, donde hay bastante espacio para políticas expansivas dada la buena salud de las cuentas públicas, y Venezuela, a pesar de que el espacio fiscal esté mucho más acotado. Desde el punto de vista de la oferta, destacan, en general, la contribución positiva de los sectores ligados a la producción de materias primas y de servicios que, en países como Colombia y especialmente Brasil, contrasta con la menor contribución del sector industrial.

Gráfico 7
Países Latam: Crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 8
Países Latam: Crecimiento de la demanda interna (%)



Fuente: BBVA Research

El precio de las materias primas y el dinamismo de la actividad interna mantienen la inflación en niveles altos

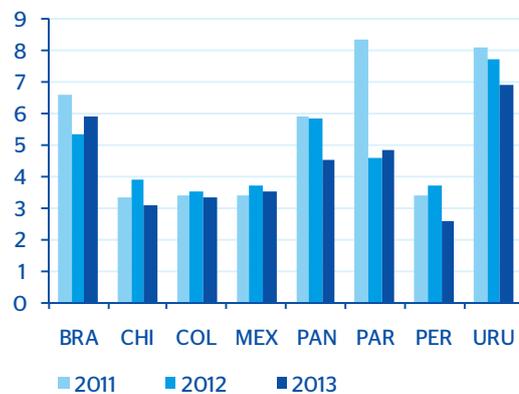
Si por un lado el precio de las materias primas, y en especial del petróleo, ha apoyado un mayor dinamismo de la actividad económica en los países de la región, por otro lado ha quitado espacio para que la inflación se retraiga más fuertemente, dado el tono más restrictivo de las políticas monetarias durante 2011. Las perspectivas de que los precios de las materias primas sigan elevados y de que el crecimiento se mantenga robusto deben, a lo largo del año, anular las sorpresas positivas sobre los índices de precios observadas en el primer trimestre del año en muchos países como Brasil, Colombia y Venezuela.

Hay que destacar, sin embargo, que el impacto negativo del aumento del precio del petróleo se vería moderado por mecanismos de estabilización de precios o subsidios en muchos países de la región. En todo caso, la reducción de los precios de los combustibles en los primeros días de mayo también redujo en parte los riesgos derivados de este factor. Las presiones inflacionarias serán contrarrestadas, además, por las perspectivas de apreciación cambiaria (al menos en México, Colombia y Perú), por la desaceleración de la actividad económica en el caso de Argentina y por el control de precios en el caso de Venezuela. De este modo, se producirá una escasa inflexión de la inflación promedio en 2012 respecto a los registros observados en 2011 (Gráfico 9)

En el caso de Brasil, Chile, Colombia, Perú y México, países que adoptan un sistema formal de metas de inflación, se espera que ésta acabe el año dentro de los rangos establecidos por cada Banco

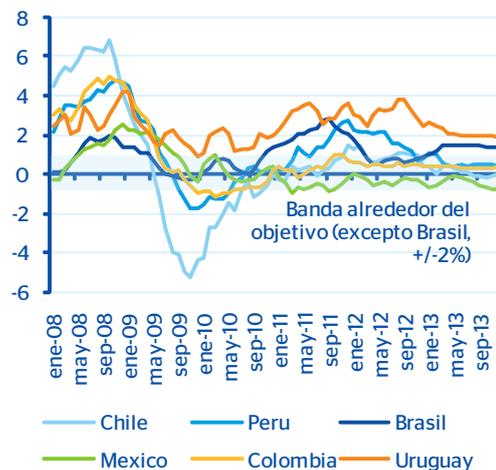
Central, si bien en la parte superior de dichos rangos (Gráfico 10). En Chile y Perú, donde nuestros pronósticos fueron ajustados al alza recientemente debido a las mayores presiones internas y externas, esperamos que la inflación cierre 2012 en 3,4% (rango objetivo: 2,0% - 4,0%) y 2,8% (rango objetivo: 1,0% - 3,0%), respectivamente. En Brasil se mantiene el pronóstico de inflación en 5,4% (rango objetivo: 2,5% - 6,5%) al final del año ya que las sorpresas positivas en el primer trimestre y el efecto del ajuste metodológico puesto en marcha en el inicio del año neutralizarán los efectos de una política monetaria mucho más laxa de la esperada. Finalmente, en México y Colombia, la previsiones de inflación se han ajustado a la baja, hasta 3,7% (rango meta: 2,0% - 4,0%) y 3,4% (rango meta: 2,0% - 4,0%), respectivamente, debido sobre todo a las sorpresas positivas experimentadas a lo largo del año. Uruguay será el único país de la región que adopta un sistema de metas de inflación en que la meta no será cumplida: esperamos que la inflación cierre el período en 7,5%, bastante por encima del techo del rango meta, que es de 6,0%.

Gráfico 9
Inflación promedio anual (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 10
Países con objetivos de inflación: diferencia entre la inflación y el objetivo del banco central (pp)



Fuente: BBVA Research y Haver

En todos los países que siguen un sistema de objetivos de inflación, incluyendo en este caso a Uruguay, esperamos que en 2013 la inflación se modere y se acerque a los objetivos centrales de cada Banco Central, con la excepción de Brasil, donde, si bien esperamos que se siga manteniendo dentro del rango objetivo del Banco Central, la flexibilidad monetaria reciente sugiere mayor tolerancia con respecto a la inflación.

Los factores ligados al entorno global se contraponen a la fortaleza de la demanda interna y deja los Bancos Centrales con un cauteloso sesgo restrictivo, salvo en Brasil

A pesar de la debilidad del entorno internacional, la robustez de la demanda interna, la relativa fortaleza de los precios de las materias primas y la previsión de tasas de inflación en el rango superior de las metas establecidas por los bancos centrales sesga al alza el balance de riesgos sobre la inflación en la mayoría de países con objetivos de inflación. Así, el contexto interno perviene, en general, la adopción de políticas monetarias más laxas, si bien el entorno exterior sugiere que las autoridades monetarias no cierran las puertas a ajustes a la baja de los tipos de interés oficiales.

En este entorno, esperamos que los bancos centrales de México, Chile y Perú mantengan sus tasas de interés de referencia inalteradas en los siguientes meses (Gráfico 11). En el caso de México, la pausa iniciada en 2009 se mantendría hasta junio de 2013, cuando la reducción de los riesgos

externos y el mayor dinamismo económico determinarían una subida de la tasa de fondeo. Sin embargo, consideramos que el sesgo actual es a la baja dados los riesgos sobre actividad e inflación.

En los casos de Perú y Chile, que tienen una mejor posición cíclica en relación a México, el sesgo ha dejado de ser bajista y ha pasado a ser levemente restrictivo debido a las presiones inflacionarias recientes. El Banco Central de Chile ha llegado a reducir la tasa de política monetaria al inicio del año en 25 puntos básicos, movimiento que no esperamos que se repita próximamente.

En el caso de Colombia, el Banco Central ha estado atribuyendo más importancia a los factores internos frente a los externos en su balance de riesgos. Por tanto, ajustó su tasa de referencia en 50 puntos básicos hasta 5,25% en el primer trimestre del año. A pesar de haber adoptado recientemente una postura más neutral, esperamos que los factores internos predominen y que un ajuste adicional sea anunciado en el segundo semestre del año, lo que determinaría una moderación de la actividad económica y una convergencia hacia el crecimiento potencial.

La postura del Banco Central de Brasil difiere de manera significativa de la de otros Bancos Centrales de la región que siguen un sistema de metas de inflación (Gráfico 11). El Banco Central brasileño ha dado continuidad, en lo que va de año, a la flexibilización monetaria iniciada en 2011. Como consecuencia, el actual ciclo bajista ya acumula una reducción de 350 puntos básicos desde agosto de 2011. Para los dos próximos meses se esperan recortes adicionales de 75 puntos básicos, lo que dejaría la SELIC en 8,25%, un mínimo histórico para el país. La postura de la autoridad monetaria brasileña se explica en parte por la debilidad cíclica, pero también por una aparente mayor tolerancia con la inflación y un foco mayor en reducir permanentemente las elevadas tasas de interés. Relacionada a este último, destaca la adopción de un nuevo esquema de remuneración de las cuentas de ahorro y que, en la práctica, abren espacio para una SELIC más baja.

Gráfico 11

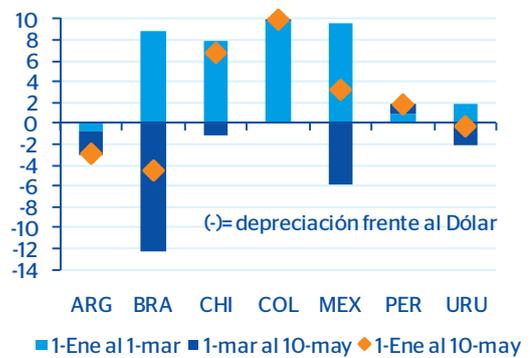
Tipos oficiales para países con objetivos de Inflación



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 12

Variación del tipo de cambio frente al dólar (%)



Fuente: BBVA Research

En lo que resta de 2012 debería continuar la tendencia a la apreciación de las monedas frente al dólar

A pesar de que en muchos casos los Bancos Centrales estén en un compás de espera con respecto a las decisiones sobre sus tasas de referencia, las autoridades económicas han estado utilizando otras herramientas para ajustar las condiciones de liquidez, tanto en dólares como en moneda local sin incrementar las presiones al alza sobre sus monedas. En esta línea, el Banco Central de Perú aumentó los requerimientos de encaje en nuevos soles y en dólares para reducir el dinamismo de los mercados de crédito, el Gobierno Central colombiano ha estado manteniendo

un elevado saldo de depósitos en el Banco de la República que, por su parte, ha anunciado una nueva regulación que brindará mayor espacio de intervención en los mercados cambiarios en caso que sea necesario. Este activismo de las autoridades monetarias peruanas y colombianas es una clara reacción para contrarrestar las presiones para la apreciación de sus monedas: de no ser por las masivas intervenciones, el sol se habría apreciado más del 2% y el peso más del 9%, observado en lo que va de año (Gráfico 12).

En Chile y México las monedas locales también se apreciaron en lo que va de año (7% y 4%, respectivamente) en reacción a la menor aversión al riesgo global. Sin embargo, en ambos casos la apreciación se produjo en el mes de enero ya que más recientemente se observa una relativa estabilidad, lo que contrasta con la continuada apreciación observada en Perú y Colombia.

El real brasileño presentó un comportamiento bastante diferente del de sus pares regionales. En lugar de apreciarse la moneda brasileña se debilitó más de 4% con relación al dólar. Esta diferenciación está ligada a la nueva ronda de aumento del impuesto a la entrada de capitales, a las compras de dólares realizadas por el Banco Central (menos presionado, dada la reciente caída de la inflación) a una política monetaria más laxa de lo previsto y a las amenazas de adopción de nuevas medidas. Más allá del tono intervencionista de las autoridades, la reciente debilidad del real se debe, en nuestra visión, a un menor grado de optimismo con el país en línea con el menor dinamismo de la actividad económica y la pérdida de competitividad de la industria nacional.

A pesar de la preocupación de las autoridades latinoamericanas con la apreciación del tipo de cambio, prevemos que muchas de las monedas locales, incluyendo las de México, Perú, Colombia y Brasil, se fortalecerán con respecto al dólar en lo que resta de 2012, al menos si la aversión al riesgo global se mantiene bajo control, que es lo que suponemos en nuestro escenario base.

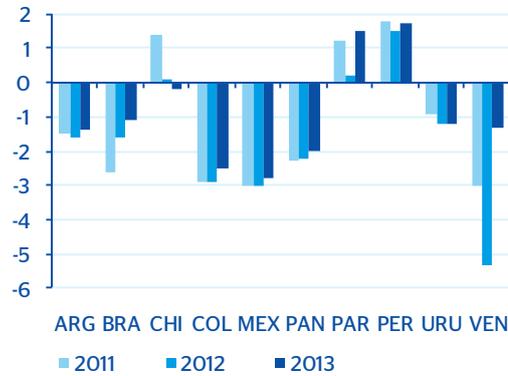
En contraste, esperamos una depreciación en Paraguay y Argentina. En el primer caso esto reflejará un empeoramiento de la balanza comercial por el shock sobre las exportaciones agropecuarias, mientras que en caso de Argentina la gradual depreciación nominal del peso compensará parcialmente una inflación mayor al promedio regional.

Las cuentas externas y, especialmente, las cuentas públicas se mantienen en niveles manejables

El actual entorno macroeconómico favorece, en general, a las cuentas públicas de los países de la región ya que los ingresos están respaldados por unos precios de las materias primas históricamente elevados y por un fuerte dinamismo de la demanda interna. Con todo, salvo en el caso de Brasil, no se espera una reducción sustancial de los déficits públicos en 2012, respecto al año anterior (Gráfico 13), lo que representa una asignatura pendiente de la región (ver sección 4). En el caso de Brasil, donde los gastos por el pago de intereses estuvieron por encima de 5% del PIB en los últimos años, la reducción de los tipos de interés es una noticia muy positiva desde el punto de vista de las cuentas públicas. Además, la reducción de los déficits públicos posibilitará una relajación mayor de la política monetaria y, a su vez, de los tipos de interés de mercado.

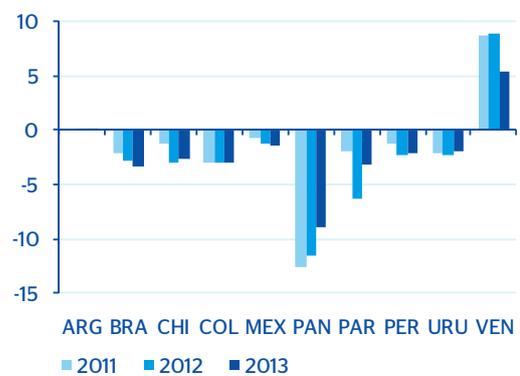
Con respecto a las cuentas externas, si bien la resistencia de los precios de las materias primas ha estimulado el crecimiento de las exportaciones más de esperado (excepto en Paraguay, donde las exportaciones agropecuarias se han visto fuertemente reducidas), el dinamismo interno de las economías de la región supone un importante impulso sobre las importaciones. Este último factor determinará, de acuerdo con nuestras previsiones, un deterioro adicional de la cuenta corriente de todos los países de la región, con la excepción de Colombia, Panamá, Argentina y Venezuela (Gráfico 14).

Gráfico 13
Países Latam: Saldo público (% PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 14
Países Latam: Cuenta corriente (% PIB)



Fuente: BBVA Research

Este deterioro es, sin embargo, natural dada la brecha existente entre el ritmo de crecimiento de la demanda interna y la producción, mencionada anteriormente. Con todo, los déficits en cuenta corriente seguirán, en general, en niveles relativamente manejables, en comparación con los otras economías emergentes y las reservas internacionales acumuladas. Al mismo tiempo, continúan siendo financiados en gran medida por flujos de inversión extranjera directa. Esto, sin embargo, no debe distraer la atención de la necesidad de reducir la vulnerabilidad frente a una corrección brusca del precio de las materias primas de exportación (ver siguiente sección).

4. La coyuntura favorable debe aprovecharse

La región sigue mostrando resistencia frente a la incertidumbre exterior y una reducción de sus vulnerabilidades

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, 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, 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.

De este modo, los indicadores de vulnerabilidad se mantienen en una posición intermedia en relación con Asia y Europa emergente (Gráfico 15), y resaltan particularmente los déficits exteriores y la resistencia de la inflación, como se mencionó en la sección 3. Esta vulnerabilidad acotada también se ha reflejado en el mantenimiento de las calificaciones de riesgo en los países de la región (Gráfico 16). De hecho, en algunos países como Colombia, México y Brasil, existe la posibilidad de mejoras de su calificación de riesgo en el corto plazo, a juzgar por las diferencias entre la calificación por parte de las agencias de rating y la calificación implícita derivada a partir de los CDS soberanos de esos países.

Con todo, es importante recordar que los buenos indicadores 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. Todo esto resalta la necesidad de ampliar esos márgenes de maniobra para enfrentar un posible colapso de precios de las materias primas o una reversión del sentimiento de los mercados.

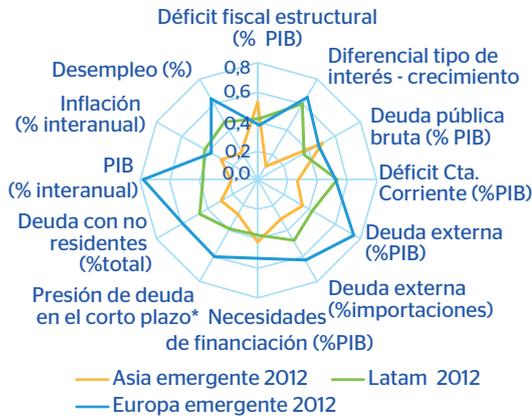
Se necesita recuperar la capacidad de los amortiguadores de política monetaria y fiscal para hacer frente a un posible nuevo shock. La complacencia de las autoridades es el principal riesgo interno

La región ha sabido aprovechar los márgenes de política económica (monetaria y fiscal) ganados en los años previos a la crisis para afrontar los retos de una recesión global muy sincronizada, como la ocurrida en 2008-9. Sin embargo, ahora que las condiciones externas se han estabilizado, especialmente fuera de Europa, es hora de recuperar la capacidad de esos amortiguadores para afrontar un posible nuevo shock externo, que puede provenir de diferentes fuentes (ver más adelante).

En el frente monetario, los bancos centrales de los países con objetivos de inflación deberán equilibrar la necesidad de contener, por un lado, las expectativas de inflación y la fortaleza de la demanda interna y, por el otro, moderar las entradas de flujos de capitales y tener en cuenta la incertidumbre sobre el entorno exterior. Las políticas macroprudenciales pueden ayudar a evitar excesos en los mercados financieros, especialmente en un entorno de fuertes entradas de capital de corto plazo. Con todo, es difícil aún medir el éxito y la eficacia de estas políticas cuyos efectos suelen ser de corta duración, y en cualquier caso no pueden sustituir a un tono de política monetaria adecuado a las circunstancias cíclicas de las economías.

Gráfico 15

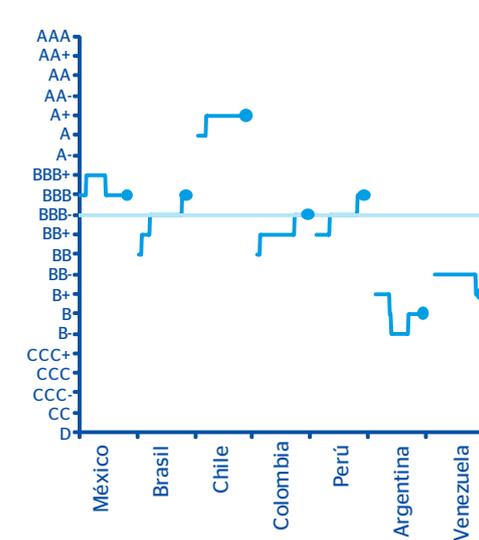
Indicadores de vulnerabilidad para economías emergentes



Fuente: BBVA Research

Gráfico 16

Calificaciones soberanas* en América Latina (2007-2012)



* Promedio de las tres principales agencias calificadoras.
Fuente: BBVA Research

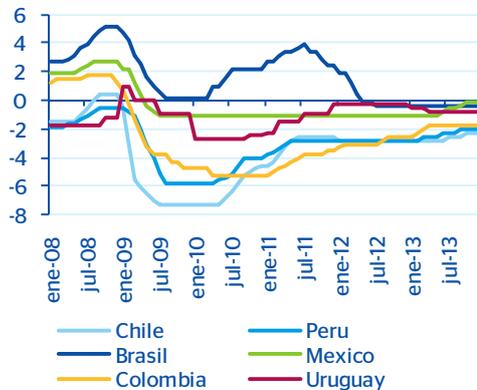
En este sentido, las previsiones apuntan a que la mayoría de países con objetivos de inflación tendrán tipos de interés más cercanos a sus niveles neutrales (Gráfico 17) en los próximos años, si bien en algunos casos aún será necesario un ajuste mayor, especialmente teniendo en cuenta que algunos países seguirán con tasas de inflación en la parte alta de la banda objetivo de sus correspondientes bancos centrales (Gráfico 10).

Sin embargo, es necesario avanzar más en el frente fiscal, donde los déficits y el gasto público se mantendrán en 2012 en niveles manejables pero aún por encima de los observados antes de la crisis (Gráfico 18) y, en la mayoría de países, no se espera una reducción de los mismos durante este año. De este modo, aún está pendiente la retirada de los estímulos fiscales implementados a raíz de la crisis global de 2008-9 y volver a un tono menos procíclico para la política fiscal. Además, la crisis en Europa resalta la fragilidad de la credibilidad fiscal, uno de los principales avances de la región en los últimos años. Por último, la consolidación fiscal también permitirá una mayor flexibilidad a la política monetaria para poder reducir los tipos de interés y aminorar los incentivos a la entrada de capitales de corto plazo, como está sucediendo en Brasil.

De este modo, en un contexto en el que la región se ve apoyada por unas favorables condiciones de financiación exterior y unos términos de intercambio elevados, el mayor riesgo interno lo constituye la complacencia de las autoridades, que retrase demasiado la recuperación del espacio de maniobra de las políticas económicas para un posible cambio brusco de sentimiento en los mercados o un shock externo.

Gráfico 17

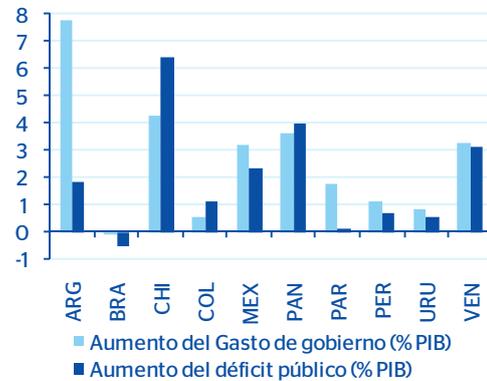
Diferencia entre tipos de interés oficiales y crecimiento nominal de largo plazo* (pp)



* Aproximado con la suma de la inflación objetivo del banco central más el crecimiento potencial.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 18

Aumento de gasto y déficit públicos: 2011 frente al promedio 2006-2007 (% PIB)



Fuente: BBVA Research

Ese posible shock puede venir de un empeoramiento de la crisis en Europa, que constituye el principal riesgo global

Como lo señalamos en la sección 1, el principal factor de riesgo global y para la región lo sigue constituyendo un empeoramiento de la crisis en Europa, que tendría repercusiones importantes en el resto del mundo. En este escenario, las tensiones financieras y de liquidez se elevarían significativamente. Ello induciría una severa contracción del crédito y provocaría una fuerte recesión en la zona euro. Latinoamérica se vería afectada a través de tres canales. 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 de la confianza de empresarios y consumidores. La inversión privada sería en este contexto el componente más afectado del gasto, algo que ya se observó durante la crisis de 2008-2009.

Si bien un choque externo de esta magnitud tendrá localmente impactos negativos, hay elementos que sugieren que la resistencia de la región podría ser relativamente buena, incluso mejor que la que mostró luego de la quiebra de Lehman Brothers. Aún cuando en la mayor parte de países los márgenes de maniobra son menores que en 2008 (especialmente en el lado fiscal, como hemos mencionado antes) también es cierto que el shock no contaría con el carácter sorpresivo del de Lehman Brothers, al tiempo que la experiencia y eficacia de las medidas de estabilización utilizadas en 2009 ayudarían a contener la caída de la confianza y evitar el pánico interno.

Un elemento adicional que acotaría el impacto del shock proveniente de Europa externo es que 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. Al mismo tiempo estas entidades están sujetas a la supervisión y regulación del país en el que operan, y están cubiertas por el fondo de garantía de depósitos local. Si bien esta autonomía en el financiamiento reduce las ganancias que se desprenden de un manejo a gran escala de la liquidez (economías de escala), tiene la ventaja de actuar de cortafuego natural y reducir la probabilidad de contagio por una posible necesidad de desapalancamiento en episodios de turbulencia.

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. La única excepción serían aquellas economías con mayores dificultades para acceder a la financiación internacional y con menor espacio de maniobra para utilizar políticas contracíclicas.

Otros riesgos externos los constituyen el precio del petróleo, una caída del crecimiento en EEUU o una brusca corrección en China. Todos ellos tienen una probabilidad muy moderada

Existen otros riesgos externos además del recrudecimiento de la crisis en Europa, aunque con una probabilidad más moderada.

El primero de esos riesgos exteriores adicionales lo constituye un posible incremento súbito del precio del petróleo. Si bien este es un riesgo global adicional (ver recuadro 1) el efecto sobre América Latina en su conjunto será pequeño aunque con cierta heterogeneidad por países. En todo caso, el principal riesgo lo constituiría no el efecto directo del incremento de precio de la energía, sino el posible incremento de la aversión global al riesgo y el consiguiente efecto negativo adicional sobre la financiación a la región y sobre el precio de otras materias primas de exportación.

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 (lenta para los estándares históricos de una recuperación de una recesión) y la posibilidad de una brusca contracción fiscal en 2013 por el inmovilismo político generado por las elecciones de noviembre de este año. En todo caso, nuestro escenario central es de una moderada reducción del déficit, pero sin atajar la consolidación de largo plazo.

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, pero los riesgos están firmemente sesgados a la baja por la incertidumbre proveniente de Europa. Siempre está presente el riesgo de que la debilidad de la demanda proveniente de Europa se traslade a una desaceleración de la demanda interna en China, y eso termine afectando la demanda de materias primas y, por consiguiente, a América del Sur.

Recuadro 1. Alza de precios del petróleo: un riesgo moderado

Los precios del petróleo han experimentado en 2012 un repunte que ha puesto punto final a las expectativas de suave caída que existían para este año. A principio de mayo, el barril de petróleo Brent cotizaba en 120 dólares, cifra en torno a la cual ha oscilado durante los primeros meses de

2012. Aunque estas cifras todavía están por debajo de los máximos alcanzados en dólares en 2008 (Gráfico 19), ha aumentado la preocupación sobre el impacto que pudieran tener en algunas economías.

Gráfico 19
Precio del petróleo en términos reales (dólares de 2010)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Parte de este repunte inesperado en el precio del petróleo puede atribuirse a una estrechez de los fundamentales de oferta y demanda. Aunque la economía global se está desacelerando suavemente, las economías emergentes están mostrando una gran resistencia al entorno exterior más debilitado, compensando con la fortaleza de su demanda doméstica el peor comportamiento de su sector exterior. Precisamente, cambios en el sentimiento de los mercados respecto a la recuperación en EEUU o en Europa han generado algunas correcciones a la baja en el precio del crudo a inicios de mayo, lo que muestra el peso de la demanda como factor detrás de los movimientos de precios.

Por otra parte, la oferta se ha visto afectada a lo largo de los últimos meses por problemas en algunas zonas productoras: disturbios sociales en Yemen y Nigeria, disputas en Sudán del Sur, cortes técnicos en el Mar del Norte, y el embargo impuesto sobre Siria. A ello habría que añadir que el petróleo libio todavía no ha alcanzado el nivel de producción previo a la guerra civil.

A esos factores, habría que añadir un efecto positivo sobre el precio resultante de la mayor liquidez impulsada por los bancos centrales (en especial las dos subastas a largo plazo por parte del BCE).

Gráfico 20
Amortiguadores en el mercado de petróleo: capacidad excedente de producción y existencias



Fuente: BBVA Research y Haver

Además, el mercado se ha visto sacudido por tensiones de corte geopolítico, derivadas de un aumento de la tensión en Irán que, en un escenario extremo, podría llegar a comprometer el tránsito de crudo por el estrecho de Ormuz, equivalente al 20% de la producción mundial de petróleo y 5% de la de gas (en concreto, gas licuado desde Catar). Como resultado de las crecientes tensiones a cuenta del programa nuclear iraní, la UE ha prohibido la importación de petróleo iraní y EE.UU. ha impuesto restricciones para romper los lazos entre los ingresos petroleros de Irán y su sistema financiero.

Al mismo tiempo, los amortiguadores tradicionales para enfrentar reducciones bruscas de oferta (existencias de crudo y capacidad excedente de producción) se encuentran en niveles relativamente bajos (Gráfico 20). La capacidad ociosa de la OPEP ha seguido una tendencia a la baja en los últimos años, hasta suponer solamente el equivalente a 3% de la demanda mundial, similar a los años previos a la crisis, caracterizados por aumentos continuados de precios. En caso de necesidad, las reservas estratégicas de EE.UU. podrían bombear cifras importantes, pero existe alta incertidumbre sobre su capacidad para hacerlo (entre 0,5 y 4 millones de barriles diarios). Incluso en las mejores condiciones, el cierre del estrecho de Ormuz dejaría una brecha en la oferta del orden de 10 millones de barriles

al día. Por otro lado, las existencias en países de la OCDE (única información disponible) se han visto notablemente reducidos respecto a los niveles de hace uno o dos años.

De este modo, la hipotética capacidad iraní para cerrar el estrecho de Ormuz como represalia por acciones militares que pudieran tomarse contra sus instalaciones nucleares se combina con unos amortiguadores actualmente muy reducidos para incrementar la prima de riesgo geopolítica a alrededor de 10-15 dólares por barril. Esta prima de riesgo es probable que se mantenga durante la mayor parte de 2012, por lo que en nuestro escenario central suponemos unos precios del petróleo en el entorno de 120 dólares por barril para la mayor parte del 2012, lo que supone un alza del 20% frente a nuestro escenario de febrero.

Aún así, estos precios sólo tendrán un impacto moderado en el crecimiento global, puesto que los bancos centrales en las economías avanzadas probablemente traten este shock como temporal. Además dado el débil momento cíclico por el que atraviesan, no es probable que reaccionen con un endurecimiento de la política monetaria, uno de los canales de transmisión tradicionales de un shock del petróleo sobre el crecimiento.

Los efectos en América Latina serían relativamente moderados. En términos de crecimiento hay que tener en cuenta que la región es, en términos netos, ligeramente

exportadora de crudo, por lo que el efecto en el PIB sería muy reducido (Gráfico 21), pero con bastante heterogeneidad por países, desde un efecto ligeramente negativo en Brasil, Chile y Perú hasta un efecto muy positivo en Colombia y Venezuela. El principal efecto de un shock de petróleo estaría concentrado especialmente en el incremento de la inflación (especialmente en los países con objetivos de inflación) que, como se mencionó en la sección 2, se ha visto compensado a inicios de este año por efectos positivos en los precios de los alimentos, así como por mecanismos de amortiguación del incremento del precio internacional del crudo (Gráfico 22).

Sin embargo, los efectos sobre el crecimiento son más inciertos en el caso de que las tensiones geopolíticas en el Golfo aumentasen dando lugar a un conflicto abierto. Aunque es un escenario muy poco probable -a la luz de las negociaciones en marcha con Irán-, en ese caso se produciría un alza intensa en los precios del petróleo, y aunque es poco probable que los bancos centrales reaccionasen, el crecimiento se podría ver afectado a través de un aumento de la aversión global al riesgo desencadenada por ese shock.

Gráfico 21

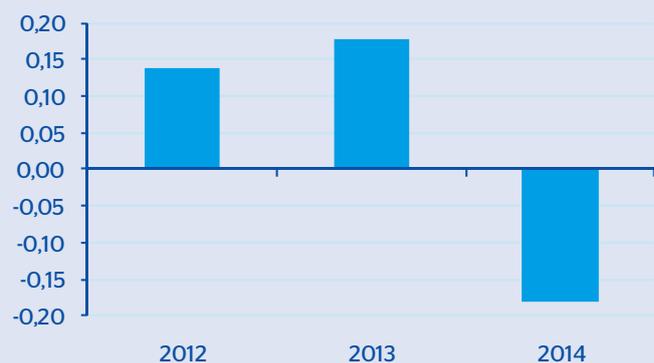
Efecto sobre el crecimiento de América Latina de un incremento temporal del 20% en el precio del petróleo (pp)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 22

Efecto sobre la inflación de América Latina de un incremento temporal del 20% en el precio del petróleo (pp)



Fuente: BBVA Research y Haver

5. Tablas

Tabla 1
PIB (% a/a)

	2010	2011	2012*	2013*
Argentina	8,2	8,9	3,7	3,2
Brasil	7,6	2,7	3,3	4,3
Chile	6,1	6,0	4,2	4,7
Colombia	4,0	5,9	5,0	5,2
México	5,5	4,0	3,7	3,0
Panamá	7,6	10,6	6,0	6,2
Paraguay	15,0	3,8	-0,5	4,9
Perú	8,8	6,9	6,0	5,7
Uruguay	8,9	5,7	4,2	3,9
Venezuela	-1,5	4,2	3,9	1,9
América Latina	6,3	4,4	3,7	3,8

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

Tabla 2
Inflación (% a/a, promedio)

	2010	2011	2012*	2013*
Brasil	5,0	6,6	5,3	5,9
Chile	1,4	3,3	3,9	3,1
Colombia	2,3	3,4	3,5	3,3
México	4,2	3,4	3,7	3,5
Panamá	3,5	5,9	5,8	4,5
Paraguay	4,6	8,3	4,6	4,8
Perú	1,5	3,4	3,7	2,6
Uruguay	6,7	8,1	8,1	7,1
Venezuela	29,1	27,2	25,0	29,5
América Latina	6,4	6,9	6,4	6,9

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

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

	2010	2011	2012*	2013*
Argentina	3,91	4,13	4,56	5,19
Brasil	1,75	1,68	1,79	1,85
Chile	510	484	488	500
Colombia	1.899	1.848	1.763	1.760
México	12,63	12,44	12,77	12,23
Panamá	1,00	1,00	1,00	1,00
Paraguay	4.739	4.196	4.537	4.725
Perú	2,83	2,75	2,64	2,57
Uruguay	20,0	19,3	19,7	20,2

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

Tabla 4

Tipos de interés (% promedio)

	2010	2011	2012*	2013*
Argentina	10,11	13,34	13,57	16,08
Brasil	10,00	11,71	8,85	8,25
Chile	1,54	4,75	5,00	5,19
Colombia	3,13	4,10	5,42	6,38
México	4,50	4,50	4,50	4,92
Panamá	2,69	1,86	1,98	2,49
Paraguay	1,46	8,55	7,07	8,50
Perú	2,06	4,04	4,25	4,69
Uruguay	6,31	7,69	8,75	8,31
Venezuela	14,62	14,55	14,51	15,00

*Previsiones. Fecha cierre: 3 de mayo de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Cuenta Corriente (% PIB)

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

*Previsiones. Fecha cierre: 3 de mayo de 2012

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

Balance Fiscal (% PIB)

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

*Previsiones. Fecha cierre: 3 de mayo 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 / 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**Rodrigo Alfaro**
+56 2 939 1198
ralfaro@bbva.com**Enestor Dos Santos**
+34 639 82 72 11
enestor.dossantos@bbva.comArgentina
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
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

Juan Ruiz (I)
juan.ruiz@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
Depósito legal: M-31256-2000