

Situación Latinoamérica

Cuarto Trimestre 2010

Análisis Económico

- Entorno favorable empuja el crecimiento regional, que sigue sorprendiendo positivamente. Nuevamente revisamos al alza la previsión de crecimiento en 2010, desde 5,2% a 5,8%. En los años siguientes converge al crecimiento potencial, en torno a 4,5% anual.
- Aún así, la inflación sorprende a la baja, ayudada en parte por la evolución de las monedas. La previsión para la inflación promedio en 2010 ha sido revisada a la baja desde 6,7% a 6,4%, con ajustes similares en 2011, cuando cae desde 6,6% a 6,3%.
- El fuerte desempeño de América Latina se ha reflejado en una baja de las primas de riesgo, especialmente en términos relativos, con un aumento importante en las entradas de capitales.
- Mayor holgura externa y entradas de capitales han presionado las monedas latinoamericanas al alza, induciendo a la gran mayoría de los bancos centrales a intervenir – con éxito discutible – en los mercados cambiarios.
- Si bien los déficits fiscales se han reducido a nivel de 2% del PIB a nivel agregado, ellos son más altos de lo que cabía esperar dado el mayor crecimiento y los elevados precios de materias primas. Si bien son fácilmente financiables reflejan la tardanza en retirar los estímulos.
- El fuerte aumento de la demanda interna está presionando al alza las importaciones, dejando a las cuentas externas algo vulnerables a caídas en precios de materias primas, al menos en algunos países.
- A mediano plazo el ciclo de precios de materias primas seguiría dando soporte al mayor crecimiento de la región.
- En la eventualidad de una recesión de la economía global, América Latina está en buenas condiciones para resistir, aunque su crecimiento sería entre 1 y 2% más bajo que en nuestra previsión actual.

Índice

1. Perspectivas globales: lento el norte; rápido el sur	3
2. El desempeño regional sigue sorprendiendo positivamente.....	6
3. Nuevos desafíos en política económica.....	8
4. Riesgos acotados frente a posible deterioro en países desarrollados.....	11
5. Tablas	12

Fecha de cierre: 2 de noviembre de 2010

1. Perspectivas globales: lento el norte; rápido el sur

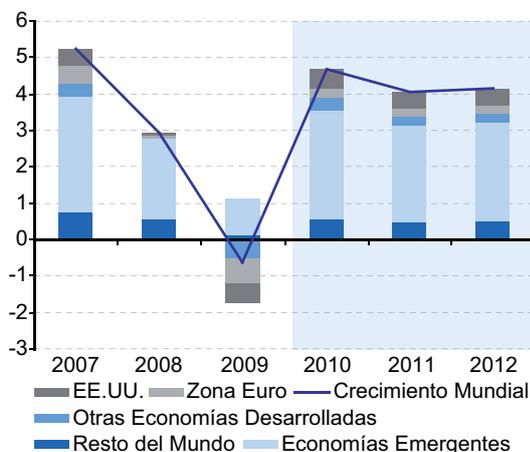
La economía global sigue creciendo con fuerza, fundamentalmente en los países emergentes, mientras que las preocupaciones cíclicas y financieras predominan entre las economías avanzadas

El crecimiento mundial sigue siendo fuerte y se espera que alcance el 4,7% en 2010 y el 4,1% en 2011 (Gráfico 1), permaneciendo prácticamente sin cambios con respecto a nuestras perspectivas de hace tres meses. Este buen comportamiento se debe fundamentalmente a la solidez de las economías emergentes, que se han visto menos afectadas por la crisis financiera y por tanto se han recuperado con mayor rapidez. Por el contrario, las renovadas preocupaciones por el ciclo en Estados Unidos se han unido a las preocupaciones financieras que siguen predominando en Europa, en donde los ajustes macroeconómicos y financieros aún siguen pendientes. En este sentido, las perspectivas para los próximos dos años siguen poniendo de manifiesto importantes brechas entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes (Gráfico 2), incluso aunque estas últimas estén iniciando una ralentización controlada que disminuirá el riesgo de recalentamiento de sus economías.

Sin embargo, existen importantes diferencias en materia de políticas dentro de cada uno de estos grupos. En Estados Unidos está previsto que se intensifique la expansión monetaria en términos relativos con respecto a Europa (y a la mayoría del resto de países), lo que ha generado ya una depreciación del dólar frente al euro y complicado un poco más la recuperación en Europa. En las economías emergentes, continúa existiendo una fuerte asimetría entre las políticas cambiarias de Asia y Latinoamérica, lo cual obliga a los países latinoamericanos a soportar (junto con el euro) una parte desproporcionada de la apreciación del tipo de cambio derivado de la renovada relajación de la política monetaria en Estados Unidos.

Gráfico 1

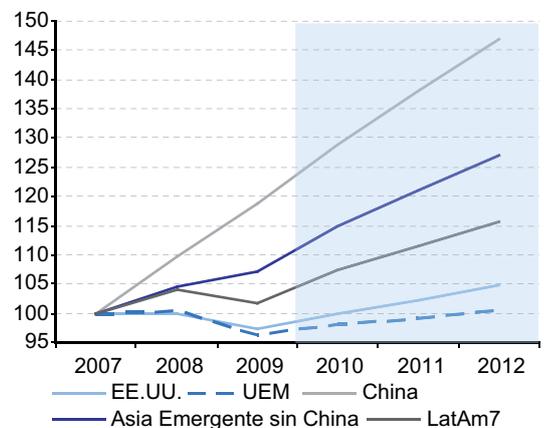
Crecimiento del PIB global y contribuciones



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Nivel del PIB: 2007=100



Fuente: Datastream y BBVA Research

El crecimiento en Estados Unidos mantendrá su debilidad debido al proceso continuado de desapalancamiento de los hogares, si bien es muy improbable que se produzca una recaída en la recesión

En el último trimestre, la existencia de indicadores de actividad económica relativamente débiles en Estados Unidos ha planteado la posibilidad de una recaída en una nueva fase de recesión. La debilidad observada en algunos sectores clave que se habían beneficiado directamente del apoyo fiscal proporcionado a través de incentivos para la compra (vivienda y bienes duraderos) constituye una señal importante de que la demanda privada en Estados Unidos no puede recuperarse a un ritmo rápido. Y esto no es sino el resultado del proceso de desapalancamiento que actualmente están llevando a cabo los hogares, así como de la debilidad del mercado laboral. Ello seguirá favoreciendo la existencia de unos niveles de ahorro superiores a los observados desde la segunda mitad de la década de los 90. Si bien esta tendencia se sitúa en la dirección correcta para reequilibrar el modelo de crecimiento de Estados Unidos, también aumenta las preocupaciones cíclicas dado que el

consumo (uno de los pilares de la recuperación en las anteriores recesiones) se mantendrá en niveles débiles y se verá compensado sólo de manera parcial por un aumento de la inversión en equipo por parte de las empresas.

Las recientes preocupaciones sobre la situación del sector de la vivienda en EE.UU. son excesivas y la posibilidad de que se produzca una recaída en los precios de los inmuebles es muy escasa. Es evidente que siguen existiendo elementos preocupantes, como el aumento de las existencias en el mercado de la vivienda y un posible incremento de la oferta de vivienda resultante de las nuevas ejecuciones hipotecarias (bien sean consecuencia del aumento de la morosidad o porque los propietarios desistan en los pagos ante un valor de las hipotecas superior al valor de la vivienda – *negative equity*-). Pero también existen elementos de soporte favorables, como los enormes avances en la accesibilidad de la vivienda desde que comenzara la crisis y las tendencias demográficas, que deberían contribuir a impulsar la demanda en el futuro. Por tanto, el escenario de nuevas caídas en los precios es altamente improbable –y, en cualquier caso, el sistema bancario debería ser capaz de asumir una caída moderada–, si bien es más probable que nos encontremos con un periodo relativamente estable de los precios de la vivienda, mientras se vayan reabsorbiendo finalmente los excesos anteriores.

En definitiva, los lastres existentes sobre el consumo y la baja probabilidad de que se produzcan nuevos estímulos fiscales –teniendo en cuenta las dimensiones actuales del déficit y especialmente si se produce un cambio en el equilibrio de poderes tras las elecciones al Congreso de noviembre – implican una salida de la crisis para Estados Unidos a un ritmo mucho menor al experimentado en ciclos anteriores (Gráfico 3), en línea con nuestras previsiones desde hace tiempo. Pero la posibilidad de que se produzca una recaída en una nueva fase de recesión en Estados Unidos es altamente improbable. En cualquier caso, la falta de solidez de la demanda interna inducirá a Estados Unidos a ejercer una presión cada vez mayor sobre el resto del mundo (especialmente sobre los países con superávit por cuenta corriente) para aumentar su demanda y contribuir al necesario reequilibrio global. La renovada expansión monetaria de Estados Unidos puede interpretarse en este contexto como una fórmula para inducir parte de este ajuste sobre el resto del mundo.

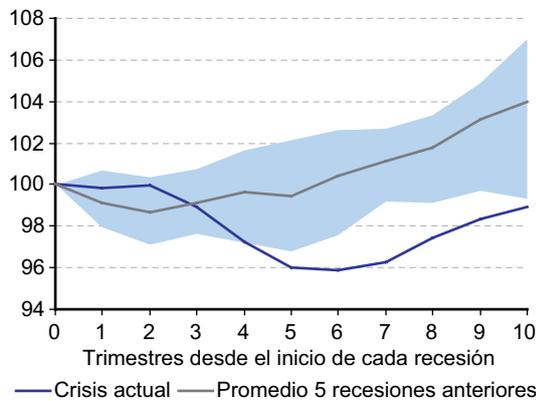
Las tensiones financieras en Europa siguen siendo la principal fuente de preocupación, si bien el riesgo sistémico es menor que antes del verano. La consolidación fiscal sigue siendo fundamental para sostener la confianza y no tendrá un impacto negativo significativo sobre el crecimiento más allá del corto plazo

Tras los decisivos avances experimentados en materia de consolidación fiscal, las medidas adoptadas para apoyar a los gobiernos con mayores dificultades y, sobre todo, tras las pruebas de resistencia del sector financiero, se ha producido un cambio cualitativo en la dinámica experimentada por la crisis en Europa. Por un lado, aún a pesar de que los diferenciales medios de deuda soberana se hayan mantenido relativamente estables, los mercados han comenzado a diferenciar entre los distintos activos soberanos, reduciendo así el riesgo de que se produzca un acontecimiento sistémico. Asimismo, los mercados financieros han comenzado a abrirse –si bien de manera selectiva– y las nuevas emisiones de deuda son una señal evidente de la relajación de las tensiones.

A pesar de todo ello, la tensión de los mercados financieros en Europa sigue siendo la principal fuente de riesgo de la región (Gráfico 4), especialmente debido a la relación existente entre las preocupaciones por la deuda soberana y los riesgos del sector financiero, teniendo en cuenta su exposición nacional e internacional. Asimismo, el reciente fortalecimiento del euro constituye un reto cíclico añadido, dado que las economías que han experimentado un mejor comportamiento se han visto respaldadas por la demanda externa. Esto implica que sea aún más importante abordar con decisión a corto plazo las fuentes de vulnerabilidad macroeconómica de la región, es decir, la sostenibilidad fiscal y los desequilibrios externos, evitando además mayores retrasos en la reestructuración de la parte más débil de los sistemas bancarios. La clave es seguir restableciendo la confianza para reducir las tensiones en los mercados y restituir la solidez y autonomía de la demanda del sector privado. Asimismo, para poder sostener el crecimiento a largo plazo, será fundamental llevar a cabo una serie de reformas estructurales e institucionales que son muy necesarias, estando estas últimas especialmente orientadas a evitar y resolver futuros desequilibrios fiscales.

Gráfico 3

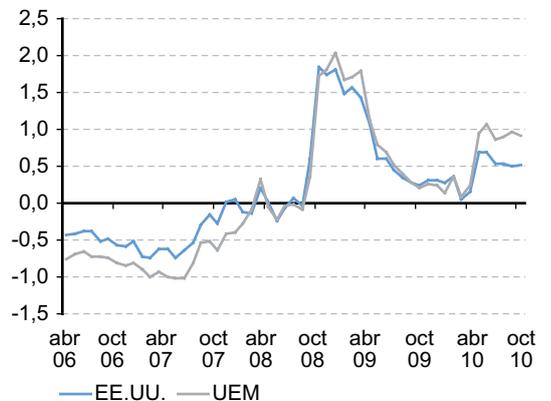
PIB en EE. UU.: ciclo actual vs. recesiones anteriores*. Inicio de cada recesión=100



* Zona sombreada: rango de PIB durante las últimas 5 recesiones
Fuente: NBER y BBVA Research

Gráfico 4

Índice de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

La política monetaria de las economías avanzadas será laxa durante mucho tiempo, añadiendo presión sobre los tipos de cambio en todo el mundo

Las perspectivas de crecimiento muy bajo y de unas débiles presiones inflacionistas en las economías avanzadas se traducirán en unos bajos tipos de interés durante un periodo prolongado de tiempo en las tres principales economías avanzadas (Estados Unidos, Europa y Japón). Sin embargo, en un contexto marcado por unas renovadas preocupaciones cíclicas y por el escaso espacio para estímulos fiscales adicionales, la atención de los mercados se centra en la nueva ronda de medidas no convencionales de expansión monetaria (habitualmente conocidas por su denominación en inglés como Quantitative Easing 2, o QE2). Las expectativas de este nuevo aumento de la liquidez han reducido el tipo de cambio del dólar de forma generalizada, incluso en relación con el euro. De cara al futuro, dado que la mayor parte de las medidas de expansión monetaria ya han sido descontadas por los mercados, los tipos de cambio deberían empezar a moverse en mayor medida con arreglo a los fundamentales a largo plazo, lo cual significa un fortalecimiento del dólar con respecto al euro como resultado de sus mejores perspectivas de crecimiento y de una mayor entrada de flujos de inversión. Al mismo tiempo, se seguirán manteniendo las presiones alcistas sobre los tipos de cambio de las economías emergentes debido al aumento de la liquidez global, a la mayor solidez de sus fundamentos económicos y a los diferenciales positivos de rentabilidad que favorecen las nuevas entradas de flujos de capital.

Los mercados emergentes se enfrentan a dilemas cada vez mayores en materia de políticas derivadas del sólido crecimiento experimentado, de la abundante liquidez mundial y de las intervenciones competitivas en los tipos de cambios

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza y Asia se mantiene a la cabeza de la recuperación mundial. Tanto en Asia como en Latinoamérica, la demanda interna privada está sustituyendo a los estímulos inducidos por las políticas adoptadas como fuente principal de la recuperación. En adelante, el crecimiento se ralentizará en Asia a medida que los países traten de controlar el crecimiento crediticio interno, reduciendo así el riesgo de recalentamiento de la economía. Pero la región seguirá siendo el principal contribuyente al crecimiento mundial.

Tanto Asia como Latinoamérica se enfrentan a unos dilemas cada vez mayores en materia de política monetaria y cambiaria, al debatirse entre enfriar la fuerte demanda interna y evitar así las fuertes entradas de capital y mantener su competitividad con respecto a los mercados extranjeros. Algunos países han empezado a introducir medidas administrativas para desalentar la fuerte entrada de flujos de capital mientras que otros países han retrasado la prevista senda de endurecimiento de su política monetaria.

Teniendo en cuenta la falta de flexibilidad de los tipos de cambio en Asia (y en China en particular), Latinoamérica se enfrenta a tener que asumir una parte desproporcionada del ajuste, hasta el punto de que las futuras apreciaciones en los tipos de cambio comenzarán a constituir un problema para el crecimiento. Por tanto, muchos países de la región están considerando nuevas intervenciones en los mercados cambiarios si bien la experiencia demuestra que su efectividad es bastante limitada, contribuyendo fundamentalmente a ralentizar el aumento de los tipos de cambio, pero no a evitarlo. Con todo, existe el riesgo de que el aumento de la intervención en los mercados de divisas termine por provocar represalias comerciales. Esto pone de manifiesto la importancia de aplicar una mayor flexibilidad en materia de tipos de cambio en Asia, con vistas a proporcionar un mayor margen de actuación en materia de políticas al resto del mundo.

2. El desempeño regional sigue sorprendiendo positivamente

La región ha crecido más rápido de lo esperado, con un fuerte protagonismo de la Demanda Interna. La previsión de crecimiento se corrige nuevamente al alza desde 5,2% en 2010 a 5,8%
La región sigue creciendo rápido, impulsada por un fuerte dinamismo de la demanda interna. Entre los factores que explican este fenómeno está la recuperación de la confianza de consumidores e inversionistas, respaldada por una evolución favorable del empleo, así como los efectos rezagados de la política monetaria y un retiro más lento que lo anticipado de los estímulos fiscales. Un factor adicional que está adquiriendo un carácter más duradero, es el fuerte influjo de capitales externos a los países, para desarrollar sus ventajas en áreas de recursos naturales, especialmente minerales (Perú y Chile), hidrocarburos (Colombia, Brasil e incluso Venezuela), agrícolas (Uruguay).

En este contexto, la inversión ha asumido un rol protagónico en el impulso al crecimiento, con una tasa de aumento esperada para 2010 de 13,0% para la región en su conjunto, seguida por un respetable 8,7% en 2011. Al mirar las cifras al interior de la región destaca el hecho que México se sale un poco de la norma general, ya que la demanda interna todavía crece a un ritmo inferior al del PIB, y el impulso proviene principalmente de la recuperación de las exportaciones a los Estados Unidos, lo que lo deja más vulnerable al ciclo en dicho país. Con todo, esperamos que poco a poco el consumo comience a aportar más al crecimiento y la demanda interna asuma un mayor protagonismo en los próximos años. En el resto de la región el tema es más bien cómo evitar que el rápido crecimiento de la demanda termine generando excesos, ya sea en lo que respecta a la inflación como a las cuentas externas.

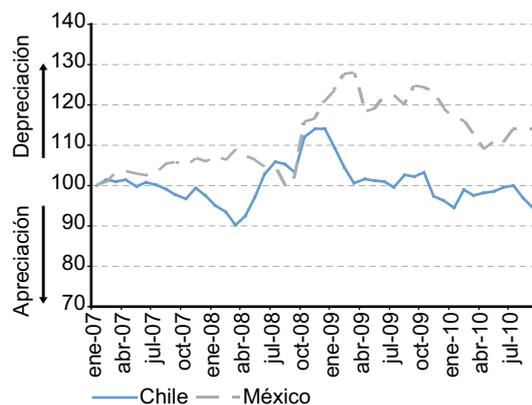
La inflación sorprende a la baja, gracias en parte a la apreciación de las monedas

En lo que respecta a la inflación, las noticias han sido muy positivas y las sorpresas en casi todas partes han sido a la baja. En el agregado hemos rebajado la previsión de inflación para la región en 2010 desde 6,7% a 6,4%, con un ajuste similar en 2011 (desde 6,6% a 6,3%). Si bien se sigue observando una fuerte disparidad entre los niveles de inflación en Argentina y Venezuela respecto del resto de la región, en todos los casos se observa estabilidad y las sorpresas por lo general han sido a la baja. Un factor común detrás de estas sorpresas ha sido el hecho que la mayoría de las monedas de la región se han apreciado en el curso del año, quitando presión a las alzas de precios. Cabe destacar, sin embargo, que algunas monedas han experimentado fluctuaciones importantes, entre ellas el peso chileno, que ha experimentado una elevada volatilidad en el período, en medio de una tendencia a la apreciación.

Por otra parte, también hay un efecto transitorio derivado de una mejora en las condiciones climáticas para la agricultura, que derivó en la baja de precios de alimentos en Brasil, Colombia y Perú. En Venezuela, un mayor flujo de divisas a los mercados de cambio oficial ha permitido mejorar las condiciones de abastecimientos de alimentos y otros productos de consumo, con un efecto favorable sobre la inflación.

Gráfico 5

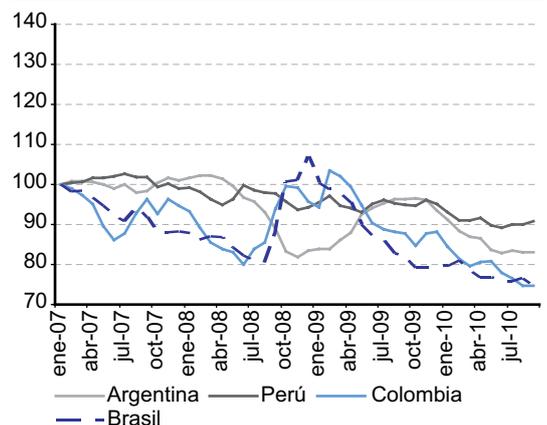
Evolución de las divisas. Tipo de Cambio Efectivo Real (base ene07=100)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6

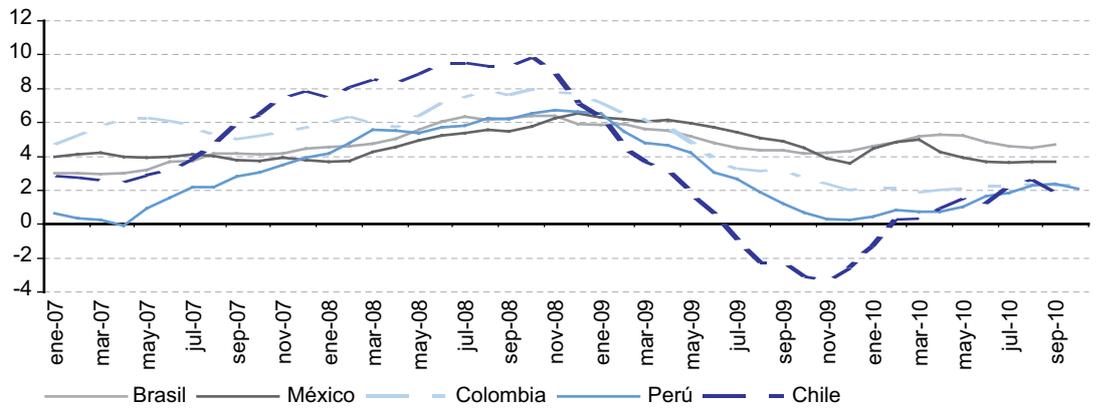
Evolución de las divisas. Tipo de Cambio Efectivo Real (base ene07=100)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 7

Evolución de la inflación (% a/a)



Fuente: BBVA Research

3. Nuevos desafíos en política económica

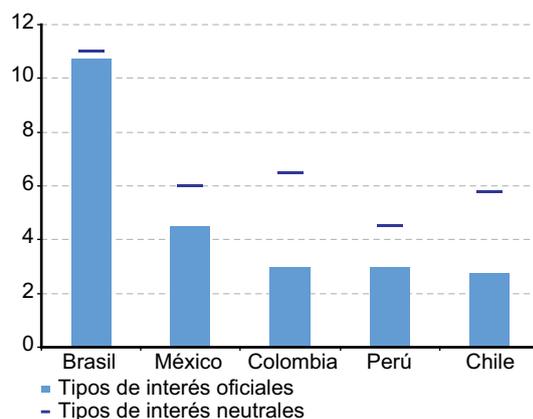
Bancos centrales comienzan a retirar estímulo monetario

Sin embargo, y a pesar de los buenos resultados observados en los meses recientes, crece la preocupación a mediano plazo, debido al fuerte ritmo de expansión de la demanda interna en casi todos los países. Es así, como países como Argentina, Brasil, Perú y posiblemente Chile ya se acercan a la eliminación de los excesos de capacidad productiva, lo que exige moderar el crecimiento de la demanda en los meses venideros. En consonancia con este proceso, los países que siguen metas de inflación han ajustado los tipos de interés a un ritmo similar al que preveíamos meses atrás, si bien los tipos aún no alcanzan niveles de neutralidad. La sorpresa aquí ha sido el hecho que los bancos centrales han detenido o disminuido el ritmo de aumento de los tipos de interés antes de lo que anticipábamos. Por ejemplo, Brasil detuvo las alzas de SELIC cuando ésta alcanzó a 10% (esperábamos 10,25%) y ahora creemos que la mantendrá a ese nivel por más tiempo, de manera que dicha tasa cerraría en 10,75% en 2011, en vez de 11,5% como esperábamos en julio. Algo similar ocurrió en Perú, donde las alzas se detuvieron en 3% y no deberían superar 4% en 2011.

La razón de esta ralentización del ajuste monetario es doble: por una parte las bajas tasas de inflación han quitado algo de urgencia a dicho ajuste y, por otra, el entorno externo ha evolucionado hacia una mayor provisión de liquidez y mantención de los tipos de interés a niveles muy bajos por más tiempo, de manera que continuar retirando el impulso monetario al ritmo anterior iba a poner una presión adicional sobre las monedas, que ya han experimentado una apreciación significativa. Sin embargo, cabe señalar que los niveles a los que se encuentran hoy los tipos de interés oficiales están aún por debajo de lo que los propios bancos centrales de la región estiman que son niveles neutrales. De esta forma, persiste un riesgo de que la demanda interna continúe creciendo por encima del potencial de la economía, poniendo presión a las cuentas corrientes y los tipos de cambio reales.

Gráfico 8

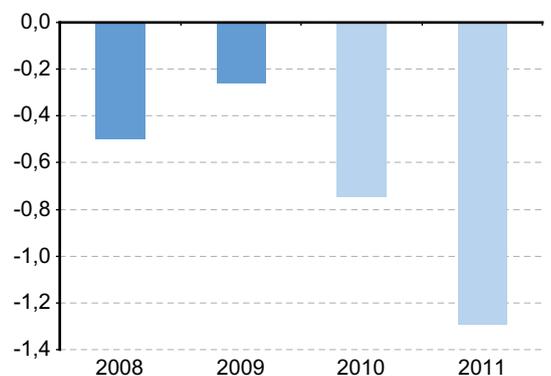
Tipos de interés oficiales vs. neutrales



Fuente: BBVA Research

Gráfico 9

Cuenta Corriente (% PIB)



Fuente: BBVA Research

Las cuentas externas comienzan a absorber el exceso de demanda interna

La fuerte expansión de la demanda interna se ha traducido en aumentos muy significativos de las importaciones, que en prácticamente todos los países han acelerado abruptamente y están creciendo a tasas de dos dígitos. Venezuela es la excepción en este cuadro, debido a las limitaciones en el acceso a divisas. Sin embargo, esto no se ha reflejado en un deterioro de los saldos en cuenta corriente gracias al fuerte aumento de los precios de materias primas, por una parte, y a cosechas

récord en los países de la cuenca atlántica, después de la normalización de las condiciones climáticas. De hecho, en varios países proyectamos menores aumentos en los déficits en cuenta corriente que los que preveíamos en julio.

Sin embargo, es importante destacar que los procesos subyacentes son distintos: mientras esperamos que los volúmenes importados sigan creciendo a un ritmo elevado como resultado de la expansión de la demanda interna y la apreciación real de las monedas, en el caso de las exportaciones hay un elemento de transitoriedad dado por la permanencia de condiciones climáticas favorables y de los elevados precios de productos básicos. Por lo tanto, es importante observar de cerca la evolución de las cuentas externas de estos países para detectar a tiempo indicios de deterioros que puedan ir más allá de lo prudente.

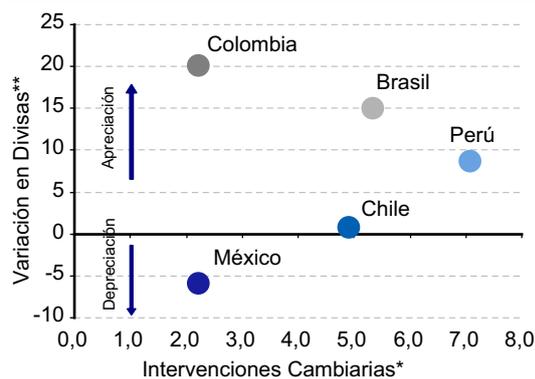
Los bancos centrales intervienen para evitar “apreciaciones excesivas”

Las fuertes fluctuaciones de las monedas y la tendencia a la apreciación que se observa con fuerza en los países de la región, ha llevado a los bancos centrales y a los gobiernos a intervenir, con mucha fuerza en algunos casos. Éste no es un fenómeno nuevo: de hecho ya venía ocurriendo en 2007 y comienzos de 2008 cuando la abundancia de divisas ya era muy grande por razones similares a las que vemos hoy: altos precios de productos básicos y muy favorables condiciones de financiamiento. Enfrentados a una situación similar en 2010, la mayoría de los bancos centrales han intervenido comprando reservas internacionales, lo que ha alcanzado proporciones muy elevadas en Perú, Brasil y Argentina. México por su parte también ha adoptado una política deliberada de acumulación de reservas, como una forma de reforzar sus defensas en la eventualidad de futuros problemas de disponibilidad de financiamiento a nivel global. Por el contrario, Chile hasta ahora no interviene en el mercado cambiario y Colombia lo está haciendo, pero a un ritmo moderado.

La novedad en ese caso es que Brasil y Perú han recurrido a cambios regulatorios e imposición de mayores requisitos de encaje a depósitos y créditos del exterior. A pesar de este mayor activismo, no es claro que los resultados hayan sido muy significativos. De hecho hemos visto una correlación bastante baja entre el tamaño de las intervenciones y la evolución de las monedas. Los gráficos muestran que Chile, por ejemplo, ha tenido una menor apreciación real este año que Perú o Brasil, que han destinado ingentes cantidades de dinero a comprar reservas.

Gráfico 10

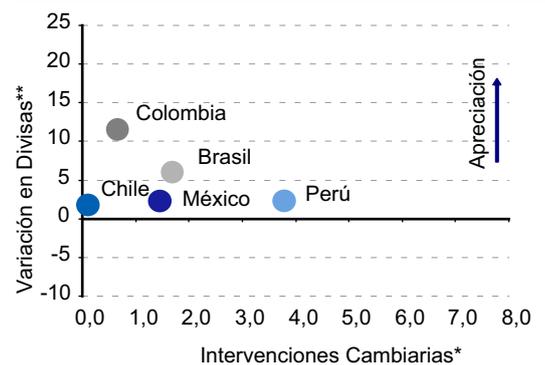
Intervenciones Cambiarias vs. Apreciaciones (desde comienzos de 2008)



* Intervenciones Cambiarias: Reservas Internacionales: compras netas entre Ene08-Sep10 (% PIB)
 ** Variación en Divisas: Apreciación/Depreciación en el Tipo de Cambio Efectivo Real entre Ene08-Sep10 (%)
 Fuente: BBVA Research

Gráfico 11

Intervenciones Cambiarias vs. Apreciaciones (desde comienzos de 2010)



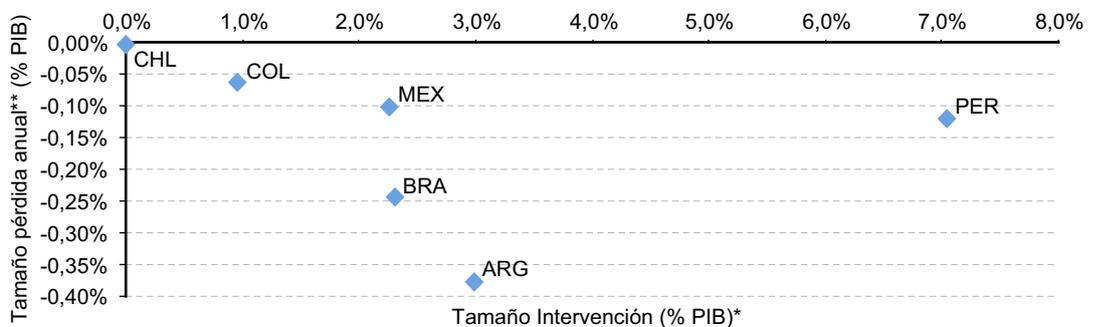
* Intervenciones Cambiarias: Reservas Internacionales: compras netas entre Ene10-Sep10 (% PIB)
 ** Variación en Divisas: Apreciación/Depreciación en el Tipo de Cambio Efectivo Real entre Ene10-Sep10 (%)
 Fuente: BBVA Research

Por otra parte estas intervenciones no han estado exentas de costes: en varios países existe un elevado diferencial entre las tasas de retorno que ganan los bancos centrales por sus reservas internacionales y el costo que deben pagar por intereses de la deuda emitida para esterilizar los efectos monetarios de las compras de dólares, tal como se puede apreciar en el gráfico 12. Allí se ve como Brasil debe solventar pérdidas muy superiores a las de México, con tamaños de intervenciones parecidas, debido al mayor

diferencial de tipos de interés oficial respecto de la rentabilidad hipotética obtenida por depositar las nuevas reservas a la tasa de intervención de la Fed. Por otro lado, Perú resiste intervenciones mucho mayores con un costo menor, también como consecuencia de menores Spreads.

Gráfico 12

Pérdidas patrimoniales por esterilización de intervenciones cambiarias 2010 (% PIB)



* Tamaño Intervención: compra de dólares acumuladas desde enero10 (% PIB)

** Tamaño pérdida anual: Tamaño de intervención * diferencial entre tasas de retorno por reservas internacionales (FED: 0,5%) y tasas a las que emiten su deuda los Bancos Centrales (% PIB)

Fuente: BBVA Research

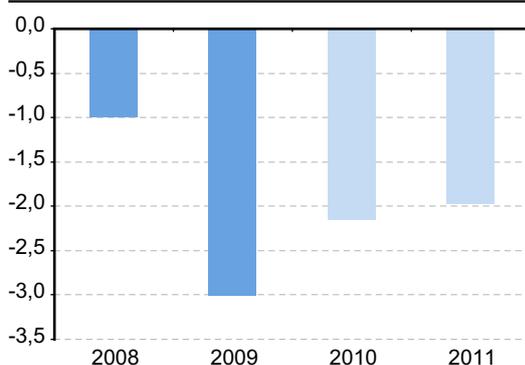
¿Ha llegado la hora de la política fiscal?

Las cifras anteriores dejan en evidencia que algunos bancos centrales están actuando al límite de sus posibilidades para evitar una apreciación excesiva de las monedas, llegando incluso a poner en juego su credibilidad en materia inflacionaria. Éste último es un activo muy valioso, que ha costado muchos años construir y que resultaría sumamente costoso perder. Es por ello que pensamos que sería muy conveniente que la política fiscal tomara un rol más activo en la limitación de la expansión de la demanda agregada. Si bien hemos visto algunas declaraciones en esa dirección en Brasil y Perú, todavía ello no se ha manifestado en iniciativas concretas y, de hecho, los presupuestos que se han presentado para la discusión y aprobación parlamentaria en los últimos meses, dejan en claro que la voluntad de hacer esos ajustes ahora es bastante limitada.

Esta reticencia no es tan sorprendente en momentos en que las arcas fiscales rebosan por los elevados precios de materias primas, fuerte crecimiento económico y abundante disponibilidad de financiamiento a costos sin precedentes. Sin embargo, la experiencia muestra lo importante que es definir la política fiscal en función de los objetivos macroeconómicos y no de las disponibilidades de caja. Lo que fue cierto para países como Chile en las últimas dos décadas y para casi toda la región en medio de la crisis de 2008-09, sigue siendo cierto en la etapa expansiva del ciclo. Es por ello que estimamos que los gobiernos deberían hacer un mayor esfuerzo de ajuste de los gastos públicos, para así consolidar tasas de interés más bajas que las neutrales, lo que quitaría una presión considerable a los tipos de cambio.

Gráfico 13

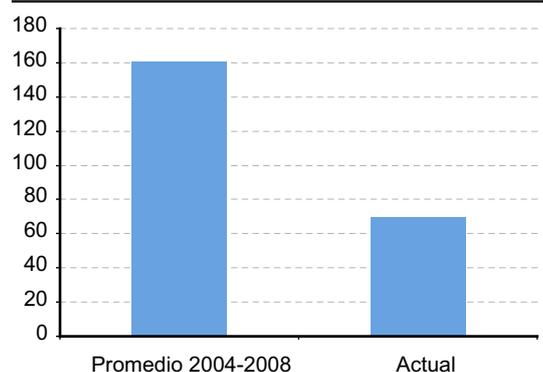
Saldo Fiscal (% PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 14

Credit Default Swap: Spread CDS América Latina vs. Alemania



Fuente: BBVA Research

4. Riesgos acotados frente a posible deterioro en países desarrollados

Una recaída de los países desarrollados golpearía a la región, pero menos que en 2009

Posiblemente el mayor riesgo que enfrenta hoy la economía global es una recaída de los países desarrollados, ya sea por dificultades para refinanciar vencimientos de deuda pública, un problema que ha afligido a varias economías en la periferia de Europa desde mediados de año, o por un retroceso en las condiciones de crédito en Estados Unidos.

Una eventualidad de este tipo afectaría a la región por su impacto en los precios de productos básicos, así como por el aumento en las primas de riesgo global, y específicas a la región por su dependencia de productos cuyos precios caerían. Nuestra impresión es que si bien ello golpearía la confianza y frenaría el consumo y la inversión privadas en la región, sería mucho menos intenso que en 2008-09, de manera que el efecto inmediato de este fenómeno sería un aumento de los déficits en cuenta corriente, que junto con golpear sobre las monedas, podría forzar una contracción monetaria e incluso, en aquellos países más vulnerables, un ajuste fiscal. Con todo estimamos que el impacto global sobre la región será sólo en un menor crecimiento económico (entre 1 y 2 puntos porcentuales menos que en nuestra previsión) por uno o dos años, pero no una recesión.

Los países asiáticos ayudarán a soportar el buen desempeño de la región

Una de las razones por las cuales la región soportaría bien un choque adverso como el descrito es que los países asiáticos mantendrán un ritmo de crecimiento elevado, respaldado principalmente por el creciente dinamismo de la demanda interna. Es más, esperamos que en un escenario adverso como el descrito, países como China implementarían nuevos programas de estímulo fiscal para mantener el ritmo de expansión económica. Ellos tienen los recursos y la motivación para hacerlo y en el pasado han demostrado su eficacia en estas materias.

Esta "conexión asiática" ha resultado muy beneficiosa para América Latina en las últimas décadas y creemos que seguirá jugando un rol fundamental en las venideras. El corto plazo se manifiesta principalmente en el ciclo de elevados precios de productos básicos, pero crecientemente se va enriqueciendo con flujos de inversiones y ampliando a otras áreas del comercio. Sin embargo, también representa un riesgo: en la medida que alzas de precios en China, por ejemplo, provoquen un ajuste fuerte que se refleje en una desaceleración significativa del crecimiento en 2011, ello sin duda provocaría ajustes mayores en precios de materias primas, con fuerte impacto adverso en las cuentas corrientes y fiscales en los países de Latam. En la medida que un escenario como éste parezca más plausible y los mercados lo incorporen en las primas de riesgo, ello debería aminorar las presiones sobre las monedas de América Latina y tendría algún impacto alcista sobre tipos de interés.

Con todo, el cuadro general de la región es hoy sólido y las perspectivas de crecimiento muy favorable. En la medida que las condiciones externas continúen siendo favorables. La preocupación de las autoridades debiera desplazarse gradualmente a ejecutar programas y políticas que apoyen el aumento de la productividad de las respectivas economías, con miras a preservar la competitividad en un contexto de monedas más apreciadas.

5. Tablas

Tabla 1

PIB (% a/a)

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

Fuente: BBVA Research.

Tabla 2

Inflación (% a/a, promedio)

	T1 09	T2 09	T3 09	T4 09	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	T1 11	T2 11	T3 11	T4 11	2009	2010	2011
Argentina	6,6	5,5	5,9	7,1	9,0	10,6	11,1	11,1	11,1	11,0	11,1	11,4	6,3	10,5	11,1
Brasil	5,8	5,2	4,4	4,2	4,9	5,1	4,6	4,8	4,4	4,1	4,8	4,8	4,9	4,8	4,5
Chile	4,8	1,8	-1,9	-3,0	-0,3	1,2	2,3	2,9	3,0	3,0	3,0	3,1	0,4	1,5	3,0
Colombia	6,6	4,8	3,2	2,4	2,0	2,1	2,3	2,6	3,1	3,0	3,2	3,3	4,2	2,2	3,2
México	6,2	6,0	5,1	4,0	4,8	4,0	3,7	5,0	3,8	4,1	4,6	3,7	5,3	4,4	4,0
Panamá													1,9*	4,0*	3,3*
Paraguay													2,6	4,1	4,3
Perú	5,6	4,0	1,9	0,4	0,7	1,2	2,2	2,8	2,8	3,0	2,7	2,5	3,0	1,7	2,7
Uruguay													7,1	6,6	6,7
Venezuela	29,6	28,2	28,7	28,1	27,3	31,9	29,8	30,3	29,2	25,9	26,7	26,4	28,6	29,8	27,1
América Latina													6,3	6,4	6,3

Fuente: BBVA Research. *fin de periodo.

Tabla 3

Tipo de cambio (vs. USD, promedio)

	T1 09	T2 09	T3 09	T4 09	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	T1 11	T2 11	T3 11	T4 11	2009	2010	2011
Argentina	3,54	3,73	3,83	3,81	3,84	3,90	3,94	4,01	4,11	4,21	4,31	4,42	3,73	3,92	4,26
Brasil	2,32	2,08	1,87	1,74	1,80	1,79	1,75	1,65	1,69	1,77	1,80	1,83	2,00	1,74	1,77
Chile	607	567	545	518	519	530	511	478	487	505	507	501	560	510	500
Colombia	2415	2233	2017	1965	1947	1950	1831	1780	1800	1777	1768	1790	2158	1878	1784
México	14,38	13,32	13,27	13,06	12,78	12,38	12,80	12,10	11,83	11,90	12,17	12,28	13,51	12,47	12,04
Panamá													1,00	1,00	1,00
Paraguay													4967	4760	4872
Perú	3,19	3,02	2,96	2,88	2,85	2,84	2,81	2,78	2,79	2,79	2,78	2,74	3,01	2,82	2,78
Uruguay													22,53	19,95	20,27
Venezuela	2,15	2,15	2,15	2,15	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	2,15	4,30	4,30

Fuente: BBVA Research.

Tabla 4

Tipos de interés (% , promedio)

	T1 09	T2 09	T3 09	T4 09	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	T1 11	T2 11	T3 11	T4 11	2009	2010	2011
Argentina	13,29	12,83	12,64	10,75	9,62	9,56	9,77	10,84	11,08	11,50	12,42	13,00	12,38	10,11	12,00
Brasil	12,62	10,33	8,86	8,75	8,75	9,75	10,75	10,75	10,75	10,75	10,75	10,75	10,14	10,00	10,75
Chile	5,55	1,44	0,53	0,50	0,50	0,67	2,00	3,00	3,75	4,50	5,25	5,50	2,00	1,54	4,75
Colombia	8,00	5,17	4,33	3,67	3,50	3,00	3,00	3,00	3,17	3,58	3,92	4,33	5,29	3,13	3,75
México	7,33	5,33	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75	5,17	5,50	5,42	4,50	4,98
Panamá													2,50	2,60	3,10
Paraguay													28,26	25,75	25,77
Perú	6,25	4,00	1,50	1,25	1,25	1,50	2,50	3,00	3,17	3,42	3,67	3,92	3,25	2,06	3,54
Uruguay													8,67	6,31	7,02
Venezuela	17,10	15,60	14,52	15,05	14,59	14,51	14,51	14,51	13,84	13,50	13,50	13,50	15,57	14,53	13,58

Fuente: BBVA Research.

Tabla 5

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

	Consumo privado (% a/a)			Consumo Gobierno (% a/a)			Inversión (% a/a)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Argentina	-4,1	7,4	6,0	7,2	8,5	8,2	-10,2	16,3	7,6
Brasil	4,1	5,9	4,2	3,7	4,0	4,3	-10,0	21,6	8,2
Chile	0,9	7,9	5,5	6,8	4,0	4,8	-15,3	19,6	16,0
Colombia	1,1	4,1	5,2	13,0	7,3	5,7	-8,9	3,6	10,1
México	-6,2	1,9	2,6	4,9	-2,3	0,1	-15,3	5,3	9,3
Panamá	3,7	3,9	4,3	3,0	3,8	4,9	-8,8	21,6	7,9
Paraguay	-3,4	7,0	4,6	13,7	12,0	4,0	-11,1	19,0	7,5
Perú	2,4	5,8	5,3	16,5	7,7	4,0	-15,1	19,5	13,0
Uruguay	1,5	8,0	6,5	5,2	5,0	5,0	-4,0	18,0	11,0
Venezuela	-3,2	-2,2	1,9	2,3	3,4	3,6	-8,2	-9,9	2,2
América Latina	-0,7	4,4	4,0	5,6	3,0	3,5	-11,8	13,0	8,7

Fuente: BBVA Research.

Tabla 6

Balance Fiscal y Cuenta Corriente (% PIB)

	Balance Fiscal (% PIB)			Cuenta Corriente (% PIB)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Argentina	-0,6	0,3	-0,9	3,5	1,2	0,3
Brasil	-3,3	-2,6	-2,4	-1,6	-2,4	-2,9
Chile	-4,6	0,5	0,2	2,5	-0,4	-1,6
Colombia*	-4,1	-4,2	-4,0	-2,1	-2,7	-2,8
México	-2,7	-2,3	-1,9	-0,6	-1,2	-1,9
Panamá	-1,0	-1,6	-1,2	0,0	-3,2	-3,8
Paraguay	0,1	0,3	1,2	0,1	-2,1	0,7
Perú	-1,9	-1,4	-0,8	0,1	-1,3	-2,3
Uruguay	-1,7	-0,5	-0,3	0,8	-0,2	-0,9
Venezuela	-5,1	-3,0	-1,8	2,4	9,9	10,4
América Latina	-3,0	-2,1	-1,9	-0,2	-0,8	-1,3

* Gobierno Central

Fuente: BBVA Research.

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Economista Jefe América del Sur

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

Myriam Montañez
+(562) 939 1052
miriam.montanez@grupobbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

José Luis Escrivá

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

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

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

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

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

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

España y Europa:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

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

Economías Emergentes:

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

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

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

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

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

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

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research LATAM

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