

# Situación Latinoamérica

Segundo Trimestre 2011  
Análisis Económico

- **La economía global continúa creciendo con fuerza**, impulsada por las economías emergentes.
- **Los precios del petróleo y otros productos básicos seguirán en niveles elevados en 2011, favoreciendo a la región**, pero el efecto sobre el crecimiento global será muy moderado.
- **América Latina desacelerará a 4,6% en 2011**, en medio de un entorno externo favorable y una demanda interna muy dinámica.
- **La inflación sube, pero se mantiene en rangos aceptables para la mayoría de los bancos centrales**, gracias a la apreciación de las monedas que desvía excesos de demanda interna a importaciones.
- **Los bancos centrales han subido tipos antes y con más fuerza de lo que anticipábamos**, pero todavía queda camino por recorrer.
- **Mayor riesgo político en MENA con precios del petróleo en USD 150/b. y caídas en los de otros productos básicos tiene efectos negativos sobre el crecimiento y más inflación**, pero sin provocar crisis, aunque hay muchas diferencias entre los países de la región.

## Índice

1. Recuperación, shocks globales y vulnerabilidades .....	3
2. Crecimiento mantiene fuerte impulso .....	5
3. Autoridades aprietan el freno .....	7
4. Buenas perspectivas a futuro .....	9
5. Los riesgos provenientes del exterior .....	11
6. Tablas .....	12

Fecha de cierre: 12 de mayo de 2011

## 1. Recuperación, shocks globales y vulnerabilidades

### **La economía global continuará creciendo con fuerza, aunque los riesgos están sesgados a la baja**

La economía global continúa creciendo a un ritmo robusto, y se mantiene la previsión de crecimiento de un 4,4% tanto en 2011 como en 2012, con el apoyo principalmente de las economías emergentes (Gráfico 1). No obstante, la amenaza de los altos precios de las materias primas (especialmente el petróleo) aumenta la incertidumbre e introduce un riesgo para el crecimiento y la inflación en la mayoría de regiones, incluso en algunas economías que pueden beneficiarse directamente de los altos precios de exportación de las materias primas. Al mismo tiempo, a medida que se desarrolla este shock global, los riesgos locales identificados en la anterior edición del Situación Global continúan más o menos sin variación. Es probable que la tensión financiera en Europa continúe, especialmente en el caso de Grecia, Portugal e Irlanda. La confusión política acerca de las propuestas para comenzar finalmente el proceso de consolidación fiscal en EE.UU. añadirá incertidumbre en los mercados, incluso aunque pensamos que al final se producirá cierta forma de ajuste fiscal. Finalmente, las presiones de recalentamiento en los mercados emergentes continúan, aunque en el futuro serán probablemente una preocupación mayor para Sudamérica por el impulso adicional derivado de los mayores precios de las materias primas.

### **Los altos precios del petróleo y de otras materias primas representan un riesgo global aunque deberían absorberse fácilmente sin afectar demasiado al crecimiento mundial**

El principal riesgo de carácter global está relacionado con el aumento en los precios del petróleo, provocado desde comienzos de año por la inestabilidad política en Oriente Medio y África del Norte (MENA). Aunque la incertidumbre es alta y las protestas en la región siguen sin resolverse, en nuestra opinión, no se producirá un efecto contagio hasta el punto de interrumpir la producción de petróleo en otros productores de petróleo importantes aparte de Libia. Por tanto, la prima de riesgo geopolítico incorporada en los precios del petróleo se reducirá lenta pero gradualmente, dada la amplia capacidad de producción excedente de la OPEP y los inventarios de la OCDE, ambos por encima de sus medias de los últimos años. No obstante, los precios del petróleo seguirán en niveles altos de aproximadamente 110-120 dólares por barril durante la mayor parte de 2011, para bajar lentamente a alrededor de 100 dólares en 2012.

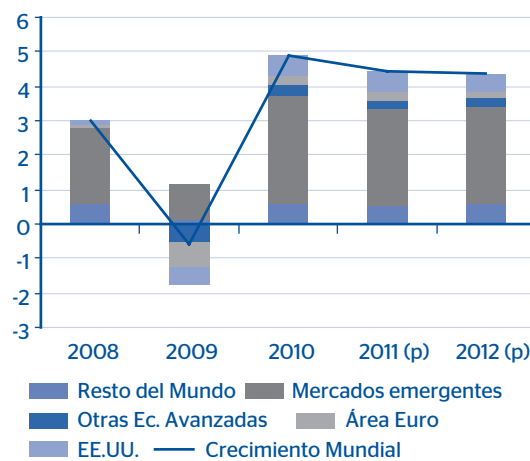
En este contexto, en el que el precio de otras materias primas, como los alimentos y los metales, también ha aumentado, las principales regiones afectadas (de forma negativa) serán los países desarrollados (EEUU, Europa y Japón) y la mayor parte de Asia emergente, que son los principales importadores de materias primas. Por otra parte, los principales beneficiarios de la mejora de las condiciones comerciales serán Oriente Medio y Latinoamérica, que reciclarán parte de estos ingresos extraordinarios. No obstante, un shock de esta magnitud se absorberá por la economía global sin afectar significativamente a la actividad económica. Esto, junto con unos datos de crecimiento relativamente fuertes en el primer trimestre de 2011, justifica el mantenimiento de la previsión de crecimiento relativamente inalterada en la mayoría de áreas, en comparación con nuestro informe Situación Global de febrero. La principal excepción es México y Sudamérica, donde los fuertes datos en los primeros tres meses de 2011 y los mejores términos de intercambio implican una revisión moderada al alza de nuestras previsiones de crecimiento para 2011. Por su parte, Europa continuará creciendo en mayor grado en los países centrales más que en la periferia, mientras que los riesgos para la previsión de crecimiento estadounidense cambian desde un sesgo al alza hace tres meses hacia un sesgo más equilibrado, o incluso a la baja, por los mayores precios del petróleo y el bache temporal del crecimiento en el primer trimestre.

### **Los altos precios del petróleo impulsarán la inflación general, adelantando los aumentos previstos de los tipos de interés por parte de los bancos centrales en la mayoría de áreas**

El efecto principal del shock del petróleo se sentirá en los precios. La mayor inflación en la mayoría de economías en 2011 y 2012 hará que las autoridades monetarias adelanten, y en algunos casos, adopten una senda de subidas de tipos de interés más agresiva (Gráfico 2). No obstante, sigue existiendo una amplia heterogeneidad en los enfoques de los bancos centrales frente a los riesgos derivados de los altos precios del petróleo y de otras materias primas. En particular, en EE.UU. y la zona euro, los bancos centrales están cambiando –en

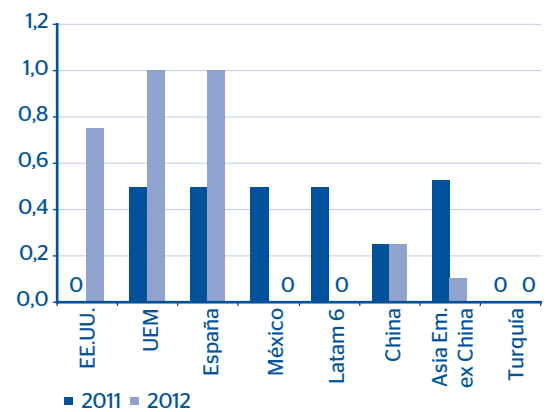
grados diferentes- su enfoque, desde el apoyo al crecimiento o la prevención de un escenario de riesgo de crecimiento muy bajo y deflación hacia el mantenimiento de las expectativas de inflación bajo control, particularmente considerando que la posición de política monetaria es aún muy acomodaticia. Como consecuencia, nuestra previsión adopta un sesgo hacia una mayor probabilidad de subidas anticipadas. El momento en que se producirá el primer aumento depende de la necesidad percibida de reaccionar ante los riesgos potenciales de los efectos de la segunda ronda. El enfoque alcista del BCE consiste en evitar cualquier riesgo mediante la adopción de una actitud preventiva (y de ahí su primera subida en abril), y no parece dispuesto a considerar que el aumento actual de la inflación esté relacionado con un aumento temporal del precio del petróleo. Por otra parte, la Fed, más centrada en la falta de sostenibilidad de la recuperación, prefiere esperar y actuar sólo si los riesgos se materializan. Entre estos dos enfoques, las economías emergentes parecen abiertas a subidas más adelantadas y rápidas, si fuera necesario, aunque con el objetivo también de no fomentar en exceso las entradas de capitales y la apreciación del tipo de cambio.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB global y Contribuciones



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2  
Cambios en las tasas de interés oficiales previstos a final de año respecto a febrero de 2011



Fuente: BBVA Research

### Las tensiones financieras en los países europeos periféricos seguirán siendo elevadas dada la falta de medidas contundentes para afrontar las preocupaciones sobre la solvencia fiscal

En Europa, los acuerdos alcanzados durante las cumbres de marzo son útiles a medio plazo, tanto en términos de reformas económicas como para ayudar a prevenir crisis futuras. Además, los cambios introducidos en el EFSF/ESM son positivos para afrontar las preocupaciones sobre la liquidez. No obstante, las tensiones financieras en los tres países periféricos con apoyo internacional (Grecia, Irlanda y Portugal) continuarán siempre que persistan las dudas acerca de la solvencia de algunos países y, por tanto, el riesgo de reestructuraciones de deuda que incluyan a los inversores privados. Estas dudas persistentes continuarán perjudicando la financiación de estas economías y sosteniendo altos diferenciales soberanos, lo que podría extenderse a otros países, incluso a aquellos con altas credenciales de solvencia. Por tanto, un enfoque exhaustivo hacia la resolución de la deuda en caso de insolvencia es necesario de forma urgente, pero debe considerar que la aplicación de una dura reestructuración de deuda que incluya recortes para los inversores privados conlleva un riesgo de contagio muy alto para el resto de Europa, de modo que deberá diseñarse con cuidado.

Por su parte, España ha sido capaz de diferenciarse frente a estos tres países periféricos, dados los avances en la consolidación fiscal y las reformas económica, incluyendo, en particular, aquellas dirigidas al sector financiero y al mercado laboral. No obstante, el mantenimiento de ese desacoplamiento y una reducción significativa en los diferenciales soberanos dependerán fundamentalmente de la finalización satisfactoria de la recapitalización del sistema financiero -con una entrada inmediata del capital privado-, del cumplimiento continuado de los objetivos de consolidación fiscal -incluyendo a los gobiernos regionales- y de continuar avanzando en las reformas, especialmente en el mercado laboral.

## En EE.UU., es probable que se logre la consolidación fiscal, aunque después de un periodo prolongado de intensa negociación política

En EE.UU., el proceso político para alcanzar una senda sostenible para la deuda pública implica negociaciones difíciles entre dos enfoques contrarios para reducir el déficit. Al final, la consolidación fiscal deberá ser consecuencia de una reducción de gastos sociales o unos mayores ingresos fiscales. En nuestra opinión, ambas partes alcanzarán un acuerdo que generará un menor déficit y un cambio sostenible para la deuda, aunque las acaloradas negociaciones políticas hasta que se alcance el acuerdo añadirán más incertidumbre en los mercados, especialmente teniendo en cuenta que la discusión sobre el techo de deuda aporta oportunidades para endurecer las negociaciones.

## El riesgo de recalentamiento persiste en las economías emergentes, aunque en el futuro, puede agravarse en Sudamérica, dado el impulso adicional derivado de un incremento de precio de las materias primas

Las economías emergentes continúan mostrando riesgos de recalentamiento, aunque con una marcada heterogeneidad. Algunos países están comenzando a afrontar estos riesgos mediante una política monetaria más restrictiva y, en algunos casos, también con endurecimiento fiscal, por ejemplo, en los importantes casos de China y Brasil. Creemos que los riesgos de recalentamiento son manejables, pero, en el futuro, pasarán a ser más pronunciados en Sudamérica, en la medida que un aumento en el precio de las materias primas representa un impulso adicional para Sudamérica pero induciría cierta ralentización en Asia emergente. Además, la posibilidad de que el efecto del terremoto en Japón sobre la actividad en ese país sea mayor a la esperada abre un escenario en el que se podría ralentizar más la actividad económica en la mayor parte de Asia, dados los amplios vínculos comerciales y las cadenas de producción integradas internacionalmente. Además, los superávits por cuenta corriente en gran parte de Asia son una protección mucho mayor para los países en la región, en comparación con Sudamérica.

## 2. Crecimiento mantiene fuerte impulso

### La demanda interna manda

A medida que se fueron conociendo los datos oficiales del cierre de 2010 fue quedando en evidencia que el crecimiento económico había sido más fuerte que lo anticipado en el último trimestre del año pasado. Por otra parte, los indicadores de corto plazo apuntaban a que ese dinamismo continuaba con fuerza en los primeros meses del año en curso. El principal elemento dinamizador era la expansión de la demanda interna, liderada por el aumento de la inversión (13% para la región en su conjunto), la reconstitución de inventarios y el aumento del consumo privado (5,7%). En algunos países como Argentina, Brasil, Chile, Perú y Venezuela también tiene un rol protagónico el aumento del gasto fiscal. Otros factores que han colaborado en este proceso han sido algunos choques de oferta, como condiciones favorables para la agricultura que están permitiendo alcanzar cosechas tan altas o superiores en Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay, así como la apreciación de las monedas que se traduce en mayor poder de compra de la población.

Todo lo anterior se tradujo en un crecimiento del PIB regional de 6,3% en 2010, dos décimas por encima de nuestra estimación de febrero. La demanda interna creció 8,3% un par de décimas menos que lo anticipábamos a esa fecha. Por otra parte, los indicadores sectoriales apuntan a un crecimiento de la demanda interna en el primer trimestre del orden de 6,5%, en línea con lo anticipado en febrero. Cuando se examina la evolución por países en ese trimestre, vemos que en Argentina, Venezuela y Perú el dinamismo de la demanda interna ha sido mayor al anticipado, mientras en Brasil, Chile y México ha sido algo menor.

Si bien el valor de las exportaciones en dólares aumenta significativamente como consecuencia de la mejora generalizada de los precios de materias primas y la normalización de los flujos de comercio exterior a lo largo de 2010, su aporte al crecimiento es secundario, con la excepción de Argentina, Paraguay y Uruguay, gracias a cosechas agrícolas record, en México donde las exportaciones industriales fueron impulsadas por la reactivación en Estados Unidos y en Panamá que se benefició del aumento del tráfico por el Canal debido a la recuperación del comercio internacional. Por otra parte, el fuerte y sostenido aumento de las importaciones se debe principalmente a los mayores

volúmenes de compras en el exterior derivados de la recuperación de la demanda interna, en un contexto de monedas más apreciadas, aunque los mayores precios del petróleo y alimentos también han tenido un impacto, aunque secundario comparado con el aumento en los volúmenes.

El crecimiento de la demanda interna también ha fortalecido las cuentas fiscales, en una región en que los impuestos indirectos tienen un peso muy elevado en la recaudación tributaria. Adicionalmente los elevados términos de intercambio han jugado un rol muy importante en el aumento de los ingresos. Tal como veíamos en febrero los gastos públicos no se han ajustado en respuesta a la nueva realidad del ciclo económico, pero aún así el déficit fiscal agregado de la región pasó desde 5,9% del PIB en 2009 a 1,7% el año pasado.

Como consecuencia de lo anterior en la región se están cerrando más rápido que lo anticipado las holguras de capacidad productiva y aumenta la preocupación por un posible “sobrecalentamiento” de estas economías que puede llevar a un aumento de la inflación y de la vulnerabilidad respecto de cambios adversos en las condiciones económicas internacionales, especialmente frente a una eventual caída en los precios de las materias primas.

Tal como se puede apreciar en el Gráfico 3, que reproduce indicadores de sobrecalentamiento elaborados por el FMI, entre los países más grandes de la región sólo México está todavía fuera de peligro, mientras Argentina, Brasil y Venezuela tienen todos los síntomas del problema. Chile, Colombia y Perú, en distintos grados, están en peligro y los ajustes de política económica serán claves para definir el curso futuro de los eventos.

Gráfico 3  
**Semáforos de sobrecalentamiento**

	Sobrecalentamiento Indicador Resumen	PIB en relación a tendencia	Brecha del PIB	Desempleo	Inflación
Argentina	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor
Brasil	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor
Chile	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor
Colombia	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor
México	Menor	Menor	Menor	Menor	Menor
Panamá	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor
Paraguay	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor
Perú	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor
Uruguay	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor
Venezuela	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor	Mayor

\* Menor sobrecalentamiento → Mayor sobrecalentamiento  
Fuente: FMI y BBVA Research

No es de sorprender entonces que el FMI haya llamado fuertemente la atención sobre los riesgos de sobrecalentamiento que presenta la región, en su último número de “Perspectivas Económicas” dado a conocer a principios de mayo. Si bien compartimos las preocupaciones del FMI, estimamos que el proceso de ajuste de la demanda interna ya se ha iniciado y creemos que las autoridades económicas de aquellos países que tienen metas de inflación explícitas y están más conectados a los mercados internacionales, van a actuar decisivamente para evitar que la inflación se quede instalada por encima de sus metas. Coincidimos, sin embargo, en que si tardan en reaccionar, posiblemente arriesgan la posibilidad de que estas economías vuelvan a experimentar un ciclo de auge y caídas abruptas como los que vimos en décadas anteriores.

### La inflación comienza a molestar

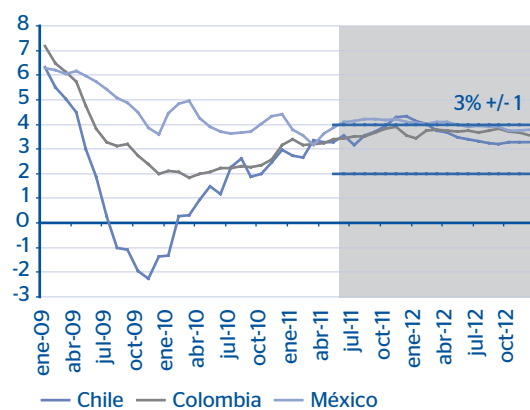
Consistente con el cuadro anterior, la inflación ha mantenido su repunte, brindando algunas sorpresas al alza en casi todos los países. Es así como ahora esperamos que la inflación anual promedio de la región suba desde 6,4% en 2010 a 6,9% en el presente año (antes esperábamos sólo 6,5%) para desacelerar moderadamente a 6,2% en 2012. Lo más notable es que para todos los países de la región, excepto Colombia y Venezuela, esperamos aumentos en la inflación respecto de nuestra previsión de febrero. Si bien es cierto estos aumentos son muy moderados, el patrón común confirma que hay una tendencia que coincide con la generalización de los problemas de sobrecalentamiento y los mayores precios internacionales de productos básicos.

Sin perjuicio de lo anterior, cabe destacar que los errores de predicción en el primer trimestre explican casi la totalidad del ajuste en la previsión anual de inflación, con la excepción de Perú, donde la inflación proyectada coincidió con la efectiva. Esto se debe a que mantenemos la trayectoria esperada de inflación a futuro, lo que se basa en la evidencia que la demanda interna ha venido evolucionando de acuerdo a la trayectoria esperada y a que las autoridades económicas han reaccionado con más fuerza de lo que habíamos anticipado en febrero.

Con todo, estimamos que los riesgos de un fuerte aumento de la inflación son acotados en los países que siguen metas de inflación. Las autoridades monetarias han comenzado a retirar los estímulos con bastante fuerza y ya hay algunos países que han dado señales que marcan el inicio de un proceso de retiro de los estímulos fiscales. Pero quizás lo más importante es que las monedas han experimentado una apreciación nominal significativa respecto del dólar, lo que sin duda alivia las presiones inflacionarias. Tal como señalábamos en el informe de febrero, esto no significa que no exista riesgo de sobre calentamiento, sino que éste se está vaciando al exterior por la vía de las importaciones, algo que pasa relativamente desapercibido en las cuentas externas gracias al aumento de los precios de las principales exportaciones de la región.

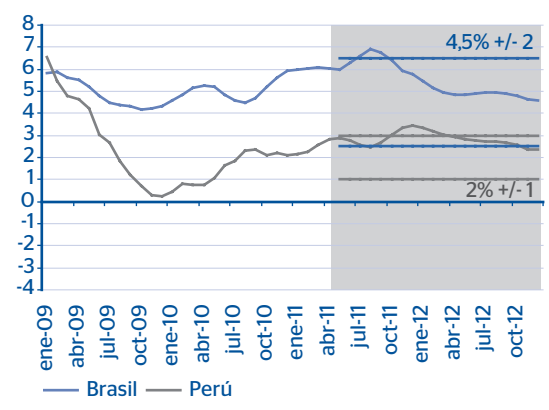
Por otra parte, cabe destacar el hecho que los aumentos de inflación observados en varios países obedecen a fenómenos puntuales cuya influencia debe desaparecer gradualmente, como es el caso de las alzas de precios de alimentos por inundaciones en Colombia, Panamá y Venezuela, los ajustes en el mercado de la carne en Paraguay, Uruguay y Argentina, así como los aumentos en precios internacionales de productos básicos, especialmente alimentos y combustibles, en los últimos meses de 2010 y primeros de 2011, que se han comenzado a revertir.

Gráfico 4a  
**Inflación y bandas de tolerancia en países con metas de inflación. Inflación y metas en Chile, Colombia y México (% a/a)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4b  
**Inflación y bandas de tolerancia en países con metas de inflación. Inflación y metas en Brasil y Perú (% a/a)**

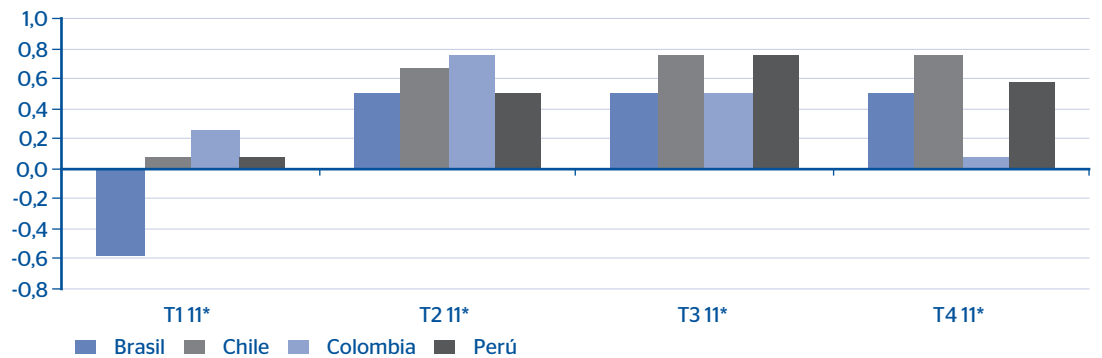


Fuente: BBVA Research

### 3. Autoridades aprietan el freno

Un factor común en la región, es que después de titubeos por parte de las autoridades monetarias a fines de 2010 o comienzos de 2011, según el caso, a partir de febrero han comenzado a dar señales claras y decisivas de preocupación por la inflación y han tendido a sorprender a los mercados con alzas mayores y más tempranas que las anticipadas, con la única excepción de la tímida alza de 25 pbs por el Banco Central de Brasil a fines de abril. Cuando se comparan las previsiones de tipos de interés oficiales que hacíamos a comienzos de año con las actuales, vemos que en todos los países grandes que siguen metas de inflación las alzas de tipos son más tempranas, mayores o ambas, tal como se aprecia en el gráfico 5.

Gráfico 5  
Cambios en perspectivas de política monetaria



Fuente: BBVA Research

Una novedad en este plano es que adicionalmente los bancos centrales han ampliado el abanico de instrumentos usados para restringir la liquidez y desalentar el crédito. Además de las tasas de interés de referencia, ahora se han incorporado aumentos en los requisitos de encaje y otras medidas agrupadas bajo la etiqueta de “macro - prudenciales” para tratar de minimizar el impacto sobre el tipo de cambio. El último en actuar en esta dirección fue Uruguay, al cierre de este informe, al subir los encajes a los depósitos de 12 a 15%. Si bien es muy difícil estimar la equivalencia de estas medidas con las alzas de tipos de interés, una encuesta realizada en Brasil apuntaría a que su efecto combinado posiblemente tiene un impacto algo superior al de un alza de 100 pbs adicionales de la SELIC.

Los bancos centrales de Argentina y Venezuela, por el contrario, han mantenido una política más relajada, con miras a apoyar la expansión del crédito y la demanda interna y descansando en medidas no convencionales, como los controles de precios, para estabilizar la inflación.

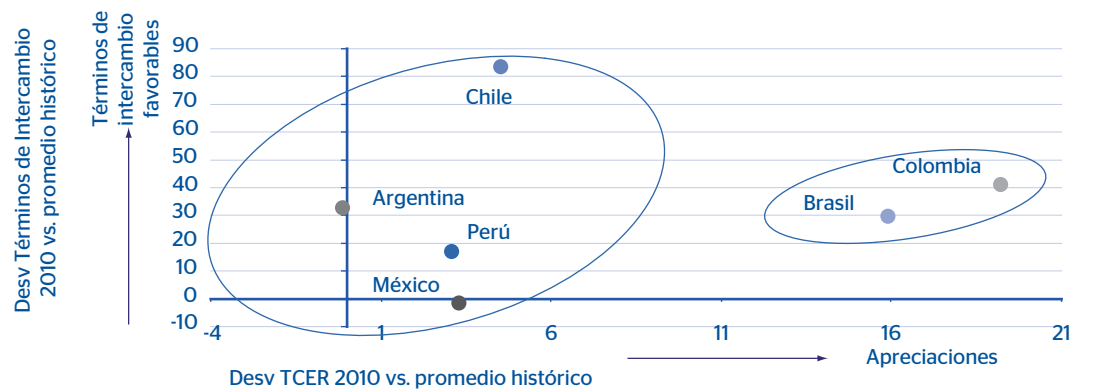
Un condicionante para aplicar políticas monetarias más estrictas ha sido el temor a la apreciación de las monedas, que ha llevado a que prácticamente todos los países de la región estén hoy día aplicando medidas de intervención, desde las más suaves y convencionales como son las compras de divisas, a la introducción de impuestos y encajes adicionales a los ingresos de capitales. En algunos casos, y particularmente entre las autoridades de Brasil, existe la percepción que la apreciación está muy condicionada por los ingresos de capitales, los que se deberían revertir a medida que se comiencen a normalizar las tasas de interés en los países desarrollados, algo que a su juicio debería comenzar más temprano que tarde. Dado lo anterior, han optado por aumentar encajes y restringir el crédito mediante medidas cuantitativas, sorprendiendo a los mercados que esperaban un uso más intenso de las tasas de interés.

La visión de BBVA Research es diferente en cuanto a que creemos que las alzas de tasas de interés en países desarrollados pueden tomar más tiempo. Además estimamos que los elevados precios de materias primas y energía reflejan presiones reales que significan que estos países seguirán gozando de términos de intercambio relativamente favorables, incluso después de un ajuste moderado a la baja de estos precios a lo largo de 2011 y 2012. Como se puede ver en el Gráfico 6, existe una relación bastante clara entre desviaciones de los tipos de cambio efectivos respecto de su nivel de tendencia, con aquellas de los términos de intercambio respecto de su tendencia. En la medida que esto perdure, ello obligará a recogerlo en los tipos de cambio, por lo que no parece aconsejable poner en riesgo la credibilidad antiinflacionaria. Así parecen haberlo reconocido la mayoría de los bancos centrales, que han acelerado el proceso de ajuste de las tasas de interés.



Gráfico 6

Términos de intercambio y apreciación de las monedas



Fuente: BBVA Research

Tal como mencionábamos en nuestro informe de febrero, la colaboración de la política fiscal a la moderación del aumento de la demanda interna es todavía muy tenue y los gobiernos no están retirando los estímulos fiscales que lanzaron en 2008-09 para combatir la recesión, a pesar de que ya prácticamente todos los países han cerrado o están cerrando sus brechas de capacidad disponible. Si bien Brasil y Chile han anunciado recortes presupuestarios (0,7% y 0,4% del PIB respectivamente) en 2011, ellos todavía dejan el peso del gasto público sobre el PIB muy por encima de los niveles previos a la crisis. Esto también se refleja en los balances fiscales, que en el agregado son más deficitarios en 2011 que en el promedio de 2003-11, a pesar de que los precios de las materias primas esperados para este año son muy superiores a los de dicho período de comparación.

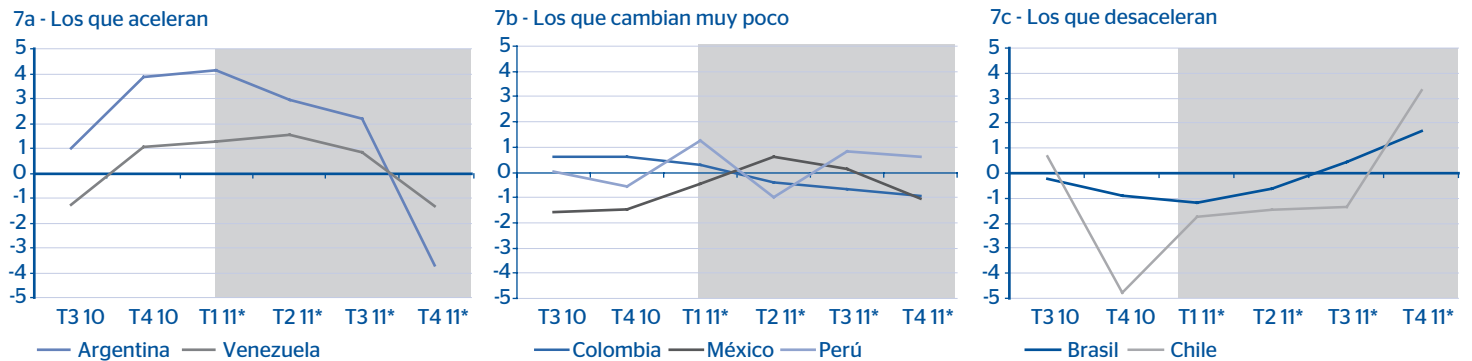
## 4. Buenas perspectivas a futuro

### El ajuste va en línea con lo esperado

Con todo, la evolución de las economías de la región está procediendo en línea con lo previsto, especialmente en aquellos países que siguen metas de inflación y que han comenzado a retirar los estímulos monetarios y fiscales, como son Brasil y Chile. La demanda interna crece, pero a un ritmo similar, o incluso algo menor que el que preveíamos unos meses atrás, con la excepción de Argentina y Venezuela donde las mayores holguras generadas por la mejora en los precios de exportación se han destinado a aumentar el gasto público.

El gráfico 7 muestra las diferencias entre el crecimiento que esperábamos en la demanda interna a comienzos de año y lo que estamos proyectando ahora, y allí se puede apreciar que en Brasil y Chile, el ajuste en la demanda interna va procediendo algo más rápido de lo que anticipábamos, mientras que en Argentina y Venezuela ocurre lo contrario. En ambos grupos de países vemos también que esto se traduce en una reversión al final del período: en Brasil y Chile la demanda interna crece algo más que lo que preveíamos antes gracias a que el ajuste se adelantó, mientras en Argentina y Venezuela se produce un ajuste más brusco. Colombia, México y Perú muestran desviaciones menores respecto de la trayectoria anterior, lo que no representa problemas en los dos primeros, donde las brechas de PIB son mayores, pero es motivo de preocupación en el último donde el crecimiento de la demanda interna es muy superior a la trayectoria de crecimiento de largo plazo y donde las holguras de capacidad se están agotando rápido. Cabe señalar, sin embargo, que en el caso de Perú la mayor incertidumbre que se ha producido después de las elecciones puede tener un impacto sobre expectativas y gastos de las empresas y hogares que es muy difícil de evaluar en estos momentos, pero que imprime un sesgo hacia la moderación de la demanda privada.

Gráfico 7  
Cambios en las previsiones de crecimiento de la demanda interna

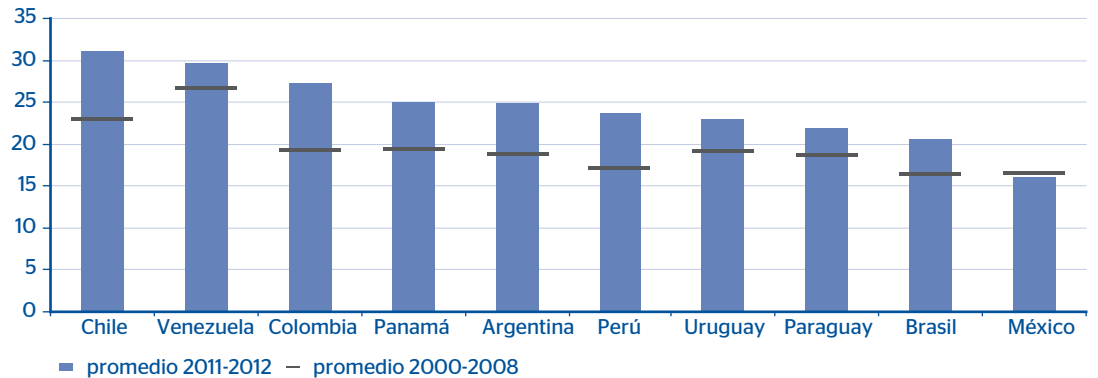


Fuente BBVA Research

### Y mejoran las condiciones para sostener mayor crecimiento a mediano plazo

Si la demanda interna se ajusta al ritmo esperado y la inflación permanece bajo control, la región enfrenta un panorama muy auspicioso, con un crecimiento económico cercano a su potencial de medio y largo plazo. Entre las señales más positivas está el fuerte aumento de la inversión en capital fijo en la región. Tal como se puede apreciar en el Gráfico 8, las tasas de inversión en la gran mayoría de los países de la región están aumentando significativamente, incluso respecto al período previo a la crisis.

Gráfico 8  
Tasas de inversión en capital fijo (% PIB)



Fuente: BBVA Research

Por otra parte, la recuperación actual ha sido atípica, en el sentido que ha ido acompañada de una fuerte expansión del empleo asalariado y/o formal, fenómeno que se está dando en forma bastante generalizada en la región. Si bien son pocos los países que tienen encuestas regulares de empleo con periodicidad mensual, vemos que en cuatro de ellos (Brasil, Chile, Colombia y México) el empleo formal o asalariado, dependiendo de cada caso, a fines de 2010 estaba creciendo a tasas superiores a 4% anual, y en el caso de Brasil superando el 6,5%. En paralelo también observamos en Chile y Colombia aumentos de más de tres puntos porcentuales en las tasas de participación laboral, fenómeno muy positivo desde el punto de vista de las perspectivas de aumento de los ingresos familiares, especialmente en los hogares de ingresos medios y bajos.

La combinación de mayores tasas de inversión con un aumento del empleo formal respaldado por mayores tasas de participación permite anticipar aumentos de la tasa de crecimiento del PIB potencial de la mayoría de los países de la región en los próximos años.

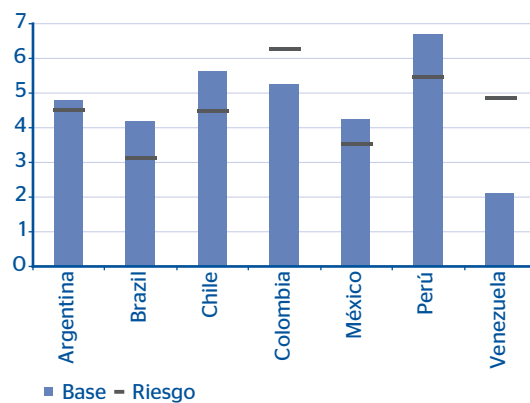
## 5. Los riesgos provenientes del exterior

En nuestro escenario global se plantea como un factor de riesgo importante la posibilidad de que la mayor inestabilidad de los países del Medio Oriente desemboque en mayores precios del petróleo que se estabilizan en torno a USD 150/barril. Si bien ellos no son tan altos como para desencadenar una recesión global, sí dañarían la recuperación de la demanda interna en los países importadores de petróleo, rebajando su crecimiento en torno a 1 punto porcentual respecto del escenario base. Ello golpearía a la demanda por otros productos básicos, especialmente materias primas industriales como los metales, por ejemplo, cuyos precios estimamos que podrían caer en torno a un 20% respecto del escenario base en 2012.

### Un nuevo choque petrolero tendría un efecto diferenciado en la región

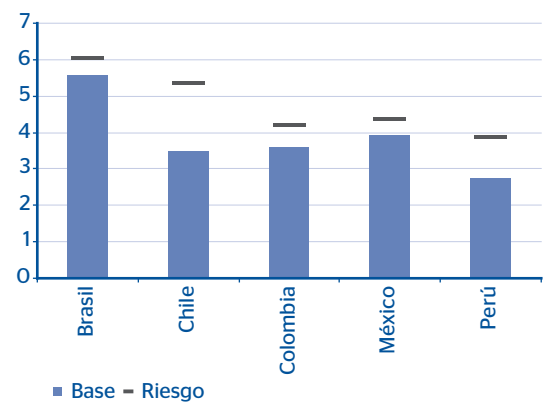
La línea divisoria de un choque de este tipo vendría dada por la composición de las exportaciones. En aquellos países exportadores de petróleo el impacto inicial sería de carácter positivo, generando holguras de financiamiento y mayores espacios para una expansión fiscal y monetaria. Sería el caso de Colombia y Venezuela, países que verían aumentar su tasa de crecimiento en 2012. Si bien México es también un exportador de petróleo, el peso relativo de este producto respecto de las exportaciones de manufacturas a Estados Unidos es pequeño, por lo que el efecto neto del choque global es ligeramente negativo.

Gráfico 9a  
Impacto en el PIB del choque petrolero  
(% a/a, promedio 2011-2012)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 9b  
Impacto en inflación del choque petrolero  
(% a/a, promedio 2011-2012)



Fuente: BBVA Research

Como se puede apreciar en los gráficos 9 (a y b) el efecto sobre crecimiento en los países no petroleros va desde muy leve en Argentina, hasta niveles del orden de 1% del PIB en Brasil, Chile y Perú. Si bien son números significativos, distan mucho de una crisis. El efecto sobre la inflación también es significativo, aunque de carácter transitorio.

## 6. Tablas

Tabla 1  
PIB (% a/a)

	2003-2008	2009	2010	2011*	2012*
Argentina	8,2	-2,1	8,7	5,5	4,0
Brasil	4,2	-0,2	7,6	4,0	4,4
Chile	4,7	-1,7	5,2	6,2	5,1
Colombia	5,2	1,5	4,3	5,0	5,5
México	3,1	-6,1	5,5	4,7	3,8
Panamá	8,3	3,2	7,5	7,7	7,8
Paraguay	4,6	-3,8	14,5	5,9	5,2
Perú	7,0	0,9	8,8	7,1	6,3
Uruguay	6,8	2,6	8,5	5,3	4,6
Venezuela	7,2	-3,1	-1,4	2,6	1,6
<b>América Latina</b>	<b>4,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>6,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>

\*Previsiones  
Fuente: BBVA Research

Tabla 2  
Inflación (% a/a, promedio)

	2003-2008	2009	2010	2011*	2012*
Argentina	9,5	6,3	10,4	9,9	9,8
Brasil	7,0	4,9	5,0	6,2	4,9
Chile	3,9	1,6	1,4	3,5	3,5
Colombia	5,8	4,2	2,3	3,5	3,7
México	4,3	5,3	4,2	3,9	3,9
Panamá	5,0	2,4	3,5	5,1	
Paraguay	8,9	2,6	4,6	10,9	9,1
Perú	2,9	3,0	1,5	2,7	2,8
Uruguay	9,4	7,1	6,7	7,7	6,0
Venezuela	22,1	28,6	29,1	27,8	24,7
<b>América Latina</b>	<b>7,1</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>

\*Previsiones  
Fuente: BBVA Research

Tabla 3

**Tipo de cambio (vs. USD, promedio)**

	<b>2003-2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011*</b>	<b>2012*</b>
Argentina	3,03	3,73	3,91	4,15	4,70
Brasil	2,40	2,00	1,75	1,63	1,75
Chile	573	560	510	483	493
Colombia	2371	2158	1899	1819	1800
México	10,99	13,51	12,50	12,00	12,49
Panamá	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Paraguay	5603	4967	4739	4146	4072
Perú	3,25	3,01	2,83	2,75	2,64
Uruguay	24,9	22,5	20,0	19,25	19,54
Venezuela	2,15	2,15	4,30	4,30	4,30

\*Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

**Tipos de interés (% , promedio)**

	<b>2003-2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011*</b>	<b>2012*</b>
Argentina	8,6	12,38	10,11	11,88	14,28
Brasil	16,5	10,14	10,00	12,04	11,50
Chile	4,1	0,50	1,54	4,90	5,96
Colombia	7,6	5,29	3,13	4,06	5,25
México	7,9	5,42	4,50	4,58	5,46
Panamá**	3,1	2,9	2,7	2,22	
Paraguay					
Perú	4,0	3,25	2,06	4,42	5,00
Uruguay	7,0	8,7	6,3	7,10	7,25
Venezuela	13,1	15,57	14,53	14,51	14,51

\*Previsiones

\*\*Tipo de interés sobre depósito a 3 meses

Fuente: BBVA Research

Tabla 5  
**Consumo privado, Consumo Gobierno e inversión (% a/a)**

	Consumo privado (% a/a)					Consumo Gobierno (% a/a)					Inversión (% a/a)				
	2003-08	2009	2010	2011*	2012*	2003-08	2009	2010	2011*	2012*	2003-08	2009	2010	2011*	2012*
Argentina	7,9	-4,1	8,2	6,4	4,1	5,0	7,2	9,4	9,4	7,5	22,7	-10,2	21,2	9,0	5,2
Brasil	4,3	4,1	6,4	5,8	4,6	2,8	3,7	5,1	2,1	3,5	7,5	-10,0	21,2	10,0	10,4
Chile	6,2	0,9	10,4	7,1	5,3	4,7	7,5	3,3	4,1	3,9	12,1	-15,9	18,8	14,4	9,2
Colombia	4,7	0,9	4,3	5,0	5,5	5,8	6,9	5,5	9,9	3,1	14,8	-6,5	7,1	10,6	11,1
México	4,0	-7,1	5,0	3,6	3,4	3,5	5,3	2,2	2,7	3,1	5,5	-16,8	2,8	8,5	6,1
Panamá	1,1	-0,2	8,5	8,3	8,2	3,3	-6,5	12,7	9,5	6,0	27,6	6,4	6,0	4,3	3,0
Paraguay	4,9	-3,4	9,9	10,1	7,1	4,3	-11,9	21,4	16,1	6,3	7,1	13,7	14,7	7,5	6,5
Perú	5,8	2,4	6,0	6,4	5,2	7,9	16,5	10,6	6,3	4,0	15,9	-15,1	22,1	15,0	12,3
Uruguay	7,0	2,1	11,4	6,8	5,7	5,9	-6,3	14,4	14,9	10,0	16,1	3,9	2,2	1,0	1,0
Venezuela	11,3	-3,0	-2,4	3,6	3,3	8,8	2,3	2,6	4,5	4,2	17,2	-8,1	-4,4	4,6	-1,7
América Latina	5,2	-1,0	5,7	5,2	4,3	4,1	5,1	4,9	4,1	3,9	10,3	-11,8	13,0	9,4	7,8

\*Previsiones  
 Fuente: BBVA Research.

 Tabla 6  
**Balance Fiscal y Cuenta Corriente (% PIB)**

	Balance Fiscal (% PIB)					Cuenta Corriente (% PIB)				
	2003-2008	2009	2010	2011*	2012*	2003-2008	2009	2010	2011*	2012*
Argentina	1,5	-0,6	0,2	-1,0	-1,8	3,3	3,7	0,9	0,5	-0,3
Brasil	-2,9	-3,3	-2,6	-2,8	-2,3	0,6	-5,5	-2,4	-2,9	-3,1
Chile	4,7	0,0	-0,4	1,0	0,2	1,7	1,6	1,9	0,2	-1,4
Colombia**	-3,3	-4,1	-3,9	-4,1	-3,7	-1,8	-2,1	-3,1	-2,7	-3,1
México	-1,5	-0,7	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,6	-1,2	-1,3	-1,7
Panamá	-0,6	-1,0	-1,9	-1,5	-0,8	-6,3	-0,2	-11,0	-11,5	-10,8
Paraguay	1,5	0,1	1,1	1,5	1,7	0,1	0,1	-1,4	2,8	1,7
Perú	0,3	-1,9	-0,3	0,0	-0,5	0,1	0,1	-1,5	-2,8	-2,6
Uruguay	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Venezuela	-0,5	-5,1	-3,8	-2,6	-4,9	13,3	0,6	5,3	13,4	8,8
América Latina	-1,4	-2,2	-1,7	-1,7	-1,8	1,1	-1,9	-1,1	-0,9	-1,6

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

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

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

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

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

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

**Este informe ha sido elaborado por la Unidad de América del Sur:***Economista Jefe para 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***Jorge Sicilia***Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:**Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@grupobbva.comSistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.comRegulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@grupobbva.comPensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com*España y Europa:***Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.comEspaña  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.comEuropa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com*Estados Unidos y México:*Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.comMéxico  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.comAnálisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com*Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hkChina  
**Daxue Wang**  
daxue.wang@bbva.com.hkIndia  
**Sumedh Deorukhkar**  
deorukhkar@grupobbva.comSudamérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.clArgentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbvafrances.com.arChile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.clColombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.coPerú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.peVenezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com*Escenarios Económicos y Financieros :*Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
scastillo@grupobbva.comEscenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@grupobbva.com*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.comEquity Global  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.comCrédito Global  
**Javier Serna**  
Javier.Serna@bbvauk.comTipos de Interés, Divisas y  
Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com**Interesados dirigirse a****BBVA Research Latam**  
Pedro de Valdivia 100  
Providencia  
97120 Santiago de Chile  
Teléfono: + 56 26791000  
E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com