

Situación Latinoamérica

Tercer Trimestre 2011
Análisis Económico

- **América Latina crecerá 4,8% en 2011**, ligeramente por encima de lo esperado debido a sorpresas en el aumento de la demanda interna en Argentina. En 2012-13 converge a tasas del orden de 4% anual.
- **La demanda interna está moderándose en línea con lo esperado**, mientras la inflación tiende a estabilizarse.
- **El proceso de retiro de los estímulos monetarios se ha ralentizado, a medida que las tasas de interés se acercan a niveles neutrales**. En algunos casos la política fiscal ha apoyado el ajuste en la demanda interna, al menos hasta ahora.
- **En la eventualidad de una crisis en Europa derivada de los problemas de Grecia**, esto se traduciría en crecimientos del orden de 2,5 - 3% de la región en 2012 y 2013.
- **El riesgo de sobrecalentamiento no ha desaparecido**, principalmente porque hay anuncios de expansión fiscal importante en los países de América del Sur en 2012.
- **Sorpresas muy variadas en los últimos meses** han aumentando el rango de incertidumbre política en la región.

Índice

1. La política se sitúa en el centro de la perspectiva económica.....	3
2. Economías se estabilizan.....	5
3. Pero persisten riesgos importantes.....	8
4. Tablas.....	10

Fecha de cierre: 1 de agosto de 2011

1. Entorno global: la política se sitúa en el centro de la perspectiva económica

La economía mundial continuará creciendo con fuerza tras un bache en el primer semestre

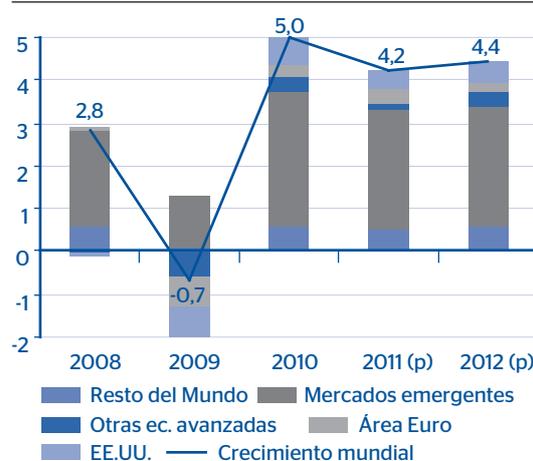
La economía mundial experimentó una ligera desaceleración en la primera mitad del año, más pronunciada en EE.UU., aunque también en algunos países emergentes. No obstante, debido a que los factores que subyacen en la desaceleración son en su mayoría temporales por naturaleza (altos precios del petróleo, interrupciones en la cadena de suministro global y malas condiciones climáticas), el crecimiento mundial continuará a un ritmo sólido, al 4,2% en 2011 y al 4,4% en 2012 (Gráfico 1).

No obstante, los riesgos sobre la previsión están ahora más sesgados a la baja. Aunque la desaceleración en la actividad en EE.UU. debería ser temporal a medida que los precios del petróleo dejen de subir y las cadenas de suministro internacionales se restauren, la recuperación permanece débil y pueden producirse recaídas, como puede esperarse después de una crisis financiera con consumidores altamente apalancados. El reciente bache en EE.UU. ha servido de recordatorio de este hecho para los mercados, y puede influir en el sentimiento de los consumidores y los productores en el futuro.

Tanto en Europa como en EE.UU. las preocupaciones fiscales conllevan grandes desafíos para los responsables políticos. Debido a que los problemas de solvencia no se han afrontado en su totalidad, la crisis de deuda soberana en los países periféricos europeos se ha intensificado (Gráfico 2), con el riesgo de que pase a ser sistémica a medida que la presión del mercado se extiende más allá de Grecia, Portugal e Irlanda hacia España, Italia y, potencialmente, Bélgica. Aunque su solvencia no se ha puesto en duda, EE.UU. también afronta el desafío de un gran ajuste fiscal a corto plazo, con el riesgo de que las negociaciones políticas se conviertan solamente en soluciones a corto plazo y no en un plan de consolidación a largo plazo. Esto aumentaría las probabilidades de un repunte repentino en las rentabilidades a largo plazo en EE.UU.

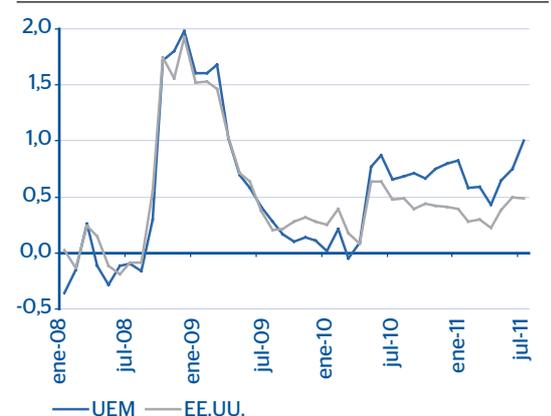
Finalmente, en las economías emergentes, las preocupaciones de recalentamiento han cedido ligeramente ya que las medidas de endurecimiento continúan ralentizando gradualmente el crecimiento en Asia y Latinoamérica, aunque las políticas fiscales permanecen todavía mayoritariamente en un nivel acomodaticio, lo que concede un exceso de responsabilidad a las autoridades monetarias en un momento en que permanecen las preocupaciones sobre la apreciación de los tipos de cambio en estas economías.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB global y aportaciones (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2
Índice de tensiones financieras BBVA



Fuente: BBVA Research

Ya es hora de que se afronten las preocupaciones de solvencia en Europa, lo que requiere decisiones audaces continuadas por parte de los políticos europeos

En las últimas semanas, una nueva oleada de tensión en el mercado financiero en Europa se ha extendido a España e Italia, y, por tanto, ha aumentado las posibilidades de que la crisis pase a ser sistémica en toda Europa (con repercusiones más allá de la UE). Esta situación ha sido el resultado de un retraso en la concesión del segundo paquete de ayuda a Grecia y de la insistencia para que los tenedores de bonos privados soporten parte del coste de una nueva ayuda financiera a este país, además de la falta de una solución exhaustiva a las preocupaciones de solvencia subyacentes en Grecia. Esta falta de decisión en Grecia se ha extendido a países sin problemas de solvencia como España e Italia, y, en consecuencia, al sector financiero europeo, que ha visto cómo se ha agotado su liquidez rápidamente.

En este contexto, con tanto en juego, el Eurogrupo llegó a un acuerdo el 21 de julio para afrontar las preocupaciones de liquidez y solvencia. Respecto a la liquidez, decidió mejorar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF), permitiendo el préstamo de forma preventiva a los países solventes con problemas -de forma similar a la Línea de Crédito Flexible del FMI- y la compra de bonos soberanos en mercados secundarios. Respecto a la solvencia, se suavizaron las condiciones de los préstamos oficiales a Grecia (y también se amplió a otros países del programa) y se llegó a un acuerdo con el sector privado para una reducción del valor presente neto de sus tenencias de deuda griega en un 21% mediante swaps de deuda y recompras.

Se han realizado ciertamente grandes -y, en algunos casos, imprevistos- avances en la dirección correcta para solucionar la crisis financiera en Europa. Sin embargo, Europa sigue teniendo problemas, y esto se ha reflejado sólo en una reducción moderada en la prima de riesgo en los países periféricos. Aparte de los detalles técnicos de los acuerdos del 21 de julio, destacan cuatro líneas de acción principales. En primer lugar, el EFSF debe ampliarse y financiarse previamente. En segundo lugar, Europa debe trabajar hacia una unión fiscal más integrada, que finalice con la introducción de los Eurobonos, junto con normas fiscales y un estricto control de los presupuestos nacionales. En tercer lugar, las reformas económicas deberán seguir aplicándose. En cuarto lugar, las autoridades de la UE deberían decidir finalmente cómo reducirán la deuda griega a un nivel sostenible y cómo acabarán con las preocupaciones sobre su solvencia.

Hasta que no se adopten estas cuatro medidas, Europa se enfrentará a elevados diferenciales soberanos (no sólo en el caso de los países periféricos europeos) y a una mayor reestructuración de la deuda en el futuro. Mientras, Europa seguirá siendo objeto de "accidentes" debido a la fatiga por las reformas o a la fatiga por los rescates, lo que generaría una reestructuración de la deuda desordenada que podría tener un impacto mundial.

La consolidación fiscal en EE.UU. también acapara la atención política

En EE.UU., la disputa política entre los dos enfoques contrarios (y altamente polarizados) respecto a la reducción del déficit ha añadido mucha confusión, aunque hasta el momento no ha aumentado la presión del mercado sobre los tipos estadounidenses. Esta situación reflejó la creencia de que se alcanzaría una solución para aumentar el techo de la deuda y evitar así el impago. Sin embargo, un acuerdo para aumentar el techo de la deuda sin un plan para una consolidación fiscal a largo plazo no afrontará las preocupaciones de sostenibilidad a largo plazo. Aquí, al igual que en Europa, el riesgo también recae en la tentación de retrasar la solución al problema, es decir, en posponer la solución para después de las elecciones de 2012 y aumentar así las probabilidades de un repunte en los tipos de interés a largo plazo.

La política también tiene la clave en la perspectiva en muchos países en Latinoamérica

En menor grado, en Latinoamérica, muchos países también afrontan la incertidumbre derivada del transcurso futuro de la situación política. En algunos casos, procede de la debilidad percibida por algunos gobiernos al tener que hacer frente a cargos por corrupción o protestas masivas. En otros casos, es el resultado de cambios recientes en los gobiernos o la incertidumbre acerca del resultado de elecciones futuras. Aunque es cierto que el ciclo de elecciones en la región ha tenido menos influencia en el ciclo económico en la última década, es fundamental que este capital no se malgaste por grandes cambios políticos que se desvíen de las reformas económicas continuadas.

Las preocupaciones por el recalentamiento ceden ligeramente en muchas economías emergentes, aunque los riesgos globales y la apreciación de sus divisas pueden hacer que el endurecimiento de política sea más prudente

Las economías emergentes siguen mostrando riesgos de recalentamiento, aunque en general han retrocedido en cierto modo ante las medidas de endurecimiento y dificultades continuadas (en Asia) a causa de los mayores precios de las materias primas y el terremoto en Japón. Es importante destacar que se redujeron los riesgos de un aterrizaje violento en China ya que el crecimiento en el segundo trimestre registró sólo una ligera desaceleración, en línea todavía con un aterrizaje suave. No obstante, la inflación en las economías emergentes es todavía una preocupación, y existe el riesgo de que los responsables políticos se queden "por detrás de la curva", en algunos casos por mantener una actitud prudente acerca del entorno mundial y en otros casos por preocuparse acerca de una excesiva apreciación de la divisa.

2. Economías se estabilizan

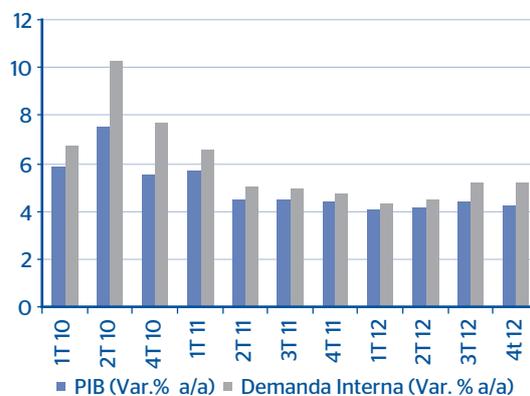
La desaceleración procede al ritmo esperado

El crecimiento del PIB en 2011 se ha ubicado en el rango esperado, de manera que la región crecería en torno a 4,8% en el año, para luego converger a tasas del orden de 4% en 2012 y 2013. Esto representa un ligero aumento de nuestra previsión anterior para el año (4,6%) que se debe principalmente al sorpresivo aumento de la demanda interna en Argentina en la primera mitad del año.

Tal como hemos destacado en los informes anteriores, el gran temor era que una tardanza en el ajuste de la demanda interna se tradujera en presiones inflacionarias y aumentos exagerados de las importaciones, que pusieran en peligro el proceso de convergencia ordenada del crecimiento a sus ritmos de tendencia. La evidencia del primer trimestre y los datos disponibles para el segundo apuntan a aliviar esos temores, con un par de excepciones. En efecto, tal como muestra el gráfico 3, la demanda interna agregada a nivel regional ya ha comenzado a desacelerar de manera importante y nuestra previsión apunta a que a fines de año ya se ubica a un ritmo muy cercano al del crecimiento del PIB de tendencia. De acuerdo a nuestras nuevas proyecciones, este ajuste es especialmente importante en Brasil, donde ella pasa de crecer 10,3% en 2010 a menos de la mitad en 2011 (4,8%), Chile, que desacelera desde 16,4% a 9,1% y Perú donde el 12,8% de aumento de la demanda interna en 2010 pasa a 7,4% en el presente año. El caso más preocupante es Argentina, donde todavía esperamos tasas de expansión de la demanda interna de dos dígitos en los tres primeros trimestres del año. Por otro lado, en Colombia vemos un riesgo en el aumento del consumo, que podría forzar a un ajuste más pronunciado de la política monetaria.

Gráfico 3

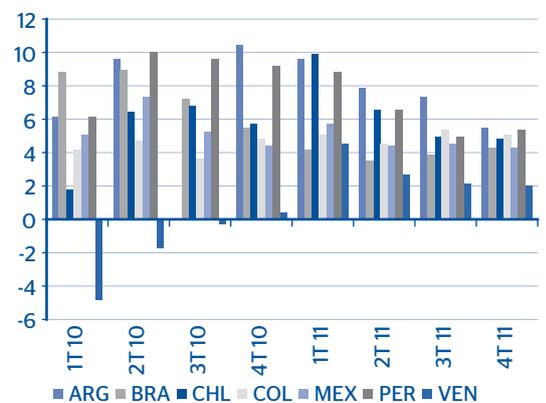
Crecimiento del PIB y demanda interna



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4

Variación % del PIB por países



Fuente: BBVA Research

Los principales factores detrás de esta desaceleración del gasto interno han sido la extinción de efectos transitorios derivados de las postergaciones de gastos durante la crisis, el agotamiento de holguras que dejó la crisis y que se tradujeron en bases de comparación muy reducidas el año pasado, así como el paulatino aumento de los tipos de interés oficiales y las sucesivas medidas de restricción del crédito y, en algunos casos, la moderación del gasto fiscal, que en Brasil y Chile se hizo en forma explícita con anuncios de las autoridades y en Perú se implementó en los hechos.

México se aparta del cuadro general de la región, dado que allí la recuperación ha sido impulsada principalmente por el crecimiento de las exportaciones, y el aumento de la demanda interna ha sido en respuesta a las mejores condiciones del mercado de trabajo y se ha mantenido a un ritmo moderado, consistente con las tendencias de crecimiento de mediano y largo plazo de esa economía.

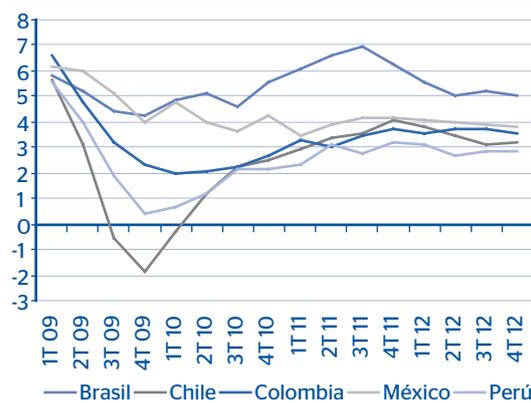
En respuesta a la desaceleración de la demanda interna y también por el efecto combinado de reducción de las holguras de capacidad que dejó la recesión de 2009 y la apreciación real de las monedas, el crecimiento del PIB también ha desacelerado significativamente. En el caso de Chile eso es menos evidente en las cifras interanuales, debido al fuerte efecto de la baja base de comparación derivada del terremoto que afectó a dicho país a comienzos del año pasado.

La inflación converge a las metas

Coincidiendo con nuestro diagnóstico, la inflación se ha estabilizado en la gran mayoría de los países, sin perjuicio que en términos anuales todavía hay casos como el de Brasil en que se observa un aumento debido a las bajas bases de comparación del año pasado en estos meses.

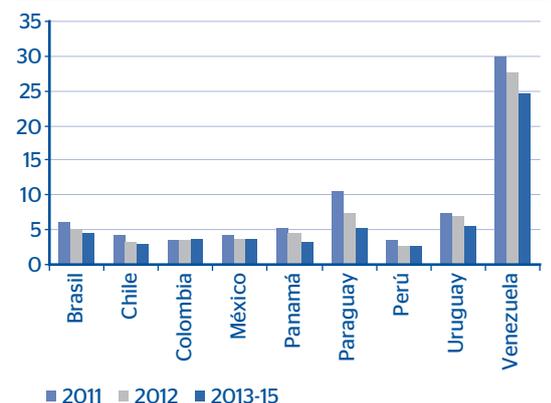
La moderación de la inflación ha sido posible gracias a que una proporción creciente de los excesos de demanda interna se han desviado hacia mayores importaciones, apoyada en el favorable escenario de términos de intercambio. Adicionalmente observamos que las expectativas se han mantenido alineadas con las metas de los bancos centrales, gracias a la credibilidad ganada en años anteriores. La combinación de estos dos factores ha sido fundamental para que el sobrecalentamiento incipiente que advertía el FMI hace pocos meses se vaya eliminando en forma gradual y ordenada, sin que hasta ahora se traduzca en presiones para ajustes abruptos.

Gráfico 5
Inflación efectiva y proyectada



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6
Inflación proyectada por países



Fuente: BBVA Research

Si bien en varios países la inflación se encuentra hoy en el tope de las bandas consistentes con las metas de inflación o incluso sobre ellas, nuestras previsiones apuntan a que ellas deberían comenzar a converger a las metas en los horizontes de tiempo establecidos.

El mayor peligro para que se mantengan los buenos resultados observados hasta ahora en lo que respecta al control de la inflación radica en una caída de los precios de materias primas exportadas por la región que lleve a un debilitamiento de las monedas. Si bien la mayoría de los países podría mantener este riesgo acotado gracias al amplio acceso a financiamiento y la cuantiosa acumulación de activos externos por los bancos centrales y gobiernos, este cambio en el panorama global podría complicar más a aquellos países que no cuentan con esas fortalezas y son muy dependientes de la

mantención de precios de exportaciones a los elevados niveles actuales. En aquellos países como México y, en menor medida Brasil, una caída de precios de materias primas podría tener el efecto contrario ya que su canasta exportadora tiene un mayor componente de manufacturas y el efecto directa de estos precios sobre el valor de la canasta de los consumidores

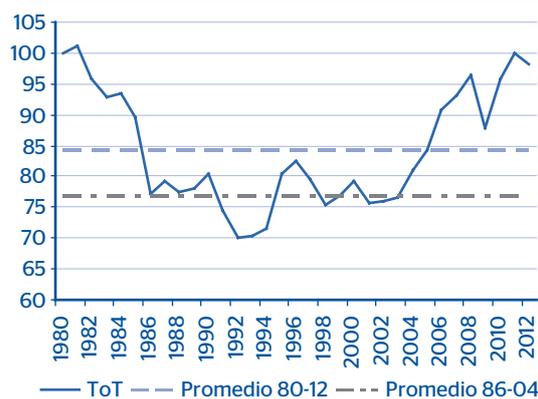
El temor a una apreciación excesiva de las monedas llevó en muchos casos a que los bancos centrales postergaran los retiros de los estímulos monetarios, lo que tuvo un impacto en las expectativas de inflación. Sin embargo, con el paso de los meses la confirmación del compromiso con las metas de inflación, por un lado, y las señales incipientes de moderación de la demanda interna por otro, han sido muy importantes para reencauzar las expectativas de inflación. En la eventualidad que se acentúen los flujos de capitales y resurjan con fuerza las presiones para la apreciación de las monedas, será muy importante la señal que den las autoridades fiscales. En un escenario de ese tipo resulta clave consolidar la moderación de la demanda interna y aliviar la presión sobre los tipos de interés. En este caso parece importante que Colombia limite la expansión programada del gasto público, que Panamá postergue inversiones públicas en infraestructura, que Perú continúe la moderación del gasto público que se ha venido dando hasta el momento y que Chile consolide el control del gasto realizado en la primera mitad del año, adoptando metas más ambiciosas en la reducción del déficit estructural programado para este y los años venideros.

El importante rol de los términos de intercambio

En la sección anterior destacábamos el importante rol que han jugado los términos de intercambio para facilitar un ajuste moderado de los excesos de demanda, al evitar que ellos se traduzcan en mayor inflación. Los términos de intercambio miden el cambio de poder de compra de productos importados de la canasta de exportaciones de cada país, de manera que cuando ellos son elevados, se amplía la capacidad de financiar el desvío al exterior de los excesos de demanda interna.

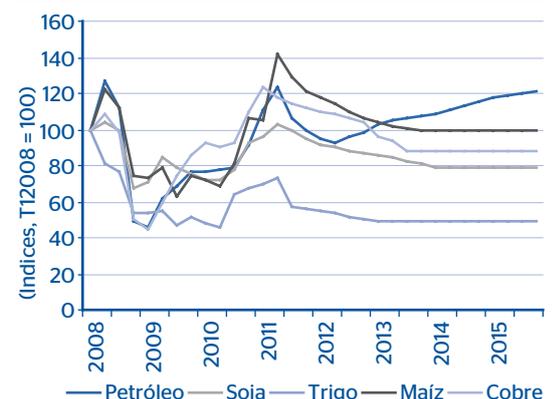
La evolución del índice agregado de términos de intercambio de la región que publica el FMI aparece en el Gráfico 7, que muestra que dicho índice está hoy en los niveles más altos de los últimos 30 años, un 19% por encima del promedio de las tres décadas y un 30% del promedio del período que precedió al actual auge de precios de productos básicos (1986-2004).

Gráfico 7
Términos de intercambio LATAM



Fuente: FMI

Gráfico 8
Previsiones de precios de commodities



Fuente: BBVA Research

Cuando se examina la situación por países individuales, vemos que este promedio es bastante representativo de la realidad general. Ello se puede apreciar en el Cuadro 1 que muestra la desviación porcentual de los términos de intercambio de 8 países de la región, respecto de su promedio 1980-2010. Allí se aprecia que salvo México y Uruguay, todos los restantes tienen ganancias sustanciales en sus términos de intercambio, destacándose Venezuela y Chile. Cabe mencionar que estos índices se han calculado a partir de los índices deflatores de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios de las cuentas nacionales, razón por la cual están influenciados tanto por la evolución de los precios de los productos intercambiados con el exterior como por la de su peso relativo en el comercio exterior. Ello explica, por ejemplo, la caída que se aprecia en México, ya que a pesar del aumento del precio del petróleo, su pérdida de importancia en la canasta exportadora del país se traduce en la caída mencionada.

Tabla 1

Ganancias de términos de intercambios en 2010

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Uruguay	Venezuela
Desviación porcentual respecto del promedio 1980-2010	30%	33%	74%	37%	-3%	15%	-17%	381%

Fuente: BBVA Research

Estos extraordinariamente elevados términos de intercambio tienen un doble efecto positivo sobre los países: por una parte aumentan la disponibilidad de divisas, por otra se traducen en mayores ingresos para el fisco, si los gravámenes sobre las exportaciones (o de las utilidades resultantes de ellas) son más altos que los que recaen sobre las importaciones. En la medida que la mayor disponibilidad de divisas se traduce en una apreciación de las respectivas monedas, esto mejora el poder adquisitivo de las familias y empresas del país, pero al mismo tiempo ayuda a desviar la demanda al exterior, reduciendo el riesgo de presiones inflacionarias. En otros episodios de este tipo en el pasado la posibilidad de sostener déficits comerciales más elevados normalmente se veía muy limitada por la disponibilidad de divisas, lo que no ocurre hoy.

El alto nivel de los términos de intercambio se debe al ciclo de precios de materias primas, que permanecen a niveles muy superiores a sus promedios históricos. En nuestra previsión base se contempla un ajuste a la baja, al menos en el horizonte de un año, pero con los precios permaneciendo sobre dichos promedios, de manera que este factor sigue dando un soporte positivo, aunque algo menor, en los años venideros.

Por cierto, esto que es un elemento de soporte, se convierte en un factor de vulnerabilidad si se produce un ajuste brusco a la baja de estos precios por alguna razón. Este tema lo exploramos en la próxima sección.

3. Pero persisten riesgos importantes

Si bien la economía global parece encaminada a mantener tasas de crecimiento agregadas del orden de 4% anual, que sólo pueden ser consideradas como altas en cualquier comparación histórica, existe un amplio consenso sobre el aumento de la volatilidad y los riesgos asociados tanto a la evolución de los problemas de la deuda soberana en los países desarrollados, como en posibles problemas derivados de la creciente concentración del impulso global en China y unas pocas economías de Asia.

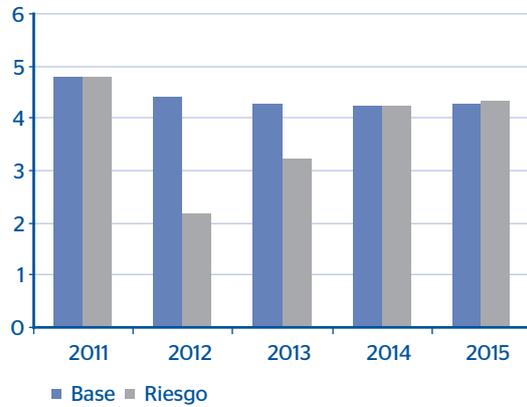
Impactos de una crisis de deuda soberana europea

Uno de los riesgos importantes para nuestro escenario global es que persistan las elevadas primas de riesgo en Europa, debido a la incertidumbre respecto de la capacidad de dicha región para dar una salida creíble a los problemas que enfrenta Grecia y, por lo tanto, poniendo en duda su capacidad para evitar un posible contagio a otros países más grandes. Si bien en las últimas semanas se han hecho avances importantes en este sentido, todavía es temprano para dar un veredicto favorable y definitivo sobre esta materia.

En BBVA Research hemos construido un escenario de riesgo global caracterizado por la mantención de primas de riesgo elevadas en Europa, que desencadenan un episodio de default en Grecia a comienzos de 2012 y una caída masiva del crédito en la UE, que se traduce en una recesión en Europa en ese año. Esta menor actividad, unida a una mayor incertidumbre global (expresada en mayores primas de riesgo) repercute en el crecimiento de países como EE. UU. y China, que ven recortadas en aproximadamente 1 p.p. sus previsiones de crecimiento en 2012 y algo menos en 2013, a medida que retorna la calma a los mercados.

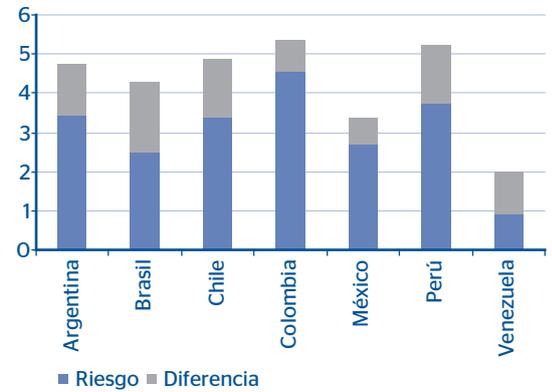
Este escenario golpea a la región de forma directa por su impacto en los volúmenes de exportaciones y por las mayores primas de riesgo, así como por su efecto indirecto derivado de la caída de precios de materias primas respecto del escenario base (15% en el caso de petróleo y metales, 10% en alimentos) y sobre la confianza de consumidores y empresas. El efecto combinado de todos estos factores se traduce en un menor crecimiento del orden de 1,5% en promedio (respecto de la previsión base) en 2012 y 2013, como se refleja en los Gráficos 9 y 10

Gráfico 9
Crecimiento del PIB LATAM, base y riesgo



Fuente: BBVA Research

Gráfico 10
Crecimiento del PIB base y riesgo por países 2012-13



Fuente: BBVA Research

Los mecanismos de transmisión desde la economía global a la región son muy similares a los de la crisis de 2008, con la diferencia que en esta ocasión no ocurre un “sudden stop” de los créditos externos a la región. En el caso de México la mayor parte del menor crecimiento se explica por el impacto del choque global sobre la actividad industrial en Estados Unidos, mientras que en Brasil, Chile, Colombia y Perú el ajuste de la demanda por consumo e inversiones derivado del choque de confianza juega un rol muy importante. En Argentina y Venezuela, dos economías relativamente aisladas de los choques financieros, el impacto por esa vía es menor y juega un rol más importante el efecto de las caídas de precios de productos básicos (granos y petróleo, respectivamente) sobre los balances fiscales y sobre la disponibilidad de divisas.

En LATAM hay riesgo de sobrecalentamiento

Si bien percibimos que los riesgos de sobrecalentamiento han disminuido, al cotejar que la demanda interna se está ajustando al ritmo previsto, todavía se justifica una preocupación por el sobrecalentamiento. Por una parte tenemos el caso de Argentina y Venezuela donde la inflación se ubica en niveles más elevados y el balance entre la expansión de la demanda interna y la capacidad productiva disponible pone fuertes presiones sobre los precios y la balanza comercial. Ello deja a estas economías más vulnerables frente a un choque adverso proveniente del exterior, que posiblemente se manifestaría en un debilitamiento abrupto de sus monedas y mayores alzas de precios. Además en ambos países esperamos que se mantengan políticas fiscales expansivas, al menos hasta el próximo año.

Por otra parte tenemos el caso de Brasil, donde el riesgo mayor son las presiones de costos provenientes del mercado de trabajo. Ellas tienen su origen en el fuerte aumento del empleo, pero también hay preocupación por la entrada en vigencia de una regla de ajuste del salario mínimo que podría ocasionar un incremento ampliamente superior a 10% en 2012, con un efecto de señal para el mercado, por una parte, y con un impacto significativo sobre las finanzas públicas por otra, dado que muchas prestaciones sociales en Brasil se encuentran indexadas al valor de las pensiones. En Perú también hay algún grado de preocupación por las promesas electorales del presidente electo Ollanta Humala, entre las que figuraba un alza del salario mínimo de 25%. Sin embargo dichas promesas han sido matizadas y, en el caso del alza del salario mínimo, las nuevas autoridades ya han anunciado que ella se realizará en forma gradual.

Finalmente tenemos los casos donde las presiones de demanda podrían ser más determinantes: Chile, Colombia, Panamá, Paraguay y Uruguay. En todos ellos si persiste el exceso de demanda, éste se seguirá vaciando en parte al exterior, pero además presionaría a la baja de los tipos de cambio ya que alimentaría expectativas de nuevas alzas de tasas de interés. En la medida que las autoridades dejen apreciar las monedas y no ocurran choques externos adversos que provoquen una caída fuerte de los productos básicos que exportan, la inflación se mantendrá controlada, pero gradualmente se vería perjudicada la competitividad de las economías y aumentarían las presiones para imponer controles de capitales. En Panamá donde no existe el mecanismo de ajuste cambiario, los impactos del fuerte aumento de las inversiones públicas en infraestructura,

que además coincide con las obras de ampliación del Canal, será sobre precios y salarios y terminará lesionando la competitividad de dicha economía.

Cabe mencionar que en todos estos países estamos viendo signos de ralentización de la demanda interna, quizás con la excepción de Colombia, donde el aumento inicial fue mucho menos pronunciado que en el resto. Sin embargo, existe el riesgo de aumentos autónomos de la demanda originados en políticas fiscales expansivas o la materialización de grandes proyectos de inversión, que demoren o detengan dicha moderación.

Ha aumentado la incertidumbre política

Desde el último informe a la fecha hemos tenido varias sorpresas importantes en la esfera política que sin duda van a afectar el desempeño futuro de estas economías.

En orden cronológico habría que mencionar la salida del ministro Palocci del gabinete de Brasil, lo que unido a otros eventos posteriores, muestra la limitada capacidad de negociación de acuerdos entre el Ejecutivo y el Congreso en este país, lo que podría restringir la capacidad de la Presidenta Dilma Rousseff para llevar a cabo una agenda legislativa ambiciosa.

Ciertamente más llamativa, al menos por su impacto en los mercados, fue la sorpresiva victoria de Ollanta Humala en las elecciones presidenciales peruanas. Con todo, las declaraciones del presidente electo y la nominación de las nuevas autoridades económicas y políticas han devuelto la tranquilidad, aunque persisten dudas que sólo se disiparán a partir del desempeño del nuevo gobierno.

En Chile se aprecia también una mayor efervescencia política, con protestas populares masivas, que si bien manifiestan un descontento importante, no tienen una expresión directa en las instituciones políticas. El gobierno se ha visto muy golpeado en las encuestas, pero la oposición no ha capitalizado esa caída y, por el contrario, también sufre una merma en su apoyo. El mayor riesgo de una situación como esta es que abre la posibilidad de que surjan opciones populistas al margen de las coaliciones políticas que han brindado estabilidad política y económica al país por más de 20 años.

Por último, y también muy llamativo, ha sido el sorpresivo problema de salud del Presidente Hugo Chávez en Venezuela, que abre interrogantes difíciles de responder en un país donde la escena política ha sido completamente dominada por la fuerte figura del presidente.

En Argentina y México se avecinan elecciones presidenciales que si bien podrían modificar el mapa de poder político, posiblemente no cambien radicalmente la situación.

4. Tablas

Tabla 2
PIB (% a/a)

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

*Previsiones
Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Inflación (% a/a, promedio)

	2010	2011*	2012*
Brasil	5,9	6,0	5,0
Chile	3,0	4,2	3,2
Colombia	3,2	3,5	3,5
México	4,4	4,1	3,8
Panamá	4,9	5,3	4,4
Paraguay	7,2	10,7	7,5
Perú	2,1	3,4	2,8
Uruguay	6,9	7,5	7,0
Venezuela	27,4	29,9	27,5
América Latina	6,9	7,1	6,8

*Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Tipo de cambio (vs. USD, promedio)

	2010	2011*	2012*
Argentina	4,0	4,3	5,0
Brasil	1,7	1,6	1,7
Chile	475	488	508
Colombia	1926	1830	1825
México	12,10	11,9	12,3
Panamá	0,00	1,0	1,0
Paraguay	4574	4050	4091
Perú	2,81	2,7	2,8
Uruguay	19,89	19,0	20,0

*Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Tipos de interés (% , promedio)

	2010	2011*	2012*
Argentina	11,1	12,5	16,0
Brasil	10,8	12,8	11,8
Chile	3,25	5,75	6,00
Colombia	3,0	5,0	6,0
México	4,5	5,0	5,5
Panamá	2,1	2,7	2,8
Paraguay	0,0	0,0	0,0
Perú	3,0	4,5	5,0
Uruguay	6,5	7,3	7,3
Venezuela	14,5	14,5	14,5

*Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

Cuenta Corriente (% PIB)

	2010	2011*	2012*
Argentina	0,9	0,1	-0,9
Brasil	-2,3	-2,4	-3,0
Chile	1,24	-1,1	-2,0
Colombia**	-3,1	-2,9	-3,7
México	-0,5	-0,8	-1,1
Panamá	-11,0	-11,5	-10,8
Paraguay	-3,3	-3,9	-3,1
Perú	-1,5	-2,6	-2,5
Uruguay	-0,4	-0,7	-0,7
Venezuela	6,1	11,3	7,2
América Latina	-0,8	-0,8	-1,6

*Previsiones

Fuente: BBVA Research.

Tabla 7

Saldo Fiscal (% PIB)

	2010	2011*	2012*
Argentina	0,2	-1,2	-1,6
Brasil	-2,5	-2,6	-2,8
Chile	-0,34	0,7	0,6
Colombia**	-3,8	-4,1	-3,7
México	-0,8	-0,8	-2,7
Panamá	-1,9	-1,5	-0,8
Paraguay	1,4	0,8	0,7
Perú	-0,3	-0,3	-0,7
Uruguay	-1,1	-1,6	-1,3
Venezuela	-3,1	-4,3	-6,1
América Latina	-1,7	-1,8	-2,6

*Previsiones

Fuente: BBVA Research.

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Coordinación Latam:*Economista Jefe para Coordinación Latam***Joaquín Vial**
+56 2 351 1200
jvial@bbvaprovida.cl**Cristián Ashwell**
+56 2 939 1052
cashwell@grupobbva.cl**BBVA Research***Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

Daxue Wang
daxue.wang@bbva.com.hk

India

Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

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

México

Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.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@bbva.com