

Situación Latinoamérica

Cuarto trimestre 2011
Análisis Económico

- **La economía mundial continuará creciendo a dos velocidades.** El dinamismo se concentra en Emergentes, mientras Europa se debate en medio de fuertes tensiones.
- **América Latina crecerá 4,4% en 2011 y algo menos (3,7% en 2012),** impulsada por una demanda interna que comienza a desacelerar.
- **Autoridades monetarias detienen antes de lo esperado el retiro de los estímulos monetarios,** debido a un entorno global más riesgoso y el peligro de recesión en países avanzados.
- **Posible sobrecalentamiento deja a las economías más vulnerables a un choque externo adverso,** dado que la creciente brecha entre la demanda interna y el PIB los deja más dependientes de la mantención de elevados términos de intercambio.
- **La inflación ha sorprendido al alza en meses recientes, lo que** podría generar un dilema para los bancos centrales si se mantiene la tendencia en los próximos meses.

Índice

1. Desaceleración mundial y riesgos muy sesgados a la baja.....	3
2. Cambio en ambiente global apura desaceleración en América Latina.....	5
3. La región desacelera convergiendo al crecimiento potencial	7
4. Si las cosas se ponen mal, la mayoría de los países resiste.....	9
5. Tablas	11

Fecha de cierre: 16 de noviembre de 2011

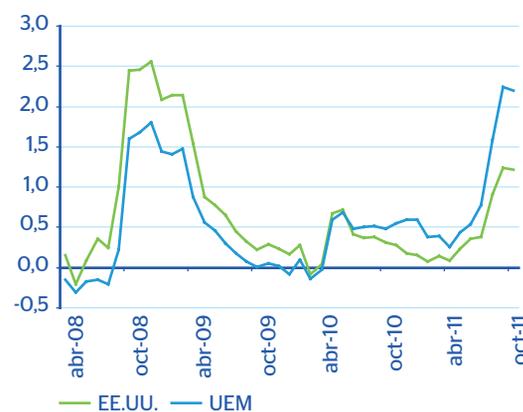
1. Desaceleración mundial y riesgos muy sesgados a la baja

La economía mundial se desacelera y las perspectivas dependen en gran medida de que se resuelva la crisis de la deuda europea

Las perspectivas de la economía mundial han empeorado en los últimos meses, principalmente a causa de cuatro factores. En primer lugar, el crecimiento económico ha sido menor de lo esperado, principalmente, pero no solo en las economías desarrolladas. Pese a que el crecimiento estadounidense aumentó en el tercer trimestre, la actividad económica en Europa, que había aguantado muy bien en los tres primeros meses de año, sigue ahora un claro ritmo de desaceleración. En segundo lugar, la crisis de deuda soberana en Europa se ha intensificado y se ha vuelto más sistémica. Aunque las decisiones adoptadas a partir de la cumbre de octubre van en la buena dirección, todavía quedan elementos clave sin resolver, particularmente en lo concerniente a la potencia real de los mecanismos para garantizar la liquidez soberana (un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, o FEEF, apalancado), la reestructuración de la deuda griega en manos de inversores privados, y una clara «hoja de ruta» para mejorar la gobernanza europea y avanzar hacia la unión fiscal. En tercer lugar, se ha intensificado la retroalimentación entre los temores soberanos y la salud del sistema financiero europeo, y en Europa las tensiones alcanzan niveles en muchos aspectos superiores a los alcanzados tras la caída de Lehman Brothers en octubre de 2008 (Gráfico 1), lo que aumenta el riesgo de un impacto negativo en la actividad económica y alimenta aún más el círculo vicioso real-financiero. Por último, el aumento mundial de la aversión al riesgo ha disparado la volatilidad en los mercados financieros, contagiando a la mayoría de activos de riesgo e incluso a las economías emergentes por primera vez desde 2009.

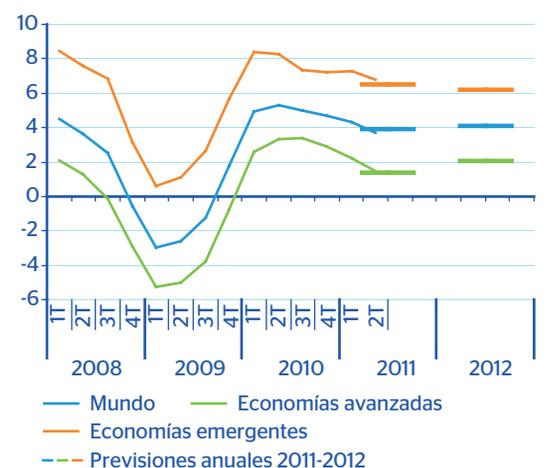
En este contexto, rebajamos nuestras previsiones de crecimiento mundial para 2011 y 2012 en 0,3 pp con respecto a nuestro último Situación Global, principalmente por el recorte de las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas (EE. UU. y Europa, compensadas en parte por Japón), aunque el crecimiento de los mercados emergentes también será algo menor de lo anticipado. Por tanto, la economía mundial crecerá un 3,9% en 2011 y un 4,1% en 2012, apoyada por un crecimiento sólido en los países emergentes frente a un crecimiento discreto en las economías avanzadas (Gráfico 2).

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento del PIB (% interanual)



Fuente: BBVA Research y FMI

Estas tasas de crecimiento siguen siendo robustas, pero los riesgos están fuertemente sesgados a la baja y a corto plazo dependerán de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa. En particular, se hace necesaria una rápida reducción del estrés financiero en Europa para suavizar el impacto negativo en el crecimiento europeo y el contagio a otras regiones.

Las cumbres europeas de octubre han avanzado en la buena dirección, pero aún quedan elementos clave sin resolver

En nuestra opinión, las cumbres europeas de octubre debían resolver cinco puntos clave: (i) atajar definitivamente la sostenibilidad de la deuda griega; (ii) crear cortafuegos para la deuda soberana en la UEM; (iii) presionar para que se lleven a cabo más reformas en los países periféricos; (iv) fortalecer el sector bancario; y (v) mejorar la gobernanza de la zona euro. Aunque algunos de los detalles más técnicos siguen en el aire, a partir de las últimas cumbres se han adoptado medidas importantes en la buena dirección, aunque no se resolviesen definitivamente la mayoría de los puntos clave. En primer lugar, se le ha pedido a los tenedores privados de bonos griegos que acepten una quita voluntaria del 50% (mucho más de lo acordado en julio) aunque aún hay dudas sobre la participación en esta operación, e incluso si la participación fuese total, sobre la solvencia de Grecia, muy condicionada a las reformas que debe adoptar el país. En segundo lugar, el FEEF se apalancará como mecanismo asegurador y será complementado por inversores externos (que posiblemente incluyan al FMI, si bien la cumbre del G20 no fue concluyente a este respecto), aunque no es probable que los detalles del funcionamiento del FEEF se finalicen antes de diciembre. Por lo tanto, tendrán que pasar muchas semanas para que podamos determinar su efectividad de cara a los inversores privados, por lo que el BCE tendrá que seguir actuando como «comprador de última instancia» de deuda soberana, pese a las reticencias de los países de Europa central. En tercer lugar, se agradece la mayor presencia de reformas económicas en la agenda de algunos países (sobre todo, de Italia, donde serán supervisadas por el FMI), así como el hecho de que la ayuda del FEEF responderá a la solicitud de los países y será condicional, lo que aumenta las probabilidades de implementación de las reformas económicas. Al mismo tiempo, la recapitalización del sector bancario se está llevando a cabo de forma ineficiente, compensando las moderadas pruebas de resistencia de los balances bancarios, que aplican precios de mercado para las carteras soberanas pero no para los denominados «activos tóxicos», con un aumento sustancial de los requisitos de capital (9% de capital core Tier1). Esto podría provocar un brusco desapalancamiento de los bancos europeos que afectaría negativamente al crédito sin sanear los balances de los bancos de la zona euro. Además, aún no se ha establecido un mecanismo para la provisión de liquidez a largo plazo, pese a que resulta extremadamente importante para que los bancos se puedan financiar. Por último, se ha avanzado en la gobernanza europea pero no existe una hoja de ruta clara hacia la unión fiscal o la emisión de eurobonos, que en nuestra opinión constituye un elemento clave para la credibilidad a largo plazo de la UEM.

Como hemos mencionado en otras ocasiones, las soluciones parciales simplemente ayudarán a prevenir una escalada de las tensiones financieras, pero estas seguirán elevadas, lo que aumenta los riesgos bajistas para la actividad económica en la zona del euro. Los acuerdos siguen sin aclarar si existe la estructura necesaria para prevenir contagios y un posible acontecimiento sistémico derivado de la reestructuración de la deuda griega: un FEEF suficiente que cuente con el BCE como comprador de último recurso y bancos saneados y recapitalizados con acceso a financiación. Sin estas medidas, los mercados seguirán contando con una mayor fatiga ante las reformas en Grecia y ante nuevos rescates en los países centrales de Europa, lo que aumenta la probabilidad de un escenario de riesgo con contracción del crédito y recesión en Europa que tendría consecuencias en todo el mundo¹.

Pese a un mayor crecimiento en el tercer trimestre, continúan la debilidad de EE. UU. y el bloqueo político

El aspecto positivo es que parece que el crecimiento estadounidense se ha acelerado en el tercer trimestre, al menos según las estimaciones preliminares. Aunque este dato no debería llevar a la euforia (el crecimiento en los dos primeros trimestres fue muy bajo y la brecha de producción sigue siendo muy grande) parece haber aplacado el nerviosismo del mercado sobre la posibilidad de una nueva recesión. No obstante, se mantiene la debilidad de la economía estadounidense ya que el nivel de confianza de consumidores y empresas sigue bajo y el mercado inmobiliario podría sufrir más ajustes, lo que se traduce en una menor resistencia ante un posible shock procedente de Europa. Además, el bloqueo político podría impedir que se alcance un «gran acuerdo» para (i) prevenir una contracción fiscal no deseada a corto plazo y (ii) promover reformas para una consolidación fiscal creíble a largo plazo.

¹: Véase el Recuadro 1, «Los canales de contagio mundial en caso de un impago desordenado en Europa», del Situación Global del 3T 2011 para un resumen de los canales de contagio y el impacto mundial de un impago desordenado en Europa.

Las economías emergentes continúan hacia un aterrizaje suave

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza, apoyadas por la resistencia de la demanda interna. Los precios de las materias primas en Latinoamérica y el crecimiento de las exportaciones asiáticas siguen altos, pese a las fuertes correcciones, lo que también apoya las sólidas perspectivas de crecimiento, encaminado hacia un aterrizaje suave que sería bien recibido en algunos países. Para ambas regiones, las turbulencias en Europa y EE.UU. se traducen en mayores dificultades en los mercados financieros, reflejadas en el aumento de la volatilidad del mercado, la depreciación de los tipos de cambio y una reducción de las entradas de flujos de capital. Sin embargo, muchos países aún cuentan con un considerable colchón (finanzas públicas más sólidas y mejor gestión macroeconómica que en el pasado) y se encuentran en una buena situación para introducir políticas de estímulo que contrarresten una demanda externa debilitada. En general, un entorno exterior más negativo ha cambiado el foco en los países emergentes del sobrecalentamiento a los riesgos bajistas y, cada vez más, a la posible necesidad de políticas de apoyo.

2. Cambio en ambiente global apura desaceleración en América Latina

Fuertes caídas en precios de materias primas, acciones y monedas

La paciencia de los mercados con la evolución de los eventos en Europa parece haberse acabado con el verano del Hemisferio Norte. Junto con el fuerte aumento de las primas de riesgo, hemos visto caídas significativas de precios de materias primas, en los índices de precios de acciones en bolsas y, con ella un debilitamiento de la gran mayoría de las monedas de América Latina. La mayoría de los bancos centrales de la región intervinieron para moderar (o incluso eliminar) la depreciación de las monedas. Todo ello ha llevado a un recorte de las previsiones de crecimiento para el próximo año. Con respecto al informe anterior, la previsión de crecimiento económico regional para 2012 se ha reducido de 4,2 a 3,7%, mientras el presente año cerraría en 4,4%.

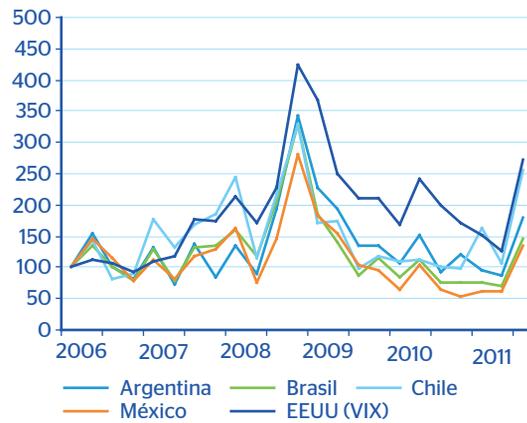
¿Cuán fuertes pueden ser las secuelas de estos episodios de volatilidad?

A partir de septiembre hemos visto alta volatilidad en las bolsas y monedas, tanto a nivel global como de la región. En algunos casos ésta alcanzó magnitudes cercanas a las del tercer trimestre de 2008. Cabe preguntarse si ello dejará secuelas sobre el crecimiento, incluso si se resuelve favorablemente la incertidumbre global. Raunig y Scharler (2011) muestran para EEUU que el aumento de la volatilidad del mercado accionario afecta negativamente al crecimiento de la inversión y el consumo de durables. Un análisis similar ha sido aplicado para Chile y Perú por Carriere-Swallow y Medel (2011) quienes concluyen que el exceso de incertidumbre global, que corresponde a un salto en los niveles de volatilidad como los observados a durante el 2008, se materializa en una reducción de 4% de estos componentes de la demanda agregada².

Lo anterior sugiere que cabría esperar una desaceleración más aguda en la demanda interna que la que preveíamos en meses anteriores, aliviando así potenciales presiones inflacionarias. Por otra parte, si las cosas no empeoran significativamente en los próximos meses, la magnitud del choque externo sería mucho menor que el vivido en 2008, por lo que es importante mantener una actitud vigilante en caso de que la desaceleración endógena del gasto no sea suficiente. Un factor que ayudaría a amortiguar un empeoramiento de la economía global es la experiencia ganada tanto por las autoridades como por el sector privado en la crisis de 2008. Ella ayudará a limitar el temor y la desconfianza de consumidores e inversionistas, por una parte, además de facilitar una reacción más oportuna y eficaz de las autoridades.

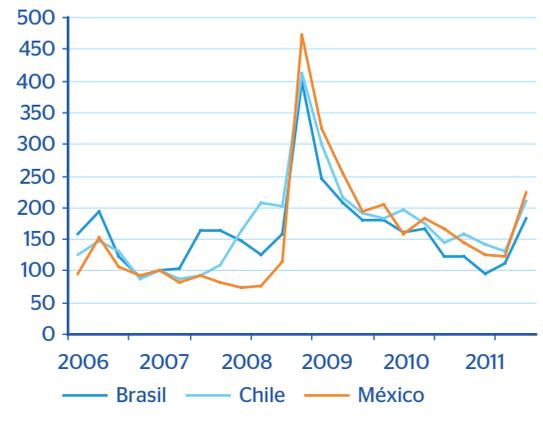
2: B. Raunig y J. Scharler (2011) "Stock Market Volatility, Consumption and Investment: An Evaluation of the Uncertainty Hypothesis Using Post-War U.S. Data", Documento de Trabajo #168, Oesterreichisch Nationalbank. Y. Carriere-Swallow y C. Medel (2011) "Incertidumbre Global sobre el Pacífico Sur" Mimeo, Banco Central de Chile.

Gráfico 3
Volatilidad realizada de índices bursátiles (2006=100)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4
Volatilidad implícita de monedas a un mes (2006=100)



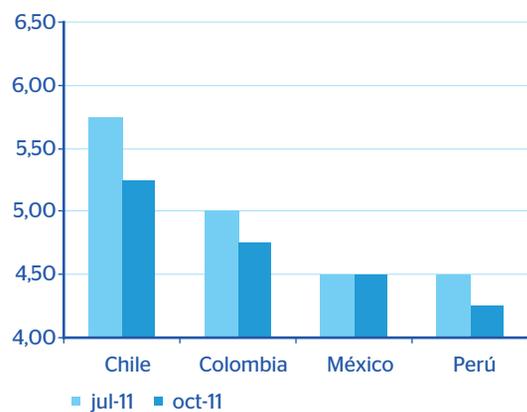
Fuente: BBVA Research

Se detienen las alzas de tipos de interés

Los bancos centrales de los países que siguen metas de inflación han hecho una pausa en las alzas de tipos de interés de referencia en respuesta al aumento de la aversión al riesgo global, algo que parece muy sensato a la luz de lo que comentábamos en el acápite anterior, especialmente porque la demanda interna ya ha dado algunas señales de desaceleración, especialmente en Brasil y, en menor medida, Chile y Perú. Brasil ha ido más lejos, bajando la tasa SELIC, a pesar de que la tasa de inflación se ubica en 7% anual, muy por encima de su meta oficial, justificando esto en la evidencia creciente de desaceleración de dicha economía.

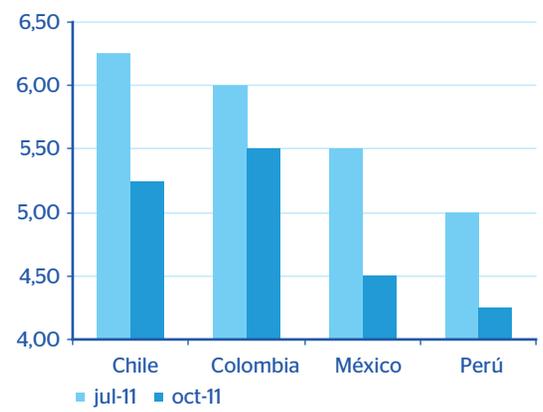
Si bien inicialmente estos eventos generaron expectativas de bajas de tipos oficiales en otros países, ello no ha ocurrido, en parte porque los últimos datos de inflación han tendido a ser algo mayores a los esperados. El tono de los comunicados es ahora más cauteloso y sugiere mantención de los tipos a los niveles actuales por más tiempo, al menos en los casos de Chile, México y Perú. Con todo, las nuevas previsiones reflejan el retiro gradual del estímulo monetario. Colombia va todavía en la dirección opuesta, en parte porque subió menos las tasas de interés en los meses anteriores y también porque allí los síntomas de desaceleración de la demanda interna aún no se manifiestan. En este contexto, creemos que el Banco de la República subirá su tasa de referencia en los próximos meses.

Gráfico 5
Tipo de interés esperado (fin de 2011)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6
Tipo de interés esperado (fin de 2012)



Fuente: BBVA Research

La detención de las alzas de tipos de interés de referencia, en un contexto de mayor aversión al riesgo global, caída de precios de algunos productos de exportación muy importantes, posiblemente ha exacerbado el ajuste cambiario, sin perjuicio de que éste ha sido mucho más modesto que en 2008. De cara al futuro esto puede presentar una complicación para las autoridades si la transmisión de estas depreciaciones a los precios internos es mayor que la normal, debido al impulso que todavía mantiene la demanda interna.

El dilema de política se agudiza donde los tipos de cambios son "rígidos". En este caso, la mayor incertidumbre genera presiones que obligan a la autoridad monetaria a realizar intervenciones con la consecuente pérdida de reservas y potenciales caídas de liquidez. Argentina ha sido afectada por este tipo de reacción, lo que llevó al BCRA a vender USD 1500 millones en octubre y, luego a imponer algunas restricciones cambiarias. Con ello han logrado bajar la venta de dólares al público, pero el crecimiento de los depósitos bancarios se ha tornado mucho más lento, lo que está repercutiendo en la disponibilidad y costos del crédito. Creemos que la situación está lejos de tornarse crítica y una depreciación moderada del peso bastaría para resolver los problemas, pero para ello es clave que las autoridades tomen medidas que permitan restaurar la confianza. De lo contrario el problema podría agravarse.

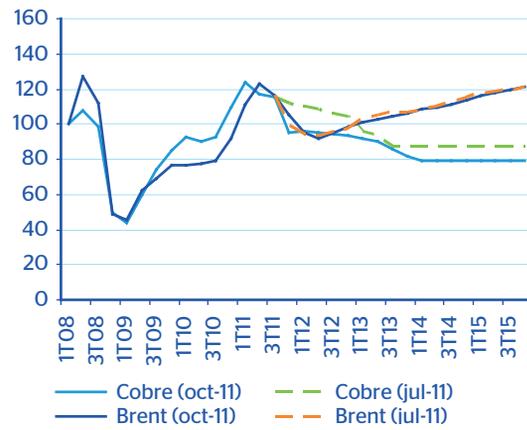
3. La región desacelera convergiendo al crecimiento potencial

Desaceleración se consolida por ajuste de demanda interna

A pesar de las turbulencias recientes, esperamos un crecimiento para la región de 4,4% en 2011 gracias a que las cifras para la primera parte del año han sido algo mejores a lo previsto compensando la desaceleración más acentuada en el último trimestre. Para 2012 nuestra previsión de crecimiento ha sido rebajada a 3,7%, con ajustes mayores en Argentina, Panamá y Paraguay. En los primeros casos, parte de estos ajustes se deben a una mayor base de comparación en 2011. Adicionalmente, en Argentina se espera un menor dinamismo debido al ajuste en el crédito bancario al desaparecer las holguras de liquidez del sistema bancario en dicho país. La previsión de crecimiento de Paraguay fue rebajada a causa del cierre de mercados externos después del brote de fiebre aftosa, así como por la expectativa de una menor cosecha de soja que en 2011 por condiciones climáticas. Finalmente para México, Perú y Uruguay hemos rebajado aproximadamente medio punto porcentual sus previsiones de crecimiento en respuesta al menor crecimiento global, especialmente en países desarrollados.

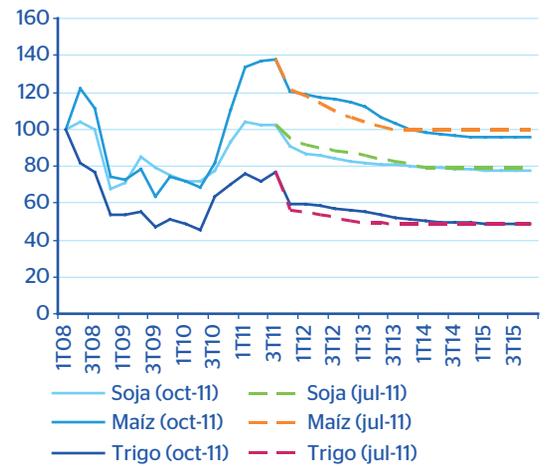
Adicionalmente, nuestro actual escenario base revisa a la baja las previsiones en los precios de materias primas, destacándose un ajuste significativo al precio del cobre. Tal como discutimos en el informe anterior, los elevados precios de materias primas han entregado ganancias importantes por términos de intercambio a los países de la región que han permitido mostrar mejoras en las cuentas corrientes y los balances fiscales, a pesar de la brecha creciente entre la demanda interna y el PIB (medidos a precios constantes).

Gráfico 7
Previsiones de precios
de cobre y petróleo (2008=100)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 8
Previsiones de precios
de soja, maíz y trigo (2008=100)



Fuente: BBVA Research

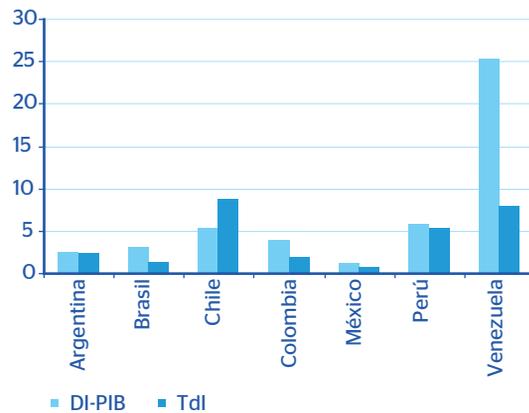
Cuidado, la inflación no ha muerto

Si bien en el escenario base se espera una desaceleración, ella debe ser acompañada por el ajuste de la demanda interna. En caso de que dicho ajuste sea menor o tardío se generarán presiones sobre importaciones y precios. De hecho hay varios países con tasas de inflación por encima de las metas oficiales (Brasil, Uruguay, Perú) o significativamente por arriba de niveles históricos (Panamá), donde en circunstancias normales los bancos centrales, e incluso los gobiernos, estarían aplicando los frenos para quitar impulso a la demanda interna. La mayor incertidumbre global debería causar un ajuste endógeno del gasto privado, pero hasta el momento hay poca evidencia de ello (salvo en Brasil) por lo que todavía hay un riesgo de inflación, que en parte podría ser inducido por depreciaciones asociadas a caídas en términos de intercambio.

Las últimas cifras de inflación en Chile, Colombia, México y Perú sorprendieron al alza. En algunos casos argumentos estacionales permiten explicar parte estas variaciones, pero cabe la pregunta si estas coincidencias están dando cuenta de una tendencia más general. Un indicador útil para analizar en este contexto es la brecha entre la demanda interna y el PIB, medida a precios constantes.

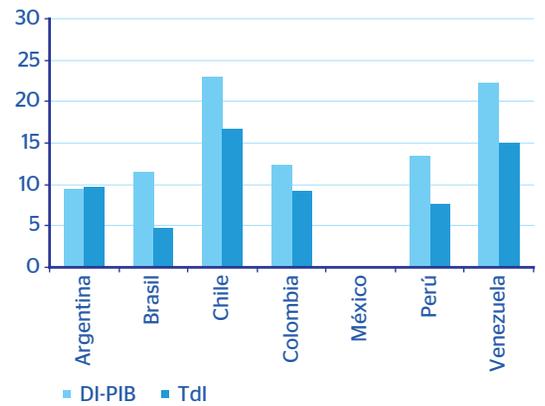
Para este cálculo hemos tomado como referencia el año 2005, cuando los niveles del PIB eran muy cercanos a los potenciales en la mayoría de los países de la región. Cuando comparamos las brechas entre demanda interna y PIB en 2007 y 2011, vemos que todos los países, salvo México, han incrementado sus brechas demanda interna y PIB. Si bien gran parte de este aumento ha sido financiado por las mejoras en términos de intercambio en 2011 hay una porción en exceso en todos los países, salvo México. Esta situación persiste en nuestra previsión para 2012.

Gráfico 9
Brecha Demanda Interna a PIB y
Términos de Intercambio (% PIB) en 2007



Fuente: BBVA Research

Gráfico 10
Brecha Demanda Interna a PIB y
Términos de Intercambio (% PIB) en 2011



Fuente: BBVA Research

Este análisis muestra dos cosas importantes. Por una parte, los excesos de demanda interna respecto de PIB son ahora mayores que en 2008. Por otra, que una caída en precios de exportaciones dejaría muy vulnerables a todos aquellos países en que la demanda interna no se ajuste endógenamente a dicha caída. En 2008-09 hubo una sobre-reacción del sector privado y las caídas en el consumo y la inversión eliminaron los excesos de demanda y las autoridades intervinieron para revitalizar esta última. En cambio, en la actual coyuntura de alza de la aversión al riesgo a nivel global, ello no ha ocurrido. En este contexto, caídas adicionales en los términos de intercambio irían acompañadas por un deterioro de la cuenta corriente y presiones sobre las monedas.

En un ambiente de considerable incertidumbre parece altamente aconsejable que estos países enfoquen sus esfuerzos en reducir su exposición a los términos de intercambio, por la vía de reducir los excesos de demanda interna.

4. Si las cosas se ponen mal, la mayoría de los países resiste

En caso que la situación europea no se resuelva pronto y las elevadas primas de riesgo terminen empujando a Europa y, eventualmente, al propio Estados Unidos a una recesión, esto tendría efectos importantes en países emergentes. Por una parte, estimamos que el financiamiento externo se haría más escaso y más caro, lo que podría retardar el regreso de Argentina a los mercados financieros internacionales, así como complicar la estrategia de financiamiento de PDVSA y de la cuenta corriente de Venezuela. Sin embargo, no creemos que esto lleve a un cierre de las líneas de crédito ni a un colapso generalizado del financiamiento, por lo que sus efectos en el resto de la región sería acotado.

Un segundo canal de transmisión es el comercio exterior y este opera por varias vías. En el caso de países muy integrados a las cadenas productivas de grandes socios como México con Estados Unidos o, en menor medida, Argentina y Paraguay con Brasil, las caídas de los volúmenes exportados repercutirán directamente sobre la actividad industrial y el empleo. En cambio, en la mayoría de los países de América del Sur el mayor impacto provendrá de la caída de los precios de las materias primas que se exportan, con un efecto directo sobre la balanza en cuenta corriente y sobre los resultados fiscales.

Por último tenemos el caso especial de Panamá, donde el volumen de tráfico por el Canal de Panamá tiene un impacto directo y muy elevado sobre la cuenta corriente y el balance fiscal. Este último país además parte de una situación inicial de alta inflación y elevado déficit en cuenta corriente, situación que implica una vulnerabilidad alta a un deterioro del entorno global como el descrito.

Relativo al 2007 observamos que la mayoría de los países de región se encuentra en una mejor posición tanto en lo que respecta a las cuentas externas como al gasto fiscal. Adicionalmente, las autoridades han acumulado activos, tanto en moneda local como externa, y además han aprendido de la experiencia de la crisis pasada que les debería ayudar a seleccionar instrumentos más eficaces y a reaccionar más rápido. En efecto, en términos de reservas la mayoría de los países tiene mayor capacidad de financiar sus importaciones con excepción de Argentina en el cual existe una reducción en este indicador. Por otra parte, la deuda pública bruta prevista para el 2011 es inferior a la observada el 2007, con excepción de Chile donde la deuda pública es todavía inferior al 10% del PIB. Con todo, algunos países tienen niveles de deuda pública que reducen el espacio para maniobrar una nueva crisis marcada justamente por la aversión a aumentar la exposición a riesgo soberano.

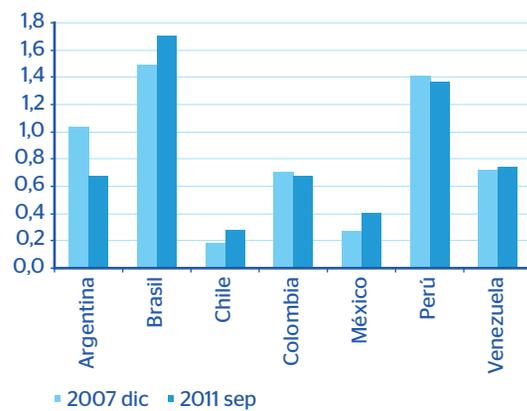
También respecto a 2008, ahora el sector privado está más líquido y capitalizado en casi todos estos países y con menores descalces de monedas en sus balances. Es más, creemos que los episodios de tensión cambiaria de octubre y noviembre deben haber terminado de convencer a los más reticentes sobre la conveniencia de cerrar posiciones abiertas en moneda extranjera.

Por último, creemos también que con la experiencia de 2008-09, el sector privado no va a experimentar el mismo grado de temor que en esa ocasión, en la eventualidad de un deterioro fuerte de la situación de Europa, por lo que la contracción de la demanda interna sería mucho más limitada.

Todo esto se traduce en que los ajustes serían menores que en 2008 y la región como un todo seguiría creciendo, aunque a tasas más bajas (entre 1 y 2 pp menos que en nuestra previsión). Sólo aquellos países que están más vulnerables por una combinación de alta dependencia del comercio exterior y acceso restringido al financiamiento externo, y que parten con elevados desequilibrios iniciales, esto se podría convertir en una recesión.

Gráfico 11

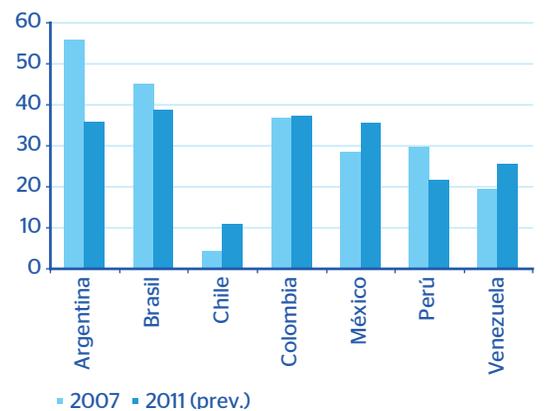
Reservas Internacionales sobre Importaciones



Fuente: Haver

Gráfico 12

Deuda Fiscal Bruta (% PIB)



Fuente: BBVA Research

5. Tablas

Tabla 1
PIB (% a/a)

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

*Previsiones
 Fuente: BBVA Research

Tabla 2
Inflación (% a/a, promedio)

	2010	2011*	2012*
Brasil	5,0	6,6	5,6
Chile	1,4	3,2	2,9
Colombia	2,3	3,4	3,3
México	4,2	3,4	3,5
Panamá	3,5	5,6	5,0
Paraguay	4,6	9,3	10,7
Perú	1,5	3,3	3,1
Uruguay	6,7	7,8	5,9
Venezuela	29,1	27,5	26,5
América Latina	6,4	6,8	6,5

*Previsiones
 Fuente: BBVA Research

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

	2010	2011*	2012*
Argentina	3,9	4,1	4,8
Brasil	1,8	1,7	1,7
Chile	510,2	482,2	504,3
Colombia	1.899,0	1.834,1	1.790,8
México	12,6	12,0	12,3
Panamá	1,0	1,0	1,0
Paraguay	4.739,5	4.149,1	4.071,9
Perú	2,8	2,8	2,7
Uruguay	20,0	19,0	19,5

*Previsiones
 Fuente: BBVA Research

Tabla 4
Tipos de interés (% promedio)

	2010	2011*	2012*
Argentina	10,1	12,7	16,9
Brasil	10,0	11,7	10,5
Chile	1,5	4,8	5,3
Colombia	3,1	4,1	5,3
México	4,5	4,5	4,5
Panamá	2,7	2,2	2,8
Paraguay	0,0	0,0	0,0
Perú	2,1	4,0	4,3
Uruguay	6,3	7,6	8,0
Venezuela	14,5	14,5	14,5

*Previsiones
 Fuente: BBVA Research

 Tabla 5
Cuenta Corriente (% PIB)

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

*Previsiones
 Fuente: BBVA Research.

 Tabla 6
Saldo Fiscal (% PIB)

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

*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@bbva.com

Rodrigo Alfaro
 + 56 2 939 1198
 ralfaro@bbva.com

Cristián Ashwell
 + 56 2 939 1052
 cashwell@bbva.com

BBVA Research
Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

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

Análisis Transversal Economías Emergentes

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

Asia

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

India

Sumedh Deorukhkar
 deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

Joaquín Vial
 jvial@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
 gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente
 apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
 juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
 hperea@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@bbva.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.com

Tipos 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