

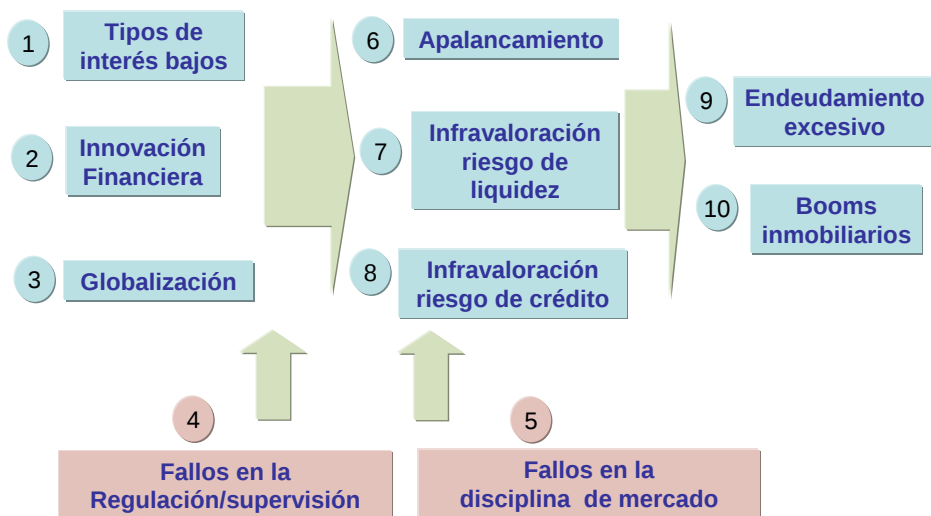
AMÉRICA LATINA Y EUROPA FRENTE A LA CRISIS

José Luis Escrivá
Economista Jefe Grupo BBVA

- ❑ La extensión de la crisis financiera ha sido generalizada y su impacto en actividad ha provocado una recesión en prácticamente todas las economías. Sin embargo, los efectos sobre el mundo emergente, incluyendo América Latina, están siendo más acotados.
- ❑ La reacción de las políticas, en términos globales ha sido proporcional a la magnitud de la crisis, pero Europa ha actuado de manera más lenta, descoordinada y con menor intensidad. En América Latina, a diferencia de crisis anteriores, ha habido margen de acción y ha sido ampliamente utilizado.
- ❑ Las señales de estabilización de la actividad que empiezan a vislumbrarse no obstante la recesión será larga y las salidas serán lentas y heterogéneas. En Europa la recuperación será especialmente lenta, América Latina mostrará mayor dinamismo.

1. Desarrollo de la crisis financiera: el contagio se produce de forma retardada en América Latina, igual que en el resto de emergentes.
2. Acciones para la estabilización: Europa adolece de falta descoordinación y contundencia, mientras América Latina aprovecha ampliamente el margen.
3. Dinámicas de salida vendrá marcadas por la diferenciación entre regiones, especialmente lenta en Europa y con mayores garantías en América Latina.

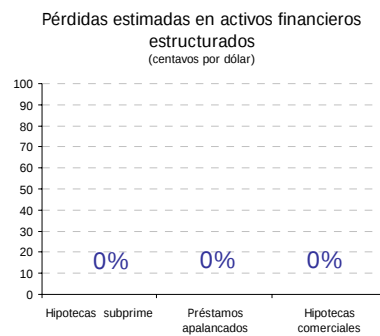
La crisis se gesta como resultado de una compleja combinación de factores financieros



La crisis se desencadena cuando se reconoce la infraestimación del riesgo a partir del verano de 2007

Dudas sobre los
activos de riesgo
infravalorados

Antes de la crisis (julio 2007)

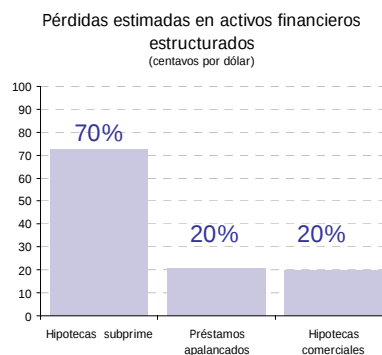


5

La crisis se desencadena cuando se reconoce la infraestimación del riesgo a partir del verano de 2007

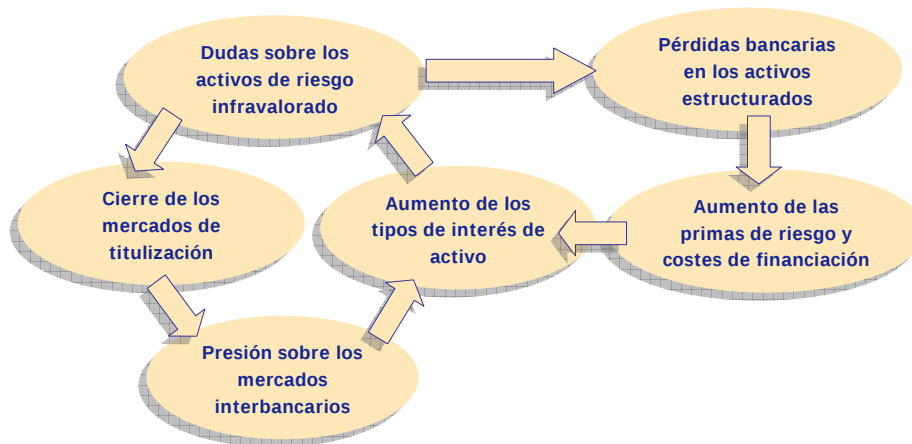
Dudas sobre los
activos de riesgo
infravalorados

Después de la crisis (ahora)

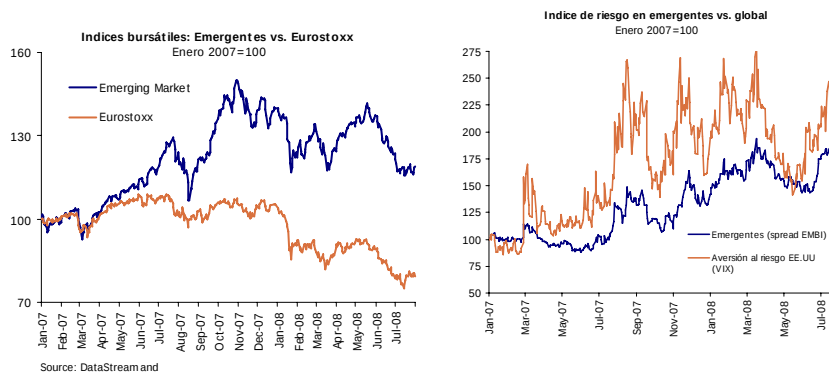


6

Lo que pone en marcha un círculo vicioso entre pérdidas bancarias y restricción financiera en el mundo desarrollado.



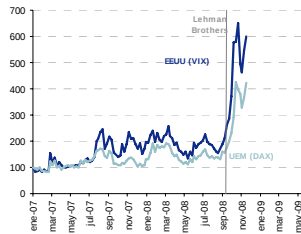
Mientras en el mundo desarrollado esto se traduce en un ajuste en los mercados financieros, los mercados emergentes se muestran resistentes en esta primera fase de la crisis.



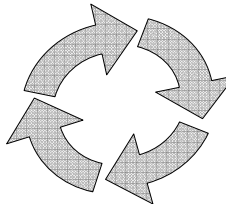
La quiebra de Lehman Brothers agrava este círculo en el mundo desarrollado

1) Aversión extrema al riesgo

Indices de aversión al riesgo



La quiebra de Lehman empeoró el círculo vicioso entre variables financieras y reales



Recesión global

2) Tensiones de liquidez extremas

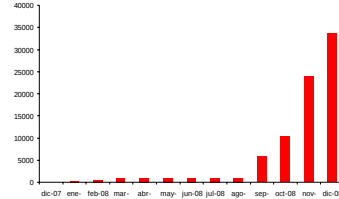
Indicador de tensiones de liquidez interbancaria 3

meses: Diferencial (LIBOR3M - Expectativas Política Monetaria3M)



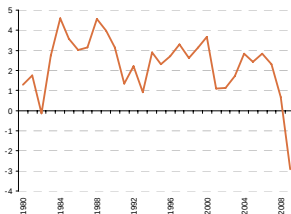
3) Problemas de Solvencia

EEUU., UEM, Suiza y Reino Unido: bancos afectados por la crisis* y tensiones de liquidez (activos totales, mMus\$)



4) Recesión global

Crecimiento PIB, Economías desarrolladas

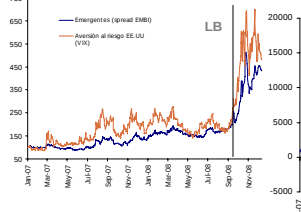


... y además arrastra a los emergentes

1) Aumento del riesgo país y salida de capitales

Índice de riesgo en emergentes vs. global

Entero 2007=100



Emergentes: Entradas de flujos de renta variable

May-07

Jun-07

Jul-07

Aug-07

Sep-07

Oct-07

Nov-07

Dic-07

Ene-08

Feb-08

Mar-08

Abr-08

May-08

Jun-08

Jul-08

Aug-08

Sep-08

Oct-08

Nov-08

Dic-08

Ene-09

Feb-09

Mar-09

Abr-09

May-09

Jun-09

Jul-09

Aug-09

Sep-09

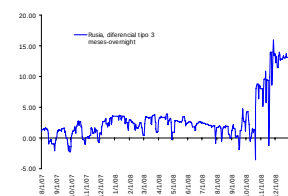
Oct-09

Nov-09

Dic-09

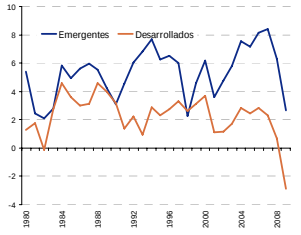
2) Tensiones de liquidez y cierre líneas de crédito con el exterior

Indicador de tensiones de liquidez interbancaria



4) Colapso del comercio mundial y recesión

Crecimiento PIB



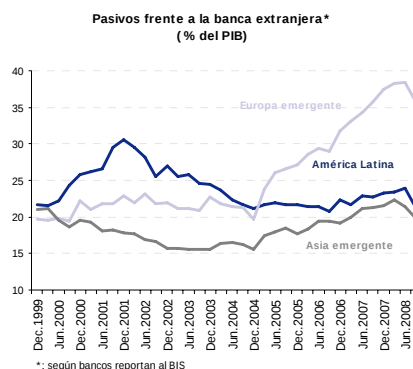
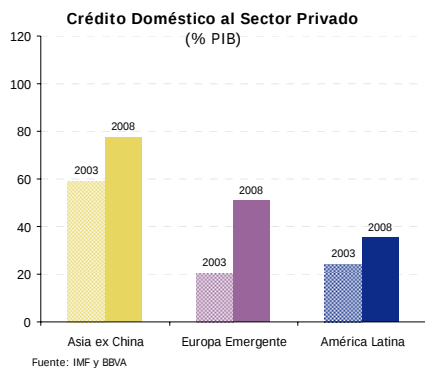
El colapso del comercio mundial extiende la recesión a los emergentes

3) Problemas de solvencia

Elevada vulnerabilidad en Europa emergente, pero no así en América Latina.

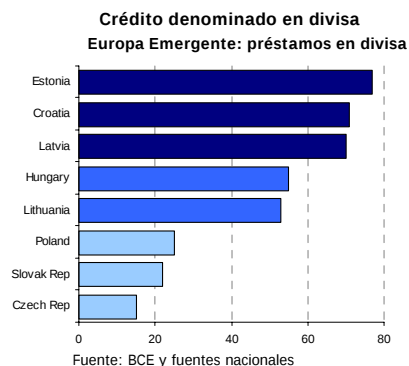
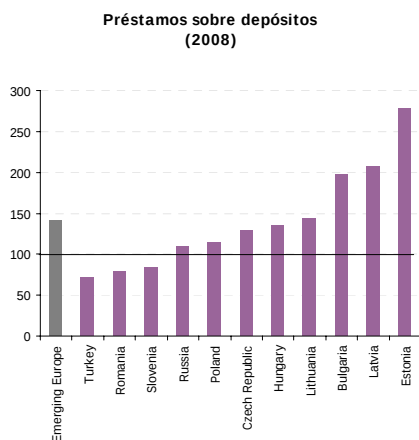
3) Problemas de solvencia

Europa emergente presenta: 1) un elevado crecimiento del crédito, 2) una dependencia de la financiación internacional son motivos de preocupación en el nuevo contexto...



11

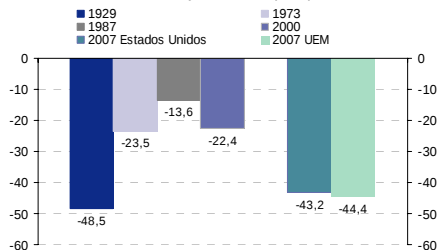
... 3) Una base de depósitos locales débiles, que requieren apoyo de las filiales europeas y 4) créditos denominados en divisa, muy arriesgados.



12

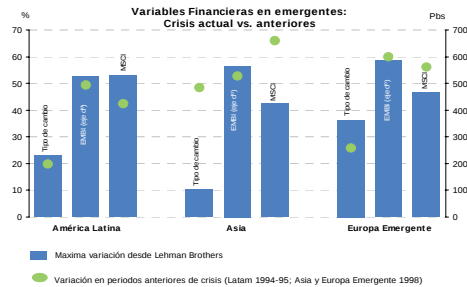
La magnitud de la destrucción de riqueza en las economías desarrolladas no tiene precedentes en la historia reciente. Mientras que el ajuste financiero en los mercados emergentes no ha sido tan desproporcionado en relación a crisis anteriores.

Comparación de crisis bursátiles anteriores
(variación % acumulada desde el máximo hasta un año y medio después)



Fuente: Bloomberg y SEE BBVA

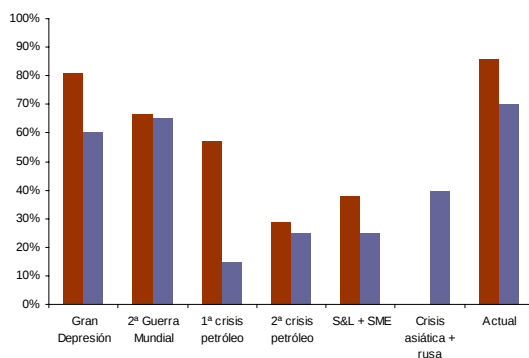
Variables Financieras en emergentes: Crisis actual vs. anteriores



13

La recesión resultante no tiene precedentes en la historia reciente en términos de profundidad y de extensión, aunque con mayor incidencia entre las economías desarrolladas.

Porcentaje de países en recesión, desarrollados vs emergentes



¿Cómo se ha intentado romper el círculo vicioso?

14

1. Desarrollo de la crisis financiera: el contagio se produce de forma retardada en América Latina, igual que en el resto de emergentes.
2. Acciones para la estabilización: Europa adolece de falta descoordinación y contundencia, mientras América Latina aprovecha ampliamente el margen.
3. Dinámicas de salida vendrá marcadas por la diferenciación entre regiones, especialmente lenta en Europa y con mayores garantías en América Latina.

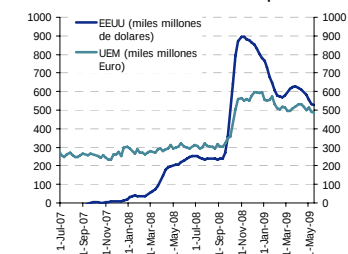
Las economías desarrolladas en un círculo vicioso entre la situación financiera y la actividad real



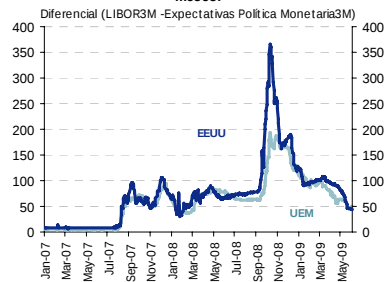
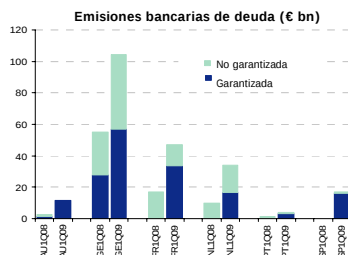
Las diferencias entre EEUU y Europa justifican una salida más rápida en EEUU

Tensiones de liquidez

Crédito neto a instituciones depositarias



Las inyecciones de liquidez de los bancos centrales y los programas de garantía de deuda han logrado una corrección significativa de las tensiones de liquidez, pero los mercados aún son muy dependientes de este apoyo

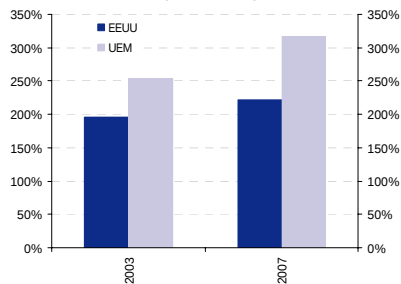


Solvencia

El problema financiero es de una dimensión similar en Europa y EEUU

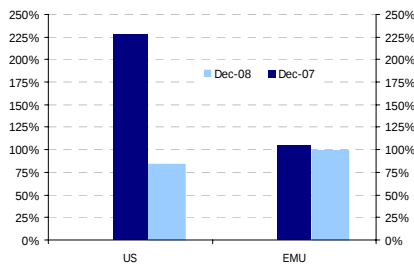
El reconocimiento de las pérdidas ha sido más lento en Europa

Comparación de activos bancarios sobre PIB (2003-2007)



Fuente: BCE y Fed

Bancos: exposición remanente a activos estructurados dañados (% del capital tangible)



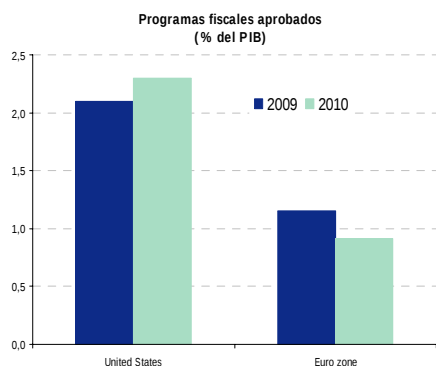
Los planes financieros en Europa siguen siendo dispersos, con recursos limitados y un diseño parcial, lo que retrasará la salida de la recesión.

En Europa, los test de stress propuestos no son adecuados

	Tamaño	¿Qué comprende?	
		Capital	Saneamiento balances
EEUU	Grande	Sí, pero solo los controlados por EEUU	Sí
UEM			
Alemania	Pequeño	Nacionalización puntual	"Banco malo"
Francia	Pequeño	Capitalización generalizada	No
España	Desconocido	Desconocido	Pequeña (FAAF)
Irlanda	Grande, pero depende de un estado débil	Nacionalización	"Banco malo"
Italia	Pequeño	No	No

	US Stress test	Propuesta Euro
Objetivo	Medir necesidades de capital	Medir pérdidas, no capital
Aplicación	Grandes bancos individuales	Agregado
Criterios	Unificados	Dispersos, según reguladores nacionales
Transparencia	Alta: resultados publicados para cada entidad	No se publican
Impacto	Alto: se requiere capital	Ninguno

La política fiscal es clave para devolver cierta tracción a la economía

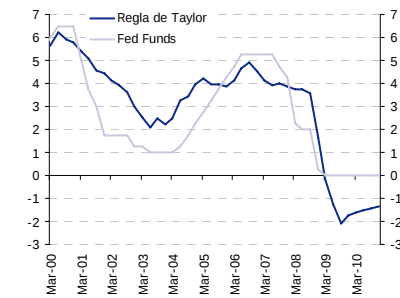


Estados Unidos ha adoptado un programa mucho más agresivo, que soportará una recuperación más rápida en la segunda mitad del año.

La respuesta de política fiscal ha sido menor y más descoordinada en Europa que en EE.UU. debido a los diferentes márgenes de actuación y un mayor conservadurismo fiscal.

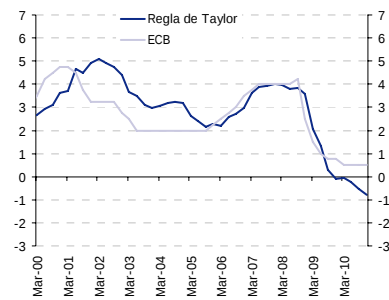
Los tipos del BCE bajado más lentamente que en Estados Unidos, y todavía no han llegado al 0% como la Fed

Tipo Fed Funds



Fuente: Reserva Federal, CBO y SEE-BBVA

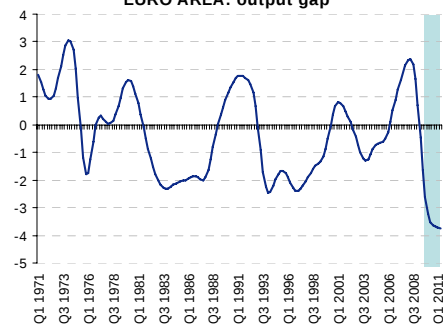
Tipo Refi del BCE



Fuente: BCE y BBVA-SEE

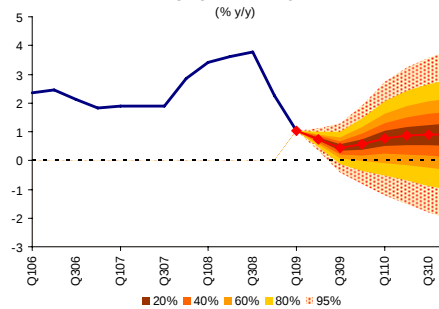
La inflación en la zona zona va a estar sometida a fuertes presiones a la baja, debido a una brecha de producción muy amplia. El riesgo de inflación no es desdeñable y los tipos de interés permanecerán en niveles bajos por un periodo de tiempo prolongado.

EURO AREA: output gap



Source: ERD BBVA

EURO AREA: HICP (% y/y)

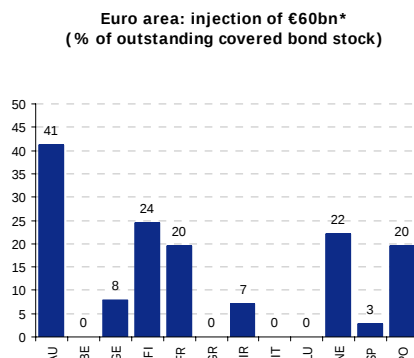
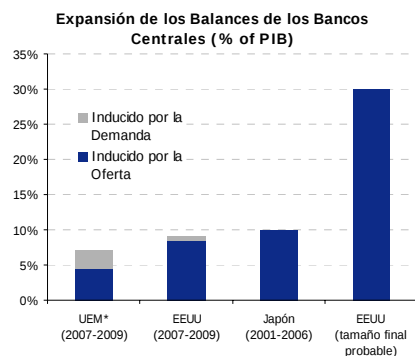


4

Políticas de demanda: Monetaria

En medidas de expansión monetaria, el BCE sigue quedándose atrás en la comparación con otros bancos centrales

El anuncio de adquisición de cédulas es un primer paso, pero aún muy limitado



Fuente: BCE, BoJ, Fed, SEE-BBVA

23

Las economías emergentes


En el mundo emergente, las diferencias en términos de fundamentales marcarán la salida

24

2

Financiación

- Los problemas de financiación se ven amortiguados ante el refuerzo financiero a emergentes, primando el carácter preventivo y a aquellos países con mejores fundamentos, por 2 vías:

- Líneas swap en USD de la Fed, para México y Brasil (entre otros)
- Mayor dotación recursos del IMF y nuevas líneas de financiación, FCL (sin el tradicional "estigma") y que constituyen un seguro para prevenir dificultades de financiación. Disponible para economías con "buen desempeño" (muchas economías latinoamericanas)

Acceso de las economías emergentes a la línea FCL (Flexible Credit Line) del FMI

Países que lo han solicitado	Importe
México	47 bn USD
Colombia	10,4 bn USD
Polonia	20,5 bn USD
Países que podrían solicitarlo en breve	
Péru	9,5 bn USD

Reservas

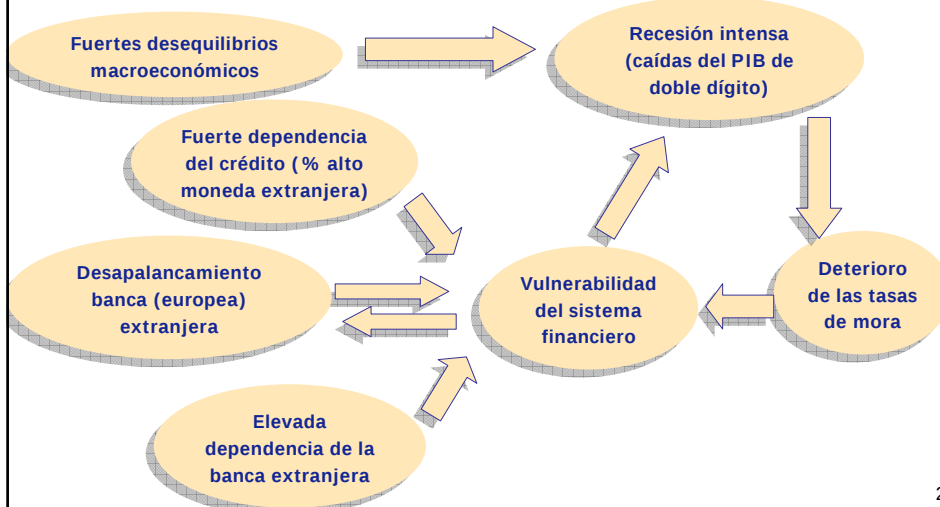
84 bn USD
23 bn USD
30 bn USD

25

3

Solvencia

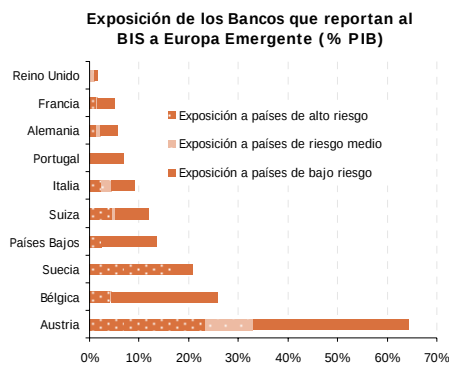
Europa emergente enfrenta una situación financiera complicada, especialmente sus sistemas financieros, con implicaciones para la banca de Europa desarrolladas



26

3
Solvencia

Los paquetes de ayuda con multilaterales y los recientes compromiso de los bancos extranjeros* deberían ayudar a la estabilización de los sistemas financieros de estos países , pero el alcance es limitado y no elimina los riesgos en la región.



Esto constituye un elemento de riesgo para Europa occidental.

Fuente: BIS, Weo y BBVA

Bancos europeos que han reafirmado su compromiso con las subsidiarias en EE

Austria	Grecia	Italia	Bélgica	Francia	Alemania
Erste Bank	Eurobank EFG	Unicredit	KBC Group	Société Generale	Bayerische Landesbank
Raffaelsen International	National Bank of Greece	Intesa Sanpaolo			
Volksbank	Alpha Bank				
Hypo Alpe-Adria	Piraeus Bank				

27

4
Políticas de demanda: fiscal

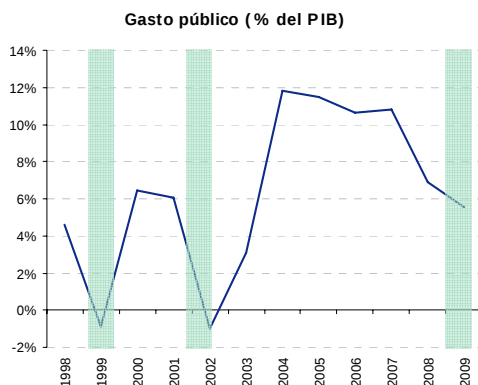
En América Latina, por primera vez se instrumenta una política fiscal contracíclica. De mayor tamaño en Chile y Perú, y mucho menor en Argentina (donde se está retrasando). El impacto se verá en la segunda parte del año.

		Política Fiscal				Impuestos+Transfere ncias % PIB		Novedades desde enero
	Evaluación	2009	2010	2009	2010	2009	2010	
MEXICO	Contracíclica por primera vez	8.8	2	1	0.2	0.4	0	0.5
BRASIL	Contracíclica por primera vez, pero limitada	6	-	0.2	-	0.3	-	0.5
LATAM 5	Amplia y efectiva en Chile y Peru. Impacto limitado en Argentina	10.4	0.9	1.0	0.1	0.1	0.0	-0.2
Efectividad Política Fiscal								
		cantidad (USD bln)	Impacto máximo esperado en PIB %		Superávit fiscal esperado, % PIB			
	Fecha de inicio	Impacto máximo	2009	2010	2008	2009	2010	
MEXICO	enero 09	2009q2/q3	0.6	0.1	-2.1	-3.0	-2.9	
BRAZIL	Q1 2009	2009q2/q4	0.3	0.1	-1.6	-1.9	-1.2	
LATAM 5	enero 2009, ejecución en Chile y Peru de acuerdo a plazos, retraso considerable en Argentina	2009H2	0.8		1.0	-2.7	-2.7	

28

4 Políticas de demanda: fiscal

Así, se prevé que el gasto público aporte positivamente al crecimiento en esta fase de ajuste, a diferencia de otras recesiones anteriores.

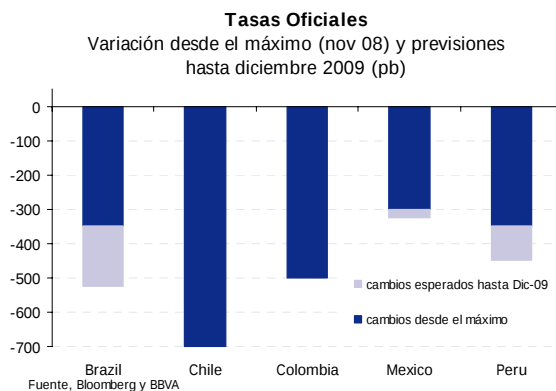


Fuente BBVA a partir de fuentes nacionales

29

4 Políticas de demanda: monetaria

Ante la moderación de la inflación y presiones depreciatorias relativamente acotadas, los Bancos centrales cuentan con margen para recortar fuertemente los tipos de interés. Esto marca una diferencia con otros episodios de crisis.



30

La implementación de la política monetaria a través de recortes de tipos de interés y de medidas adicionales (recorte de encajes, medidas de fomento del crédito e incluso acceso a líneas adicionales de liquidez internacional) cabe calificarla de agresiva.

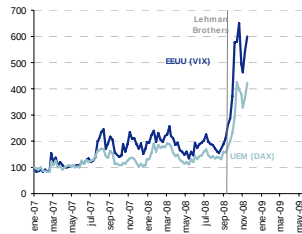
	Evaluación	medidas adicionales
MEXICO	Agresivo pero menos que otros países latam y con rezago respecto al ciclo económico	MX: aumento de oferta de USD por FMI líneas swap de la Fed; Garantías pública sobre bonos privados a través de banco nacionales de desarrollo
BRASIL	Agresiva	Medidas de fomento al crédito y uso de reservas internacionales para aumentar liquidez
LATAM 5	Muy agresivo en países con objetivo expreso de inflación	Recortes de encajes en algunos países y medidas para promover el crédito

1. Desarrollo de la crisis financiera: el contagio se produce de forma retardada en América Latina, igual que en el resto de emergentes.
2. Acciones para la estabilización: Europa adolece de falta descoordinación y contundencia, mientras América Latina aprovecha ampliamente el margen.
3. Dinámicas de salida vendrá marcadas por la diferenciación entre regiones, especialmente lenta en Europa y con mayores garantías en América Latina.

Estamos empezando a ver los primeros efectos positivos....

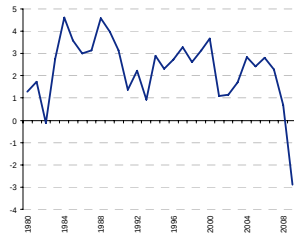
1) Aversión extrema al riesgo

Indices de aversión al riesgo



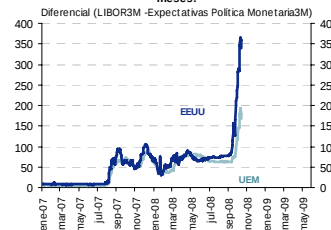
4) Recesión global

Agregado EEUU, Europa y Japón: crecimiento PIB



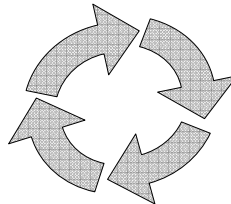
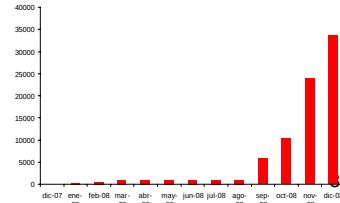
2) Tensiones de liquidez extremas

Indicador de tensiones de liquidez interbancaria 3 meses:



3) Problemas de Solvencia

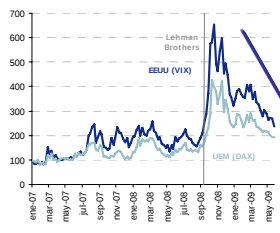
EEUU., UEM, Suiza y Reino Unido: bancos afectados por la crisis* y tensiones de liquidez (activos totales, mMUS\$)



Estamos empezando a ver los primeros efectos positivos....

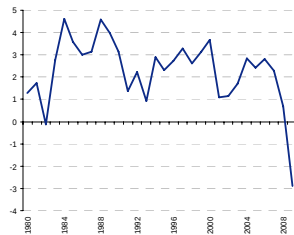
1) Aversión extrema al riesgo

Indices de aversión al riesgo



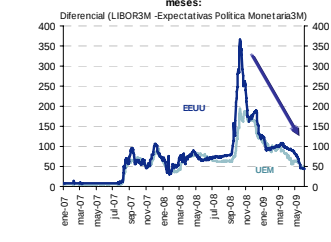
4) Recesión global

Agregado EEUU, Europa y Japón: crecimiento PIB



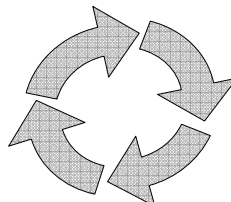
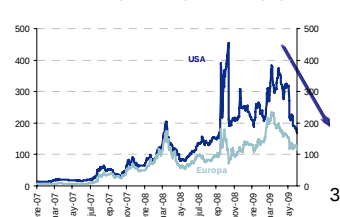
2) Tensiones de liquidez extremas

Indicador de tensiones de liquidez interbancaria 3 meses:

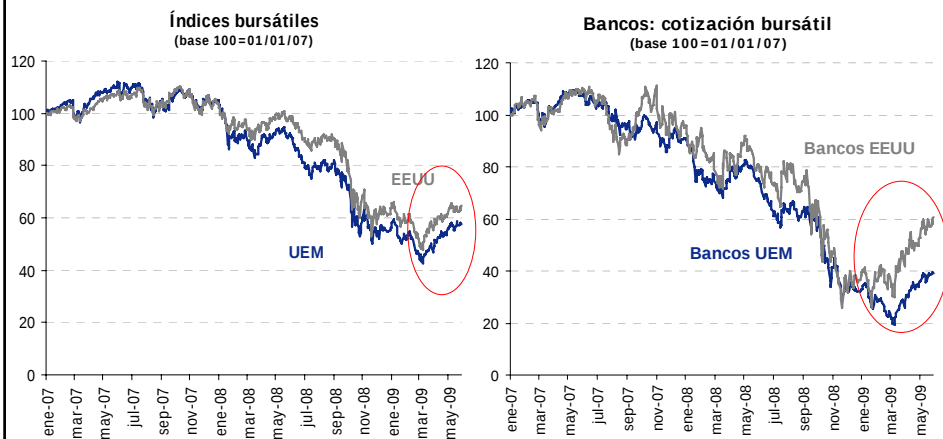


3) Problemas de Solvencia

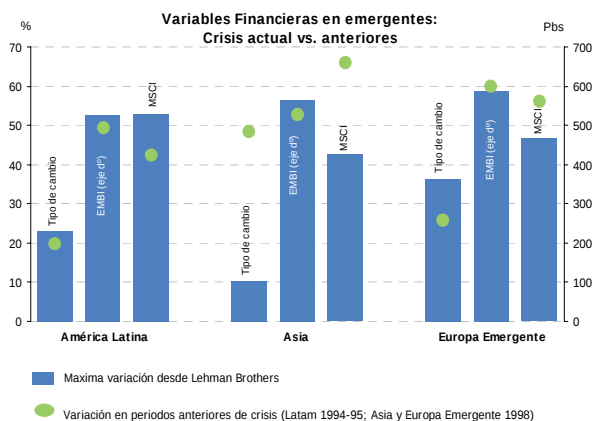
Prima de riesgo bancaria (CDS a 5 años, pbs)



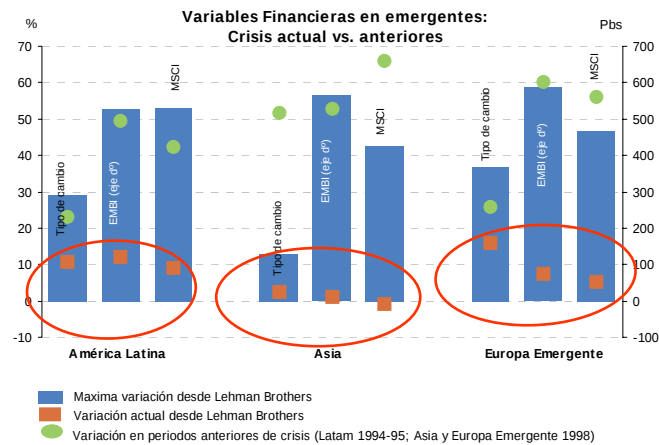
Los mercados han recuperado el pulso en los últimos meses, al hilo de estos indicios de estabilización y la expectativa de un impulso positivo de las políticas. Incluso hay una valoración más optimista del sector bancario.



Los mercados emergentes revierten relativamente rápido el deterioro.

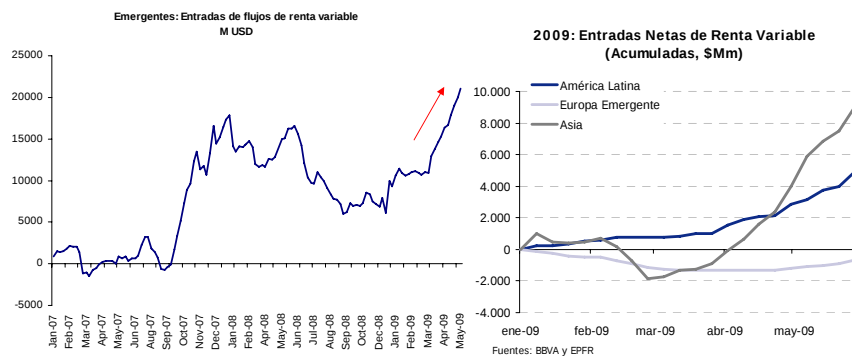


Los mercados emergentes revierten relativamente rápido el deterioro.



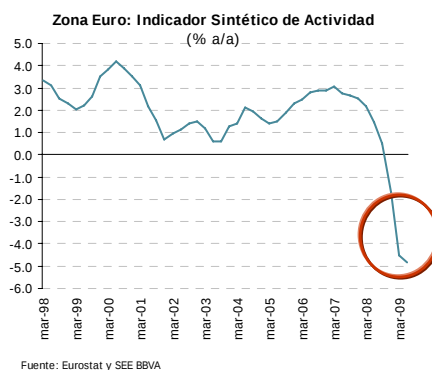
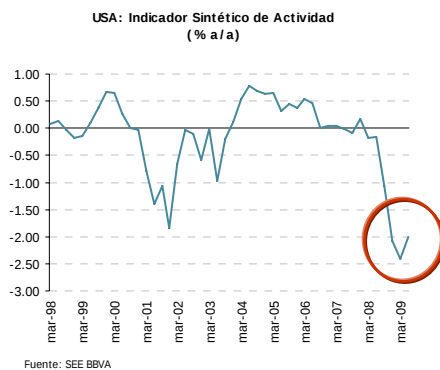
37

Los flujos de capitales hacia las economías emergentes se recuperan fuertemente ante la reducción de la percepción de riesgo, eso sí, con hay diferencias.

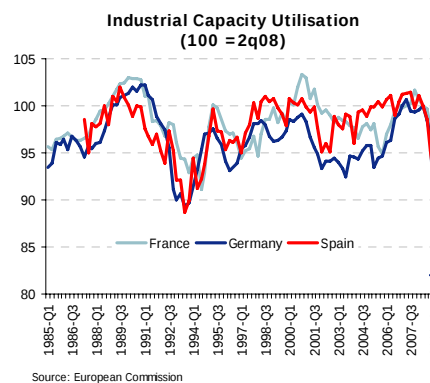
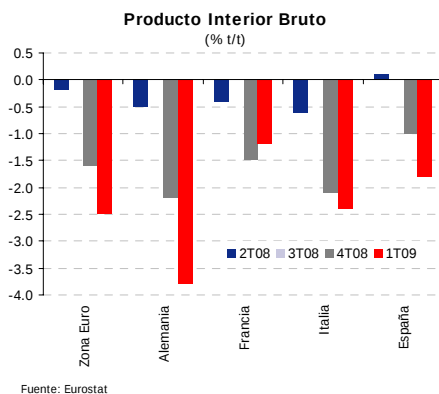


38

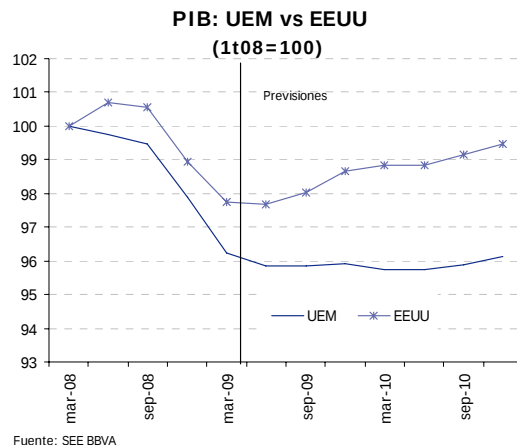
En EE.UU. los últimos indicadores ofrecen los primeros indicios de que el ritmo de contracción de la actividad se está moderando, aunque aún de forma muy incipiente. Esto no es tan claro en Europa



En Europa, en contra de lo esperado, la caída en el primer trimestre ha sido aún peor del cuarto en la zona euro. Los indicadores de situación cíclica muestran que la economía europea enfrenta un ajuste muy severo.



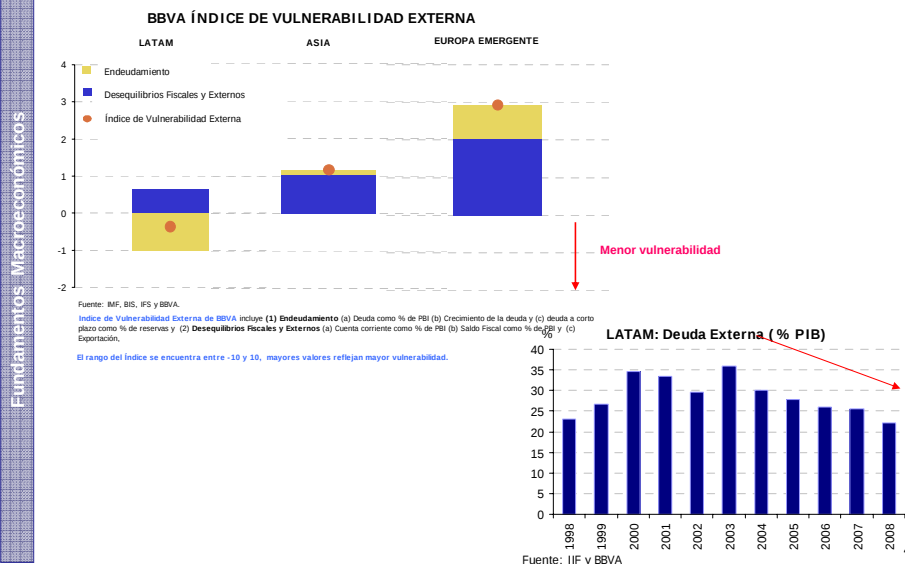
La recuperación será lenta y no ocurrirá simultáneamente en EEUU y Europa. Europa, con un apoyo de las políticas que no es comparable, depende del arrastre de EEUU.



La recuperación de las economías emergentes vendrá fuertemente marcada por las diferencias en términos de fundamentales

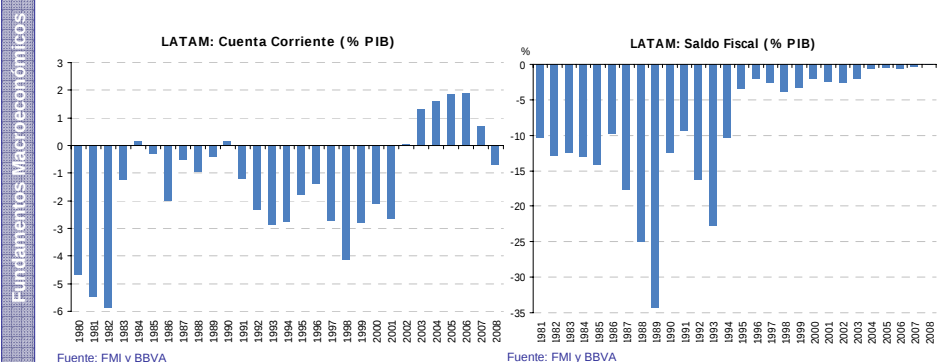
	América Latina	Asia ex-China	Europa Emergente
Desequilibrios Macroeconómicos	Moderados	Moderados	Altos
Acceso a financiación externa	Sin condicionalidad	n.a	Con condicionalidad
Pública	Flujos netos de entrada en 2009	Flujos netos de entrada en 2009	Flujos netos de salida
Privada	Baja	Baja	Alta
Vulnerabilidad del Sector financiero	La recesión global ha supuesto un impacto comercial, pero las políticas contracíclicas ofrecen cierto apoyo y, sobre todo, el sistema financiero de la región es sólido	Políticas de demanda de carácter masivo en China, y un sector financiero relativamente sólido apoyarán una salida rápida	Se acumulan vulnerabilidades: a una situación macroeconómica frágil hay que sumar una fuerte exposición a la crisis financiera internacional

América Latina presenta un bajo nivel de vulnerabilidad como resultado de una mayor solidez macroeconómica y un menor nivel de endeudamiento.



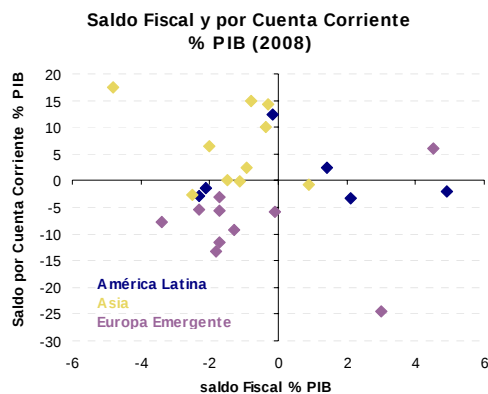
43

El ajuste de las cuentas fiscales y por cuenta corriente ha sido muy notable como resultado de la implementación de políticas ortodoxas.



44

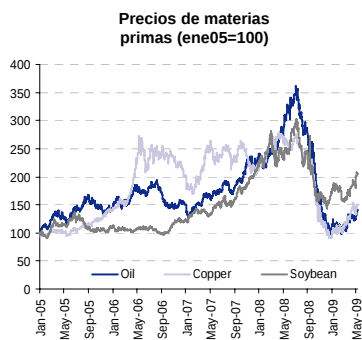
En términos comparativos la situación relativa de la región es muy favorable, frente a otros emergentes.



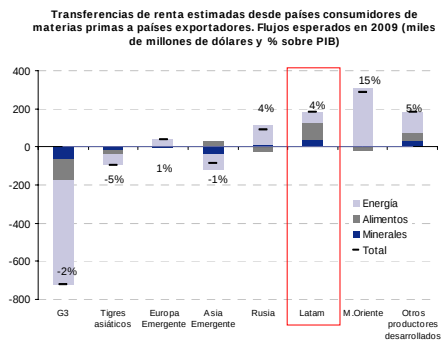
Fuente: WEO y BBVA

45

En América Latina, las materias primas son un elemento adicional de soporte. La recuperación de los precios de las materias primas y su estabilización en niveles más altos que el promedio de la década de los noventa implica transferencias de renta para la región muy importantes.



Source: Bloomberg, BBVA

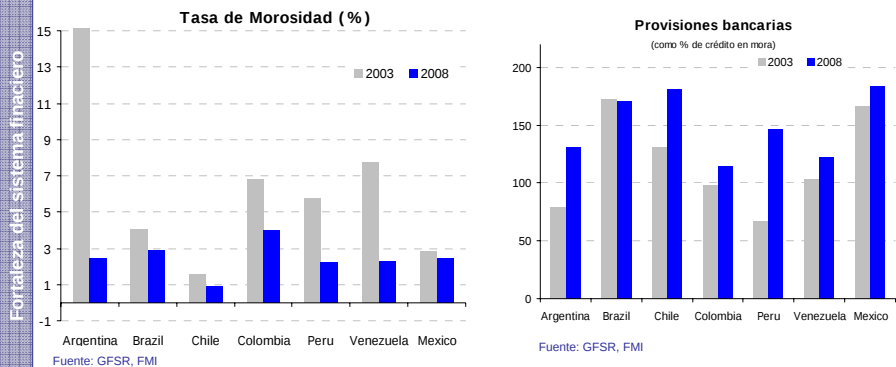


Fuente: Enerdata, Banco Mundial, FMI, Bloomberg y SEE BBVA.

G3: EEUU, EU-5 y Japón. Otros productores desarrollados: Canadá, Australia, Noruega y Dinamarca. Tigres Asiáticos: Corea del Sur, Taiwan, Singapur, Hong-Kong. Europa Emergente: resto de países UE, Croacia, Albania, Ucrania y Turquía.

46

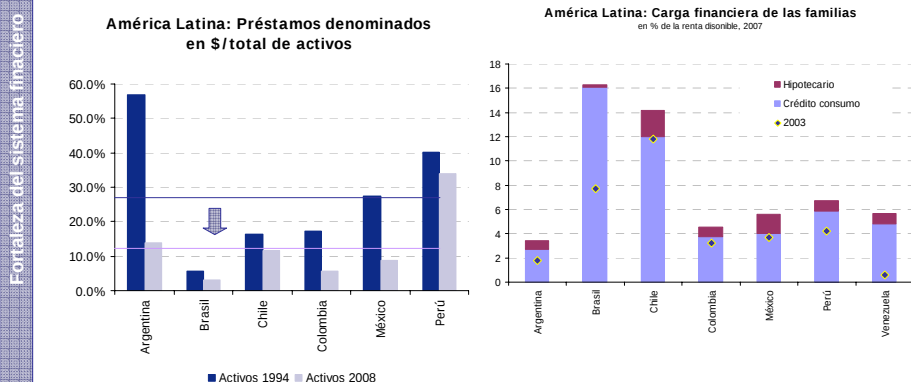
Los sistemas bancarios de la región muestran una fuerte caída de las tasas de mora y están altamente provisionados.



47

El problema del descalce de moneda, que en el pasado tuvo implicaciones muy negativas para el sistema, se ha reducido.

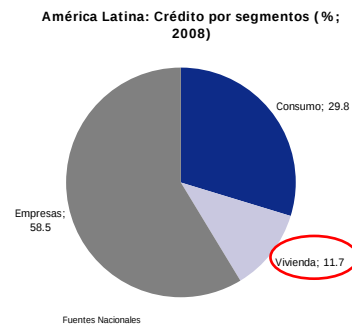
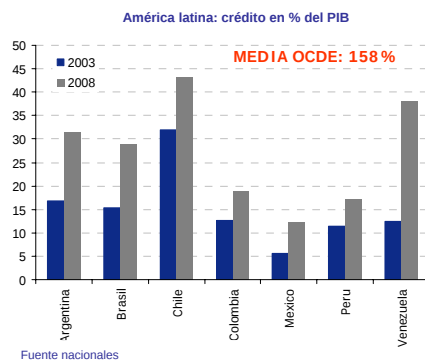
La carga financiera de las familias aun habiendo aumentado en los últimos años no presenta, en términos generales, niveles preocupantes.



48

El crecimiento del crédito responde a un proceso de mayor profundización financiera y de convergencia con los ratios propios de países desarrollados. No hay síntomas de "boom de crédito", el crédito hipotecario está muy poco desarrollado.

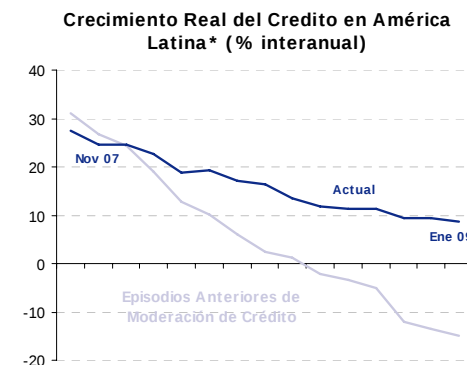
Fortaleza del sistema financiero



49

Las autoridades han adoptado medidas para apoyar el dinamismo del crédito. No hay indicios de credit crunch en la región.

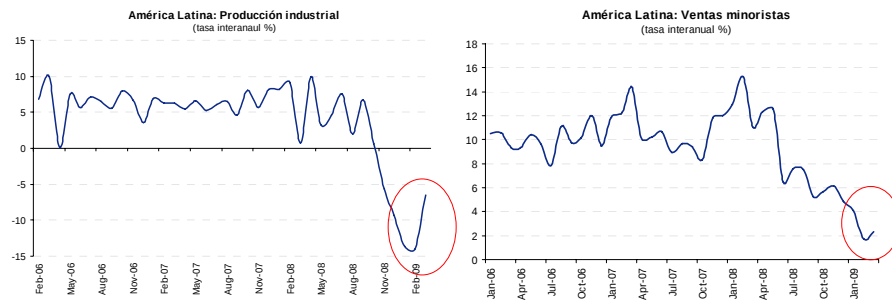
Fortaleza del sistema financiero



* Anteriores: 1994-95 (ARG, BRA, MEX), 1982-1983 (CHI), 1998-99 (COL, PER) y 1992-93 (VEN). LATAM incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Crédito Doméstico al Sector Privado. Fuente: IFS y BBVA

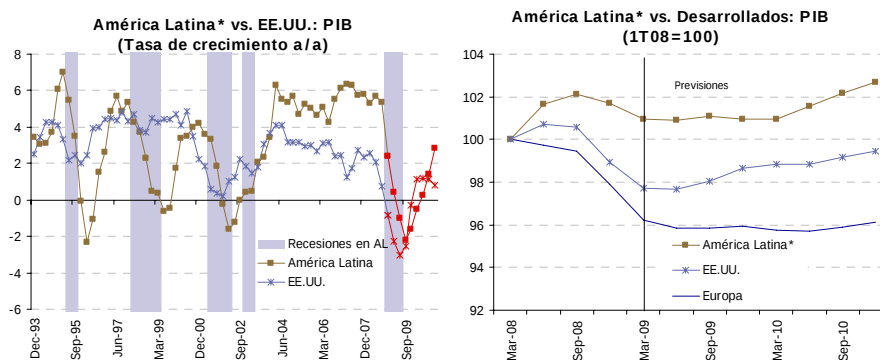
50

Los indicadores de actividad empiezan a mostrar algunos indicios de estabilización de la actividad.



51

El ajuste de la actividad en América Latina será menor que en otras economías.



Fuente: SEE BBVA.

* / Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fuente: SEE BBVA

* / Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

52



AMÉRICA LATINA Y EUROPA FRENTE A LA CRISIS

José Luis Escrivá
Economista Jefe Grupo BBVA