

# Situación Latinoamérica

Segundo Trimestre 2010

## Análisis Económico

- Se revisan al alza de las previsiones de crecimiento de América Latina en 2010 (4,6%) gracias a un mayor impulso de la demanda interna. En la gran mayoría de países la inflación permanece bajo control. A futuro esperamos que el crecimiento se mantenga en torno al potencial y que la inflación converja hacia las metas oficiales
- Los balances fiscales y por cuenta corriente se ubican en terreno negativo, como resultado de las políticas expansivas, el aumento de la demanda interna y la caída esperada en los precios de las materias primas. Con todo, permanecen a niveles muy bajos y no representan un riesgo de solvencia
- Brasil, Perú y próximamente Chile, inician alzas de tipos de interés para prevenir alzas de inflación. Los tipos de cambio se han estabilizado, en buena medida como consecuencia de la situación en Europa, pero también gracias a fuertes intervenciones de los bancos centrales que acumulan reservas
- Un deterioro del entorno internacional podría afectar a la región, aunque de forma moderada ya que las fortalezas fundamentales persisten. Podría haber ajustes en la política fiscal de aquellos países que aparecen como más vulnerables



# Índice

1. Desafíos para la recuperación global .....	3
2. América Latina acelera el paso .....	4
3. La inflación no está muerta .....	6
4. Política monetaria bajo tensión por las monedas .....	7
5. Riesgos disímiles, pero soportables .....	8
6. Buenas perspectivas a mediano plazo .....	9
7. Tablas .....	10

**Fecha de cierre: 20 mayo 2010**

# Desafíos para la recuperación global

En los últimos trimestres la situación cíclica ha mejorado significativamente debido a la recuperación en las economías emergentes y en EE.UU.. El comercio mundial está creciendo al 7% y nuestras previsiones apuntan hacia un crecimiento de la economía mundial del 4,2% en 2010. Sin embargo, en las últimas semanas han quedado de manifiesto las dudas sobre la capacidad de la UEM para hacer frente al problema de los altos niveles de endeudamiento de algunos países. Estas dudas han dado lugar a un incremento de los diferenciales soberanos y una nueva fase de inestabilidad financiera. Los severos ajustes fiscales en países europeos van a tener un impacto sobre el crecimiento de la región en 2010 y podrían repercutir en el resto del mundo, especialmente si hay contagios sobre los sistemas financieros. El momento y el alcance de estos impactos adversos dependerán crucialmente de la efectividad de los anuncios realizados por el Consejo Europeo el pasado 9 de mayo respecto a los paquetes de rescate acordados y las medidas excepcionales adoptadas por el BCE. A pesar de estas medidas, todavía persisten incertidumbres en tres frentes: i) la implementación del paquete de rescate en los próximos meses ii) la credibilidad respecto a una consolidación fiscal adicional en algunos países de la UEM y iii) el compromiso a medio plazo de los países centrales de la UEM con el rescate.

Mientras que se generaliza la recuperación económica a comienzos de 2010, su intensidad varía significativamente entre países. Esto es consecuencia de los diferentes grados de utilización de las políticas fiscales y monetarias. Estas políticas han sido particularmente efectivas a la hora de impulsar el ciclo económico en China y EE.UU.. Al mismo tiempo las economías emergentes se están beneficiando de la mayor fortaleza de su demanda doméstica y en esta región la recuperación se presenta mucho más consolidada. Por el contrario, en las economías desarrolladas, a medida que las políticas expansivas se diluyen, surgen dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación más allá de 2010.

Se prevé una senda gradual de alzas de tipos de interés por parte de la FED. Las primeras subidas de tipos se esperan para comienzos de 2011, con tipos ligeramente por encima del 1% a finales de ese año. Las diferencias existentes en los fundamentos económicos de EE.UU. y de la UEM llevarán a diferentes estrategias de salida monetaria en ambas áreas. Aunque el crecimiento económico pueda ser lento de 2010 en adelante, el riesgo de una reversión de la dinámica actual es bastante limitado en EE.UU. y las presiones inflacionistas son muy incipientes. Por el contrario, en la UEM, además de una situación financiera mucho más frágil, la mejora cíclica parece más incierta y no se vislumbran presiones inflacionistas. En cuanto a las políticas monetarias de las economías emergentes no hay duda sobre la necesidad de un endurecimiento monetario. Dadas las divergencias cíclicas en esta región, las estrategias de salida variarán entre países. Si en algunas economías el endurecimiento de la política monetaria y otras medidas no se implementan a tiempo, se podrían incubar desequilibrios a medio plazo.

En momentos de mayor aversión al riesgo, los mercados financieros tienden a mostrar una visión más forward-looking. Los mercados financieros son eficaces a la hora de detectar inconsistencias en las políticas macroeconómicas que, normalmente, pasan desapercibidas en tiempos de bonanza. Pese al importante paquete de rescate acordado en Europa, persistirán significativas primas de riesgo en el mercado en medio de incertidumbres sobre las sendas de consolidación fiscal. El creciente contagio ha sido una clara evidencia de la fragilidad del escenario actual. La historia económica está plagada de ejemplos de "contagios infundados" de unos países a otros en momentos de crisis. En estos casos la proximidad geográfica o las similitudes cíclicas importan más que las diferencias en los fundamentales. De hecho, el episodio actual de contagio no está completamente justificado ni por el canal financiero espoleado por el estallido de la crisis griega ni por cualquier similitud en los fundamentales. Aún cuando esto puede ser motivo de discusión, existe una necesidad imperiosa por parte de algunos países de aumentar su credibilidad para hacer frente a las presiones de los inversores internacionales.

Existe una preocupación creciente sobre las consecuencias a largo plazo de los aumentos de la deuda pública. Esto inevitablemente dará lugar a presiones al alza sobre los tipos de interés reales y altas primas de riesgo durante un periodo prolongado. Aún cuando el contagio reciente se desvanezca gradualmente, persistirá una discriminación creciente entre países dependiendo de la credibilidad de su situación fiscal.

La incertidumbre procedente del sector financiero es fundamentalmente de dos tipos. Por una parte, la lenta reestructuración de la industria financiera, sobre todo en Europa, puesto que puede llevar a una recuperación económica sin crédito (creditless recovery). Esto constituye una preocupación creciente, ya que tanto la experiencia histórica como la evidencia empírica muestran la importancia del canal de crédito en las primeras etapas de la recuperación económica. Por otra parte, también existe incertidumbre respecto a la reforma regulatoria que ya se encuentra en marcha. El resultado más probable es un incremento significativo de los requisitos de capital y liquidez, lo cual podría limitar la capacidad del sector bancario para conceder crédito en los próximos años.

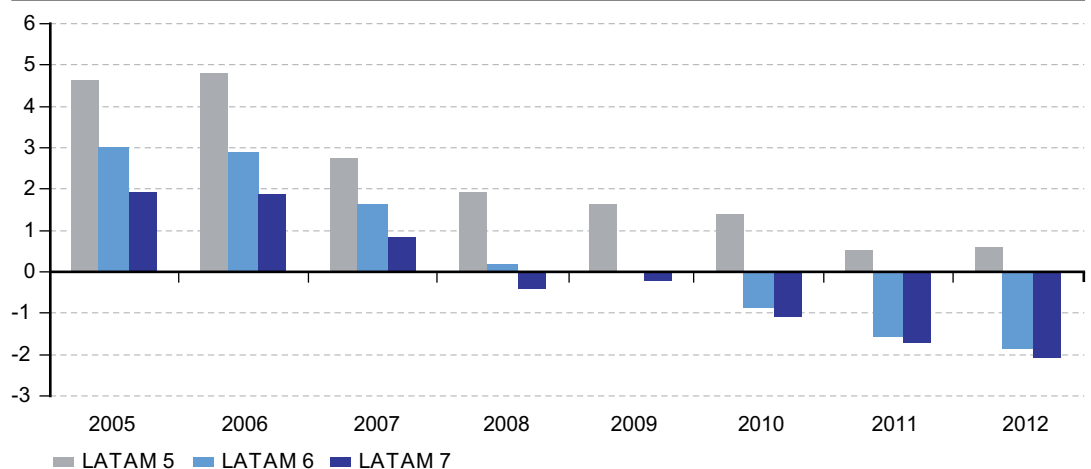
## América Latina acelera el paso

La recuperación económica de la región que comenzó en la segunda mitad del año pasado se ha consolidado y acelerado, extendiéndose a prácticamente todos los países de la región. El impulso inicial provino de los estímulos fiscales y monetarios aplicados en 2009, a los que se sumó rápidamente la recuperación de los precios de las materias primas y una mejora paulatina de las condiciones de acceso al financiamiento externo. A ellos se ha agregado una recuperación generalizada de la confianza empresarial y de los consumidores, que se ha traducido en una mejora mayor que la anticipada en la demanda interna del sector privado, tanto en consumo como en inversión. Si se toma como referencia las siete economías más grandes de la región (LATAM 7) la previsión de crecimiento del PIB en 2010 subió desde 4,0% en enero a 4,6% en la actualidad, a pesar de revisiones a la baja en Chile (terremoto) y Venezuela (devaluación y crisis energética). En los años siguientes el crecimiento se estabiliza en torno a 4% anual para la región en su conjunto, con varios países creciendo en torno a 5% (Brasil, Chile y Perú).

El mayor dinamismo de la demanda interna, unido a una corrección a la baja de precios de productos básicos en la segunda parte de 2010 y 2011, se traduce en un cambio importante en la evolución de las cuentas externas, las que muestran un saldo negativo a lo largo del período de previsión, tal como se puede apreciar en el Gráfico 1. Si bien el cambio de posición es importante, cabe destacar que los saldos como proporción del PIB se mantienen dentro de rangos prudentes (-2% del PIB en promedio) y son consistentes con los fuertes flujos de capitales hacia la región que esperamos en los años venideros, con una elevada proporción de Inversión Extranjera Directa. Estos flujos ya han comenzado a manifestarse con fuerza y han contribuido a una apreciación generalizada de las monedas de la región.

Gráfico 1

### Previsiones del saldo en Cuenta Corriente como proporción del PIB (%)

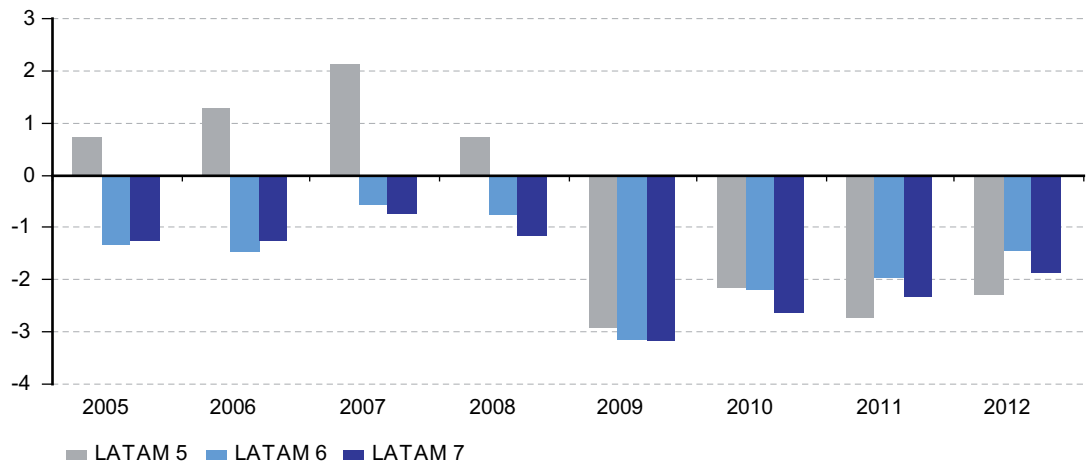


LATAM 5: Arg, Chi, Col, Per y Ven. LATAM 6: LATAM 5 + Bra. LATAM 7: LATAM 6 + Mex  
Fuente: BBVA Research, FMI y IIF

Por otra parte, el ciclo de recuperación también va acompañado por un deterioro de las cuentas fiscales, influenciado en parte por la caída en precios de materias primas, y a pesar de la recuperación del PIB y la demanda interna que ya se están manifestando en mejoras en la recaudación tributaria, las que deberían profundizarse a lo largo del período de la previsión. En consecuencia, el aumento de los déficits públicos que se puede apreciar en el Gráfico 2 obedece principalmente al fuerte impulso al gasto fiscal en respuesta a la crisis de 2008-09, el que se está retirando paulatinamente, pero en forma muy lenta en los países de la región.

Gráfico 2

**Previsiones del saldo fiscal como proporción del PIB (%)**



LATAM 5: Arg, Chi, Col, Per y Ven. LATAM 6: LATAM 5 + Bra. LATAM 7: LATAM 6 + Mex  
Fuente: BBVA Research, FMI y IIF

En el caso de Argentina vemos un esfuerzo importante por avanzar en la normalización de las relaciones con la comunidad financiera internacional, mediante una nueva oferta de canje cuyos resultados se conocerán al cierre de la presente edición. De resultar exitosa, ella permitiría sondear las posibilidades del retorno a estos mercados, posiblemente una vez que se calmen los temores sobre deuda soberana en Europa, que han repercutido negativamente sobre las primas de riesgo de este país.

Este año es muy importante desde el punto de vista político en la región, con elecciones presidenciales recientes en Uruguay, Bolivia y Chile, y otras por venir en Colombia coincidiendo con la publicación de este informe, y en los próximos meses en Brasil y el próximo año en Perú y Argentina. A ellas se agregan elecciones parlamentarias de gran importancia en Venezuela en septiembre del presente año. Si bien las contiendas que restan serán muy competitivas, no se esperan impactos significativos sobre las primas de riesgo de los respectivos países, ya que tanto en Brasil como Colombia y Perú se aprecia una cierta tendencia a la continuidad en los enfoques económicos predominantes, al menos si se consideran las opciones que hoy aparecen compitiendo por el liderazgo en las encuestas de opinión. Por otra parte, las elecciones en los restantes países ofrecen una oportunidad para un mayor equilibrio entre las fuerzas políticas que debería reducir los espacios para la discrecionalidad, tornando más probable la introducción de correcciones en el manejo económico.

## La inflación no está muerta

Una de las fuentes de preocupación de las autoridades de la región, y especialmente de los bancos centrales que han ganado fuerte reputación al imponerse y cumplir metas de inflación exigentes, es el riesgo de que una recuperación muy rápida de la demanda interna, en un contexto de tipos de interés internacionales muy bajos, provoque un brote inflacionario. De hecho, en los últimos meses hemos sido testigos de aumentos de la inflación, aunque de carácter muy diverso. Por ejemplo, en Chile y Perú reflejan más bien una normalización para volver a los rangos aceptables para las autoridades, después de ubicarse por debajo de ellos en buena parte de 2009, y en ambos casos los bancos centrales han dado señales de que van a comenzar a subir tipos de interés, algo que ya se inició en Perú. En cambio en Brasil la inflación muestra una aceleración preocupante, en medio de una fuerte expansión de la demanda agregada (pública y privada), lo que ha llevado al Banco Central a reaccionar con fuerza subiendo tipos en 75 pbs (más fuerte que lo anticipado por los mercados) y señalando que seguirá retirando agresivamente el estímulo monetario en los meses venideros. En México la inflación ha venido descendiendo a niveles entre 4 y 5% anual, enmarcada en el rango definido como aceptable por el Banco Central, en momentos en que la demanda interna todavía no recupera dinamismo. Si bien puede haber alzas puntuales de precios de alimentos a fines de año que lleven transitoriamente a la inflación por encima de la meta, estimamos que ello no justificará un ajuste en la política monetaria. En Colombia la inflación ha resultado menor que lo esperado durante varios meses, lo que ha permitido al Banco Central bajar nuevamente sus tipos de referencia, en una acción que sorprendió a los mercados, pero que es consistente con el comportamiento observado de la inflación, las expectativas de que el nuevo gobierno introduzca algunas medidas de ajuste fiscal y el hecho que la demanda interna crece, a un ritmo moderado.

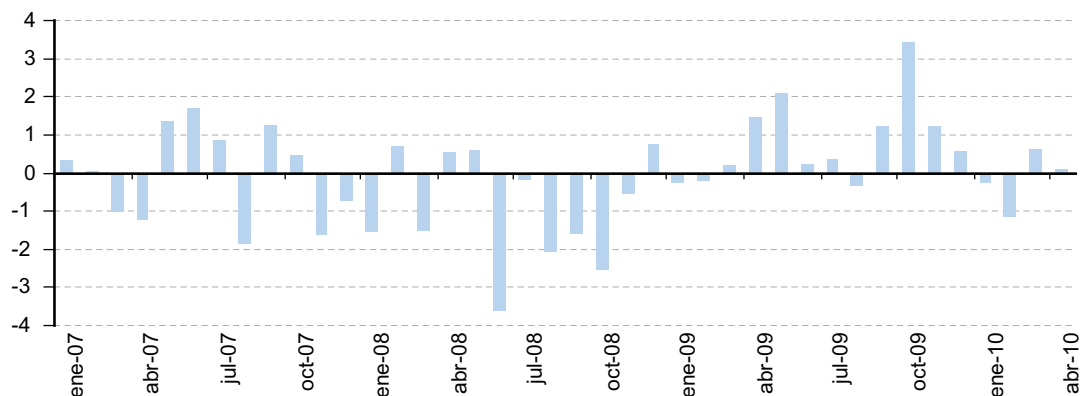
En Argentina la inflación ha experimentado un aumento, reflejando algunas restricciones de oferta en sectores productores de alimentos, en medio de una fuerte recuperación de la demanda interna. Ello ha inducido a las autoridades a restringir exportaciones de estos productos. En Venezuela, la devaluación del bolívar efectuada a comienzos de enero demoró algún tiempo en manifestarse en mayores alzas de precio, pero en marzo y especialmente, abril, la inflación subió significativamente. Otros factores que han influido en estas alzas son el clima, que ha afectado la producción local de alimentos, así como problemas de abastecimiento ante la dificultad de acceder a divisas para importar tanto productos finales, como insumos intermedios. Los cortes de energía eléctrica, que han afectado la capacidad de producción industrial también han jugado un papel en estos problemas.

## Política monetaria bajo tensión por las monedas

La preocupación por la inflación en países como Brasil, Chile y Perú, y en menor medida Colombia o México donde el riesgo de alzas de precios es menor, plantea un desafío a los bancos centrales que ya han comenzado a subir tipos de interés o se aprestan a hacerlo en los próximos meses. Estos países se han beneficiado de bajas importantes de sus primas de riesgo y están absorbiendo importantes flujos de capitales, con lo que sus monedas están en una tendencia a la revalorización, la que de perdurar podría amenazar la competitividad. Brasil, Colombia y Perú han optado por intervenir en el mercado cambiario acumulando reservas. Argentina, que a diferencia de los anteriores países no sigue una política monetaria de metas de inflación, también ha intervenido vigorosamente en el mercado monetario, en respuesta a presiones para apreciación del peso, ante menores salidas de capitales derivadas de la baja en las primas de riesgo.

Gráfico 3

### Flujos de capitales en América Latina\* (US\$ mM)



\*Renta Fija + Renta Variable. América Latina: Arg, Bra, Chi, Col, Mex, Per y Ven.  
Fuente: EPFR

A pesar de todo lo anterior, persiste aún un considerable nivel de incertidumbre y volatilidad en los mercados, lo que ha permitido que la apreciación sea hasta ahora relativamente limitada, incluso en Chile donde el Banco Central no ha intervenido en el mercado cambiario. La reciente caída en los precios de materias primas y los aumentos (moderados) en las primas de riesgo deberían atenuar las presiones y facilitar la tarea de las autoridades monetarias.

Sin duda la decisión de los bancos centrales de actuar relativamente temprano para limitar el impulso monetario es bienvenida, porque demuestra una vez más su compromiso con el logro de las metas de inflación y la estabilidad económica en general. Sin embargo, los aumentos de la cantidad de dinero derivados de las intervenciones en el mercado cambiario plantean un desafío importante para su esterilización y en algunos casos como Brasil y quizás Perú, ello podría llevar más temprano que tarde al uso de herramientas de control cuantitativo, como sería la subida de las tasas de encaje legal sobre los depósitos bancarios.

## Riesgos disímiles, pero soportables

Los riesgos que enfrenta la región en el escenario global actual son bastante disímiles entre países. Por una parte en el corto plazo hemos visto un aumento acotado de las primas de riesgo influenciadas por la evolución de los mercados de deuda soberana de algunos países del sur de Europa. Ellos tendrían un efecto muy limitado en la región, aunque coyunturalmente podrían causar algunos problemas para los gobiernos que busquen colocar bonos en las condiciones actuales. Creemos que después de la creación del fondo de respaldo por parte de la Unión Europea y a los profundos ajustes fiscales anunciados por Grecia, España y Portugal, entre otros, debería volver paulatinamente la confianza a los mercados, lo que posiblemente va a estar vinculado a avances concretos en la implementación de dichos planes de ajuste. Sin embargo, si estos ajustes se frustran por alguna razón, volvería la volatilidad a los mercados, con algún riesgo de contagio que podría frenar la recuperación del crédito a nivel global, pero especialmente en Europa. Incluso en este escenario estimamos que América Latina se encuentra en buen pie para enfrentar una situación de este tipo: la mayoría de los países cuentan con abundantes reservas de liquidez en moneda extranjera, ya sea en las reservas de sus bancos centrales o en fondos soberanos depositados en el exterior como para poder mantener bien abastecidos los mercados cambiarios. Por lo tanto, vemos pocas posibilidades que este contagio se pueda traducir en una contracción del crédito en la región, derivada de los eventos en Europa. Sin un impacto importante en el canal de crédito, es poco probable que los eventos de estas últimas semanas tengan un efecto significativo en la confianza y la demanda privada en estos países.

Un segundo factor de riesgo a considerar es que las autoridades asiáticas, especialmente en China, decidan actuar con más fuerza para evitar presiones inflacionarias, algo que algunos mercados parecen estar recogiendo hoy en sus valoraciones, especialmente en los mercados de materias primas (metales y petróleo especialmente). Una profundización de estas caídas sí podría tener un impacto negativo en la región, ya que se produciría simultáneamente un deterioro de las cuentas fiscales y externas, justo en momentos en que los mercados están reacios a aceptar mayores riesgos. Cabe señalar, sin embargo, que nuestras previsiones macroeconómicas ya tienen incorporadas bajas de precios mayores que las que estamos viendo en la actualidad, especialmente en el caso del cobre, por lo que se necesitaría de un deterioro bastante mayor para que esto se traduzca en un deterioro de las cuentas externas y fiscales que pongan en peligro el acceso a financiamiento de los déficits de la región.

México presenta un caso especial dentro de la región. Por una parte sus resultados fiscales son altamente dependientes de la evolución de los precios del petróleo y ello abre una ventana de vulnerabilidad frente al crecimiento de Asia. Por otra, su relación comercial especial con los Estados Unidos deja a sus sectores productivos ligados al desempeño de este último país, especialmente en lo que respecta a la manufactura. Hasta ahora ambos factores han afectado positivamente a México, lo que se ha reflejado en la vigorosa recuperación de sus exportaciones. Sin embargo, una combinación de mayor restricción monetaria en Asia y de agotamiento del impulso de crecimiento en Estados Unidos – consecuencia de reducción del crédito bancario, por ejemplo – podría golpear con más fuerza a México que al resto de la región, aunque sin alcanzar un impacto tan fuerte como el que se vivió en 2009.

Finalmente tenemos que mencionar el riesgo de que la fuerte recuperación de la demanda interna comience a provocar presiones inflacionarias, al impedir los bancos centrales una mayor apreciación de las monedas. En estas circunstancias cabría esperar una combinación de mayor ajuste fiscal, apreciación de las monedas y mayor restricción monetaria, especialmente en países sudamericanos con metas de inflación (Brasil, Chile, Colombia y Perú) que podría reducir algo el crecimiento del PIB en 2011 y 2012.



## Buenas perspectivas a mediano plazo

En resumen, vemos una región que se recupera con vigor, en que la demanda interna comienza a tomar un rol protagónico en la recuperación. Como consecuencia de ello la región pasa a hacer una contribución positiva a la reducción de los desequilibrios globales, gracias a la ampliación – dentro de rangos acotados – de su déficit en cuenta corriente. Si bien existen algunos riesgos de inflación, los bancos centrales han iniciado ya el ciclo de reducción del impulso monetario, o están señalizando que empezarán en breve.

Las presiones para la apreciación de las monedas han sido contenidas mediante el uso de los instrumentos habituales de los bancos centrales, y el aumento de la aversión global al riesgo podría atenuar estas amenazas, siempre y cuando se mantenga todavía en un nivel acotado.

A mediano plazo vemos una región que parece estar dejando atrás una volatilidad crónica derivada de la debilidad de sus cuentas fiscales y de su elevada dependencia del financiamiento externo, con poca capacidad para controlar las variables monetarias. Los progresos en todos estos frentes son hoy evidentes y han pasado con éxito la exigente prueba a que los sometió la emergencia económica y financiera de 2008-09 y los mercados han reconocido esto a través de caídas en las primas de riesgo (absolutas y relativas) y mejoras en la clasificación de riesgo de varios de ellos. En los años que vienen estos países tienen el reto de demostrar que estas mejoras son perdurables para poder capitalizar sus beneficios en mayor crecimiento potencial.

Tabla 1

**PIB (% a/a)**

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

América Latina 5: Arg, Chi, Col, Per y Ven. América Latina 6: América Latina 5 + Bra. América Latina 7: América Latina 6 + Mex

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

**Inflación (% a/a, promedio)**

	T1 09	T2 09	T3 09	T4 09	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	T1 11	T2 11	T3 11	T4 11	2009	2010	2011
Argentina	19,7	16,7	14,5	15,8	19,3	22,6	26,4	27,0	27,4	26,9	26,8	28,5	16,6	24,0	27,4
Brasil	5,8	5,2	4,4	4,2	4,9	5,1	5,3	5,3	5,1	4,9	5,0	4,8	4,9	5,1	5,0
Chile	5,6	3,1	-0,6	-1,9	-0,3	1,3	2,2	2,8	2,9	2,8	2,8	2,9	1,6	1,5	2,9
Colombia	6,1	3,8	3,2	2,0	1,8	2,4	2,8	3,4	3,3	3,1	2,8	3,2	3,8	2,6	3,1
México	6,2	6,0	5,1	4,0	4,8	4,9	5,1	5,6	4,8	4,5	4,2	4,2	5,3	5,1	4,4
Perú	5,6	4,0	1,9	0,4	0,7	1,2	1,9	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,9	1,5	2,4
Venezuela	28,5	27,4	28,9	26,9	31,9	29,9	30,2	32,8	31,9	30,6	29,2	28,1	26,9	32,8	28,1
<b>América Latina 5</b>	<b>15,1</b>	<b>12,8</b>	<b>11,5</b>	<b>10,9</b>	<b>13,3</b>	<b>14,4</b>	<b>16,0</b>	<b>17,0</b>	<b>17,0</b>	<b>16,5</b>	<b>16,1</b>	<b>16,5</b>	<b>12,3</b>	<b>15,6</b>	<b>16,2</b>
<b>América Latina 6</b>	<b>10,0</b>	<b>8,6</b>	<b>7,6</b>	<b>7,2</b>	<b>8,7</b>	<b>9,3</b>	<b>10,1</b>	<b>10,6</b>	<b>10,5</b>	<b>10,2</b>	<b>10,0</b>	<b>10,1</b>	<b>8,3</b>	<b>9,8</b>	<b>10,0</b>
<b>América Latina 7</b>	<b>8,8</b>	<b>7,8</b>	<b>6,9</b>	<b>6,3</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>	<b>8,6</b>	<b>9,1</b>	<b>8,8</b>	<b>8,5</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>	<b>7,4</b>	<b>8,4</b>	<b>8,3</b>

América Latina 5: Arg, Chi, Col, Per y Ven. América Latina 6: América Latina 5 + Bra. América Latina 7: América Latina 6 + Mex

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

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

	T1 09	T2 09	T3 09	T4 09	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	T1 11	T2 11	T3 11	T4 11	2009	2010	2011
Argentina	3,5	3,7	3,8	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1	4,3	4,5	4,7	4,9	3,7	4,0	4,6
Brasil	2,3	2,0	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	2,0	1,8	1,8
Chile	607	567	545	519	519	520	505	510	514	515	522	530	551	513	520
Colombia	2.477	2.090	1.987	2.016	1.909	1.998	2.016	1.973	1.953	1.921	1.859	1.903	2.142	1.974	1.909
México	14,4	13,3	13,3	13,1	12,8	12,2	12,2	12,0	12,2	12,4	12,4	12,4	13,5	12,3	12,4
Perú	3,2	3,0	3,0	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	2,8	2,7	3,0	2,8	2,8
Venezuela	2,2	2,2	2,2	2,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	2,15	4,3	4,3

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

**Tipos de interés (% , promedio)**

	T1 09	T2 09	T3 09	T4 09	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	T1 11	T2 11	T3 11	T4 11	2009	2010	2011
Argentina	13,3	12,8	12,6	10,7	9,6	9,9	12,2	15,0	16,0	16,0	16,0	16,0	12,4	11,7	16,0
Brasil	11,3	9,3	8,8	8,8	8,8	10,3	11,5	11,5	11,5	11,5	11,0	11,0	9,5	10,5	11,3
Chile	4,8	1,3	0,5	0,5	0,5	0,6	1,3	2,5	3,8	4,5	5,3	5,9	1,8	1,2	4,9
Colombia	7,0	4,5	4,0	3,5	3,5	3,0	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	4,75	3,25	4,75
México	7,5	5,1	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	5,0	5,5	6,3	6,5	6,5	5,4	4,6	6,2
Perú	6,3	4,0	1,5	1,3	1,3	1,3	1,8	2,3	2,9	3,4	3,9	4,3	3,3	1,6	3,6
Venezuela	17,7	14,6	14,5	14,5	14,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	14,5	13,5	13,5

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

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

	Consumo privado (% a/a)			Consumo Gobierno (% a/a)			Inversión (% a/a)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>Argentina</b>	-4,1	3,8	2,7	7,3	8,9	5,0	-10,1	6,0	5,9
<b>Brasil</b>	4,1	6,7	4,8	3,7	1,9	2,3	-10,0	17,7	10,1
<b>Chile</b>	0,9	2,6	4,6	6,8	4,3	4,2	-15,3	11,2	13,9
<b>Colombia</b>	0,0	3,7	4,1	2,7	1,7	1,1	-5,0	6,7	8,1
<b>México</b>	-6,2	1,5	2,3	2,3	0,2	1,8	-9,9	0,9	7,1
<b>Perú</b>	2,4	3,2	3,9	16,5	6,2	3,7	-8,6	9,8	6,2
<b>Venezuela</b>	-3,2	-1,1	1,0	2,3	5,3	4,1	-8,2	-1,3	1,0
<b>América Latina 5</b>	<b>-1,6</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>3,8</b>	<b>-9,2</b>	<b>5,9</b>	<b>6,5</b>
<b>América Latina 6</b>	<b>1,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>-9,6</b>	<b>12,4</b>	<b>8,5</b>
<b>América Latina 7</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>-9,7</b>	<b>9,0</b>	<b>8,1</b>

América Latina 5: Arg, Chi, Col, Per y Ven. América Latina 6: América Latina 5 + Bra. América Latina 7: América Latina 6 + Mex  
Fuente: BBVA Research

Tabla 6

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

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

\* Gobierno Central

América Latina 5: Arg, Chi, Col, Per y Ven. América Latina 6: América Latina 5 + Bra. América Latina 7: América Latina 6 + Mex  
Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

*Economista Jefe América del Sur*

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

**Myriam Montañez**  
+(562) 679 1354  
miriam.montanez@grupobbva.com

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*

**José Luis Escrivá**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

**Mayte Ledo**  
teresa.ledo@grupobbva.com  
Escenarios Financieros  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com  
Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com  
Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz2@grupobbva.com  
Regulación

*España y Europa:*  
**Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com  
Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com

*Mercados Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk  
Análisis Transversal Mercados Emergentes  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com  
Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com  
Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk  
América del Sur  
**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

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com  
Equity y Crédito  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com  
Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com  
Asset Management  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

*Estados Unidos y Mexico:*

**Jorge Sicilia**  
j.sicilia@bbva.bancomer.com  
Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com  
México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com  
Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Interesados dirigirse a:

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