

Situación Latinoamérica

Primer Trimestre 2012
Análisis Económico

- **La economía mundial se desacelera.** El crecimiento se recuperará en la segunda mitad de 2012, liderado por las economías emergentes.
- **Los riesgos a las previsiones de crecimiento mundial están fuertemente sesgados a la baja,** dada la continuación de la crisis soberana y financiera en Europa.
- **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 arriesgado y el peligro de recesión, especialmente en Europa.
- **La inflación ha sorprendido al alza en meses recientes, lo que** podría generar un dilema para los bancos centrales si se mantiene esta tendencia en los próximos meses.
- **Fortaleza en cuentas externas y fiscales,** constituyen un importante apoyo frente a un deterioro de la economía global.

Índice

1. Desaceleración global y recesión en Europa.....	3
2. Convergencia a un crecimiento más cercano a la tendencia	5
3. Buenas condiciones para resistir ante empeoramiento del entorno global	9
4. Tablas	14

Fecha de cierre: 31 de enero de 2012

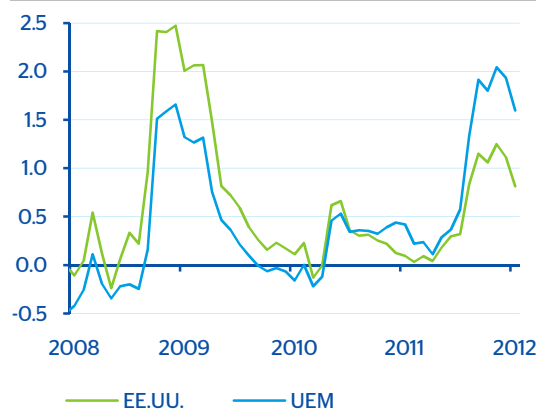
1. Desaceleración global y recesión en Europa

La economía mundial se desaceleró al final de 2011, pero rebotará en la segunda mitad de 2012, apoyada en las economías emergentes

La economía mundial se desaceleró marcadamente en los últimos trimestres de 2011. Esto fue el resultado de un crecimiento más débil en Europa (con un crecimiento negativo ya en el cuarto trimestre) y la desaceleración en las economías emergentes, en torno al 1% trimestral a finales de 2011, su menor tasa de crecimiento desde la crisis de 2008. Sin embargo, los determinantes de esta desaceleración no pueden ser más diferentes en ambas áreas. Europa está empezando a sentir los efectos de unas tensiones financieras persistentemente elevadas desde septiembre (véase gráfico 1), dada la falta de avances importantes para resolver su crisis soberana y financiera. Por otro lado, la desaceleración en las economías emergentes, además del ser consecuencia del peor entorno internacional, es en parte resultado de un tono menos acomodaticio de las políticas económicas hasta el primer semestre de 2011, orientadas a evitar el sobrecalentamiento.

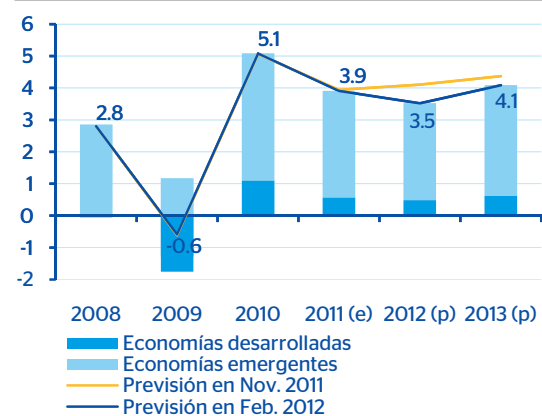
De cara al futuro, esperamos una acción decidida de las autoridades europeas que poco a poco disminuya las tensiones financieras en Europa y también la aversión al riesgo global, condicionando una recuperación global en el segundo semestre de 2012. La mayor contribución a la recuperación, sin embargo vendrá de las economías emergentes, ya que sus tasas de crecimiento recuperarán su diferencial histórico de alrededor de 4 puntos porcentuales con respecto a las de los países desarrollados, al tiempo que sus políticas económicas vayan girando hacia un mayor apoyo al crecimiento. Al mismo tiempo, a pesar de que EE.UU. crecerá menos que en recuperaciones anteriores, se desacoplará de la recesión en Europa en la primera mitad del año. Por todos estos factores, respecto a nuestras previsiones en noviembre, revisamos a la baja el crecimiento mundial en 0,6pp en 2012 y 0,3pp en 2013, hasta 3,5% y 4,1%, respectivamente (gráfico 2).

Gráfico 1
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento mundial (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

La falta de avances decisivos en la resolución de la crisis europea hace que la zona del euro represente el principal riesgo para las perspectivas mundiales

Incluso con la revisión a la baja de las tasas de crecimiento en Europa y los países emergentes, los riesgos sobre la previsión de crecimiento mundial siguen estando sesgados marcadamente a la baja. Estos riesgos seguirán dependiendo de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa, que no ha disminuido significativamente y tiene el potencial de profundizar la recesión en marcha y contagiar a otras regiones a través de los vínculos comerciales, exposición financiera y un incremento en la aversión global al riesgo.

Aunque ha habido algunos avances desde octubre, -principalmente la provisión de liquidez a largo plazo por parte del BCE y algunos acuerdos para una mayor disciplina fiscal- es necesario que haya avances más decididos en las tres principales líneas de acción para resolver la crisis en Europa. En primer lugar, en el frente soberano, las preocupaciones sobre la solvencia de Grecia deben ser eliminadas finalizando e implementando el acuerdo con los tenedores privados de bonos. Al mismo tiempo, se deben disponer de los recursos para erigir un cortafuego de tamaño considerable, que lo haga creíble para evitar el contagio a los países con problemas de liquidez. En segundo lugar, deben seguir impulsándose las reformas para aumentar el crecimiento, incluidas las destinadas a la reparación de los balances de las instituciones financieras pero teniendo cuidado de evitar un repentino desapalancamiento y una reducción del crédito al sector privado. Finalmente, son necesarios mayores avances en la gobernanza de la zona euro para fortalecer la unión monetaria, facilitando la implementación de cortafuegos soberanos y estableciendo una hoja de ruta clara para una unión fiscal.

En línea con estos tres puntos, las perspectivas para Europa mejorarían sustancialmente si el pacto fiscal que previsiblemente se acuerde en la cumbre de la UE en marzo es finalmente aprobado a nivel nacional y se implementa rápidamente, junto con las reformas económicas propuestas por los países periféricos para reducir su vulnerabilidad y aumentar su crecimiento a largo plazo. La rápida implementación de esa parte del "gran acuerdo" implícito entre los países centrales de Europa y la periferia permitirá que la discusión gire hacia la implementación de dos medidas urgentes para reducir el estrés soberano en Europa. En primer lugar, un aumento rápido de los recursos disponibles para construir un cortafuegos soberano alrededor de Grecia, quizás con una acción más decidida por parte del BCE; en segundo lugar, tener en cuenta el efecto negativo de un ciclo más débil sobre la capacidad de la mayoría de los países europeos para cumplir los objetivos de déficit acordados con la UE.

El mantenimiento de tensiones financieras elevadas ha empujado a Europa hacia la recesión. La brecha de crecimiento con EEUU se ampliará en los próximos dos años

Las tensiones financieras en Europa siguen en niveles mayores que los observados después de la caída de Lehman Brothers en 2008 (Gráfico 1). Esto, junto con el efecto del ajuste fiscal en los países periféricos, implica una revisión a la baja de nuestras proyecciones de crecimiento en Europa respecto a hace tres meses. Ahora prevemos un crecimiento negativo al menos en el primer semestre de 2012, y del -0,5% para el año en su conjunto, con una recuperación lenta en 2013. Sin embargo, es importante señalar que estas proyecciones dependen de una rápida resolución de la crisis y una notable reducción de las tensiones financieras a partir de la segunda mitad de 2012, para evitar un efecto más agudo sobre el crecimiento. Dentro de Europa, el crecimiento entre el centro y la periferia seguirá mostrando fuertes diferencias, en parte debido al fuerte ajuste fiscal en marcha en ésta última.

Contrariamente a Europa, el crecimiento en EE.UU. se mostrará resistente en 2012, al igual que en el segundo semestre de 2011. Nuestro pronóstico se mantiene sin cambios respecto a hace 3 meses, con un crecimiento del 2,3% en 2012 y 2,2% en 2013. Sin embargo,

esta recuperación será más débil que la observada en las fases post-recesivas previas, y está sujeta a los riesgos que emanan de Europa y el riesgo interno de una alta incertidumbre sobre la política económica, incluyendo un posible fuerte ajuste fiscal en 2013 (como la expiración de exenciones tributarias y recortes automáticos del gasto relacionados con el acuerdo para el techo de la deuda). Además, la debilidad del mercado inmobiliario, las restricciones de crédito y el desapalancamiento en marcha limitará el ritmo de crecimiento del consumo. En definitiva, hacia delante vemos más riesgos a la baja que al alza en los EE.UU.

Las economías emergentes avanzan hacia un aterrizaje suave, apoyados en una resistente demanda interna. Las políticas económicas girarán hacia el apoyo al crecimiento

Un aspecto importante de la actual crisis es que la confianza dentro de las economías emergentes ha sido muy resistente, en comparación con la caída de Lehman Brothers en 2008. Uno de los posibles determinantes de esta resistencia es lo sorpresivo de la caída de Lehman (algo ausente en la crisis europea) y la diferente velocidad a la que cada uno de los dos episodios se ha desarrollado (la crisis europea avanza en "cámara lenta"). Esto ha permitido que la demanda interna en las economías emergentes se haya mantenido robusta, aun cuando algunos de los efectos de una mayor aversión global al riesgo se han reflejado en los mercados financieros en la región, a través de menores flujos de entrada de capital, algunas repercusiones negativas en la financiación del comercio internacional, la reducción de precios de los activos y menores tipos de cambio.

La desaceleración en las economías emergentes en 2011 hizo que su diferencial de crecimiento con respecto a las economías avanzadas llegase a cerca de 3 puntos porcentuales a finales de 2011, por debajo de los usuales 4 puntos porcentuales observados desde el comienzo de la década del 2000. Esperamos que la aversión global al riesgo siga siendo elevada, pero vaya disminuyendo lentamente en la segunda mitad de 2012, en línea con la esperada reducción gradual de las tensiones en Europa. Además, las políticas económicas aprovecharán los márgenes de maniobra que se vayan abriendo (como la reducción de las presiones inflacionistas y cierto espacio fiscal) y girarán cada vez más hacia el apoyo al crecimiento, en contraste con el endurecimiento experimentado en la primera parte de 2011. Esto permitirá que la demanda interna continúe apoyando el crecimiento de la región, frente a un entorno exterior aún difícil. En este contexto, esperamos que las economías emergentes recuperen tasas de crecimiento cercanas al 2% trimestral a finales de 2012 (desde el 1% al cierre de 2011), y que crezcan un 6,2% para el año en su conjunto. La principal excepción a este buen desempeño se concentrará en los países emergentes de Europa, que se verán más afectados por sus mayores vínculos comerciales y financieros con la zona del euro.

2. Convergencia a un crecimiento más cercano a la tendencia

Se generaliza la desaceleración

En los últimos meses del año pasado y con más claridad a partir de diciembre, se generaliza y se consolida la desaceleración económica en la región. A ello han concurrido factores muy diversos, pero el resultado final parece bastante claro: la región está convergiendo a un ritmo de crecimiento normal, cercano al aumento de la capacidad productiva de las economías.

Como decíamos antes, hay factores muy diversos detrás de este fenómeno. Uno que es bastante generalizado es el hecho que la inflación ha sido algo más alta que lo esperado, especialmente en Chile y Perú, lo que ha limitado los aumentos en el poder de compra de los consumidores, en un contexto de fuerte aumento del empleo y salarios. Otro factor común es

el aumento en la aversión al riesgo global a comienzos del último trimestre del año pasado, que se reflejó en presión sobre las monedas y un mayor grado de incertidumbre. En Argentina esto último pesó muy fuerte, porque la depreciación del real acentuó las presiones sobre el peso y ello derivó en problemas de liquidez y controles en el mercado cambiario. Por otra parte, una incipiente sequía, posiblemente ligada a la reaparición del fenómeno climático La Niña ha afectado las perspectivas para las cosechas de granos en Argentina, Paraguay, Uruguay y Brasil, lo que también ha contribuido a la desaceleración de la demanda interna. En el caso de Colombia, donde la recuperación de la demanda interna llegó más tarde y todavía continúa, el Banco Central ha seguido subiendo tasas para promover su ralentización. Los precios de materias primas, especialmente el cobre, también sufrieron un ajuste a la baja en octubre lo que también ha afectado las perspectivas para el año.

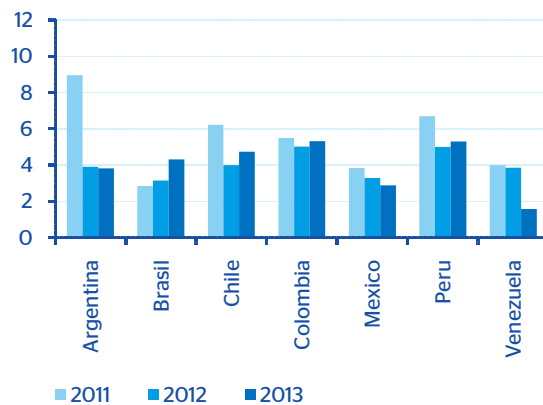
Sin embargo, el ajuste en la demanda interna ha sido moderado, e incluso en países como Chile, hay un grado de duda razonable respecto de ella es suficiente como para lograr que la inflación retorne a tasas cercanas a la meta en el curso del año. Por otra parte, persiste el buen comportamiento de la inversión en capital fijo, impulsada en parte por inversiones extranjeras en áreas de recursos naturales (Chile, Colombia, Perú) lo que unido a expectativas de un mejor desempeño de la inversión pública (Brasil, Colombia, Perú) permite anticipar que la demanda interna seguirá respaldando un crecimiento satisfactorio en la región.

El caso de México es algo distinto al del resto de la región: ese país fue especialmente golpeado en 2009 por el efecto de la crisis la gripe porcina y el impacto directo sobre actividad y empleo de la recesión en los Estados Unidos. La demanda interna se resintió por ello y su proceso de recuperación ha sido más tardío que en el resto de la región y recién en 2011 comienza a consolidarse con fuerza, razón por la cual las presiones para el retiro del estímulo monetario han sido mucho menores. Con todo se mantienen las perspectivas de una desaceleración hasta el 3.3% en 2012 desde el casi 4% que se registrará en 2011. Ello resulta consistente con una demanda externa que no mejorará significativamente en 2012 a la vez que las condiciones de financiamiento de la economía, tasas y acceso al fondeo, también dejarán de mejorar o se deterioran en algunos segmentos. Todo ello frenará la creación de empleo y la capacidad de gasto de los hogares y la inversión empresarial.

Por todo lo anterior esperamos un crecimiento de la región del orden 4,4% en 2011, liderada por Panamá (9,4%) y Argentina (9,0%), seguido por un aumento de 3,6% en 2012, para luego retornar a tasas cercanas a 4% en los siguientes años. El principal soporte de este crecimiento es la demanda interna, que habría crecido 5,6% en 2011 y esperamos que desacelere a 4,5% en 2012, para luego converger gradualmente a tasas de crecimiento cercanas a 4%. A nivel agregado estas cifras se ven compensadas por ligeras revisiones a la baja del crecimiento en 2012, con la excepción de Perú que mantiene su previsión inalterada gracias a que una mejora en el clima de negocios local compensa el deterioro externo. En términos de los países, destacan Panamá, Perú y Colombia entre los que más crecen en el período 2012-15, con tasas superiores al 5% promedio en el período. Nuestras previsiones de crecimiento para Paraguay también son auspiciosas (sobre 5% promedio en dicho período), pero ellas están muy condicionadas a una pronta superación de los problemas sanitarios que han afectado sus exportaciones de carne, así como por la prevalencia de condiciones climáticas benignas para la agricultura, y la producción de soja en particular. En Uruguay, un 3T11 mejor a lo esperado augura un cierre de 2011 con un crecimiento superior a 6,2%, pero mantenemos nuestra previsión de 4,4% en 2012 ya que las dudas sobre el impacto de la sequía en el sector agropecuario y de energía, junto con los efectos de los controles cambiarios en Argentina sobre la temporada turística aún son inciertos y se conocerán recién a fines de 1T12.

Gráfico 3

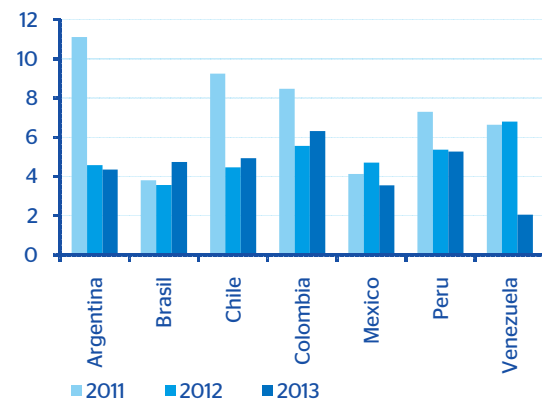
Crecimiento del PIB (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4

Crecimiento de la Demanda Interna (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Sin embargo la inflación sigue sin remitir al ritmo que se esperaba

No todo es positivo sin embargo: tal como se mencionó anteriormente, la inflación ha dado algunos dolores de cabeza, aunque leves, a los bancos centrales de la región. Si se comparan las tasas de inflación para 2011 proyectadas en octubre, vemos que en 5 de los 7 países más grandes la región la inflación terminó superando la previsión, siendo el caso de Chile el más llamativo, dado que ésta terminó en 4,4% anual, superando en 1,1 p.p. la previsión de entonces y quedando por encima del rango superior de la banda-objetivo del Banco Central de ese país. En los demás países las desviaciones fueron mucho menores - entre 0,1% y 0,4% - y sólo en Venezuela y Argentina la inflación terminó ligeramente por debajo de lo esperado. Paraguay se ha destacado en este ámbito, ya que la inflación ha caído abruptamente a niveles de 5%, en línea con los objetivos oficiales, después de haber rondado 10% por algunos meses. Una política monetaria restrictiva y la baja en la inflación importada han sido determinantes en este resultado. En cambio, en Uruguay se ubicó en 8,6%, significativamente por encima del rango meta del BCU y a pesar del aumento abrupto en la TPM de diciembre 2011 (que pasó de 8% a 8,75%) y la relativa fortaleza del tipo de cambio, nuestras expectativas y las de consenso para 2012 la colocan aún por encima del 6% requerido, aunque en descenso con respecto al año previo.

Las sorpresas al aumento en inflación tienen un componente transitorio derivado de alzas en precios de alimentos que posteriormente se han revertido. Sin embargo, no se puede descartar que también haya influido la depreciación de las monedas en la última parte del año, la que en un contexto de elevado dinamismo de la demanda interna debería tener una mayor traslación a precios que en períodos de ajuste. En ese contexto, no es sorprendente que en Brasil la desviación de la inflación sea apenas de 0,1%, dado que en dicho país la desaceleración en la demanda interna ha sido mucho más pronunciada, al punto que la preocupación por una eventual recesión llegó a desplazar la atención por la inflación, al menos por algunas semanas. De hecho, los últimos indicadores de corto plazo insinúan ya una incipiente reactivación de la demanda interna en los últimos meses.

En el caso de la economía mexicana, el repunte de la inflación tiene que ver exclusivamente con choques de oferta en alimentos, subidas de tarifas energéticas y, en menor medida, algún traspaso de la fuerte depreciación del peso a lo largo del último cuatrimestre de 2011. Las presiones desde la demanda no se dan dada la capacidad disponible en los mercados de factores tras la intensa recesión de 2009. No se dan presiones salariales ni en el mercado de crédito.

Hacia el futuro, la combinación de monedas apreciadas respecto a las vigentes a comienzos del último trimestre del año pasado, correcciones a la baja de precios de alimentos y menores presiones de la demanda interna deberían ayudar a que la inflación converja hacia las metas oficiales.

de los respectivos países. En la medida que la última condición no se de, persistirá el riesgo de que la inflación siga por encima de las metas oficiales, lo que podría alterar la trayectoria de tipos de interés oficiales que en países como Chile y Colombia están anticipando los mercados.

Vaivenes cambiarios ante los temores sobre la economía global

Los últimos meses han estado marcados por fuertes presiones sobre las monedas, que han cambiado de dirección dependiendo de los cambios en el grado de aversión al riesgo en los mercados globales. Estas presiones además han sido amplificadas por las fluctuaciones de los precios de materias primas, que dentro del marco de fortaleza subyacente, también han sido afectados por los fuertes cambios en percepciones respecto del futuro de la economía global.

Es así como en septiembre, en medio de las crecientes preocupaciones por el destino de los países del sur europeo, las divisas latinoamericanas más flexibles (Brasil, Chile y México) experimentaron depreciaciones entre 10% y 20%, después de un largo período de recuperación que las había llevado a niveles similares a los imperantes antes de la crisis de 2008. Con ello se detuvo la presión para contener entradas de capitales e incluso se levantaron restricciones en algunos países, mientras en otros los bancos centrales pasaron de ser compradores de divisas a ser vendedores netos. A partir de octubre las monedas se estabilizaron, cesaron las intervenciones -con excepción de Argentina donde factores de riesgo local se tradujeron en salidas de capitales mayores a las habituales y que se normalizaron en diciembre luego de la imposición de controles impositivos a la compra de divisas y la desactivación de expectativas de devaluación post-elecciones- e incluso han vuelto a aparecer presiones leves para la apreciación de las monedas en respuesta a la menor aversión al riesgo global.

Nuestra visión es que la desaceleración económica global va a manifestarse finalmente en una corrección a la baja acotada de los precios de los principales productos básicos que exportan los países latinoamericanos, y que las tensiones en los mercados financieros seguirán vigentes, porque los problemas de algunos países europeos no se van a desvanecer. Frente a ello, la tendencia general de las monedas de la región, con excepción de Colombia y Perú, debería ser a una depreciación moderada, combinada con uso de reservas internacionales. En nuestro pronóstico aquellos países que están dispuestos a intervenir con más fuerza para atenuar las fluctuaciones cambiarias, como es el caso de Perú, por ejemplo, van a experimentar una menor variación y viceversa, siendo Chile el caso opuesto, con una muy pequeña o nula intervención cambiaria y mayor depreciación de la moneda.

Deterioros marginales en las cuentas fiscales y externas

En 2011 prácticamente todos los países terminaron con resultados fiscales y de cuenta corriente menos positivos de los que se anticipaban en octubre. En ello han influido las sorpresivas caídas en precios de productos básicos como el petróleo, cobre y soja en el último trimestre del año, que se vieron reforzados por mayores importaciones. En el caso de las cuentas fiscales el deterioro es menos notorio debido a que el ciclo interno y las propias sorpresas al alza de la inflación han ayudado a compensar al menos en parte la caída de los precios de productos básicos. Con todo, estas cuentas siguen en terrenos muy sólidos cuando se las compara con otros países como en relación a los desempeños históricos.

Respecto de las cuentas fiscales, Chile y Perú presentan cuadros extraordinariamente sólidos, con saldos totales positivos o muy cercanos al equilibrio y con cuantiosos ahorros para enfrentar una eventualidad adversa. Ambos países gozan de amplio acceso al crédito externo y tienen bajos niveles de deuda pública. En un segundo escalón podríamos colocar a Brasil, Colombia y México, que si bien presentan déficits en el rango de 2-3% del PIB, tienen niveles de deuda pública manejables y gozan de acceso al crédito sin mayores problemas. Panamá tiene en común con estos países el que tiene un acceso fluido a los mercados, pero enfrenta un elevado déficit en cuenta corriente y un marcado aumento del déficit fiscal, que está llegando a los límites que impone la ley, razón por la cual sería deseable un ajuste fiscal. Finalmente tendríamos un tercer escalón

donde pondríamos a Argentina y Venezuela, que no enfrentan una crisis fiscal ni una necesidad imperiosa de ajustes inmediatos, están muy vulnerables tanto a precios de productos básicos como a ciclo, en parte porque su acceso al financiamiento externo es limitado. En estos dos países sería aconsejable poner en práctica un ajuste fiscal (de hecho Argentina ya lo está haciendo) y tomar las medidas necesarias para recuperar el acceso a mercados financieros internacionales.

En lo que respecta a las cuentas externas la situación también es muy sólida, entre otras cosas porque todos los países han acumulado reservas internacionales durante este último período de altos precios de productos básicos. La llamada "guerra de divisas" ha significado en la práctica que la fortaleza de las divisas latinoamericanas ahora se encuentra respaldada no sólo por elevados términos de intercambio y los flujos de capitales, sino que también por el aumento en la posición neta de activos externos de prácticamente todos los países.

3. Buenas condiciones para resistir ante empeoramiento del entorno global

Uno de los mayores riesgos que enfrenta la economía global y América Latina en particular, es un agravamiento de la situación en Europa, que se traduzca en un freno a los flujos de capitales, que unido a una caída importante de precios de productos básicos podría complicar el escenario delineado anteriormente.

Tal como se describe en la primera sección hay tres canales de transmisión importantes hacia la región: (i) El canal financiero, que en un evento de esta naturaleza posiblemente se traduciría en mayores primas de riesgo y eventualmente un cierre -posiblemente temporal- de líneas de crédito y flujos de cartera para la región, (ii) El segundo corresponde al canal comercial, donde estimamos que el impacto va a estar muy diferenciado dependiendo de la estructura de comercio exterior de los países: es así como en aquellos países exportadores de manufacturas (bienes finales o partes) como México, buena parte de América central y el Caribe y, en menor medida, Brasil el impacto más fuerte será en las cantidades exportadas, con efectos indirectos sobre el empleo. En el otro extremo tenemos países con una estructura comercial muy sesgada a productos básicos (Venezuela y Colombia, petróleo; Chile y Perú, cobre y otros minerales; Argentina, Uruguay y Paraguay, granos y carne; Panamá a los servicios brindados por el Canal y, por ende a la evolución de los volúmenes de comercio, etc.) donde el mayor impacto provendrá de la caída en los precios de dichos bienes y (iii) El tercer y último canal es el de las expectativas de consumidores y empresarios locales. Éste factor fue determinante en el hecho que casi todos los países de la región sufriesen una recesión en 2009, a pesar de tener fundamentos sólidos, ya que la confianza colapsó, arrastrando tanto al consumo como la inversión. En esta ocasión pensamos que el efecto será menor porque los países ya pasaron por la experiencia anterior y han visto que sus efectos fueron transitorios, a diferencia de lo que ocurrió con Europa.

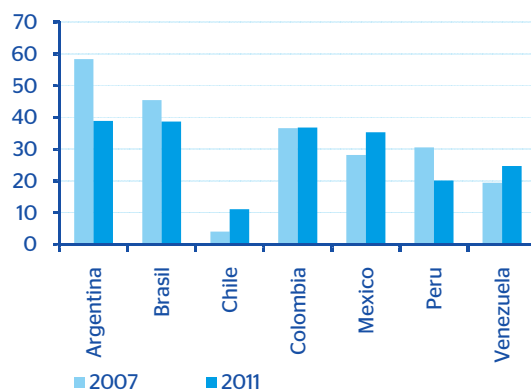
Para evaluar la situación de la región en la eventualidad de un deterioro de la economía global es bueno dar un breve repaso a aquellos factores que han cambiado respecto de 2008.

Deuda pública y déficits fiscales

Uno de los factores determinantes de la vulnerabilidad de las economías en la actualidad es la situación de las finanzas públicas. Ella depende tanto de la posición de activos (Deuda Pública y Activos en poder del Estado) y de las necesidades de financiamiento, determinadas tanto por el déficit o superávit total y las amortizaciones de deuda. En ambas dimensiones se observa una situación muy sólida de América Latina (Gráficos 5 y 6). Al examinar el tamaño de la deuda pública, lo primero que se destaca es el bajo nivel de ésta en relación al PIB en toda la región: en ningún país llega al 40% y en la mayoría de los países ha bajado respecto de los niveles previos a la crisis de 2008, a pesar de que en la mayoría de los casos se aplicaron políticas de estímulo fiscal para contrarrestarla.

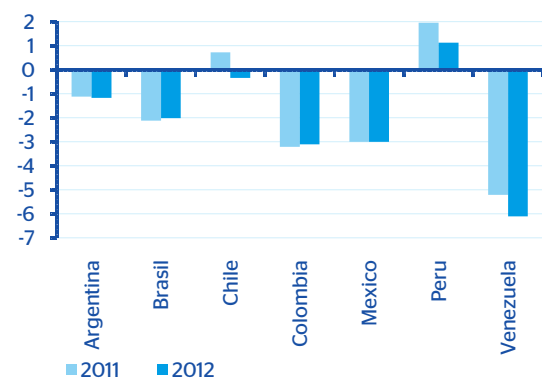
Por otra parte, cuando se examina la evolución del déficit fiscal observamos que estos se han mantenido en rangos limitados y prudentes, incluso bajo un escenario adverso en donde la economía global se deteriore, como consecuencia de una agudización de los problemas de la Eurozona, no esperamos incrementos en los déficits. Esto se fundamenta en que bajo esa situación los efectos tanto del menor crecimiento como de las caídas de ingresos asociados a las rentas de materias primas serían suavizados por mayores estímulos fiscales. Sólo en Venezuela vemos la necesidad de un ajuste fiscal que lleve a reducir el déficit, debido a la extrema dependencia de los ingresos fiscales del precio del petróleo.

Gráfico 5
Deuda pública 2007 y 2011 (% PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6
Déficit fiscal 2011 y 2012 (% PIB)

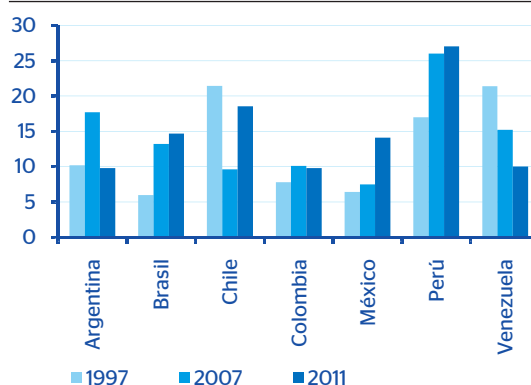


Fuente: BBVA Research

Significativo aumento en la posición de activos de los países

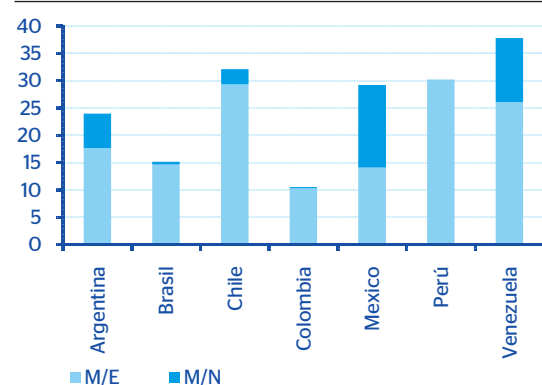
Una de las razones que fundamentan nuestro optimismo sobre la región es el hecho que después de 2008 los países han reforzado significativamente su posición de activos domésticos y externos. La presión por evitar una apreciación excesiva de las monedas llevó a intervenciones cambiarias que se tradujeron en una importante acumulación de reservas internacionales en prácticamente todos los países, con excepción de Venezuela y Argentina. Por otra parte, la fuerte reactivación en 2010-11, unida a elevados precios de materias primas tonificó las arcas fiscales de toda la región, lo que permitió que casi todos los gobiernos acumularan cuantiosos recursos, que se han mantenido en depósitos en moneda local y extranjera (Gráficos 7 y 8).

Gráfico 7
Reservas internacionales en 1997, 2007 y 2011 (% PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 8
Activos financieros públicos por monedas en 2011 (% PIB)



Fuente: BBVA Research

En estos gráficos se aprecia la sólida posición de activos de Chile y Perú, así como la significativa mejora en Brasil, que al ser una economía más cerrada que las anteriores tiene menos requerimientos de recursos en dólares para financiar eventuales contracciones de las líneas de crédito externas para financiamiento de operaciones de Comercio Exterior. Llama la atención también el cambio en la posición de activos externos del sector público en Venezuela, donde menores reservas internacionales en relación a episodios complicados del pasado, se ve compensado por una fuerte acumulación de recursos en entidades fiscales y parafiscales.

Hay capacidad para impulsar políticas contra cíclicas

Dado que estos países cuentan con posiciones fiscales sólidas y sistemas financieros saludables, y que además en los últimos años se ha probado y enriquecido el conjunto de instrumentos para proporcionar liquidez y promover el crédito en la eventualidad de un empeoramiento del entorno global, cabe esperar que las autoridades reaccionen con más fuerza y oportunidad que en 2009. Por otra parte, los mercados reconocen hoy la mayor solidez de LATAM, cuestión sobre la que había más dudas ese año.

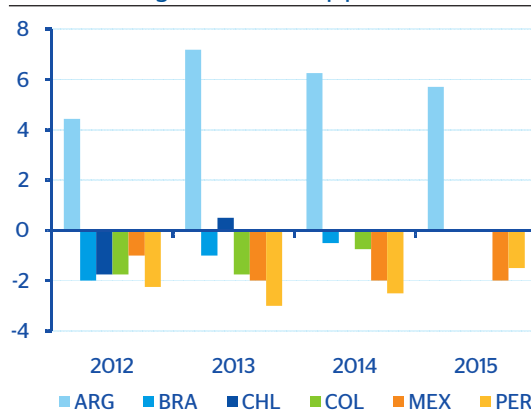
En nuestras previsiones hemos incorporado esto, partiendo de la base que los mercados internacionales posiblemente penalizarían con más fuerza que antes un deterioro permanente de las cuentas fiscales, lo que se debería traducir en un mayor protagonismo de los instrumentos monetarios en esta eventualidad. Nuestra mejor estimación de las reacciones de política monetaria y fiscal en esta eventualidad aparece en los gráficos 9 y 10.

Respecto de la política monetaria, en todos los casos salvo Argentina, vemos que las autoridades bajan los tipos de interés oficiales en relación al escenario base, difiriendo en la cuantía y extensión de dicho estímulo, pero no en la dirección del mismo. En el caso de Argentina, estimamos que las tasas de mercado (Badlar) que son las usadas en este gráfico deberían subir debido al impacto de un deterioro global sobre los depositantes en el sistema financiero, lo que los llevaría a aumentar la dolarización de sus activos. De ocurrir esto, una reacción adecuada de las autoridades que restaure confianzas podría ser fundamental para levantar esta restricción.

En lo relativo a los estímulos fiscales, vemos que estos serán importantes, pero no tan fuertes como en 2008-09 porque la sensibilidad de los mercados globales ante eventuales problemas de solvencia soberana es hoy mucho mayor que en 2009, lo que debería aminorar el activismo fiscal, incluso en países con tan buenos indicadores de solvencia como Chile y Perú.

Gráfico 9

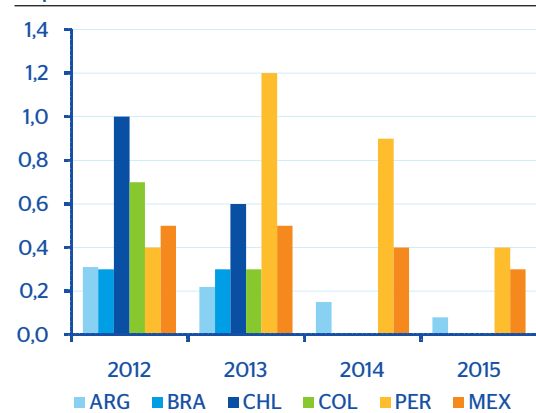
Diferencia en tipos de interés riesgo menos base (p.p.)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 10

Impulso fiscal discrecional (% PIB)

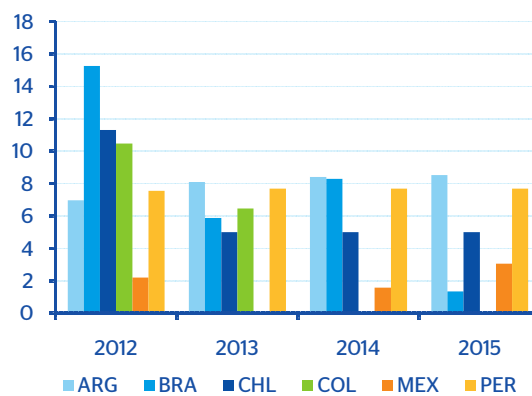


Fuente: BBVA Research

La otra área de intervención pública importante es la referida a la política cambiaria y manejo de reservas. En este caso hay más disparidades dependiendo de la preferencia manifestada por las autoridades económicas por mayor flexibilidad cambiaria (tolerancia a la depreciación, en este caso) y utilización de reservas para amortiguarlas. Los gráficos 11 y 12 muestran nuestra mejor proyección de cuál sería la respuesta de las autoridades en ambos frentes, en la eventualidad de un fuerte deterioro de la economía global.

Gráfico 11

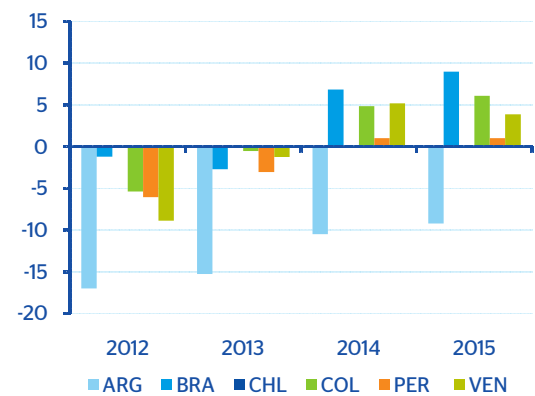
Depreciación de las monedas respecto de escenario base (p.p.)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 12

Cambio anual en RIN respecto de 2010, en escenario de riesgo (%)



Fuente: BBVA Research

Como se puede apreciar en los gráficos, todas las monedas terminan más depreciadas respecto del USD que en el escenario base, pero después del ajuste inicial en 2012, todas recuperan parte de las pérdidas en los años siguientes, salvo Argentina donde el diferencial entre la inflación interna y externa genera una presión por una depreciación continua en el tiempo. Vemos también que con excepción de Chile, todos los países usan reservas en forma muy activa para limitar las depreciaciones en 2012 y 2013, para luego volver a una posición compradora neta de divisas cuando las monedas comienzan a apreciarse. Argentina es el único país donde vemos una tendencia a seguir usando reservas, porque estimamos que mientras no se normalice la relación con los mercados financieros internacionales va a seguir proclive a continuar perdiendo reservas. Si bien las salidas de capital privado han vuelto a “normalizarse”, la reducción del superávit comercial resultará en que el excedente externo del sector privado sea insuficiente para compensar el déficit de divisas del sector público que las necesita para hacer frente a los vencimientos de deuda externa.

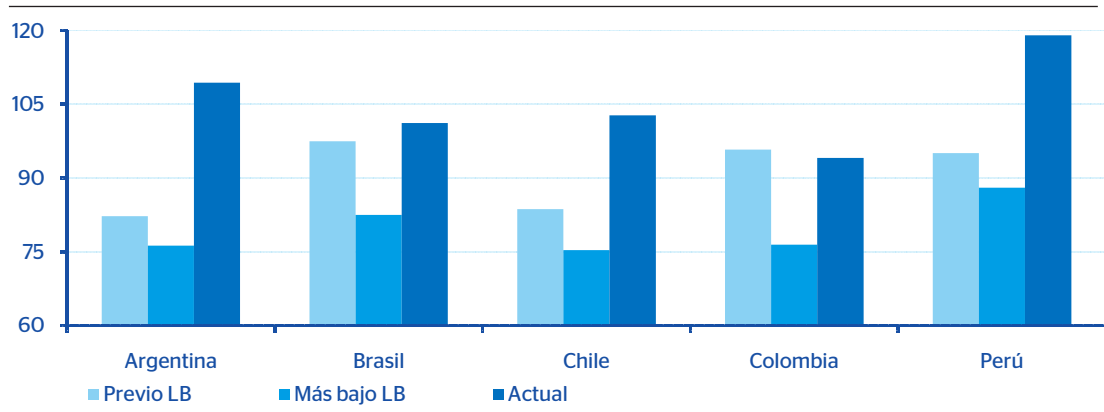
La gran incógnita: ¿Cómo reaccionarán los agentes privados locales frente a un deterioro global?

En 2008 las economías latinoamericanas mostraban indicadores objetivos casi tan buenos como los que vemos hoy, pero sin embargo la mayor parte de los países cayó en recesión (cortas y leves en comparación con eventos similares en el pasado), a pesar de que por primeras vez en décadas la gran mayoría de los países estuvo en condiciones de financiar fuertes estímulos fiscales y monetarios. Esta aparente paradoja se explica porque en un mundo muy conectado y cuando estaba en tela de juicio la continuidad del sistema económico global, los consumidores y empresarios se atemorizaron y cancelaron o postergaron gastos de inversión y consumo. Las expectativas provocaron un ajuste endógeno en la demanda interna de tal magnitud que casi todos los países vieron aumentar los saldos comerciales, a pesar del desplome de los precios de materias primas.

Nuestra impresión es que incluso si se materializa un escenario mucho peor en la economía global que el actual, esto no va a ocurrir, o si sucede será mucho más suave que en la ocasión anterior. La principal razón para ello es que los agentes económicos privados ya han vivido la experiencia anterior y saben que incluso un fuerte deterioro global no va a traducirse en un colapso de las economías emergentes. Si bien esto es una conjetura, alguna evidencia de ello se puede encontrar en la evolución de los índices de confianza de consumidores, que a su vez están muy correlacionados con el gasto en consumo privado, aunque con distintos rezagos en los diversos países. El gráfico 13 compara indicadores de confianza de consumidores en vísperas del colapso de LB, en el momento más bajo de éstos en dicho episodio y los del último trimestre del año pasado, cuando recrudecieron los temores a una crisis de deuda soberana en Europa. Lo más destacable en estos datos es que los niveles de confianza - en medio de las fuertes turbulencias en Europa - son hoy superiores a los prevalecientes antes de LB, lo que da cuenta de un cambio significativo de actitud. Puede ser ignorancia, irresponsabilidad o simplemente la tranquilidad de que los fundamentos son sólidos y los temores anteriores resultaron exagerados, pero el hecho es que parece difícil que en 2012 veamos un colapso endógeno del consumo y la inversión privada como los que vimos en 2008-09.

Gráfico 13

Índices de confianza de consumidores (T1 2008 = 100)



Fuente: BBVA Research

Todo el análisis previo nos lleva a pensar que incluso en un escenario de deterioro económico global América Latina continuará creciendo, pero a un ritmo más bajo que en el escenario base, de manera que para el conjunto de la región, el crecimiento del PIB en ese contexto sería del orden de 0,4% y si excluimos a los dos gigantes de la región (Brasil y México), en el rango de 1,7%. Luego del impacto inicial, sin embargo, esperamos una recuperación gradual que lleve a retomar tasas de crecimiento entre 3,5 - 4% anual, más cercanas a su actual ritmo de crecimiento potencial.

4. Tablas

Tabla 1
PIB (% a/a)

	2010	2011*	2012*	2013*
Argentina	8,7	9,0	3,9	3,8
Brasil	7,5	2,8	3,2	4,3
Chile	5,2	6,2	4,0	4,7
Colombia	4,3	5,5	5,0	5,3
México	5,4	3,8	3,3	2,9
Panamá	7,6	9,4	6,0	6,2
Paraguay	15,0	4,1	4,2	5,1
Perú	8,8	6,7	5,0	5,3
Uruguay	8,5	6,2	4,4	4,2
Venezuela	-1,5	4,0	3,8	1,6
América Latina	6,3	4,4	3,6	3,8

*Previsiones
Fuente: BBVA Research

Tabla 2
Inflación (% a/a, promedio)

	2010	2011*	2012*	2013*
Brasil	5,0	6,6	5,6	5,2
Chile	1,4	3,3	3,8	2,9
Colombia	2,3	3,4	3,6	3,6
México	4,2	3,4	3,8	3,5
Panamá	3,5	5,9	5,4	4,3
Paraguay	4,6	8,3	2,5	5,2
Perú	1,5	3,4	3,5	2,2
Uruguay	6,7	8,1	7,8	6,7
Venezuela	29,1	27,2	27,2	28,6
América Latina	6,4	6,9	6,7	6,6

*Previsiones
Fuente: BBVA Research

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

	2010	2011*	2012*	2013*
Argentina	3,9	4,1	4,7	5,6
Brasil	1,8	1,7	1,8	1,8
Chile	510	484	516	521
Colombia	1.899	1.848	1.797	1.762
México	12,6	12,4	13,4	12,5
Panamá	1,0	1,0	1,0	1,0
Paraguay	4.739	4.196	4.310	4.552
Perú	2,8	2,8	2,7	2,6
Uruguay	20,0	19,3	19,7	19,8

*Previsiones
Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Tipos de interés (% promedio)

	2010	2011*	2012*	2013*
Argentina	10,1	13,3	16,8	15,7
Brasil	10,0	11,7	10,1	9,5
Chile	1,5	4,8	4,8	4,9
Colombia	3,1	4,1	5,2	5,9
México	4,5	4,5	4,5	4,9
Panamá	2,7	2,2	2,0	2,4
Paraguay	-	-	-	-
Perú	2,1	4,0	4,3	4,5
Uruguay	6,3	7,6	8,8	8,5
Venezuela	14,6	14,5	14,5	15,0

*Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Cuenta Corriente (% PIB)

	2010	2011*	2012*	2013*
Argentina	0,8	0,1	-0,4	-0,8
Brasil	-2,3	-2,1	-3,1	-3,5
Chile	1,9	-1,9	-3,8	-3,8
Colombia	-3,1	-2,8	-3,2	-3,4
México	-0,5	-1,0	-1,1	-1,1
Panamá	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Paraguay	-3,7	-0,7	-2,6	-1,6
Perú	-1,5	-1,5	-2,7	-3,2
Uruguay	-0,4	-1,3	-2,1	-1,5
Venezuela	6,1	10,6	5,5	6,5
América Latina	-0,7	-0,7	-1,7	-1,8

*Previsiones

Fuente: BBVA Research.

Tabla 6

Saldo Fiscal (% PIB)

	2010	2011*	2012*	2013*
Argentina	0,2	-1,1	-1,2	-1,0
Brasil	-2,5	-2,1	-2,0	-1,6
Chile	-0,4	0,7	-0,3	-0,8
Colombia	-3,8	-3,2	-3,1	-2,8
México	-3,5	-3,0	-3,0	-2,8
Panamá	-1,9	-2,4	-2,0	-2,0
Paraguay	1,4	1,2	0,6	1,1
Perú	-0,3	2,0	1,1	1,0
Uruguay	-1,1	-1,2	-1,0	-1,1
Venezuela	-3,1	-5,2	-6,1	-1,4
América Latina	-2,4	-2,2	-2,3	-1,8

*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

Rodrigo Alfaro
+ 56 2 939 1198
ralfaro@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
Coordinación Latam

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López
oswald_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.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