

# Latinwatch

Servicio de Estudios Económicos

Segundo semestre 2008



Una crisis demasiado larga para sostener el "decoupling"

América Latina acorta distancias con el mundo desarrollado

La crisis pone de manifiesto las diferencias entre países



# Indice

Fecha de cierre: 28 de noviembre de 2008

1. Editorial	2
2. Entorno Internacional	3
3. Situación y perspectivas para América Latina	6
Recuadro 1: Materias primas: una cuantificación de las transferencias netas recibidas durante el boom y perspectivas hacia 2009	12
Recuadro 2: Medidas para afrontar las tensiones de liquidez en latinoamérica: el papel de los bancos centrales y de las instituciones internacionales	14
Recuadro 3: Una evaluación de las presiones inflacionistas subyacentes a través de medidas alternativas	16
4. Temas de fondo	18
4.1. Vulnerabilidad de América Latina vs. otras regiones emergentes	18
4.2. Riesgo país y aversión global al riesgo	22
5. Estadísticas y proyecciones	26

## Han coordinado esta publicación:

Alicia García Herrero  
Sonsolés Castillo  
Joaquín Vial

alicia.garcia-herrero@bbva.com  
s.castillo@grupobbva.com  
jvial@bbva.cl

## Han preparado esta publicación:

Tatiana Alonso  
Enestor Dos Santos  
Francisco González  
Sandra Molina  
Myriam Montañez  
Carola Moreno  
Eduardo Pedreira  
Jose Ramón Perea  
Elvira Prades  
Diego Torres

tatiana.alonso@grupobbva.com  
enestor.dossantos@grupobbva.com  
fjose.gonzalez.perez@grupobbva.com  
sandra.molina@grupobbva.com  
miriam.montanez@grupobbva.com  
cmoreno@bbva.cl  
Eduardo.pedreira@grupobbva.com  
jramon.perea@grupobbva.com  
elvira.prades@grupobbva.com  
diego.torres@grupobbva.com

## 1. Editorial

En los últimos meses se ha desvanecido el sueño del “decoupling” de los países emergentes del destino de los países desarrollados. Ante el desplome de los precios de las materias primas, presionados a la baja por los temores a una recesión grave, y la sequía en cuestión de horas del crédito extranjero, se ha instaurado la percepción de que tanto Asia como Latinoamérica están inmersos en la tempestad desatada hace más de un año en el mercado estadounidense de las hipotecas subprime.

Eso no quiere decir exactamente que la hipótesis de “decoupling” haya quedado superada sino más bien que la profundidad de la crisis había sido subestimada. En cualquier caso, el contagio del mundo emergente no significa que todos los países vayan a enfrentarse a una recesión - como será el caso en los países desarrollados - o que se encuentren indefensos ante los acontecimientos recientes. En primer lugar, las autoridades de los países emergentes han reaccionado rápida y agresivamente para atajar la repentina deflación de liquidez en dólares americanos. En esta ocasión ha habido una diferencia respecto a las crisis pasadas: en lugar de iniciar un proceso de negociación lento y costoso con el FMI, la mayoría de los Bancos Centrales de América Latina han sido capaces de sustituir la menor liquidez utilizando una pequeña parte de las amplias reservas internacionales acumuladas en años anteriores, entre otras herramientas. Cuando las tensiones se han trasladado a los mercados en divisas local ante la fuerte demanda de los bancos y las organizaciones nacionales para hacer frente a la contracción del crédito, los bancos centrales también han sido capaces de proporcionar los fondos necesarios mediante la reducción de los (elevados) coeficientes de reservas obligatorias y nuevas líneas de crédito. En algunos casos, como en Brasil, la consolidación del sistema bancario ha sido favorecida para evitar la quiebra de los bancos pequeños debido a problemas de escasez de liquidez. Por último, los gobiernos también han intervenido con políticas fiscales expansivas y, en algunos casos como el de Chile, con recursos tributarios específicos para transmitir crédito rápido a las pequeñas y medianas empresas.

Con todo, el proceso no ha sido suave ni ha estado exento de complicaciones, muchas divisas se han depreciado y los diferenciales de deuda han repuntado fuertemente. Pero éste no sólo el caso de América Latina, pues Europa emergente se ha visto más negativamente afectada. Sin embargo, casi dos meses después del inicio de esta etapa de la crisis internacional, los mercados financieros parecen calmarse y encaminarse hacia un tenso equilibrio.

La pregunta ahora es cual será el efecto real de la recesión del mundo desarrollado. Nuestras previsiones apuntan que el crecimiento se desacelerará en América Latina, pero se mantendrá en terreno positivo si la recesión en las economías desarrolladas es moderada como esperamos ahora. De ser así, sería la primera vez en un siglo que los países latinoamericanos logran sufrir menos que los países desarrollados en un episodio de recesión a escala mundial. Esta es una buena noticia, al menos en términos relativos. Así, cuando la economía mundial se recupere, los mercados financieros deberían reconocer que los riesgos-país en Latinoamérica han cambiado substancialmente tras las reformas económicas de los años ochenta y noventa. Las perspectivas de inversión y crecimiento deberían, por lo tanto, mejorar en consonancia.

## 2. Entorno internacional

La volatilidad extrema de básicamente todos los mercados financieros responde a que las tensiones de liquidez, la incertidumbre financiera y económica global, persisten.

Hace unos meses, hablar de la crisis financiera internacional era sinónimo de relatar la secuencia de hechos que se desarrollaba en el mercado de EE.UU. pero desde el 12 de septiembre de 2008, fecha de la quiebra de Lehman Brothers, se ha producido un punto de inflexión a nivel mundial. La incertidumbre y la fuerte aversión de los inversores se han trasladado a todas las regiones del globo, principalmente a Europa, pero también al mundo emergente.

Tras la quiebra de Lehman Brothers y el rescate de AIG Group por parte del Departamento del Tesoro de EE.UU., el gobierno de los EE.UU. aprobó el Troubled Asset Relief Program (TARP) – más conocido como el plan Paulson – con el objetivo de solucionar el problema de los activos tóxicos en los balances de los bancos y así aliviar los problemas de liquidez y solvencia de muchas instituciones estadounidenses. A diferencia de lo ocurrido en los episodios de Bear Stearns, AIG o las agencias gubernamentales, la quiebra de Lehman supuso pérdidas cuantiosas para los tenedores de bonos, hecho que hizo recrudecer de forma espectacular las tensiones en los mercados. Este fuerte incremento de los diferenciales hizo que la liquidez se encareciera a niveles nunca vistos e insostenibles. El diferencial entre las letras del tesoro y el interbancario a 3 meses (TED) en EE.UU. y la UEM se sitúa hoy en los 216 pb y 233 pb, respectivamente. Sin embargo, su valor máximo en los EE.UU. (464 pb.) superó ampliamente el máximo de 300 pb alcanzado el 20 de octubre de 1987. Además, el diferencial entre el tipo LIBOR menos el del overnight index swap a 3 meses (OIS) – que aproxima la disponibilidad de fondos en los mercados – en EE.UU. se sitúa actualmente en los 170 pb (366 pb máx.), mientras que en la UEM se encuentra en los 171 pb (194 pb máx.). Al tiempo que las tensiones financieras se iban acentuando, también se aceleró la crisis bancaria no sólo en EE.UU., sino también en otros países europeos.

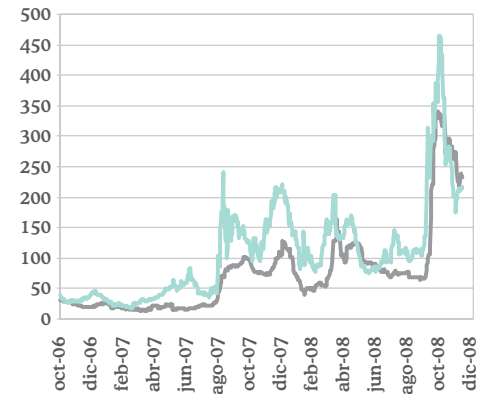
Los mercados bursátiles a nivel global han registrado caídas históricas. En lo que va de 2008, las caídas en las principales bolsas de los mercados desarrollados se encuentran en torno al 40%. El rango de caídas en los emergentes es más amplio, y va desde el 17% de Chile hasta el 76% de Rusia. Además, los niveles de aversión al riesgo son extremos. Esta elevada aversión, junto con la caída de las expectativas de política monetaria explica la disminución promedio en octubre de 60 puntos básicos en el bono a 2 años de EE.UU. y 100 puntos básicos en el de la UEM, respecto de los valores previos a la quiebra de Lehman Brothers.

Tras las primeras tentativas unilaterales, los principales países desarrollados unifican criterios para enfrentar la crisis global.

Los bancos centrales han inyectado enormes cantidades de liquidez al mercado con el fin de aliviar las tensiones financieras, pero hasta la fecha las medidas adoptadas no han tenido un efecto decisivo. La Reserva Federal ha prácticamente doblado la cantidad subastada a través de su facilidad de crédito TAF, hasta llegar a los \$300 mil millones, y aumentado en más de \$500 mil millones sus líneas swaps en dólares para el resto de bancos centrales. El Banco Central Europeo también ha realizado subastas extraordinarias en cuanto a los montos, monedas y plazos. La última iniciativa del BCE ha sido la de comenzar a realizar subastas de cobertura total de la demanda (en inglés “full allotment”) con el fin de aliviar las presiones en las necesidades de financiación de corto plazo.

Las autoridades económicas y monetarias de los diferentes países se encuentran ante una crisis financiera que está siendo amplificada por

Indicador de tensiones de liquidez en EE.UU. y UEM: diferencial Letras del tesoro - Euribor a 3 meses

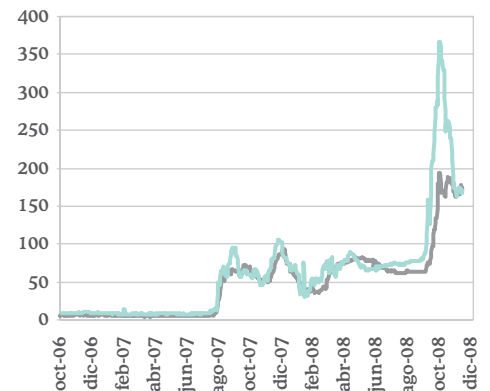


■ EE.UU.

■ UEM

Fuente: BBVA y Bloomberg

Indicador de tensiones de liquidez interbancaria en EE.UU. y UEM: diferencial LIBOR - OIS a 3 meses

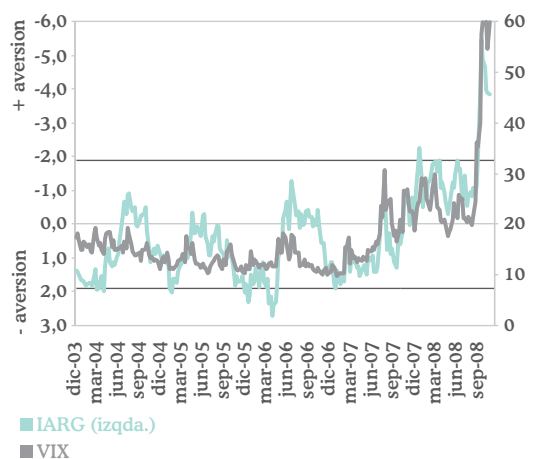


■ EE.UU.

■ UEM

Fuente: BBVA y Bloomberg

Índice de aversión al riesgo global (BBVA-IARG) 64 activos: emergentes (US\$) y desarrollados (moneda local)

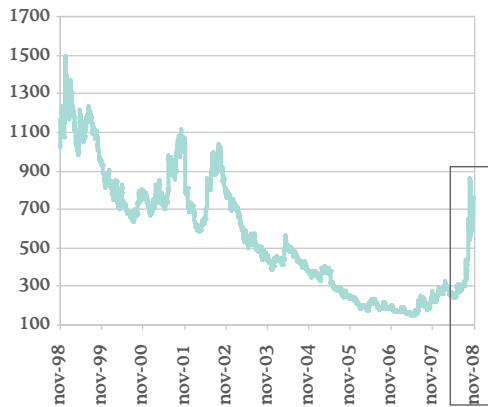


■ IARG (izqda.)

■ VIX

Fuente: BBVA y Datastream

## Diferenciales de renta fija: EMBI+



Fuente: BBVA y Datastream

el efecto de la aversión al riesgo. En una primera fase, los diferentes gobiernos emprendieron diferentes medidas destinadas a restaurar la confianza entre los depositantes de las instituciones financieras y la normalidad en los mercados financieros, con un efecto limitado. La razón principal es que los mercados observaron una completa falta de coordinación entre los gobiernos y que los pasos tomados se percibieron como respuestas específicas en la medida que surgían problemas de entidades puntuales.

A inicios de octubre, no obstante, comenzaron a surgir acciones coordinadas. En primer lugar, los bancos centrales de EEUU, la Unión Monetaria Europea, Reino Unido, Suiza, Suecia y Canadá redujeron sus tipos de interés oficiales en 50 pb de forma simultánea y con un comunicado común. Poco después, los gobiernos europeos alcanzaron un oportuno acuerdo para hacer frente a la crisis de forma coordinada y concertada, en el que se anunciaron programas basados en avales e inyecciones de capital. Aunque el impacto inmediato ha sido limitado, esta coordinación evitó probablemente una crisis financiera aún más grave.

Estos esfuerzos culminaron en la cumbre del G-20 que tuvo lugar en la ciudad de Washington. Lo primero que se debe destacar de la cumbre, y de los acuerdos adoptados, es el hecho de que refleja la firme voluntad de la Comunidad Internacional para afrontar la actual crisis económica y financiera de forma coordinada, combinando acciones y medidas multilaterales con políticas nacionales pero acordadas y validadas por todos los participantes en la cumbre. Esto es muy importante, ya que deja entrever que se estarían evitando errores cometidos en el pasado cuando respuestas puramente nacionales, en ocasiones de corte puramente proteccionista, solo sirvieron para agravar los procesos recesivos. También se debe resaltar la lista de medidas anunciada, que es ambiciosa y parte de un diagnóstico ajustado de las causas de la crisis y su posterior extensión y agravamiento.

### Crecimiento, inflación y tipos de interés bajos, dólar apreciado. Fuerte caída de los precios de materias primas y recuperación en el futuro cercano

Teniendo en cuenta que las tensiones en los mercados financieros no cederán en un horizonte breve, y dado que el contexto financiero internacional se trasladará posiblemente en forma de menor disponibilidad de crédito a las familias y empresas, nuestras previsiones para EE.UU. y la UEM reflejan una intensificación de la desaceleración económica. En cuanto a nuestro escenario de crecimiento económico, para EE.UU. esperamos que el consumo, la inversión residencial y la inversión no residencial continúen contrayéndose, y por ende contribuyendo negativamente al crecimiento. Además, por el lado del comercio exterior, las importaciones continuarán cayendo debido al mal desempeño del crecimiento. Las exportaciones crecerán pero a un ritmo sustancialmente menor debido a la apreciación del dólar y la debilidad global. Esto implica que las exportaciones netas no se convertirán en un soporte demasiado sólido para el crecimiento. En resumen, esperamos que la actividad en EE.UU. se contraiga un 0,8%. Para la UEM esperamos una contracción del PIB en torno al 0,9%. A pesar de que existen algunos factores que son parcialmente positivos como los tipos de interés oficiales sustancialmente menores y que el euro se depreciará respecto del dólar, la efectividad de los paquetes de medidas diseñados por los diferentes gobiernos será clave para que la contracción de la actividad no sea mayor.

En relación al mundo emergente, las previsiones se ajustan a la baja incorporando un escenario de recesión en las economías desarrolladas. Aún así estamos hablando de una desaceleración del crecimiento en 2009 respecto a 2008, pero todavía manteniendo crecimientos dinámicos. Asia emergente registrará un crecimiento del 6% frente a

## Mercados Bursátiles

2008		
EE.UU.	S&P500	-46%
España	IBEX35	-47%
Reino Unido	FTSE100	-38%
Francia	CAC40	-47%
Alemania	DAX30	-48%
UEM	STOXX	-50%
Japón	NIKKEI 225	-50%
China	Shanghai SE 180	-64%
Hong Kong	HANG SENG	-56%
Brazil	BOVESPA	-48%
México	MXSE IPC Gral.	-38%
Argentina	MERVAL 25	-59%
Chile	SASE Gral Index	-17%
Rusia	IRTS	-76%

Fuente: Bloomberg

7,5% de 2008, con China sosteniendo el crecimiento en el entorno de 8% gracias en buena parte al plan de estímulo fiscal del Gobierno, mientras otras economías de la región crecerán a tasas muy inferiores, especialmente aquellas economías pequeñas y abiertas y por tanto más expuestas a la demanda externa.

En este marco hemos visto que los mercados de materias primas han reaccionado con mucha fuerza, con caídas de precios que bordean el 60% respecto de sus picos a mediados de este año en el caso del petróleo y el cobre, y en torno a 40% para granos como maíz, trigo y soja. Nuestra proyección en estos casos apunta a una estabilización y posterior recuperación, ya que restricciones de oferta a medio y largo plazo, y el aumento en el consumo de energía, alimentos y materias primas industriales en China, India y otros países emergentes seguirá creciendo a un ritmo acelerado. Sin perjuicio de ello, las caídas de precios que ya han ocurrido supondrán una fuerte disminución en el ingreso disponible, de países en desarrollo con exportaciones e ingresos fiscales muy concentrados en algunos de ellos. A diferencia de episodios anteriores, eso sí, es destacable el hecho de que en esta ocasión, la mayoría de los países de América Latina ha ahorrado una proporción significativa de los ingresos extraordinarios obtenidos durante el "boom", lo que les permite enfrentar con mejor pie la actual caída de precios.

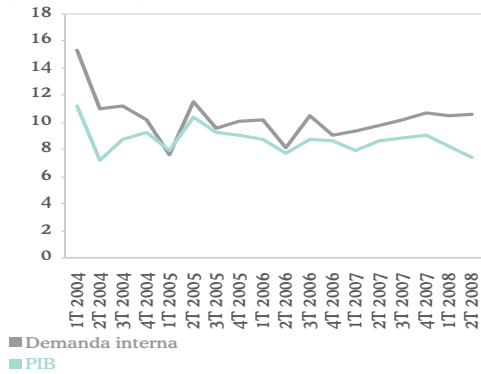
En cuanto a la inflación, prevemos que continuará encaminándose hacia niveles sustancialmente menores a los actuales. Nuestro escenario para 2009 contempla que la inflación general de EE.UU. se situará en torno al 0,8% en promedio. En la UEM la inflación se situará en torno al 1,9% en promedio. Tales expectativas se justifican por la fuerte caída que ha registrado el precio del petróleo y otras materias primas, junto con un escenario de menor crecimiento global. Además, el hecho de que la inflación se muestre contenida ha permitido a los bancos centrales recortar tipos de interés con el fin de fomentar el crecimiento económico. En este sentido el BCE y la FED recortaron 50 pb hasta el 3,25% y 1%, respectivamente. Nuestro escenario para los tipos de interés oficiales considera que la FED recortará su tipo de intervención hasta 0,5% en 2009 y el BCE lo situará en 1,5% a comienzos de 2009. De esta forma, esperamos un dólar estable y oscilando en un nivel en torno a 1,25 hasta finales de 2008. Para 2009, esperamos que el dólar-euro se deslice hacia 1,15, aunque observamos que los riesgos se encuentran sesgados hacia el lado de una posible mayor apreciación del dólar.

Bajo nuestro escenario central de tipos oficiales, esperamos que la rentabilidad de los bonos soberanos a diez años de EE.UU. se mantenga estable en 3,80% al cierre del cuarto trimestre de 2008. Para 2009 prevemos una caída de las rentabilidades que comenzará el 2009 en torno a 3,70% y finalizará el año próximas a 3,40%. Para la UEM esperamos que las rentabilidades a diez años cierren 2008 en 3,80%. Durante el primer trimestre de 2009 se situarán en 3,50%, cayendo a medida que avance el año hasta alcanzar 3,10% en el cuarto trimestre de 2009.

De cara a los próximos meses, la evolución de las políticas que los gobiernos desarrollen – enfocados en lograr restaurar la estabilidad financiera y el buen funcionamiento de los mercados – será un elemento crucial para lograr recuperar la confianza, romper el círculo vicioso entre liquidez y solvencia y así restablecer el normal funcionamiento de los mercados.

## Argentina: Demanda interna y crecimiento del PIB

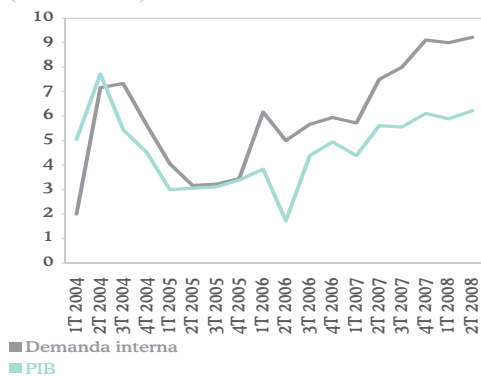
(% interanual)



Fuente: DataStream

## Brasil: Demanda interna y crecimiento del PIB

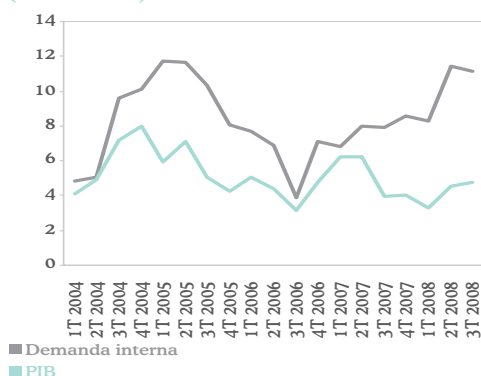
(% interanual)



Fuente: DataStream

## Chile: Demanda interna y crecimiento del PIB

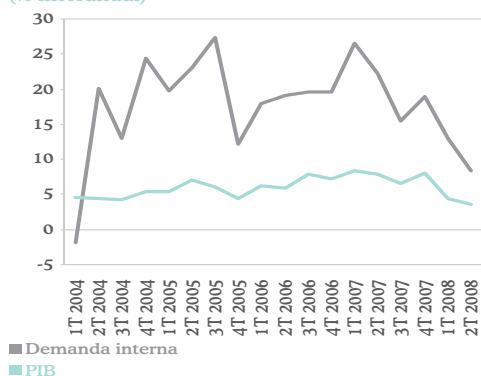
(% interanual)



Fuente: DataStream

## Colombia: Demanda interna y crecimiento del PIB

(% interanual)



Fuente: DataStream

## 3. Perspectivas macroeconómicas para América Latina

### 1. Tras un shock positivo y sostenido en los términos de intercambio, la mayoría de las economías de la región trataron de poner freno a la demanda doméstica

Durante el primer semestre de 2008 los países de América Latina registraron ganancias en los términos de intercambio sin precedentes, y la demanda interna rebasó la producción potencial de casi todos los países. En respuesta a esa expansión, la inflación subió, impulsada por unos precios alimenticios y energéticos muy elevados. A mediados de año, la inflación se encontraba por encima de los objetivos de los bancos centrales de Chile, Brasil, Colombia y Perú, y las autoridades monetarias de toda la región fueron aumentando los tipos de interés.

A finales del primer semestre de este año, ya había signos de desaceleración del crecimiento de la demanda interna en todos los países, excepto en Perú.

Al mismo tiempo, algunos de ellos trataban de evitar una apreciación excesiva de sus monedas, dado el carácter transitorio del shock de los términos de intercambio y el deterioro del panorama financiero a escala mundial. Perú y Brasil intervinieron en el mercado cambiario y Colombia impuso coeficientes de reservas especiales sobre las entradas de capital a corto plazo en mayo de 2007, mientras que Chile implantó un programa que ya había anunciado previamente para aumentar las reservas internacionales. Casi todos los países emplearon las ganancias inesperadas para apuntalar las reservas internacionales y varios tipos de Fondos Soberanos a fin de acumular, al menos, una parte de los ingresos fiscales extraordinarios. La mayoría de ellos lograron evitar nuevas apreciaciones, y, de hecho, las monedas chilena y colombiana se devaluaron. Brasil fue una excepción importante: el real inició una drástica apreciación después de que el Banco Central aumentara la tasa SELIC, ante las expectativas de entradas de capital atraídas por un amplio y cada vez mayor diferencial de tipos de interés en el momento en que Brasil y Perú obtuvieron la calificación de grado de inversión.

A pesar del deterioro de la situación en los mercados financieros de EE.UU. y otros países desarrollados, la mayoría de los países en desarrollo se beneficiaron de los elevados precios de las materias primas, respaldados por el alto crecimiento de China y otros países emergentes, y de un fácil acceso a los mercados financieros a bajo coste. El "decoupling" se estaba produciendo realmente, para sorpresa de muchos observadores.

### 2. Todo cambió drásticamente en septiembre, tras la quiebra de Lehman Brothers

El desplome de Lehman Brothers y el posterior cierre de los mercados crediticios cambiaron totalmente el panorama. La aversión al riesgo se disparó, e incluso se cerraron líneas de financiación comercial. El "decoupling" había quedado atrás, ya que los precios de las materias primas se desplomaron (el petróleo y el cobre cayeron cerca de un 60% y el grano cerca del 40%) y los mercados financieros se hundieron ante el temor de una recesión profunda y prolongada en el mundo desarrollado.

Los países de América latina fueron golpeados por un fuerte aumento de la prima del riesgo de país, especialmente los países considerados más vulnerables, como Argentina y Venezuela. Además de la subida de los costes de financiación, hubo un racionamiento «de facto» de fondos extranjeros, ya que los bancos internacionales redujeron el ta-



maño de sus balances en un proceso de desapalancamiento. Además de los flujos financieros de capitales, también se deterioraron las perspectivas de inversión directa extranjera, ya que en otros países las empresas se enfrentaban a un acceso restringido a la financiación en sus mercados internos, especialmente para proyectos vinculados con la producción de materias primas, cuyos precios habían bajado considerablemente.

Dado que se acentúan las previsiones de una recesión mucho más amplia y profunda, es indudable que los países de América latina se enfrentarán a un empeoramiento de las condiciones de sus exportaciones, sobre todo en los sectores vinculados a la producción de materias primas o repuestos de industrias relacionadas con la construcción o los bienes duraderos, como los automóviles. En algunos casos, como los productos de la madera, por ejemplo, esto ya se produjo a principios de 2008, pero después de septiembre las ventas de automóviles se desplomaron en todo el mundo, lo que supone también una amenaza para las exportaciones manufactureras de Brasil, México y Argentina. Preveemos que los países desarrollados continúen sumidos en la recesión casi todo el año 2009, y la situación podría prolongarse durante 2010. En esas condiciones, se espera que el comercio mundial crezca a su ritmo más bajo de las últimas décadas.

Suponemos que la combinación de unos menores precios de las materias primas y un crecimiento económico más lento tendrá un impacto considerable en los ingresos fiscales de todos los países de América Latina, y que deteriorará las cuentas corrientes.

### 3. El shock financiero

El shock afectó inicialmente a los mercados financieros y se reflejó inmediatamente en las primas de riesgo.

El riesgo país, medido por el EMBI LATAM, aumentó drásticamente y los países con tipo de cambio flotante, como Brasil, Chile y Colombia, sufrieron importantes depreciaciones de sus monedas, incluso a pesar de la fuerte intervención de algunos de ellos en los mercados cambiarios (Brasil).

Otros países, como Perú y Argentina, también intervinieron con reservas internacionales para contener las depreciaciones.

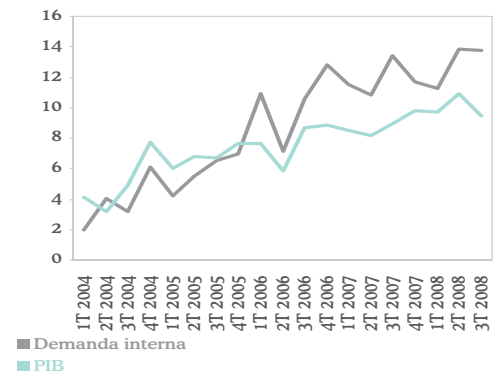
En el caso de Brasil, el shock inicial se amplificó debido a que las devaluaciones sorprendieron a empresas no financieras, especialmente a las orientadas a la exportación, con importantes operaciones abiertas de derivados de divisas. Las pérdidas financieras llegaron a calcularse en 20.000 millones de USD, y el mercado crediticio dejó de prestar a las empresas (y a otros bancos). Aunque la situación se ha tranquilizado desde entonces y se han revelado prácticamente todas las pérdidas, varios bancos que dependían demasiado de la financiación mediante deuda se vieron privados del préstamo interbancario. Tras un par de semanas de indecisión, los mercados empezaron a reabrir, ya que el banco central inyectó cantidades ingentes de liquidez y suavizó los requisitos obligatorios de reservas para los bancos que estuvieran dispuestos a financiar la compra de activos bancarios en dificultades.

Tras el shock inicial, que duró varias semanas, las autoridades reaccionaron suministrando liquidez adicional, tanto en moneda local como en dólares estadounidenses, y la situación empezó a tranquilizarse poco a poco. Los diferenciales nacionales y los tipos de préstamo interbancario habían descendido de forma significativa, igual que los diferenciales sobre LIBOR en operaciones de financiación comercial. Casi todos los países han alcanzado un nuevo equilibrio, con primas de tipos y diferenciales más altos que los que predominaban a principios de septiembre, pero aún bajos si se contemplan desde una perspectiva de más largo plazo. En Argentina, el aumento de la prima de riesgo-país provocó que los tipos de interés para depósitos denominados en pesos del sector bancario (BADLAR) fueran positivos en térmi-

#### Perú:

#### Demanda interna y crecimiento del PIB

(% interanual)

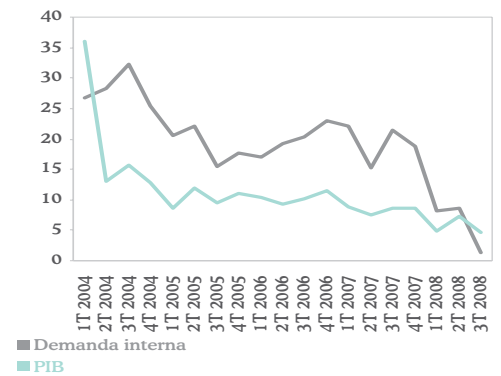


Fuente: DataStream

#### Venezuela:

#### Demanda interna y crecimiento del PIB

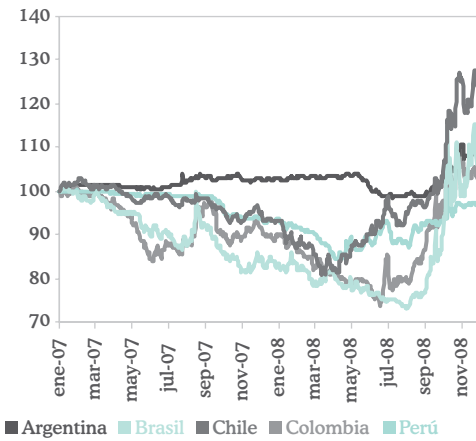
(% interanual)



Fuente: DataStream

## América del Sur: Tipo de Cambio

Base ene-07=100



Fuente: Bloomberg

nos reales, y que se mantuvieran así tras varios años de tipos de interés reales negativos.

Venezuela es una excepción a la tendencia de normalización gradual que se percibe ahora en la región. En este país siguen existiendo considerables tensiones en el mercado interbancario, con tipos de interés a un día que fluctúan en el rango de los dos dígitos desde hace casi un mes, y varios bancos pequeños parecen estar pasando apuros; además, no se han implantado mecanismos para promover y facilitar la consolidación.

Ahora empiezan a producirse los primeros efectos del shock real generado por la pérdida de confianza y la reducción efectiva de la demanda exterior de exportaciones.

## 4. Las proyecciones de crecimiento para América Latina en 2009 se han recortado desde el 4,4% de la primavera pasada hasta el actual 1,8%

Previo al shock de septiembre estábamos asistiendo a una desaceleración del crecimiento del consumo y del crédito provocada por el endurecimiento de la política monetaria, y prevemos que vuelvan a verse afectados por el debilitamiento de la confianza del consumidor y unas condiciones crediticias aún más duras. Por otra parte, hay noticias de aplazamientos de inversiones y recortes de plantilla en empresas de la mayoría de los países. Casi todos estos factores impactarán de lleno en 2009, si bien ya se están viendo los efectos de algunos de ellos en el último trimestre de este año, por lo que estamos recortando nuestras proyecciones de crecimiento de la región en su conjunto para 2008, desde el 4,7% hasta el 4,4%, con reducciones en todos los países salvo Perú, que se ha revisado al alza (del 7% al 8,9%) debido al crecimiento, superior al esperado, de la demanda interna.

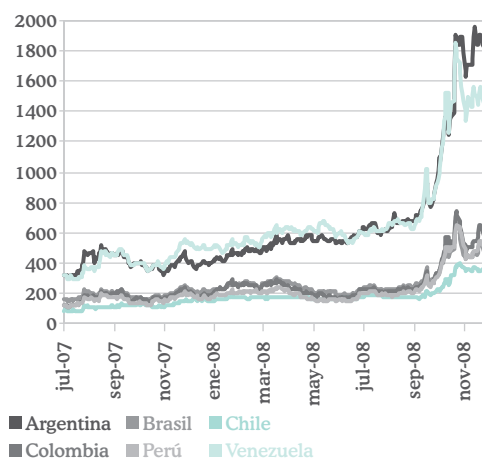
En cuanto a 2009, el rango de proyecciones de crecimiento económico va desde el 1,9% de Argentina hasta el 5% de Perú. Ambos países son también los que presentan la desaceleración más drástica respecto a 2008, lo que se explica en parte por el hecho de que ambos estaban creciendo a un ritmo mayor que la producción potencial. Para 2009, prevemos un crecimiento moderado en Brasil, Chile y Colombia (entre el 2% y el 3%) y una recuperación en 2010. En estos países el descenso de la demanda interna había empezado antes, debido al endurecimiento de las políticas monetarias en 2008. Por otra parte, Venezuela sufrirá por la drástica reducción de los precios del petróleo y por las restricciones de capacidad debidas al rápido crecimiento de años anteriores, y enfrentará más dificultades para importar bienes de capital y bienes intermedios. Las tasas de crecimiento de Venezuela, en nuestra opinión, se situarán por debajo de la tendencia en 2009 y 2010.

## 5. Pero las condiciones varían de un país a otro

Aunque la región en su conjunto registrará una importante desaceleración a finales de 2008, y sobre todo en 2009, existen diferencias de unos países a otros.

Un factor clave son las políticas que se han aplicado en los tiempos de bonanza. Los países que guardaron una parte importante de las ganancias inesperadas procedentes de las materias primas e incrementaron las reservas del Estado y el banco central, como Chile, Perú y, hasta cierto punto, Brasil y Colombia, se enfrentan al actual descenso de los flujos financieros y de las materias primas desde una posición de relativa fortaleza y con un grado de libertad considerable para aplicar políticas contra-cíclicas. De hecho, han estado interviniendo activamente para respaldar sus monedas, sustituir fuentes exteriores de financiación de las entidades financieras y aumentar el crédito local, ya fuera suministrando liquidez, o mediante la capitalización de los

## Diferenciales de Renta Fija Embi (Pbs.)



Fuente: DataStream

bancos estatales para financiar campañas de préstamo agresivas e inducir a los bancos privados a competir para defender sus cuotas de mercado.

Argentina y Venezuela se encuentran en una situación distinta, aunque sus cuentas fiscales y exteriores sean mucho más fuertes que en episodios de crisis externas del pasado. Ambos han confiado en políticas fiscales expansivas y han llevado sus gastos hasta el límite de sus recursos, y ahora se enfrentan a una combinación de costes de financiación más elevados y una reducción de los ingresos por exportación y fiscales. Aún les queda algo de margen para sostener sus políticas actuales, pero, si el contexto internacional y los precios de las materias primas se mantienen débiles durante un periodo de tiempo prolongado, tendrán que realizar importantes reajustes.

También existen considerables diferencias entre los países en relación con su acceso a los mercados financieros internacionales. Mientras que Argentina y Venezuela han recibido poquísimo capital del exterior en los últimos años, y se prevé que continúen aisladas de esos mercados, Brasil y Perú han logrado la calificación de grado de inversión en los últimos meses. Chile se ha unido a este grupo de países gracias en parte al reconocimiento de los avances realizados en el fortalecimiento de las finanzas públicas y en otras áreas de reformas económicas. Colombia también ha progresado en este frente y ha eliminado algunos de los controles de capital que impuso cuando el problema era la excesiva apreciación del peso.

El shock financiero ha perjudicado especialmente a los países más integrados en los mercados financieros internacionales, como Chile o Brasil. En este último, los problemas se agravaron porque se produjo en un momento en el que había sólidas expectativas de apreciación de la moneda, y –como se vio más tarde– varias empresas estaban expuestas a depreciaciones del tipo de cambio debido a posiciones abiertas en mercados de derivados. Si bien en Perú el efecto inmediato del shock financiero fue algo más suave que en Brasil o en Chile, el banco central se ha mostrado muy activo para defender la moneda, ya que cerca de la mitad del crédito total está denominado en dólares y depende de la disponibilidad de los fondos denominados en esa divisa.

Un último factor diferenciador se refiere a la composición del comercio, tanto en términos de mercados como de productos. Los países que concentran una parte importante de sus exportaciones en el mercado estadounidense, como Colombia, sufrirán por la recesión de EE.UU. Otra fuente de vulnerabilidad es la concentración de las exportaciones en solo algunas materias primas, como el petróleo (Venezuela) o el cobre (Chile). Si los precios de estas materias primas se mantienen bajos durante un periodo de tiempo prolongado, esos países se verán más afectados.

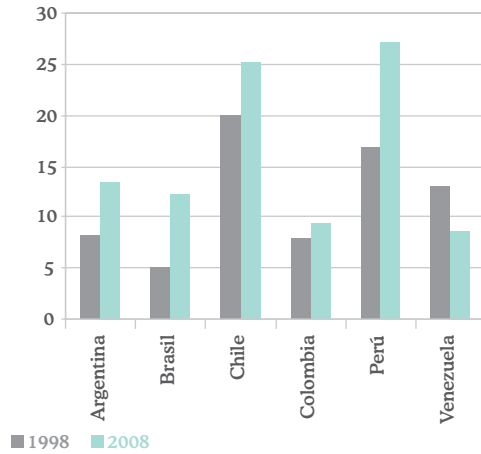
Aunque el comercio intrarregional en América latina es bajo en comparación con otras zonas del mundo, existen algunos casos de interdependencia que merece la pena señalar. Por ejemplo, Venezuela es el principal mercado para las exportaciones manufactureras no tradicionales de Colombia, por lo que la desaceleración de Venezuela podría afectar a Colombia. Asimismo, Argentina es uno de los grandes mercados para la industria automovilística brasileña, y una desaceleración pronunciada tendría efectos en Brasil.

## 6. Las condiciones externas serán la clave para recuperar mayores tasas de crecimiento

En nuestro escenario base, los países de América latina registran una desaceleración importante pero no entran en recesión. Nos basamos en tres supuestos básicos: 1) la aversión al riesgo ha alcanzado su máximo, o incluso lo ha sobrepasado, y comenzará a descender gradualmente durante el año 2009, propiciando cierta normalización para acceder a la financiación internacional; 2) la economía mundial empe-

## América del Sur: Reservas Internacionales y Fondos Soberanos

(% del PIB)



Fuente: IMF

zará a recuperarse a finales de 2009 o a principios de 2010; y 3) los precios de las materias primas, que incluso actualmente están por encima de niveles previos al boom, creemos que seguirán por encima del promedio histórico en los próximos años. Si bien esperamos una tendencia a la normalización en las condiciones financieras y cierta recuperación de los precios de las materias primas, no creemos que los mercados vayan a volver a situarse inmediatamente en los niveles registrados en el primer semestre de 2008. Más bien, se prevé que la recuperación será gradual a lo largo del tiempo permitiendo restaurar la confianza de inversores y consumidores será necesario para que los participantes en los mercados de consumo y financieros recuperen la confianza.

El principal riesgo para nuestras proyecciones es el de una recesión más profunda y prolongada de los países desarrollados. Si la crisis crediticia se prolonga en el tiempo, la recesión será más grave, los precios de las materias primas podrían bajar aún más y los mercados para exportaciones de productos distintos a las materias primas de los países de América latina no se recuperarán lo suficientemente rápido como para evitar la recesión en algunos países de la región. Los países con alta dependencia de las exportaciones de materias primas y que, al mismo tiempo, han adoptado políticas fiscales menos cautelosas durante el boom, son los que presentan un riesgo mayor en este escenario. Ese podría ser el caso de Argentina y Venezuela, países a los que los ajustes necesarios para manejar un shock externo más prolongado podrían llevar a la recesión en 2010. En el escenario descrito todos los países se verán negativamente afectados, y el crecimiento económico seguirá siendo inferior al potencial, o incluso nulo en casi todos ellos. Colombia y Brasil presentan algunos puntos vulnerables en las cuentas fiscales y corrientes que podrían impedirles aplicar políticas fiscales contra-cíclicas más allá de finales del 2009. Perú se encuentra en una posición mejor, siempre y cuando el tipo de cambio permanezca estable. Una crisis más prolongada podría aumentar la posibilidad de que se produzcan ajustes bruscos en el sol, lo que podría limitar la capacidad para relajar la política monetaria. Chile se encuentra en una mejor situación financiera, debido a los abundantes fondos disponibles para el gobierno y el banco central, pero es una economía más abierta y, por ello, más dependiente de los mercados internacionales.

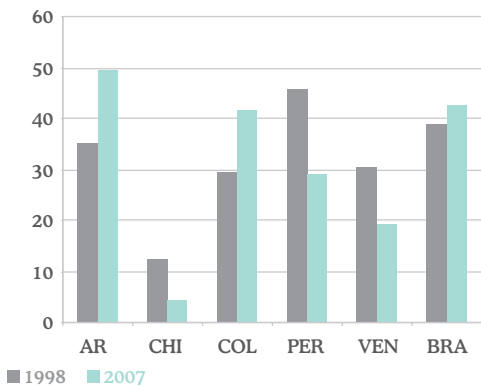
## 7. Los países con cuentas fiscales más sólidas podrían conseguir impulsar la demanda interna

A corto plazo, los países con mejor situación fiscal y con fundamentales más sólidos para prestar apoyo a sus monedas son los que se encuentran mejor posicionados para impulsar políticas anticíclicas, compensando, al menos parcialmente, una menor demanda externa y un debilitamiento del consumo privado y la inversión. Chile y Perú son los dos países mejor posicionados para sacar partido de la situación y compensar la desaceleración de la demanda externa, la reticencia de los bancos a prestar dinero internamente y el menor gasto por parte de los consumidores y las empresas.

Chile ha mantenido en los últimos años una política fiscal orientada a acumular las inesperadas ganancias generadas por los precios del cobre. Se inició a mediados de los años ochenta con la creación de un Fondo de Estabilización del Cobre, y se ha generalizado con la introducción de una norma fiscal basada en el superávit de la balanza estructural del Estado (es decir, calculando los valores de tendencia de los precios del cobre y del PIB) en 2001. La última medida fue la introducción el año pasado de Fondos Soberanos encaminados a financiar políticas contra-cíclicas y prestaciones sociales. Actualmente el Estado mantiene fondos por un total de más del 10% del PIB. Además, el banco central inició un programa destinado a aumentar las reservas internacionales a principios de este año y, sumando los Fondos Soberanos y las Reservas Internacionales, las autoridades chilenas tienen

## América del Sur: Deuda Pública

(% del PIB)



Fuente: Fuentes Nacionales y BBVA

Fuente: Fuentes Nacionales y BBVA

a su disposición fondos para fines especiales por un total de 25% del PIB. Además, el gobierno ya no es un deudor neto, sino un acreedor neto (alrededor del 7% PIB). Esta sólida posición inicial ha permitido al gobierno proponer para 2009 unos presupuestos que contemplan un incremento real del gasto de cerca del 6%, con un crecimiento de la inversión pública superior al 8%. La fortaleza de la situación de partida de las finanzas públicas permitiría al gobierno conseguir esto, y alcanzar prácticamente un equilibrio presupuestario en 2009. La ley presupuestaria tiene algunos elementos de flexibilidad incorporados que permiten que el gobierno amplíe aún más la inversión en caso necesario.

En el frente exterior no creemos que Chile tenga problemas importantes y prevemos déficits por cuenta corriente del orden del 2% del PIB para 2009, por lo que las restricciones cambiarias no deberían suponer una limitación de peso para una política monetaria activa.

A finales de este año Perú habrá acumulado un Fondo de Estabilización del 2,7% del PIB y las Reservas Internacionales superarán los 30.000 millones de USD. Por lo tanto, el país tiene amplio margen para la expansión fiscal. La política monetaria podría encontrarse con algunas restricciones provocadas por el nivel de déficit previsto por cuenta corriente (nuestra proyección es de un déficit por cuenta corriente del 3% del PIB para 2009). Pero si la demanda interna no lograra alcanzar la expansión que hemos proyectado para 2009, el banco central debería tener capacidad para reducir aún más los tipos de interés, ya que el déficit por cuenta corriente sería menor.

Brasil y Colombia probablemente puedan financiar los programas actuales de inversión pública, pero apenas tienen margen para una expansión adicional, dado que parten con déficit. La buena noticia es que la reducida exposición a deuda extranjera en Brasil acabó por romper la retroalimentación negativa entre las depreciaciones del tipo de cambio y el volumen del déficit público, de modo que no prevemos que las finanzas públicas se deterioren como consecuencia de la última devaluación del real.

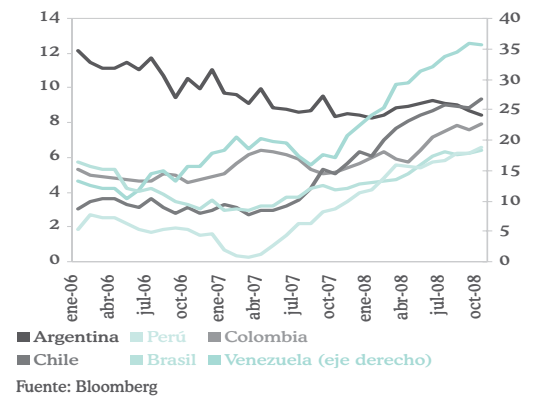
En los últimos años Argentina y Venezuela han llevado la política fiscal al límite. La economía lleva varios años creciendo por encima de su potencial y los estrangulamientos y las presiones inflacionistas han ido en aumento. La drástica caída de los ingresos fiscales actuales procedentes de las exportaciones es un elemento adicional para prever una desaceleración para estos países en 2009.

## 8. La inflación: ¿arruinándolo todo, como siempre? Esta vez no

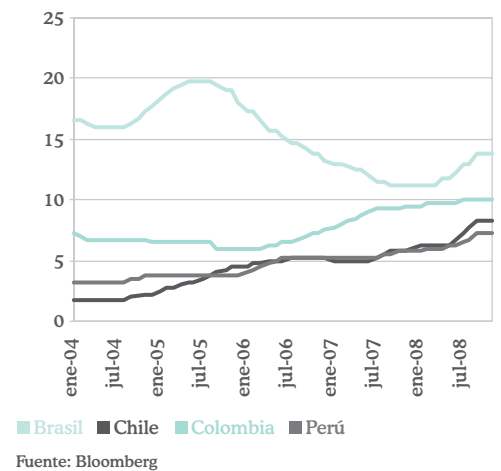
El aumento de las presiones inflacionistas fue uno de los rasgos característicos del panorama económico de América Latina hasta septiembre y llevó a los bancos centrales con objetivo de inflación (Brasil, Chile, Colombia y Perú) a subir los tipos de interés para controlar la demanda interna. El cambio de expectativas que provocó la crisis crediticia en septiembre y la drástica caída de los precios de las materias primas han modificado esta situación. Aunque la inflación todavía no ha remitido, las expectativas inflacionistas se han ajustado radicalmente, y los participantes del mercado anticipan ahora reducciones de tipos de interés oficiales para los próximos meses. Sin embargo, en este frente cabe el riesgo de caer en un exceso de optimismo. Ya hemos visto repetidas veces que la inflación tiene una inercia considerable en la región y que la reciente depreciación de la mayor parte de las monedas de la región seguirá siendo un obstáculo para reducirla. Sin embargo, prevemos que la inflación descenderá rápidamente (para los estándares de la región) gracias al cambio de expectativas y la mejorada credibilidad de los bancos centrales, si bien la relajación de la política monetaria puede retrasarse hasta finales del primer trimestre del próximo año.

## América del Sur: Inflación

(% interanual)



## América del Sur: Tipos oficiales en países con objetivo explícito de inflación



## Recuadro 1: Materias Primas: una cuantificación de las transferencias netas recibidas durante el boom y perspectivas hacia 2009

### La posición de la región y sus distintos países dentro del marco global

Uno de los aspectos más destacados del boom de materias primas experimentado en los últimos cuatro años es el elevado volumen de rentas transferidas desde los principales países importadores netos (mayoría de economías avanzadas, tigres asiáticos, así como la práctica totalidad de la Europa y el Asia emergentes) hacia las principales regiones exportadoras (Oriente Medio, América Latina y Rusia).

Según nuestras estimaciones, entre 2005 y 2007 los principales países exportadores de materias primas percibieron un volumen medio anual de transferencias netas igual a 0.95 billones de dólares, un 22% del cual habría tenido como destino final América Latina, representando aproximadamente un 7% de su producto interior bruto.<sup>1</sup>

Dichas estimaciones han sido realizadas a partir de los últimos datos publicados por el Banco Mundial, referentes a 2005, sobre el valor de las exportaciones e importaciones netas de cada país para los siguientes grupos de materias primas: energía, alimentos y minerales. Las transferencias de los siguientes años han sido estimadas aplicando la variación interanual registrada y/o prevista en los precios de las materias primas de referencia para cada subgrupo (petróleo para Energía, soja para alimentos y cobre para minerales).<sup>2</sup>

Continuando con el ejercicio, obtenemos que el máximo de transferencias se alcanzará en 2008, con un volumen neto de rentas a percibir por los principales países exportadores en el entorno de los 1.5 billones de dólares.

Estas estimaciones surgen de unas previsiones de precios medios para el año 2008 de 101 dólares por barril de petróleo, 438 dólares por tonelada de soja y 7166 dólares por tonelada de cobre, valores todos ellos superiores a los registrados en cualquier periodo pasado. Cabe señalar que, a pesar de la

fuerte corrección a la baja experimentada por casi todas las materias primas desde finales de septiembre de 2008, nuestras previsiones sobre precios medios para este año se encuentran muy influenciadas por los elevados valores (históricos incluso en términos reales) registrados por las principales materias primas durante los tres primeros trimestres del año (por ejemplo, entre enero y septiembre de 2008, el precio del barril de Brent se mantuvo casi en todo momento por encima de los 90 dólares por barril).

### ¿Que cabe esperar hacia delante?

Proyectando hacia 2009, la creciente incertidumbre respecto del alcance y duración de la actual crisis económica y financiera mundial, así como sus implicaciones de cara a una posible destrucción adicional de demanda, sugieren que el actual entorno de precios de materias primas corregidos a la baja se podría mantener a lo largo de 2009, especialmente para aquellos bienes más dependientes del ciclo, como los minerales, aunque incluso también para la energía y ciertos alimentos.

No obstante, la expectativa de un crecimiento de la demanda mundial ciertamente ralentizado, pero aún así positivo por efecto de las economías emergentes, así como una oferta mundial limitada por restricciones de naturaleza inmediata (recortes de la OPEP, por ejemplo) o diferida (producto, por ejemplo, de la situación de baja inversión que ya se empieza a observar), sugieren que los precios medios de las principales materias primas se mantendrán por encima de los valores observados con anterioridad al inicio del boom (2005-2006), sobre todo en el caso del petróleo y ciertos alimentos básicos, como la soja o los cereales.

Por todo ello, con 55 dólares el barril de petróleo, 373 dólares la tonelada de soja y 4023 dólares la tonelada de cobre, nuestras previsiones para el próximo año reflejan una clara moderación respecto de los valores previstos para 2008 aunque se mantienen por encima de los precios medios registrados hasta 2005.

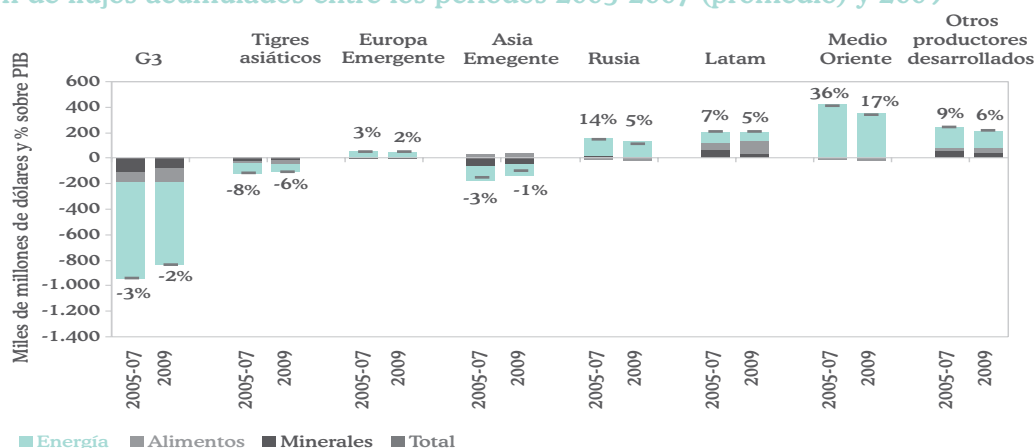
Tomando como referencia dichas previsiones, estimamos un volumen mundial de transferencias de renta netas a recibir por parte de los principales exportadores de materias primas durante 2009 de 0.86 billones de dólares, los cuales se repartirán entre las distintas regiones exportadoras del mundo

<sup>1</sup> Los datos y proyecciones de PIB han sido obtenidos del Fondo Monetario Internacional.

<sup>2</sup> Se asume, por falta de datos, un crecimiento nulo de las cantidades físicas subyacentes, por lo que las cifras obtenidas pueden ser consideradas como estimaciones conservadoras de la cifras reales, especialmente para algunos países emergentes que experimentaron un fuerte crecimiento de la demanda de materias primas entre 2005 y 2008 y cuya demanda no experimentará una corrección a la baja significativa a lo largo de 2009. Así mismo, la presencia de diferencias estadísticas significativas, así como el hecho de que el análisis realizado no incluya a todos los países del mundo, si no a una selección de los principales importadores y exportadores (ver gráfico 1), explican que el volumen agregado de transferencias estimadas sea netamente distinto de cero.

Gráfico 1.

Transferencias de renta estimadas desde países consumidores de materias primas a países exportadores. Comparación de flujos acumulados entre los periodos 2005-2007 (promedio) y 2009



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

G3: EEUU, EU-15 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.

según ilustra el gráfico 1 y, dentro de América Latina, tal y como muestra el gráfico 2.

De los 206.000 millones de dólares que América Latina recibirá en 2009 (transferencias netas aproximadas), un 46% provendrá de las exportaciones (netas) de alimentos, un 33% de las de energía (fundamentalmente petróleo) y el 21% restante de las de minerales.

Dentro de la región, los países que gozan de una matriz exportadora más sesgada hacia los minerales (Chile, Perú) y el petróleo (Venezuela, México) serán los que más noten el ajuste a la baja, mientras que aquellos con un mayor peso de alimentos (Argentina, Brasil) notarán pocas diferencias respecto de 2008. En agregado, los países con una matriz exportadora más diversificada y con especial presencia de los alimentos (Argentina, Bolivia, Chile, Perú) se podrían ver comparativamente menos afectados por la disminución de transferencias respecto de 2008, mientras que otros con una concentración más elevada de minerales y/o energía se verán más negativamente afectados.

Analizando en detalle las distintas partidas de transferencias, vemos que casi todos los países de la región son exportadores netos de **alimentos**, a excepción de México y Venezuela. Además de Brasil y Argentina, destacan los países del Pacífico (Chile, Ecuador, Perú, Colombia y Centroamérica, principalmente Costa Rica y Guatemala). Estimamos que los ingresos netos por exportaciones de alimentos de todos estos países podrían superar los 96.000 millones de dólares en 2009.

En el capítulo de **energía** destacan, como exportadores netos, Venezuela, México, Ecuador, Colombia y Argentina. Mientras los tres primeros obtendrán la totalidad de sus ingresos por este concepto de las exportaciones del petróleo, estimamos que Colombia obtendrá más de la mitad de los mismos del carbón y el resto del petróleo, mientras que Argentina obtendrá en torno al 80% del petróleo y el 20% restante del gas natural. Por otro lado, entre los importadores netos destacan Brasil (carbón y gas), Chile y Centroamérica (principalmente petróleo). Estimamos que los ingresos por exportaciones netas de energía de la región podrían superar los 65.000 millones de dólares.

Finalmente, en el capítulo de **minerales** destaca Chile como el mayor exportador, seguido de Perú y Brasil. Mientras que

el mineral más exportado por Chile es el cobre, las exportaciones de Brasil se concentran en el hierro y el acero y las de Perú se encuentran bastante diversificadas entre varios metales como el níquel, el zinc, el oro y la plata. Estimamos que, en este apartado, los ingresos por exportaciones netas de la región podrían superar los 42.000 millones de dólares.

## Conclusiones

El boom experimentado por las materias primas entre los años 2005 y 2008 ha ubicado a América Latina en una situación claramente favorable debido a la posición exportadora neta de la mayoría de los países de la región. Esta situación ventajosa se ha producido tanto frente a los países desarrollados como también dentro del mundo emergente, con la excepción de algunos grandes productores de energía, como Rusia o Arabia Saudita.

A nivel global, estimamos que el volumen acumulado de transferencias recibidas por los países exportadores netos a lo largo de los últimos cuatro años (2005-2008) supera los 4.3 billones de dólares, de los cuales algo más del 20% habría recaído sobre América Latina. Dentro de la región, los principales receptores de transferencias han sido Venezuela y México (energía), Brasil y Chile (alimentos y minerales) y Argentina (alimentos y energía).

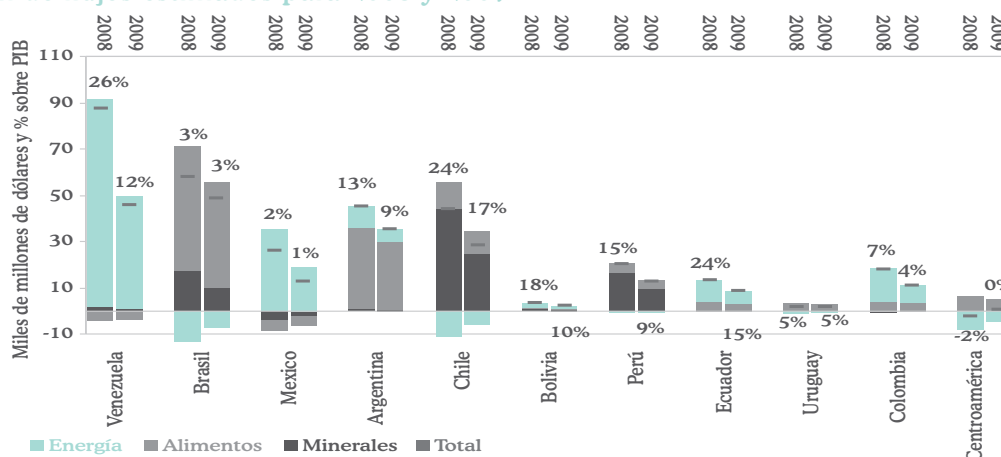
No obstante, la posibilidad, cada vez más real, de que el actual clima de corrección a la baja en los precios de las principales materias primas impere a lo largo de 2009, indica que las transferencias recibidas por estos países podrían disminuir considerablemente con respecto al máximo alcanzado en 2008, e incluso ser inferiores al promedio registrado en el periodo 2005-2007. Ello se hará notar especialmente en aquellos países con un fuerte componente de minerales y energía en sus exportaciones, por ser los grupos de materias primas que mayor corrección a la baja están sufriendo.

Adicionalmente, la nueva situación podría plantear problemas a aquellos países que no hayan ahorrado suficientemente o que hayan diseñado sus presupuestos y programas de gasto público bajo unos supuestos de precios (y transferencias) superiores a los que podrían acabar materializándose.

tatiana.alonso@grupobbva.com

Gráfico 2.

## Transferencias de renta estimadas desde países consumidores de materias primas a países exportadores. Comparación de flujos estimados para 2008 y 2009



Fuente: Enerdata, Banco Mundial, FMI, Bloomberg y SEE BBVA  
Paraguay se ha excluido por falta de datos

## Recuadro 2: Medidas para afrontar las tensiones de liquidez en latinoamérica: el papel de los bancos centrales y de las instituciones internacionales

El deterioro de la crisis internacional tras el anuncio de la quiebra de Lehman Brothers generó una serie de problemas en Latinoamérica. En concreto, las restricciones de liquidez se extendieron por la región y amenazaron la robustez del sistema financiero. Dichas restricciones presentaron distintas dimensiones y características. En Brasil, los problemas de liquidez afectaron tanto a los mercados en moneda nacional como extranjera. En Perú, Chile y Venezuela se redujeron prácticamente a los mercados de divisas. En Argentina, la principal preocupación fue el nivel de las reservas internacionales, ya que el aumento de la aversión al riesgo provocó una mayor demanda de dólares. Por último, en Colombia apenas se percibió un deterioro de las condiciones de liquidez.

Para superar estos problemas, los bancos centrales tomaron varias medidas que han desempeñado un papel importante para garantizar la recuperación de las condiciones de liquidez. En el caso de que el entorno mundial volviera a deteriorarse y fuera necesario emprender nuevas actuaciones, los países de la región contarían con recursos adicionales que las instituciones internacionales, como el FMI, el BID o la FED, han puesto a su disposición.

### El papel de los bancos centrales

Los bancos centrales de los principales países de Latinoamérica han respondido a las reducciones de liquidez en el sistema financiero. Este es el caso especialmente de Brasil, Chile, Colombia y Perú. En esos países, las autoridades monetarias han empleado un conjunto de herramientas diversas para hacer frente a los problemas de falta de efectivo. Operaciones de mercado abierto, políticas sobre reservas obligatorias, subastas de divisas han sido los medios empleados para combatir los problemas de liquidez en la región. En Brasil, la principal actuación del banco central para controlar las tensiones de liquidez en reales consistió en suavizar los coeficientes de reservas exigidas con la finalidad de inyectar en el sistema hasta 70.000 millones de USD. A pesar de garantizar una oferta de liquidez adecuada, la autoridad monetaria animó a los bancos pequeños a vender carteras de préstamos a bancos grandes como modo de mitigar sus problemas de falta de efectivo y atenuar las preocupaciones sobre su solvencia. En Chile, Colombia y Perú, los bancos centrales, además de reducir el importe de reservas exigidas, también inyectaron liquidez en el sistema mediante operaciones de mercado abierto, como compra de bonos nacionales, subastas de divisas mediante operaciones con pacto de recompra, ampliación de la duración de las subastas y ampliación del conjunto de colaterales y divisas aceptadas.

Para manejar el problema de la escasez de dólares, los bancos centrales de la región aumentaron la oferta de divisas (Brasil, Colombia y Perú), o al menos redujeron su demanda de USD (Chile). En Argentina se impusieron controles para limitar la demanda interior de dólares estadounidenses.

Las medidas adoptadas por los bancos centrales han ayudado a mitigar los problemas de liquidez de la región, que también se ha beneficiado de cierta mejoría de las condiciones de los mercados exteriores durante el mes de noviembre. En Argentina, los cambios que impulsó el banco central también fueron importantes para alcanzar su objetivo, que era detener la pérdida de reservas internacionales.

La buena posición en la que se encuentra la mayoría de los países de la zona en cuanto a reservas internacionales, y el margen de reducción de los tipos de interés, les aporta la suficiente fortaleza como para seguir lidiando con los problemas de liquidez, si fuera necesario. En concreto, en Colombia y en Perú podríamos asistir a nuevas compras de bonos por las

autoridades para garantizar la suficiencia de efectivo en las monedas nacionales. En Brasil, el banco central aún tiene margen para reducir el coeficiente de reservas legales e inyectar liquidez en el sistema (ya que los requisitos actuales rondan el 50% de los depósitos).

### El papel de las instituciones internacionales

A pesar de que las medidas tomadas por cada país han contribuido a contener la crisis de liquidez en cierta medida, las instituciones internacionales han dado también algunos pasos en ese sentido mediante la oferta de líneas de crédito. Así pues, la mayoría de los países de la región podrían acceder a recursos adicionales para combatir los problemas en caso de que se deteriore el panorama actual.

De todas las medidas anunciadas en las últimas semanas, hay dos que deberían tener un efecto positivo en Brasil y en México. Por una parte, la FED ofreció la posibilidad a estos países (también a Corea y a Singapur) de acceder a líneas de swap por un importe de hasta 30.000 millones de USD cada uno. Uno de los motivos por los que dio un trato tan favorable a Brasil y a México fue el de evitar riesgos sistémicos en los mercados emergentes. Por otro lado, estos países, en caso de necesidad, también podrán acceder a los servicios de liquidez a corto plazo que ofrece el FMI, y tomar prestados hasta 24.000 millones de USD cada uno.

No se prevé que otras economías de la región de Latinoamérica (Argentina, Chile, Colombia, Perú y Venezuela) sean incluidas en las provisiones de liquidez de la FED, pero, en cuanto miembros prestatarios, reúnen los requisitos para acceder a los servicios del BID y a los recursos de la CAF. Por lo que respecta a los servicios de préstamo a corto plazo del FMI, solo estarán disponibles para economías sólidas y con políticas bien gestionadas; es decir, según nuestras previsiones, Chile, Colombia y Perú tendrían esta posibilidad y, si desean hacer uso de ella, podrían obtener recursos por un valor de entre 5.000 y 7.000 millones de USD.

### FMI

El 29 de octubre, el FMI anunció unos nuevos Préstamos de liquidez a Corto Plazo (SLF, *Short-Term Lending Facility*) para “países que cuenten con una política fiscal bien gestionada y un nivel de endeudamiento sostenible”. El importe máximo del préstamo que cada país podrá obtener equivale a 5 veces el valor de su cuota en el Fondo. El FMI resume los requisitos exigidos para poder acceder a los nuevos Préstamos a Corto Plazo (SLF) de un modo muy genérico. Anunció que el programa de SLF se dirige a “países que cuenten con un historial de políticas sólidas, acceso a los mercados de capitales y un nivel de endeudamiento sostenible. Las políticas deberán haber recibido una evaluación muy positiva en el último informe del FMI sobre el país”.

Respecto al requisito de “buen historial de políticas sólidas”, Chile y Brasil parecen tener un comportamiento macroeconómico en general positivo y sus perspectivas a corto plazo son favorables, según los últimos informes sobre consulta del Artículo IV (*Staff Reports*) del FMI de ambos países. Perú y Colombia cuentan también con análisis de perspectivas favorables. Por lo que respecta a la exigencia de “tener acceso a los mercados de capitales”, de momento Argentina es el único país que, sin duda, no puede optar a la financiación exterior. La calificación de Venezuela no se ha rebajado, pero los diferenciales de su deuda soberana son muy superiores a la media e indican un mayor riesgo soberano. Por último, y en relación con el requisito de “nivel de endeudamiento sostenible”, Argentina es el único país de la región que podría tener



dificultades para satisfacerlo debido a sus compromisos a corto plazo. Comparando los niveles de endeudamiento pendiente a corto plazo con las reservas internacionales actuales, Argentina es el país peor situado.

En definitiva, los países de Latinoamérica que reúnen los requisitos para acceder a los nuevos préstamos del FMI serían Brasil, Chile, Colombia y Perú. En principio, Argentina y Venezuela no tendrían derecho a los préstamos a corto plazo por su acceso limitado a los mercados internacionales de capital. Los programas del FMI tradicionales, en concreto los Acuerdos Stand-by, siguen siendo para estos dos países la fuente oficial de financiación internacional.

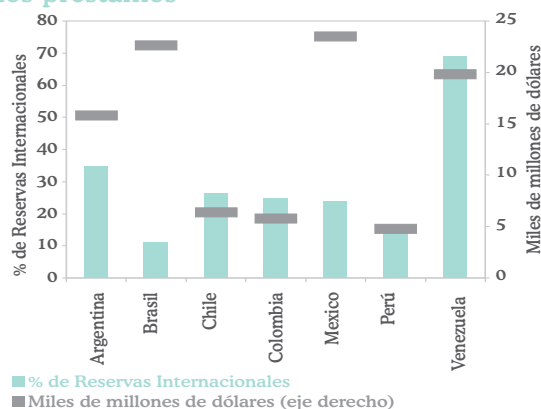
El importe máximo de los préstamos (5 veces el valor de la cuota del país en el Fondo) como porcentaje de las reservas internacionales actuales nos da una idea de la importancia crucial que tendrá ese préstamo en caso de ser necesario para inyectar liquidez en dólares. Representa un 35% en el caso de Argentina, un 11% en el de Brasil, un 26% para Chile, un 24% para Colombia, un 14% en el caso de Perú y un 69% para Venezuela. Conviene señalar que, además de las reservas oficiales internacionales, países como Chile (21.700 millones de USD) tienen Fondos de Soberanos cuyo tamaño es comparable a su stock de reservas (y no se contemplan en estas cifras).

**Tabla 1.**  
Nuevos Préstamos del FMI y cantidad potencial de los préstamos

	Cuota FMI Mill. SDRs	Límite Préstamo Mill. SDRs	Límite Préstamo Mill. USD	Reservas Internacionales (30 de oct. 2008) Mill. USD	Límite Préstamo (en % de IR)
Argentina	2117,1	10585,5	15776,3	45517	34,66
Brasil	3036,1	15180,5	22624,5	205539	11,01
Chile	856,1	4280,5	6379,5	24169,7	26,39
Colombia	774	3870	5767,7	23544	24,50
México	3153	15765	23495,6	98745	23,79
Perú	638,4	3192	4757,2	33787,6	14,08
Venezuela	2659,1	13295,5	19815,2	28726	68,98

Fuente: Datastream, IMF y BBVA

**Gráfico 1.**  
Nuevos Préstamos del FMI y cantidad potencial de los préstamos



Fuente: Datastream, IMF y BBVA

que tendría acceso a esos recursos. La línea que se ha puesto a disposición del país asciende a 30.000 millones de USD y estará abierta hasta finales de abril de 2009. Aunque Brasil quizá no necesite utilizarla, la señal dada a los mercados, así como la respuesta de estos, ha sido bastante positiva, ya que las depreciaciones del tipo de cambio están relativamente contenidas.

## Banco Interamericano de Desarrollo

Los países que reciben (o que tienen derecho a recibir) financiación del capital ordinario del banco podrán acceder a un nuevo préstamo de liquidez (de rápido desembolso) de 6.000 millones de USD. El BID tiene 47 países miembros, de los cuales 26 son prestatarios. Entre estos últimos se encuentran Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela (considerados países del Grupo I debido a que tienen un PIB per cápita más alto) y Colombia y Perú (Grupo II). Las solicitudes se estudiarán con rapidez y el importe del préstamo se determinará caso por caso.

## Banco Mundial

Durante los próximos tres años, se pondrán hasta 100.000 millones de USD a disposición de los países en desarrollo que "cuenten con buenos y sólidos programas macroeconómicos... (y) ... que, a pesar de una situación de ausencia de riesgo financiero, tengan problemas para obtener financiación", tal y como señaló el presidente del Banco Mundial, que también nombró a Colombia como el tipo de país que podría reunir los requisitos para obtener préstamos con cargo a estos recursos. Además, el Grupo del Banco Mundial dará apoyo al sector privado mediante el lanzamiento o la ampliación de algunas iniciativas de la CFI, su rama del sector privado, por un importe total de 30.000 millones de USD durante los próximos tres años.

## Multinacionales regionales

Las instituciones multinacionales regionales, como la Cooperación Andina de Fomento (CAF) o el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), también se sumaron al fondo común de prestamistas. El CAF anunció (el 13 de octubre) un préstamo de liquidez de 1.500 millones de USD para los 17 países asociados, entre los que se encuentran Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Perú y Venezuela. Se trata de una línea de liquidez contingente dirigida a países que estén teniendo dificultades para acceder a los mercados internacionales de capitales. Además se llevará a cabo una ampliación de la línea de crédito actual, desde 1.500 millones de USD hasta 2.000 millones de USD.

La FLAR<sup>1</sup>, por su parte, proporcionará una línea de crédito de 1.800 millones de USD. En función de cómo evolucionen las condiciones del mercado, podrían ofrecerse 2.700 millones de USD más mediante líneas de contingencia. Entre los principales países de Latinoamérica, Colombia, Perú y Venezuela tienen un capital pagado de 369.500 millones de USD cada uno. Según las condiciones de préstamo actuales, la cantidad tomada en préstamo podrá ser equivalente, como máximo, a una vez el capital pagado en el caso de préstamos de liquidez, y a dos veces el capital pagado en el caso de créditos contingentes.

<sup>1</sup> La FLAR suministra financiación exterior a los bancos centrales para respaldar la balanza de pagos, proporcionar asistencia de liquidez en situaciones de emergencia y facilitar la reestructuración de la deuda pública.

## Las nuevas líneas de swap de la Reserva Federal

El 29 de octubre la FED sorprendió a los mercados al anunciar que abriría nuevas líneas swap para proporcionar liquidez a los mercados emergentes. Brasil es el único país de Latinoamérica

enestor.dossantos@grupobbva.com  
cmoreno@bbva.cl  
elvira.prades@grupobbva.com

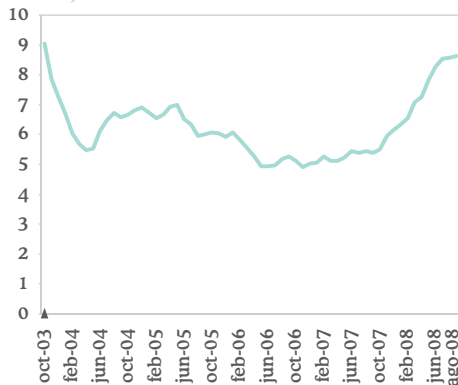
## Recuadro 3: Una evaluación de las presiones inflacionistas subyacentes a través de medidas alternativas

En el último año la inflación ha registrado una aceleración generalizada en la región. En media, este año se han registrado niveles del 8%, lo que sitúa el crecimiento de los precios en niveles no vistos desde octubre de 2003 donde la tasa de inflación alcanzó el 9%. Esto ubica la inflación en los países con objetivo de inflación muy por encima del objetivo, 2 puntos en el caso de Brasil y casi 7 p.p. en Chile.

Como es bien sabido, uno de los principales factores tras este aumento es el precio de las materias primas, especialmente los alimentos, dado su alto peso en la cesta de la compra en la región, algo más del 30% en media y con algunos países como Perú con un peso superior al 47%. Esto supone casi duplicar el peso medio en las economías desarrolladas.

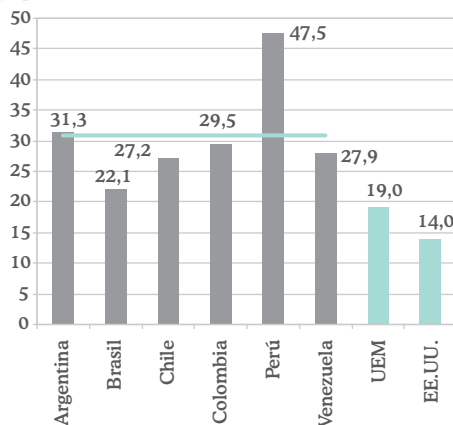
Si bien es cierto que este efecto debería moderarse en los próximos meses, y que las presiones de demanda se van a reducir en un contexto de desaceleración económica, la depreciación del tipo de cambio es el nuevo elemento que puede presionar al alza los precios en el corto plazo. En este sentido, resulta relevante identificar si las presiones inflacionistas recientes han provocado un deterioro importante en las medidas de inflación subyacente y muy especialmente en los países cuyos bancos centrales tienen un objetivo de inflación, pues sin duda alguna condicionará la senda de política monetaria en los próximos meses.

Gráfico 1.  
Latam 7: Inflación  
(% interanual)



Fuente: Datastream y BBVA (incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela).

Gráfico 2.  
América del Sur: Peso de los alimentos en la cesta del IPC



Fuente: Datastream y BBVA

### Medidas alternativas de inflación subyacente: estimación de la "Trimmed Mean" y el "Trim the Most Volatile Components"<sup>1</sup>

Aunque los objetivos de inflación de los bancos centrales están definidos en relación a la inflación general, la inflación subyacente<sup>5</sup> recibe una especial atención al mostrar la tendencia de medio y largo plazo. Los indicadores de inflación subyacente construidos a nivel nacional y más comúnmente utilizados no son homogéneos. Generalmente se utiliza el método de exclusión fija de componentes, pero las partidas o componentes excluidos difieren mucho por países, lo cual dificulta hacer cualquier tipo de comparativa. Con carácter general se eliminan alimentos, pero no así las partidas de energía -los precios suelen estar subvencionados-.

Cuadro 1.  
Definiciones de Inflación subyacente por país

País	Definición	% Excluido
Perú	Excluye alimentos que representan mayor variabilidad en la variación porcentual mensual de sus precios en el período 1995-2001 (carne de ave, papa, pescado, hortalizas y legumbres, entre otros). Se excluye además los combustibles, servicios públicos y transportes	32
Chile	IPCX: excluye perecibles y combustibles. Perecibles: frutas y verduras frescas, combustibles: gasolina, queroseno y gas) IPCX1: A lo que excluye el IPCX se suman los precios de servicios con tarifas reguladas y otros que se ven afectados por los cambios en los impuestos indirectos	7,6 8,8
Colombia	IPC sin alimentos: Excluye el grupo de alimentos de la cesta IPC Núcleo 20: Se excluye del IPC el 20% de la ponderación con aquellos items que entre enero de 1990 y abril de 1999 registraron la mayor volatilidad de precios.	29,51 20
Brasil	Excluye alimentos y precios monitoreados Medias truncadas por variación: Elimina el 20% de los items con mayor y menor volatilidad en cada mes.	aprox. 50 40
Argentina	No se calcula oficialmente	N/d

Fuente: Fuentes Nacionales

Junto a este cálculo de la inflación subyacente, aquí se proponen dos métodos alternativos a la exclusión fija: la Trimmed Mean (TM, media podada) y la Trim the Most Volatile Components (TMVC, poda de componentes más volátiles). En esencia ambos métodos son muy similares pues permiten extraer del índice general de precios aquellos componentes que presentan: i) variaciones extremas (muy por encima o muy por debajo de la media), en el primer caso y ii) una volatilidad extrema (volatilidad muy alta), en el segundo caso. Además de contribuir a tener un mejor diagnóstico de las tendencias inflacionistas subyacentes, estos índices presentan otras ventajas, son comparables entre países y pueden ser utilizados como un indicador adelantado (carácter predictivo).

Para la obtención de estas medidas de inflación es necesario contar con un alto grado de desagregación de los índices. De forma que cuanto mayor sea la desagregación más fino será el cálculo. En nuestro caso contamos con un nivel de desagregación a 3 dígitos y se aplica a: Brasil, Chile, Colombia y Perú (los países con objetivo de inflación en América del Sur).

<sup>1</sup> Agradecemos a Pau Milán del SEE BBVA-Chile por los códigos de matlab que sirvieron de base para la elaboración de este índice.

<sup>2</sup> Un buen indicador de inflación subyacente debería tener las siguientes propiedades: ser un objetivo viable para la política monetaria; su cálculo debería ser fácilmente comprendido e interpretado; debería ser estable, es decir, no debe estar sujeto a múltiples revisiones a medida que se obtiene más información; debe ser un indicador creíble, y para ello la evolución debe ser similar a la inflación observada y no subestimar la inflación observada durante largos períodos de tiempo; y su disponibilidad debe ser oportuna, esto implica que no debería haber retrasos entre la publicación del dato del IPC general y la desagregación necesaria para el cálculo de la subyacente.

¿Cómo se determinan los componentes que son excluidos para calcular la inflación subyacente? Para obtener la poda óptima en ambos casos se busca minimizar el error cuadrático medio (ECM) del índice obtenido respecto a un benchmark<sup>3</sup> que indica la tendencia a largo plazo.

$$RECM = \sqrt{\sum_{t=1}^T (\pi_t - \pi_t^*)^2 / T}$$

En la siguiente tabla se muestra el porcentaje de información excluida del índice general (podas) para llegar a los respectivos índices de inflación subyacente: TMVC y TM. Así, se comprueba que la TM presenta el menor error medio respecto a la tendencia de largo plazo (por tanto es el mejor predictor para la inflación). Este índice, frente a los índices nacionales que excluyen porcentajes de diferentes por países, excluye una proporción muy similar, en el entorno del 25-30%.

País	Poda óptima (TMVC)	Poda óptima (Trimmed Mean)		Error medio mensual con respecto a la tendencia de largo plazo		
		Cota inferior	Cota superior	Core Oficial	TRIM	TMVC
Perú	44%	<b>19,0%</b>	<b>10,0%</b>	0,12%	0,16%	0,16%
Chile	22%	<b>23,0%</b>	<b>8,0%</b>	0,23%	0,18%	0,22%
Colombia	19%	<b>20,0%</b>	<b>5,0%</b>	0,32%	0,28%	0,30%
Brasil	32%	<b>24,0%</b>	<b>8,0%</b>	0,59%	0,25%	0,27%

Fuente: BBVA

### Un primer diagnóstico de las presiones inflacionistas subyacentes en los países con metas de inflación

Un primer elemento a destacar es que la inflación “subyacente” así estimada se sitúa en el entorno del 4-4.5%. Así, la inflación subyacente estimada, por cualquiera de las dos modalidades (TM y TMVC) se sitúa bien por debajo (entre 3 y 4 pp) de la inflación general e incluso de la inflación subyacente estimada por los organismos nacionales correspondientes. De modo que el gap con la inflación objetivo de los BC prácticamente se anual, en el caso de Brasil y Colombia, mientras que Chile y Perú la medida de inflación subyacentes se sigue situando en torno a 2 p.p. por encima del objetivo.

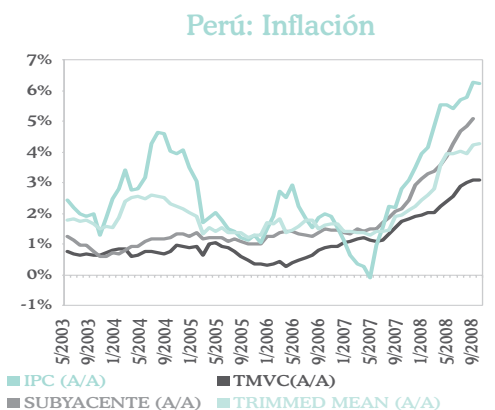
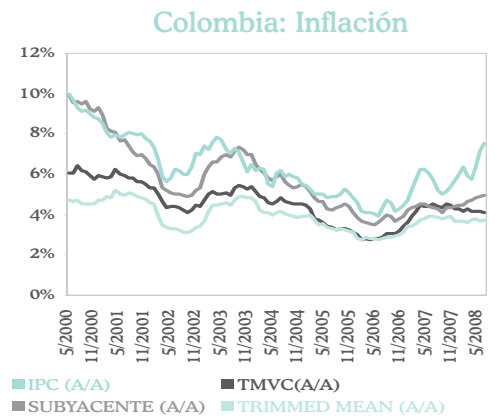
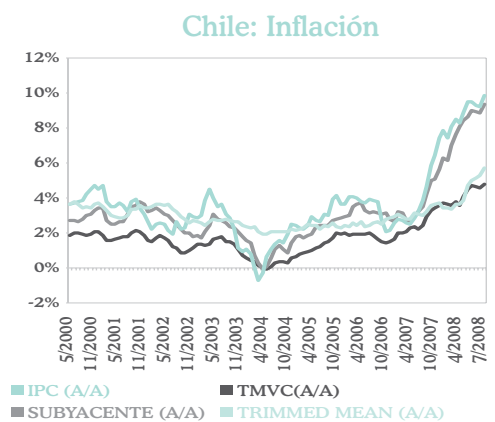
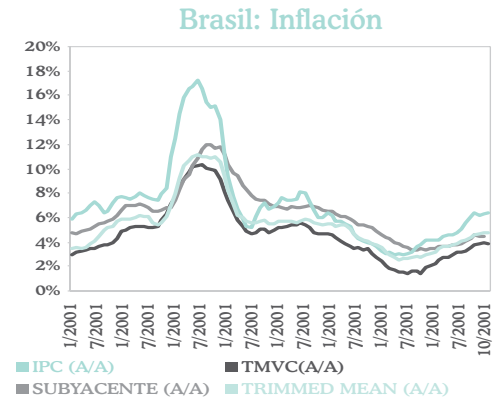
En segundo lugar, en lo relativo a las tendencias, a juzgar por el aumento de estos índices de inflación subyacente, claramente Chile muestra un ritmo de deterioro mayor que el resto de países: presenta la inflación más elevada partiendo de los niveles más bajos.

En tercer lugar, en cuanto a las conclusiones que se pueden extraer de estos indicadores sobre las perspectivas en el corto y mediano plazo, las señales son mixtas. En el caso de Colombia se percibe una estabilización de la inflación tendencial e incluso de cierta ralentización en los meses recientes. En Perú y Brasil hay indicios de que la inflación habría alcanzado máximos y, por tanto, podríamos empezar a ver cierta moderación. Finalmente, en Chile las perspectivas a corto plazo no apuntan de forma tan clara a una ralentización de la inflación.

En suma, a pesar del repunte inflacionista en la región en los últimos años, teniendo en cuenta la fase cíclica y los precios de materias primas, podría decirse que el deterioro de la tendencia inflacionista no es alarmante. En el margen, éstas son buenas noticias para economías que enfrentan una desaceleración económica en la medida que permitiría a la autoridad monetaria llevar a cabo recortes de tipos de interés sin poner en peligro el compromiso de contención de la inflación.

<sup>3</sup> Se utiliza como índice de referencia de largo plazo la serie de inflación filtrada con un Hodrick-Prescott (HP).

Gráfico 3.



Fuente: Institutos Nacionales de Estadística y SEE BBVA

Sandra Molina  
sandra.molina@grupobbva.com  
Myriam Montañez  
miriam.montanez@grupobbva.com  
Elvira Prades  
elvira.prades@grupobbva.com

## 4. Temas de fondo

### 4.1. Vulnerabilidad de América Latina vs. otras regiones emergentes

En el actual estadio de la crisis financiera internacional en la que se ha producido una extensión a un amplio conjunto de activos y regiones, se percibe una creciente preocupación por los efectos que tendrá sobre la economía real. La incertidumbre actualmente es máxima, no sólo en el mundo desarrollado sino también en el emergente. Aunque es cierto que esta crisis presenta diferencias sustanciales respecto a crisis anteriores en países emergentes, principalmente se origina en las economías desarrolladas, el potencial impacto en las economías menos desarrolladas puede igualmente ser muy importante. De hecho, los efectos de la crisis no han hecho sino empezar a manifestarse en los mercados emergentes (fuertes depreciaciones cambiarias, correcciones de los índices bursátiles y salidas de capitales). Y en los próximos meses se empezarán a observar de forma más clara el impacto en la economía real. En buena medida el tipo de ajuste al que se enfrentarán las economías en el próximo año tendrá mucho que ver su solidez tanto en términos macroeconómicos como puramente financieros.

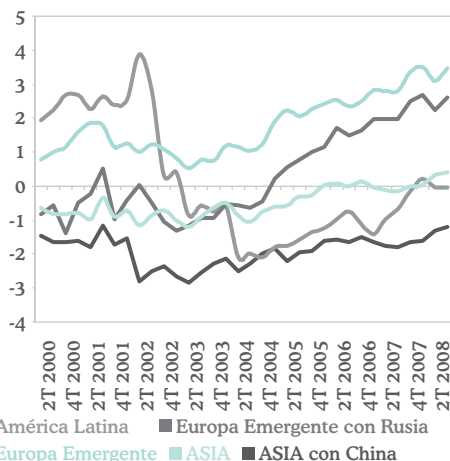
En este contexto, cobra especial interés hacer una evaluación de las diferentes economías y ver cómo están posicionadas para afrontar la crisis financiera internacional. Y, para ello, un buen punto de partida es evaluar su vulnerabilidad externa. Así, con el foco puesto en el mundo emergente, en este artículo se presenta un índice de vulnerabilidad externa (IVE) como una primera aproximación al tema. El objetivo último es establecer un marco que permita situar a América Latina en comparación con otras regiones emergentes, Asia y Europa Emergente.

Para ello, en las siguientes secciones se presenta una discusión sobre las variables que componen el índice –fundamentalmente la dependencia del ahorro externo, la capacidad de hacer frente a los vencimientos de deuda y el desalineamiento del tipo de cambio- y los resultados obtenidos para las tres grandes regiones emergentes. Los resultados deben tomarse como una primera aproximación, dado que el número de variables incorporadas es susceptible de ser aumentado, pero permiten apuntar algunas conclusiones tentativas. Por un lado, desde 2004 se observa un aumento generalizado de la vulnerabilidad en las tres regiones emergentes. En aquel momento América Latina, de hecho presentaba la posición de partida más favorable. Por otro lado, el deterioro ha sido especialmente destacable en Europa emergente lo que la sitúa en el actual contexto en la posición más desfavorable, frente a un balance mucho más equilibrado de Asia y América Latina. Por último, teniendo en cuenta los factores que subyacen al índice, es interesante destacar un elemento positivo para América latina, siempre en términos relativos a otros emergentes, su escasa dependencia de la financiación externa y su capacidad de hacer frente a los vencimientos de deuda. En el actual entorno, esto se valora positivamente.

#### Una primera aproximación para medir la vulnerabilidad de las economías emergentes.

Tal y como se deduce de la abundante literatura sobre las crisis en los mercados emergentes, no se puede enjuiciar el grado de vulnerabilidad o solidez de una economía a partir de un único factor. Así en los episodios de crisis anteriores se identifican diferentes elementos que han propiciado un ajuste brusco de las economías una vez se ha desencadenado un shock concreto. Dicho de otra forma, factores que han desencadenado una crisis en un país pueden no ser relevantes para explicar otros episodios de crisis. En las crisis asiáticas los problemas

### Índice de vulnerabilidad externa



Fuente: IMF, BIS, IFS y elaboración propia BBVA.

\* Asia incluye: India, Indonesia, Tailandia, Malaysia, Filipinas, Hong Kong, S. Korea y Singapore.

\* Europa Emergente incluye: Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Lituania, Letonia, Rumanía, Bulgaria, Turquía y Estonia.

\* América Latina incluye: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

de competitividad fueron elementos determinantes, mientras que las crisis de América Latina han venido más de la mano de crisis de financiación de los gobiernos o ajustes bruscos de los términos de intercambio.

En este sentido, la aproximación que en los últimos años se ha hecho sobre este tema y que incorporamos aquí, consiste en construir un índice a partir de un número de variables [1]. En la selección de las variables se ha tomado en cuenta las conclusiones obtenidas por la literatura sobre “early warning indicators”[2]. Más concretamente los trabajos recientes de Hawkins y Klau (2000) y Bussiere and Mudler (1999).

Por un lado se toman el saldo por cuenta corriente en porcentaje del PIB y el desajuste del tipo de cambio respecto a su nivel de equilibrio. Así, con la primera de estas variables, saldo corriente, se está considerando un elemento crítico como es la dependencia del ahorro externo para cubrir las inversiones domésticas. Este es un elemento especialmente importante en el actual contexto en el que se está produciendo una sequía de liquidez en los mercados internacionales y que puede marcar una diferencia importante entre distintas economías. El grado de desalineamiento del tipo de cambio se justifica en la medida en que un tipo de cambio muy por encima de su nivel de equilibrio es considerado un elemento de riesgo: la probabilidad de que se produzca una reversión brusca en el corto plazo aumenta cuanto mayor sea el grado de sobrevaloración. Digamos que con estas variables se pretende medir el grado de desajuste que presenta cada economía.

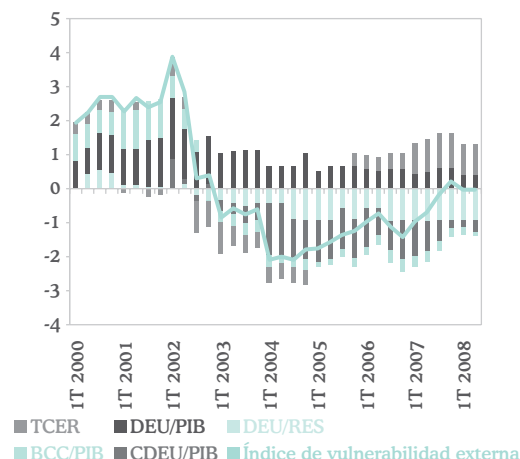
Por otro lado, se incluye un conjunto de variables que aproximan el nivel de endeudamiento externo y la capacidad de la economía para afrontar los vencimientos en el corto plazo. En este caso se toma en consideración que no sólo los flujos son importantes, sino que también lo son los stocks. Así, se incluyen hasta tres variables: el ratio de deuda externa en porcentaje del PIB y su evolución en los dos últimos años y, por último, la deuda a corto plazo en porcentaje de las reservas. Con este segundo grupo de variables se trata de cuantificar la capacidad que tiene ese país para hacer frente a los vencimientos y que viene determinado, fundamentalmente por su volumen de reservas y, de forma indirecta, por su capacidad de emitir en los mercados internacionales (que está inversamente relacionada con su volumen de deuda y la reciente evolución de la misma).

## Una primera comparativa de la vulnerabilidad en las economías emergentes.

A partir del índice de vulnerabilidad agregado por regiones emergentes, uno de los resultados interesantes del análisis es evaluar la evolución de este índice en los últimos años, y especialmente en el pasado más reciente en el que la crisis financiera internacional se ha vuelto más virulenta. Se aprecia que desde mediados de 2004 el aumento de la vulnerabilidad ha sido una nota común en todo el mundo emergente. El deterioro ha sido relativamente mayor en Europa Emergente, e incluso superior si se incluye a Rusia en el agregado. Los países de América Latina, que partían de una posición de partida comparativamente muy positiva, han registrado, en promedio, un deterioro algo menor que sus homólogos europeos. Mientras que Asia ha mostrado el mejor comportamiento relativo en estos últimos años.

Otro resultado interesante deriva de la comparativa que, aunque parcial, se puede hacer de las distintas regiones emergentes. Esto es, el índice permite ubicar a América Latina dentro del mapa de riesgos del resto del mundo emergente, Asia y Europa Emergente. Así, se comprueba que, con datos actualizados a segundo trimestre de 2008, la posición relativa de la región es relativamente confortable. A pesar del deterioro de las condiciones externas en el último año, las economías de América Latina mantienen en promedio una posición mucho más favorable que sus homólogos de Europa emergente, e incluso en una

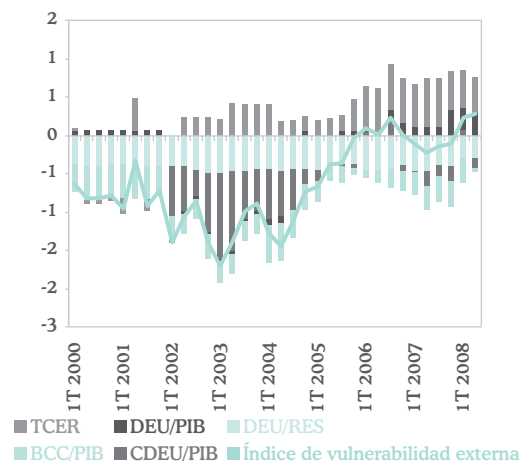
## Contribución de cada variable al índice de vulnerabilidad externa LATAM



\* América Latina incluye: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.\* América Latina incluye: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fuente: IMF, BIS, IFS y elaboración propia BBVA.

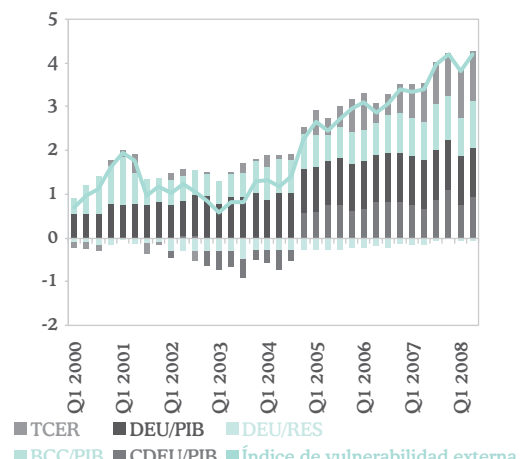
## Contribución de cada variable al índice de vulnerabilidad externa ASIA



\* Asia incluye: India, Indonesia, Tailandia, Malaysia, Filipinas, Hong Kong, S. Korea y Singapur.

Fuente: IMF, BIS, IFS y elaboración propia BBVA.

## Contribución de cada variable al índice de vulnerabilidad externa EUROPA EMERGENTE



\* Europa Emergente incluye: Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Lituania, Letonia, Rumanía, Bulgaria, Turquía y Estonia.

Fuente: IMF, BIS, IFS y elaboración propia BBVA.

posición comparable con los países asiáticos, si excluimos China. La buena posición relativa de América Latina, en su conjunto, viene fundamentalmente explicada por sus bajos niveles de deuda en relación al volumen de reservas y a la reducción de la deuda que se ha venido produciendo en los últimos años. Así, la vulnerabilidad derivada fundamentalmente de la apreciación real y, en menor medida, del ratio de deuda sobre PIB, son compensados por los otros dos elementos mencionados.

## Conclusiones

El índice elaborado constituye una referencia adicional para diferenciar el impacto de la crisis en economías emergentes. En base al mismo, se puede decir que los riesgos a corto plazo en América Latina parecen acotados, especialmente si los comparamos con otros mercados emergentes. De cara a los próximos trimestres, no cabría esperar un deterioro significativo del índice de vulnerabilidad en la región. Las recientes depreciaciones de los tipos de cambio deberán contribuir a compensar la mayor vulnerabilidad derivada de la ampliación de los déficit por cuenta corriente y la pérdida de reservas. Esto es especialmente cierto para aquellas economías con regímenes de tipos de cambio flexible.

Obviamente, con estas variables no se agota el número de índices que podrían aproximar la vulnerabilidad de una economía, pero si permiten hacer una primera aproximación al tema que es nuestro objetivo. Por un lado, dada la naturaleza de la actual crisis financiera se podría complementar con índices más específicos del sistema financiero. Por otro lado, también se podrían incorporar elementos más directamente relacionados con el puro choque real al que las economías se van a enfrentar el próximo año (grado de apertura y dependencia de la demanda externa...). Adicionalmente se podría considerar el margen que tienen los países para acometer políticas contra-cíclicas (fiscal y monetaria). De modo que la combinación de estos índices permitiría calibrar mejor la posición relativa de las distintas áreas y economías emergentes.

## Referencias:

Bussiere, M. y C. Mulder (1999): "External vulnerability in emerging market economies: how high liquidity can offset weak fundamentals and the effects of contagion", IMF, working paper 99/98, Julio.

Hawkins, J y M Klau (2000): "Measuring potential vulnerabilities in emerging market economies", BIS Working Papers nº 91.

# Recuadro metodológico: elaboración del Indicador Vulnerabilidad Externa (IVE)

Para elaborar un índice que mide el potencial de vulnerabilidad de los países emergentes se toma como referencia el índice propuesto por Hawkins y Klau (2000), Este índice trata de sintetizar la información considerada relevante a la hora de determinar el grado de vulnerabilidad de una economía. Las variables que integran el índice han sido generalmente identificadas en la literatura como importantes para explicar los episodios de crisis en emergentes. Con todo, ésta es una primera aproximación para evaluar la vulnerabilidad de las economías emergentes, pero el número de variables es limitado, y por tanto, la incorporación de otras variables sería una extensión inmediata del índice aquí presentado. En cuanto a la cobertura por países, el índice se calcula para un total de 27 países, cubriendo Europa Emergente, Asia y América Latina. A partir de los índices individuales por países se obtienen índices agregados para las tres grandes mencionadas.

## 1.- Variables

Código	Variable	Fuente
V <sub>1</sub>	Tipo de cambio efectivo real. Desviación porcentual respecto al nivel promedio del periodo especificado*.	DataStream y elaboración propia BBVA.
V <sub>2</sub>	Balanza por Cuenta Corriente como porcentaje del PIB.	IMF.
V <sub>3</sub>	Deuda externa como porcentaje del PIB.	BIS: International bonds and notes - all issuers
V <sub>4</sub>	Crecimiento de la deuda externa como porcentaje del PIB en los últimos 8 trimestres.	Consolidated foreign claims of reporting banks - immediate borrower basis.
V <sub>5</sub>	Deuda a corto plazo como porcentaje de las reservas.	BIS: International claims - up to and including one year and IMF.

\* Promedios utilizados: LATAM: Argentina (2002-2008), Brasil (1999-2008, Chile (1990-2008), Colombia (1994-2008), México (1997-2008), Perú (1998-2008), Venezuela (1990-2008). Europa Emergente: (1994-2008). Asia (2000-2008).

## 2.- Construcción del indicador

El índice está construido con periodicidad trimestral desde el primer trimestre del 2000 hasta el segundo trimestre de 2008.

### 2.1- Categorías de las variables

A cada observación se le asigna un número entero entre -2 y 2 dependiendo del valor que tome dicha variable, tal y como se indica en la siguiente tabla.

Variable	Peso	-2	-1	0	1	2
TCER V <sub>1</sub>	W <sub>1</sub>	V <sub>1</sub> ≤ -20	-20 < V <sub>1</sub> ≤ -10	-10 < V <sub>1</sub> ≤ 10	10 < V <sub>1</sub> ≤ 20	V <sub>1</sub> > 20
BCC/PIB V <sub>2</sub>	W <sub>2</sub>	V <sub>2</sub> > 4	2 < V <sub>2</sub> ≤ 4	-2 < V <sub>2</sub> ≤ 2	-4 < V <sub>2</sub> ≤ -2	V <sub>2</sub> ≤ -4
DE/PIB V <sub>3</sub>	W <sub>3</sub>		V <sub>3</sub> ≤ 20	20 < V <sub>3</sub> ≤ 30	30 < V <sub>3</sub> ≤ 40	V <sub>3</sub> > 40
CDE/PIB V <sub>4</sub>	W <sub>4</sub>	V <sub>4</sub> ≤ -10	-10 < V <sub>4</sub> ≤ 0	0 < V <sub>4</sub> ≤ 10	10 < V <sub>4</sub> ≤ 15	V <sub>4</sub> > 15
DE/RES V <sub>5</sub>	W <sub>5</sub>		V <sub>5</sub> ≤ 50	50 < V <sub>5</sub> ≤ 100	100 < V <sub>5</sub> ≤ 150	V <sub>5</sub> > 150

## 2.2- Ponderación de las variables

A continuación se asigna una ponderación a cada una de las variables. En la ponderación del índice se toma en cuenta que la deuda, y en concreto, su cobertura por reservas, tiene un papel predominante. Así, cuando el porcentaje de deuda en relación con las reservas es inferior al 200% todas las variables tienen el mismo peso en el índice. Mientras que si la deuda supera el 200% de las reservas, la ponderación de esta variable es el doble que la ponderación del resto. Las ponderaciones quedan entonces como sigue:

Si  $V_5 < 200$ , entonces  $W_1 = W_2 = W_3 = W_4 = W_5 = 1$

Si  $V_5 > 200$ , entonces  $W_1 = W_2 = W_3 = W_4 = 3/4$  y  $W_5 = 2^*$

## 2.3- Obtención del Índice de Vulnerabilidad Externa (IVE).

Para cada país y en cada momento del tiempo se obtiene el índice como la suma ponderada de los valores de las 5 variables y sus respectivos pesos. El índice tomará valores comprendidos entre -10 y 10, indicando el -10 una mínima vulnerabilidad externa y 10 un máximo riesgo de entrar en una situación de crisis.

## 3.- Índice agregado por regiones.

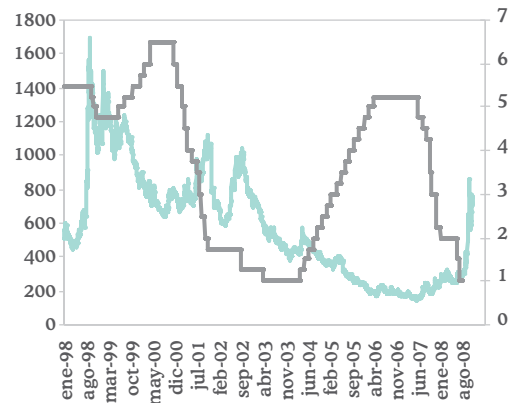
Una vez hallados los distintos Índices de Vulnerabilidad Externa por países, se obtiene el Índice de Vulnerabilidad Externa (IVE) agregado para cada región como la suma ponderada de cada país que lo integra. Como ponderación de los países en el agregado se utiliza el peso del Producto Interior Bruto a precios constantes en dólares con base en el año 2000 ajustado por la Paridad del Poder Adquisitivo de cada país tomado de FMI.

LATAM	Pond	EUROPA EMERGENTE*	Pond	ASIA*	Pond
Argentina	0,10	Bulgaria	0,02	China	0,41
Brasil	0,39	Eslovaquia	0,02	India	0,21
Chile	0,05	Estonia	0,01	Indonesia	0,07
Colombia	0,06	Hungría	0,05	Tailandia	0,04
México	0,30	Letonia	0,01	Malasia	0,03
Perú	0,04	Lituania	0,01	Filipinas	0,02
Venezuela	0,07	Polonia	0,15	Hong Kong	0,02
		República Checa	0,06	Korea del Sur	0,10
		Rumanía	0,05	Singapur	0,02
		Rusia	0,42		
		Turquía	0,19		

\* Taiwan y Vietnam con pesos del 6 y 2% respectivamente sobre Asia, no han sido incluidos en el análisis por falta de datos, al igual que Eslovenia con un peso de un 1% sobre Europa Emergente. \*\* El Índice de Vulnerabilidad Externa (IVE) se calcula para Asia con y sin China y para Europa Emergente con y sin Rusia, debido al alto peso que suponen sobre sus regiones.

José Ramón Perea  
 jramon.perea@grupobbva.com  
 Francisco González  
 fjose.gonzalez.perez@grupobbva.com

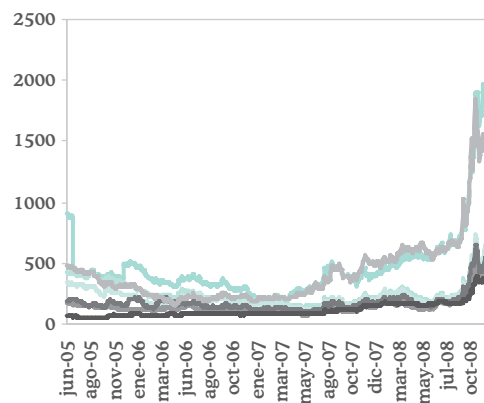
## EMBI+ vs. Tipos de Interés Oficiales de EE.UU.



■ EMBI +  
 ■ Tipos de interés oficiales EE.UU. (eje derecho)

Fuente: Datastream, Bloomberg

## Latam: Diferencial Embi (Pbs)



■ Argentina ■ Brasil ■ Colombia ■ México  
 ■ Perú ■ Venezuela ■ Chile

Fuente: Datastream

## 4.2. Los diferenciales de crédito y la aversión mundial al riesgo

Los diferenciales de la deuda soberana son una referencia fundamental para evaluar la capacidad de las economías emergentes para conseguir fondos en los mercados financieros, tanto mediante el endeudamiento como por los flujos de entrada de carteras. Por una parte, los diferenciales de la deuda soberana son una medida de los costes de financiación de las economías nacionales. Además, y yendo más allá de la función de evaluación de la solvencia soberana, también suponen una aproximación al riesgo institucional que representa el país.

En los últimos años se ha registrado una notable reducción de los diferenciales de los mercados emergentes, y la mayoría de las series están en mínimos históricos. Esta tendencia se basó primero en el proceso de relajación monetaria que se instaló en muchas economías avanzadas después de la crisis de las puntocom, y que abrió el camino a un periodo de tipos de interés reales anormalmente bajos. Con relativa simultaneidad, la mejora macroeconómica que han logrado muchos de estos países en la década actual también ha contribuido a la tendencia descendente de los diferenciales de crédito.

Este periodo de compresión de los diferenciales en los mercados emergentes ha sufrido un brusco frenazo con la intensificación más reciente de la crisis del crédito, que en el verano de 2008 puso en marcha una nueva fase de volatilidad económica cuyos efectos están siendo especialmente perjudiciales para los indicadores financieros de los países emergentes. Latinoamérica no ha sido la excepción a esta tendencia y, aunque el comienzo de la crisis en 2007 no tuvo un efecto sustancial sobre los diferenciales de los países (medidos por el índice EMBI+), la evolución reciente de la crisis ha acelerado su deterioro. No obstante, el aumento de los diferenciales está siendo más contenido durante las actuales turbulencias. Con la excepción de Argentina y Venezuela, cuyos diferenciales soberanos se han disparado, los diferenciales de los países latinoamericanos registran ampliaciones relativamente moderadas, especialmente en comparación con episodios de crisis anteriores.

Teniendo en cuenta todos los factores, y pese a que la última fase de la crisis crediticia internacional ha colocado a la economía mundial en un nivel sin precedentes de gran aversión al riesgo, la respuesta de los diferenciales soberanos latinoamericanos desde el inicio de las turbulencias en 2007 ha sido sorprendentemente tímida. Por lo tanto, el análisis actual se nutre de uno de los ejemplos de la literatura empírica (García-Herrero y Ortíz, 2006) para explicar detalladamente el grado de influencia que pueden haber tenido los determinantes habituales de los diferenciales soberanos durante este periodo.

### Los determinantes de los diferenciales de crédito

Un conjunto amplio de investigaciones ha clasificado los determinantes de los diferenciales de crédito según su carácter externo o interno. Entre los primeros, la mayoría de los estudios identifican variables relacionadas con el ciclo económico global, principalmente en forma de tipos de interés internacionales o tasas de crecimiento mundiales<sup>1</sup>. Pasando a la economía financiera, los indicadores del sentimiento de los inversores respecto al riesgo, la liquidez del mercado o el contagio financiero, también han sido una característica típica de la literatura empírica.

En este último conjunto de variables, la evidencia existente apunta a un papel bastante sustancial del efecto de contagio en Latinoamérica, una región con exposición crónica al aumento de los diferenciales, tanto por la vía de acontecimientos originados en sus propias economías (México en 1994, Brasil en 1998, Argentina en 2001), como procedentes del extranjero (crisis de Asia Oriental de 1997, escándalo de Enron en 2002, etc.). De igual modo, la actitud de los inversores respecto al riesgo también parece ser uno de los determinantes globales más relevantes de

<sup>1</sup> Los datos de Estados Unidos con frecuencia se consideran sustitutos de estas variables.



los diferenciales latinoamericanos. Para ilustrar esta vinculación, representamos la evolución del índice EMBI Latam, tanto frente al VIX como al diferencial Baa. En ambos casos, parece existir una relación bastante estrecha entre cada par de variables. No obstante, el grado de paralelismo de las variaciones parece desvanecerse en los últimos tiempos, una sospecha que se confirma con un rápido vistazo a las correlaciones por pares de variables. Para el periodo 1997-2008, estas dos correlaciones son de 0,55 (EMBI Latam – VIX) y 0,59 (EMBI Latam – Baa). Pero si nos concentramos en los últimos años (2004-2008), se desploman hasta niveles muy cercanos a cero en ambos casos.

Con respecto a los determinantes internos, la literatura pone énfasis en el grado de resistencia macroeconómica, especialmente si está relacionado con la solvencia de la economía nacional. Por lo tanto, encontramos variables que miden la capacidad del estado soberano para hacer frente a la deuda (p. ej., deuda externa/exportaciones) así como la solidez financiera de la economía nacional (nivel de reservas internacionales, ratio de reservas/importaciones, etc.). Otros estudios han adoptado marcos empíricos más completos, ya que incluyen la inflación, la relación de intercambio o indicadores de riesgo político.

## Objeto y metodología

Dado que las consideraciones sobre la liquidez y la solvencia están en el núcleo de las actuales turbulencias provocadas por el crédito *subprime*, los diferenciales de los países se han convertido en una de las referencias clave para singularizar a aquellas economías emergentes que están mejor posicionadas ante la crisis. Conscientes de esta importancia, nuestro análisis persigue evaluar en qué medida los factores mundiales y domésticos contribuyen a determinar la evolución de los diferenciales de crédito en las siete mayores economías latinoamericanas (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela). Si bien los estudios anteriores en general han identificado un papel importante de la aversión mundial al riesgo en la evolución de los diferenciales de la deuda soberana en Latinoamérica<sup>2</sup>, algunos estudios recientes indican que la solidez de esta relación puede haberse debilitado en los últimos años, caracterizados por una contracción adicional de los diferenciales de los países emergentes<sup>3</sup>.

Teniendo presente este interés, adoptamos un marco metodológico introducido por primera vez en García-Herrero y Ortiz (2006). En este trabajo, los autores construyen un modelo de autorregresión de vectores estructurales (SVAR), que incluye cinco ecuaciones con innovaciones sobre un conjunto de variables endogeneizadas, del siguiente modo: la primera ecuación determina exógenamente la tasa de crecimiento económico de EE.UU. La segunda define una función de reacción de la política monetaria para EE.UU. que sería dependiente de la misma tasa de crecimiento económico y el nivel del tipo de interés libre de riesgo de ese país. La tercera ecuación se centra en la evolución de la aversión mundial al riesgo, medida por el diferencial Baa, que se hace depender del crecimiento y el tipo de interés de EE.UU.

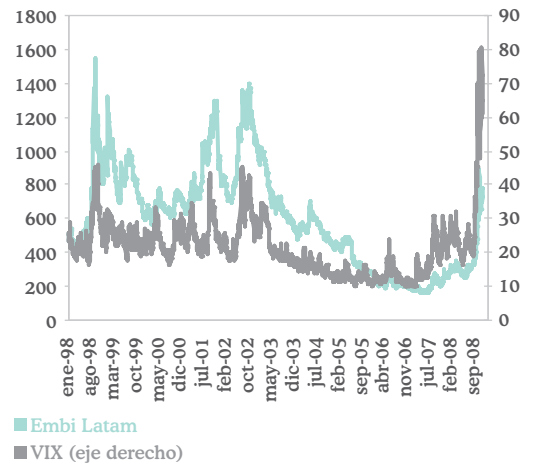
Por último, las dos últimas ecuaciones representan el comportamiento de las variables relacionadas con las economías latinoamericanas. En primer lugar, se adopta una medida sintética de los fundamentales latinoamericanos, anteriormente calculados mediante el análisis de los componentes principales<sup>4</sup>, como variable dependiente de la cuarta ecuación, calculándose su regresión frente al crecimiento económico y los tipos de interés de EE.UU.; y en la quinta ecuación, el logaritmo natural de los diferenciales latinoamericanos se relaciona con los dos determinantes que interesan a este análisis (la aversión mundial al riesgo y los funda-

<sup>2</sup> Así es especialmente, pero no exclusivamente, en el caso de García-Herrero y Ortiz (2006), que constituye la principal referencia metodológica de nuestro análisis.

<sup>3</sup> Sobre este punto, véase Banco Mundial (2008)

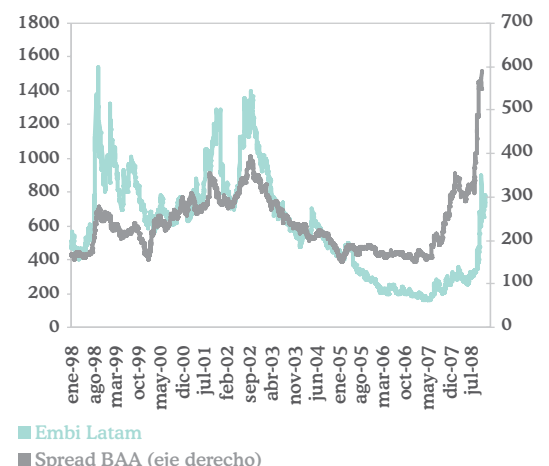
<sup>4</sup> El sustituto sintético es el primer componente de un análisis de componentes principales que incluye los niveles de exportación, el ratio entre reservas e importaciones y la calificación de crédito media de las tres agencias principales (Moody's, Standard & Poor's y Fitch).

## EMBI Latam vs VIX



Fuente: Datastream, Bloomberg

## EMBI Latam vs. Diferencial BAA



Fuente: Datastream, Bloomberg

mentales de los países). El sistema de ecuaciones adopta la siguiente forma<sup>5</sup>.

$$\begin{aligned}e_t^y &= c_1 u_t^y \\e_t^j &= c_2 e_t^y + c_3 u_t^j \\e_t^0 &= c_4 e_t^y + c_5 e_t^j + c_6 u_t^0 \\e_t^p &= c_7 e_t^y + c_8 e_t^j + c_9 u_t^p \\e_t^s &= c_{10} e_t^0 + c_{11} e_t^p + c_{12} u_t^s\end{aligned}$$

La especificación anterior permite que las variables relacionadas con la economía estadounidense afecten a los diferenciales latinoamericanos, tanto directamente por la vía de su influencia sobre los fundamentales de los países, como indirectamente por la vía de su impacto sobre la aversión mundial al riesgo. Además, una ventaja clave de la especificación anterior es que convierte la aversión al riesgo en endógena. Por lo tanto, elimina sesgos potenciales en las estimaciones de coeficientes que podrían surgir si la aversión mundial al riesgo y los fundamentales de los países latinoamericanos se ven afectados por un conjunto común de factores.

En cuanto a las fuentes de datos, nos basamos en el índice EMBI+ para obtener nuestra serie de diferenciales de crédito, lo que nos permite crear un panel de datos no equilibrado con frecuencia mensual, en el que las series de Argentina, Brasil, México y Venezuela se remontan a enero de 1994, la de Perú a abril de 1997 y las de Chile y Colombia a junio de 1999. Las variables macroeconómicas de Estados Unidos y las economías latinoamericanas seleccionadas se obtienen en general de la base de datos de Estadísticas Financieras Internacionales del FMI, mientras que en unos pocos casos nos basamos en fuentes nacionales. La muestra finaliza en agosto de 2008, en el momento en que se agudiza el efecto de la crisis del crédito *subprime* sobre los diferenciales de la deuda soberana latinoamericana.

### ¿Factores externos o internos? Resultados

La tabla 1 muestra los resultados del modelo SVAR sobre los coeficientes estimados de C10 y C11, que miden el impacto de la aversión mundial al riesgo y los fundamentales de los países, respectivamente, sobre los diferenciales. En general, hallamos que los fundamentales de los países explican mejor los diferenciales. Esto es especialmente cierto en Argentina, México y Brasil, donde el coeficiente estimado de los fundamentales es estadísticamente significativo (hasta el nivel del 90% en el caso de México y del 99% en los de Argentina y Brasil). Así pues, todas estas relaciones presentan un signo intuitivamente sólido, ya que una mejora de los fundamentales de los países iría acompañada de una reducción de los diferenciales de crédito. Por otra parte, el coeficiente de la aversión mundial al riesgo también tiende a mostrar un signo adecuado, ya que una mayor aversión al riesgo está relacionada con el aumento de los diferenciales de crédito. Sin embargo, esta relación sólo es significativa en un caso (Colombia).

Otro resultado interesante surge de la descomposición de la varianza de nuestra especificación VAR, que contribuye a evaluar el grado de persistencia de las variaciones de la aversión mundial al riesgo y los fundamentales de los países sobre los diferenciales. La Tabla 2 resume estos resultados; en la mayoría de los casos ambas variables exhiben un impacto despreciable a corto plazo (es decir, igual o inferior a un año). El efecto de la aversión mundial al riesgo sobre los diferenciales de los países emergentes aumenta con el tiempo, especialmente en los casos de Brasil, Perú y Venezuela. En cuanto a los fundamentales de los países, hallamos un impacto más duradero en el caso de Colombia, donde los fundamentales explican un porcentaje sustancialmente mayor de la varianza después del segundo año.

Los resultados anteriores deben tomarse con precaución, pues son indicativos de una evidencia muy preliminar de la importancia creciente de los fundamentales de los países para explicar la evolución más reciente

Tabla 1.  
VAR Coeficientes Estructurales

	Aversión Global al riesgo (C10)	Fundamentales países (C11)
Argentina	0,003	-0,094***
Brasil	0,019	-0,09***
Chile	0,002	0,05
Colombia	0,001*	0,059
México	0,009	-0,094*
Perú	0,002	0,05
Venezuela	0,005	0,012

\*,\*\*\*: significativo al 10%  
y 99% respectivamente

Tabla 2.  
Descomposición de la varianza de los  
diferenciales de tipos Soberanos

	Aversión global al riesgo			Fundamentales países		
	3 m	12 m	36 m	3 m	12 m	36 m
Argentina	0,09	2,04	8,9	1,95	1,03	3,2
Brasil	0,4	3,1	17,7	3,1	1,6	7
Chile	0,53	2,04	2,3	0,24	1,84	7,5
Colombia	0,15	2,15	2,8	2,2	2,8	16,5
México	0,14	4	8,8	2,8	2,5	6,8
Perú	0,04	4,5	15,1	0,6	1,4	9,1
Venezuela	0,42	3,44	14,9	2,05	2	4,3

<sup>5</sup> Debido a las limitaciones de espacio, remitimos al lector al trabajo original para una descripción más detallada de la metodología y los datos.

de los diferenciales de crédito. La escasa importancia de la aversión mundial al riesgo para la explicación de los diferenciales latinoamericanos nos parece sorprendente, y nos ha llevado a adoptar sustitutos alternativos. Además del uso del diferencial Baa, realizamos el mismo ejercicio con el índice VIX y la diferencia entre los diferenciales Baa y Aaa. De estos dos, el diferencial Baa-Aaa representa la prima por impago de la deuda emitida por empresas con calificación Baa<sup>6</sup>. Pese a estas especificaciones alternativas, no obtenemos unos resultados fundamentalmente diferentes, y la asociación entre estos nuevos sustitutos y los índices EMBI latinoamericanos sigue siendo positiva pero estadísticamente no significativa en la mayoría de los casos.

## Conclusión

Aunque no exploramos otras advertencias potenciales, la idea principal que extraemos de este análisis es que la reacción de los diferenciales de la deuda soberana latinoamericana al aumento de la aversión mundial al riesgo, primero en 2006, y posteriormente y de modo mucho más pronunciado en 2007, con el inicio de la crisis del crédito *subprime*, no ha sido tan sensible como en casos anteriores. Una explicación posible de este comportamiento es que la semilla de la tempestad financiera actual no sólo está situada fuera de Latinoamérica, sino también del mundo emergente, lo que puede haber facilitado un distanciamiento relativo de los diferenciales de la deuda soberana con respecto a la aversión al riesgo. No obstante, nos inclinamos por encontrar una justificación más verosímil a este comportamiento en las salvaguardas construidas por Latinoamérica en los últimos años, que han contribuido a blindar sus diferenciales de la deuda soberana frente al deterioro de las previsiones de los inversores. El mayor compromiso político con una gestión ortodoxa de la economía, y las ventajas que la escalada de las materias primas ha reportado a la región, fundamentalmente a través de las exportaciones, son los dos elementos que supuestamente subyacen a la resistencia financiera actual de Latinoamérica. Y aunque el jurado académico sigue deliberando en torno a cual de estos dos factores merece más crédito, lo que parece claro es que los acreedores internacionales no han pasado por alto la mejora de la mayoría de las economías latinoamericanas, como se ha reflejado en última instancia en la relajación de las condiciones de financiación.

Sin embargo, la conclusión anterior se enfrenta a la prueba crítica del tiempo. Si bien es cierto que los diferenciales de la deuda soberana latinoamericana han sido relativamente inmunes al castigo inicial de la crisis financiera, la nueva fase de ésta, marcada por la quiebra de Lehman Brothers en septiembre pasado, ha sido finalmente capaz de provocar un incremento espectacular de los diferenciales de la deuda soberana en todo el mundo emergente. Para ilustrar este punto, el gráfico adjunto muestra la variación en puntos básicos soportada por nuestro grupo de países latinoamericanos desde el inicio de la crisis (verano de 2007) hasta la quiebra de Lehman (12 de septiembre de 2008); y desde esa fecha hasta el 25 de noviembre de 2008. En conjunto, en el último mes y medio se ha producido una ampliación de los diferenciales mucho mayor que el incremento acumulado en los 13 primeros meses de crisis.

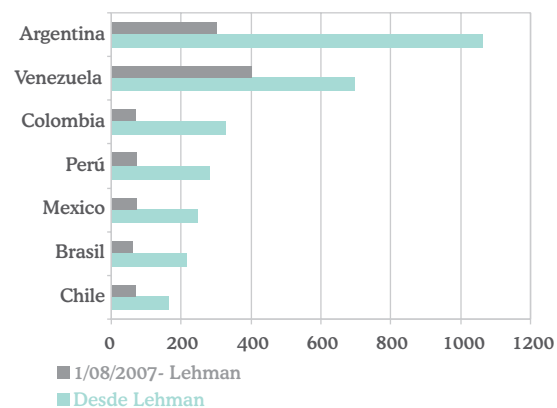
El aumento repentino de los diferenciales de crédito desde septiembre, en la medida en que no ha venido acompañado de un deterioro similar de los fundamentales de los países, refleja la influencia negativa que finalmente está teniendo el aumento reciente de la aversión al riesgo. Aunque aún es pronto para saber lo duradero que será este impacto, las últimas semanas sugieren que la aversión mundial al riesgo está reclamando su papel tradicional como determinante de los diferenciales de la deuda soberana latinoamericana.

## Referencias

- Cowan, K. (2006): Comentario sobre García-Herrero y Ortiz (2006).  
 García-Herrero, A. y Ortiz, A. (2006): "The Role of Global Risk Aversión in Explaining Sovereign Spreads". *Economía*, vol. 7, n. 1, Otoño 2006.  
 Banco Mundial (2008): *Perspectivas económicas mundiales*.

<sup>6</sup> Cowan (2006) considera que el diferencial Baa-Aaa explica mejor los diferenciales que el VIX o el diferencial Baa.

## Variación en Embi + (Pbs)



Fuente: Datastream

## 5. Estadísticas y proyecciones

## Contexto Internacional

Precio Materias Primas (promedio)							
	2007	2008	2009		2007	2008	2009
Petróleo (USD/barril)	72,8	101,0	54,5	Oro (USD/troyoz.)	697,7	879	775,0
Cobre (USD/t)	7108,0	6994,0	3569,0	Soja (USD/ton)	317	458	342

PIB real (%)				Inflación (%. promedio)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.	2,9	2,0	1,4	-0,8	3,2	2,9	4,2	0,8
UEM	3,0	2,7	1,0	-0,9	2,2	2,1	3,3	1,4
Japón	2,4	2,0	0,7	-0,3	0,3	0,1	1,2	0,3
China	11,6	11,9	9,5	8,1	2,8	6,5	4,5	3,0

Tipo de cambio (frente \$, fin de periodo)				Tasa oficial (%. fin de periodo)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.					5,25	4,25	0,50	0,50
UEM (\$/€)	1,32	1,46	1,30	1,15	3,50	4,00	2,50	1,50
Japón (yenes/\$)	116,4	113,1	100,7	95,6	0,24	0,06	1,20	0,30
China (cny/\$)	6,12	7,47	6,93	5,31	1,70	4,80	6,40	3,40

## Latinoamérica

PIB real (%)				Inflación (%. fin de año)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina	8,5	8,7	6,9	1,9	9,9	8,5	8,0	13,0
Brasil	3,7	5,4	5,2	2,5	3,1	4,5	6,3	4,8
Chile	4,3	5,1	4,3	2,3	2,6	7,8	8,9	4,8
Colombia	6,8	7,7	3,7	3,0	4,5	5,7	7,2	4,5
México	4,9	3,3	1,8	0,0	4,1	3,8	6,2	4,0
Perú	7,7	8,9	8,9	5,0	1,1	3,9	6,5	2,9
Venezuela	10,3	8,4	5,5	2,6	17,0	22,4	30,7	32,5
LATAM <sup>1</sup>	5,4	5,6	4,4	1,8	5,0	6,0	8,1	7,0
LATAM Ex-México	5,7	6,6	5,4	2,6	5,4	7,1	9,0	8,4

Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina <sup>2</sup>	1,8	1,2	1,9	0,5	3,8	2,7	2,0	-0,3
Brasil	-3,0	-2,2	-1,9	-2,0	1,6	0,6	-1,8	-1,5
Chile <sup>2</sup>	7,8	8,8	6,5	2,7	4,9	4,5	-2,7	-2,6
Colombia	-0,8	-0,8	-1,0	-1,3	-2,2	-3,4	-2,0	-1,9
México	-0,1	0,0	0,0	-1,8	-0,6	-1,0	-1,5	-3,5
Perú	2,1	3,1	2,5	0,1	3,0	1,4	-2,1	-3,0
Venezuela <sup>2</sup>	2,1	4,5	0,6	-4,2	14,7	10,5	14,2	4,3
LATAM <sup>1</sup>	-0,5	0,0	-0,2	-1,5	2,0	0,9	-0,3	-1,7
LATAM Ex-México	-0,3	0,3	0,0	-1,2	3,0	1,7	0,1	-1,0

<sup>1</sup> Media de los países mencionados, <sup>2</sup> Gobierno Central.

Tipo de cambio (vs \$, fin de año)				Tasas de interés (%. fin de año) <sup>3</sup>				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina	3,06	3,14	3,30	3,90	9,80	13,50	22,00	20,00
Brasil	2,15	1,78	2,30	2,10	13,25	11,25	13,75	12,75
Chile	530	499	634	603	5,25	6,00	8,25	5,25
Colombia	2239,00	2015,00	2329	2443	7,50	9,50	9,50	8,00
México	10,93	10,95	12,82	12,83	7,02	7,44	8,00	5,45
Perú	3,21	2,98	3,10	3,25	4,50	5,00	6,50	6,00
Venezuela	2,00	2,00	2,15	2,70	10,26	11,70	17,50	18,00

<sup>3</sup> Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente.

## Argentina

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	8,5	8,7	6,9	1,9
Inflación IPC (% , fin de año)	9,9	8,5	8,0	13,0
Balanza comercial (m.M. \$)	12,3	11,1	11,3	3,3
Cuenta corriente (m.M. \$)	8,1	7,2	6,5	-1,2
Cuenta corriente (% PIB)	3,8	2,7	2,0	-0,3
Reservas (m.M. \$, fin de año)	32,0	46,2	44,6	45,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,06	3,1	3,3	3,90
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	1,8	1,2	1,9	0,5
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	9,80	13,5	22,0	20,0

<sup>1</sup> Argentina: Gobierno Central y excluye ingresos por privatizaciones  
<sup>2</sup> Argentina: Depósitos a 30 días en pesos; Brasil: SELIC

## Brasil

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	3,7	5,4	5,2	2,5
Inflación IPC (% , fin de año)	3,1	4,5	6,3	4,8
Balanza comercial (m.M. \$)	46,1	40,0	25,0	28,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	15,4	7,9	-32,0	-25,0
Cuenta corriente (% PIB)	1,6	0,6	-1,8	-1,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	85,8	180,3	200,0	190,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,15	1,78	2,30	2,10
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-3,0	-2,2	-1,9	-2,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	13,25	11,3	13,8	12,8

## Chile

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	4,3	5,1	4,3	2,3
Inflación IPC (% , fin de año)	2,6	7,8	8,9	4,8
Balanza comercial (m.M. \$)	22,2	23,7	6,5	8,1
Cuenta corriente (m.M. \$)	6,8	7,2	-4,6	-3,7
Cuenta corriente (% PIB)	4,9	4,5	-2,7	-2,6
Reservas (m.M. \$, fin de año)	19,4	16,9	25,0	25,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	530	499	634	603,00
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	7,8	8,8	6,5	2,7
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	5,25	6,00	8,25	5,3

<sup>1</sup> Chile: Gobierno Central  
<sup>2</sup> Chile: Tasa de Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001); Colombia: DTF a 90 días

## Colombia

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	6,8	7,7	3,7	3,0
Inflación IPC (% , fin de año)	4,5	5,7	7,2	4,5
Balanza comercial (m.M. \$)	0,0	-0,7	4,4	4,7
Cuenta corriente (m.M. \$)	-3,0	-5,9	-4,1	-3,8
Cuenta corriente (% PIB)	-2,2	-3,4	-2,0	-1,9
Reservas (m.M. \$, fin de año)	15,4	21,0	23,5	23,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2239	2015	2329	2443
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-0,8	-0,8	-1,0	-1,3
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	6,8	9,0	10,1	8,2

## México

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	4,9	3,2	1,8	0,0
Inflación IPC (% , fin de año)	4,1	3,8	6,2	4,0
Balanza comercial (m.M. \$)	-6,1	-10,1	-16,3	-32,4
Cuenta corriente (m.M. \$)	-6,0	-10,2	-17,6	-35,5
Cuenta corriente (% PIB)	-0,6	-1,0	-1,5	-3,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	67,7	78,0	83,0	87,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	10,93	10,95	12,82	12,83
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-0,1	0,0	0,0	-1,8
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	7,02	7,44	8,00	5,45

<sup>2</sup> México: Cetes a 28 días; Perú: Tasa interbancaria en soles

## Perú

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	7,7	8,9	8,9	5,0
Inflación IPC (% , fin de año)	1,1	3,9	6,5	2,9
Balanza comercial (m.M. \$)	8,9	8,4	3,3	0,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	2,8	1,5	-2,7	-4,1
Cuenta corriente (% PIB)	3,0	1,4	-2,1	-3,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)	17,3	27,7	31,1	28,1
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,21	2,98	3,10	3,25
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	2,1	3,1	2,5	0,1
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	4,50	5,00	6,50	6,00

## Uruguay

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	7,0	7,4	9,2	4,8
Inflación IPC (% , fin de año)	6,4	8,5	8,2	6,4
Balanza comercial (m.M. \$)	-0,5	-0,7	-0,8	-1,3
Cuenta corriente (m.M. \$)	-0,4	-0,5	-0,8	-1,0
Cuenta corriente (% PIB)	-2,3	-2,4	-3,0	-3,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	0,8	1,9	2,3	3,1
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	24,5	21,7	22,5	24,0
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-0,6	0,9	-0,4	-0,6
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	—	7,5	5,7	4,6

<sup>1</sup> Venezuela: Gobierno Central  
<sup>2</sup> Uruguay: Letras del BCU a 30 días en pesos; Venezuela: Depósitos a 90 días  
<sup>3</sup> Venezuela: incluye FIEM

## Venezuela

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	10,3	8,4	5,5	2,6
Inflación IPC (% , fin de año)	17,0	22,4	30,7	32,5
Balanza comercial (m.M. \$)	32,7	23,7	47,9	15,8
Cuenta corriente (m.M. \$)	27,1	20,0	42,6	14,1
Cuenta corriente (% PIB)	14,7	10,5	14,2	4,3
Reservas (m.M. \$, fin de año)	37,3	33,9	31,9	31,9
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2	2	2,15	2,7
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	2,1	4,5	0,6	-4,2
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	10,3	11,7	17,5	18,0





**Interesados dirigirse a:**

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Depósito Legal: M-31252-2000

**Servicio de Estudios Económicos:**

**Director:**

José Luis Escrivá

**Economistas Jefe:**

Europa y España  
 Europa: Miguel Jiménez  
 España: Julián Cubero

Escenarios Financieros y Económicos: Mayte Ledo  
 Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido  
 Tendencias Globales: David Tuesta  
 Escenarios Financieros: Daniel Navia  
 Análisis Sectorial: Ana Rubio

Estados Unidos y México: Jorge Sicilia  
 Estados Unidos: Nathaniel Karp  
 México: Adolfo Albo

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero  
 Análisis Transversal Emergentes: Sonsoles Castillo  
 China: Li-Gang Liu  
 Asia ex China: Ya-Lan Liu  
 Sudamérica: Joaquín Vial  
 Argentina: Ernesto Gaba  
 Colombia: Juana Patricia Téllez  
 Chile: Miguel Cardoso  
 Perú: Hugo Perea  
 Venezuela: Oscar Carvalho

**otras publicaciones**



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.