

# Latinwatch

Servicio de Estudios Económicos

Primer semestre 2009



Inédito activismo de políticas de demanda no consigue evitar el impacto de la crisis

Los fundamentos pesan cada vez más y América Latina se beneficiará de ello

Los crecientes lazos económicos entre Asia y América Latina brindan una buena oportunidad para la región

# Índice

Fecha de cierre: 24 de junio de 2009

1. Editorial	2
2. Entorno Internacional	3
3. Situación y perspectivas para América Latina	6
Recuadro 1: Cuentas públicas, ¿un deterioro acotado?	12
Recuadro 2: La economía mexicana, de la mano de la evolución de EEUU	14
Recuadro 3: Precios de materias primas: evolución reciente y perspectivas	16
4. Temas de fondo	18
4.1. Tensiones financieras en Emergentes: Contagio vs. fundamentales	18
Recuadro 4: Índice BBVA de stress financiero para los emergentes	21
4.2. América Latina y China: tan lejos, tan cerca	23
5. Estadísticas y proyecciones	26

## Han coordinado esta publicación:

Alicia García Herrero  
Sonsoles Castillo  
Joaquín Vial

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

## Han preparado esta publicación:

Enestor Dos Santos  
Sandra Molina  
Myriam Montañez  
Diana Paez  
Jose Ramón Perea  
Juan Julián Cubero  
Marcos José Dal Bianco  
Antonio Díez de los Ríos  
Rodolfo Mendez  
Ramón de la Rocha

enestor.dossantos@grupobbva.com  
sandra.molina@grupobbva.com  
miriam.montanez@grupobbva.com  
diana.paez@grupobbva.com  
jramon.perea@grupobbva.com  
juan.cubero@gtfmail.bancomer.com  
marcosjose.dal@grupobbva.com  
antonio.diezlosrios@grupobbva.com  
rodolfo.mendez@grupobbva.com  
ramondelarocha@bbva.com.hk

## 1. Editorial

Cuando la recesión arrecia y se buscan signos de recuperación, ha surgido la idea que los países emergentes podrían empujar el carro de la reactivación global, reemplazando al endeudado consumidor norteamericano en su rol de motor del crecimiento. Nuestra impresión es que esta visión optimista es todavía prematura no tanto porque la demanda interna del mundo emergente no sea importante - especialmente la de China - sino porque la elasticidad de sus importaciones es aun reducida excepto en el caso de algunas materias primas, especialmente las relacionadas con la inversión en infraestructura. En otras palabras, América Latina - junto con otros exportadores de materias primas - debería beneficiarse más que el mundo desarrollado de la relativamente buena evolución de la demanda interna en el mundo emergente y, en concreto China y en menor medida India.

En términos mas generales, tal como se explica en el capítulo “América Latina y China: tan lejos, tan cerca”, hay una gran complementariedad entre las economías asiáticas y las de América Latina, que será clave para una recuperación temprana de éstas últimas. En lo inmediato, dicho vínculo se ha expresado en la inesperada recuperación de los precios de materias primas, que han brindado un alivio financiero importante a las economías de América Latina, especialmente a aquellas que tienen mayores dificultades para acceder al crédito externo.

En otro orden de cosas, el actual episodio de crisis está permitiendo constatar que la sensibilidad de los emergentes en general, y de América Latina en particular a los factores externos se está reduciendo. Se constata así que los fundamentales juegan un papel cada vez más importante dentro del mundo emergente, y en este sentido la región afronta la salida de esta crisis con mayores garantías.

Sin perjuicio del mayor impulso externo proveniente de Asia, tal como se explica en el capítulo “Situación y Perspectivas para América Latina”, el golpe de la crisis global sobre la confianza de consumidores y empresarios de la región ha sido de tal magnitud, que ha provocado una contracción de la demanda interna mucho mayor a la que anticipábamos. Hoy casi todos los países de América Latina están experimentando caídas de sus niveles de actividad respecto del año pasado, junto a una fuerte reducción de la inflación. En un plano más positivo, sin embargo, vemos una combinación de mayor flexibilidad cambiaria, rápida reacción de las autoridades monetarias y capacidad de manobra para preservar o expandir planes de gasto fiscal, que permiten aseverar que la contracción será limitada, tanto en su profundidad como extensión en el tiempo.

Nuestras previsiones muestran que la región inicia una recuperación en la segunda mitad del año, tal como anticipan las mejoras en precios de activos y la recuperación de indicadores de confianza. De esta manera, América Latina retomaría una senda de crecimiento en 2010, que si bien será lenta al inicio, irá tomando fuerza a medida que los países desarrollados se sumen a esta recuperación.

## 2. Entorno internacional

Tras un inicio de año complejo, con altas tensiones financieras y fuertes caída de la actividad, en el segundo trimestre están bajando las tensiones

Desde principios de año el entorno global siguió marcado por elevados niveles de tensión en los mercados financieros, aunque varios indicadores han mostrado mejoras importantes en los últimos meses. Así, en mayo los CDS bancarios norteamericanos alcanzaron el mínimo nivel desde la quiebra de Lehman Brothers, y los europeos –que se han mantenido por debajo de los americanos- su mínimo valor desde noviembre de 2009. Por otra parte, en los mercados interbancarios también se están registrando importantes correcciones, con el diferencial OIS a tres meses en EE.UU. y en la UEM en los mínimos desde principios de 2008.

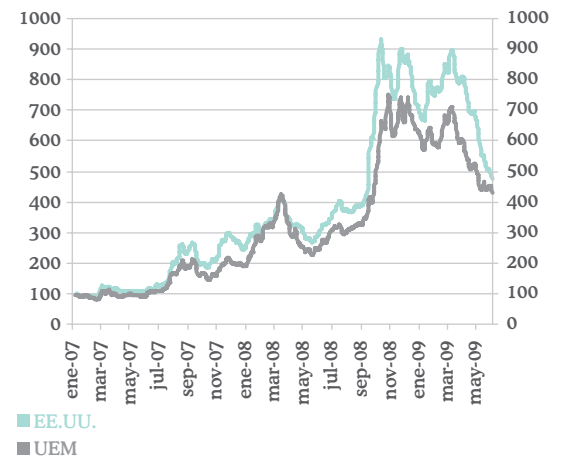
En los primeros meses del año, la contracción de la economía global fue un elemento fundamental para mantener elevados niveles de aversión al riesgo. Los datos del 1t09 continuaron mostrando fuertes descensos de la actividad en EEUU (-1,6% en tasa trimestral), con un ritmo de caída muy similar al del 4t08. En Europa, los indicadores mantuvieron un tono extraordinariamente negativo, con una caída trimestral del PIB del 2,5% en el 1t09, superior al descenso de 1,6% en el 4t08. No obstante, el tono general de los indicadores de coyuntura con los datos de abril y mayo está siendo, por lo general, menos negativo. Esto supone que el ritmo de contracción de la actividad podría estar moderándose, aunque aún se observarán crecimientos negativos en el corto plazo. Los mercados reaccionaron muy positivamente a esta posible inflexión, aunque la incertidumbre en torno a la duración de la crisis hace que este movimiento pueda tener fundamentos vulnerables.

### Nuevas medidas públicas para estabilizar la situación

En este contexto, los gobiernos han incrementado las medidas para afrontar la crisis financiera global. EE.UU. sigue siendo la economía que más ha avanzado en la adopción de estas políticas, con un nuevo programa de medidas destinado a la estabilización del sistema financiero. Una pieza clave de este programa fue la realización de pruebas de stress (“stress test”) sobre los balances de las principales instituciones bancarias, que dio a conocer las necesidades de capital del sistema. Como resultado, 10 de las 19 principales entidades financieras americanas deben conseguir dentro de los 6 meses siguientes 75\$ mM de capital adicional. Estos resultados tuvieron buena acogida en el mercado, generando buena parte de la reciente reducción en las tensiones financieras. Un segundo pilar es el Programa de Inversión-Público-Privado que busca atraer a inversores privados que compren los activos tóxicos de los bancos a través de fondos donde el capital será aportado conjuntamente por el sector privado y el público, con un grado de apalancamiento muy significativo. Finalmente, la administración Obama ha puesto en marcha un plan de mejora del acceso a la vivienda que contempla mayores facilidades para refinanciar hipotecas y subvenciones para las entidades financieras que modifiquen los términos de las hipotecas de familias con riesgo de impago. Nuestra valoración de la estrategia de estabilización bancaria es positiva, aunque la implementación de los planes aprobados presenta grandes complejidades, y si no se conjugan correctamente todos los elementos, su impacto podría verse limitado.

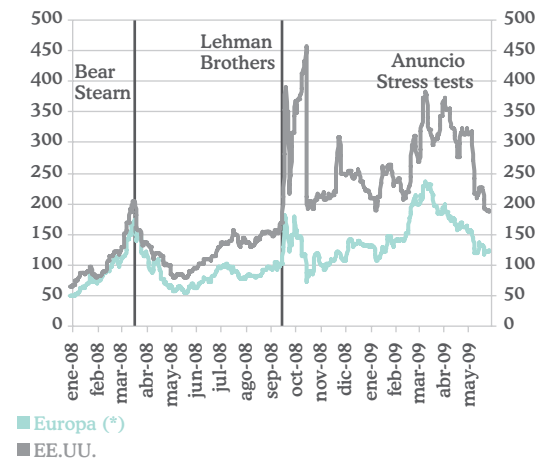
La Reserva Federal, por su parte, ha sido un actor muy importante en el proceso de estabilización financiera y está enfrentando el riesgo deflacionista, principalmente con adquisiciones de activos. Así, la Reserva Federal se ha embarcado en un programa de compra de 1.250 mM\$ de bonos hipotecarios, y de compras de deuda pública por valor de hasta 300 mM\$. Por otro lado, la Reserva Federal pre-

### Indicador de tensiones financieras



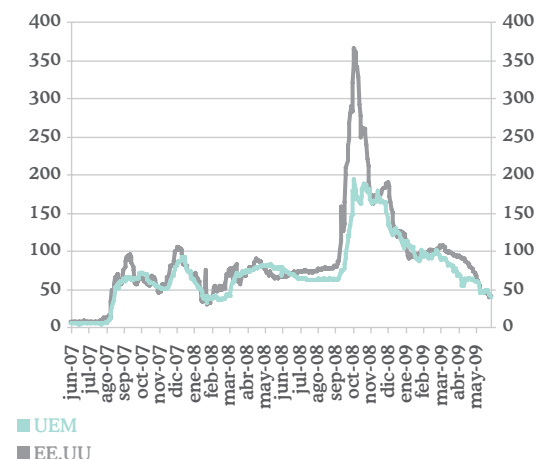
Fuente: Servicio de Estudios BBVA  
Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa alemana. CDS bancarios, corporativos y CDS soberanos, europeos

### Bancos: CDS deuda senior 5 años (pb)



Fuente: Bloomberg  
\* Bancos Incluidos: Barclays, RBS, Iloyds, HSBC, Alliance & Bingley, Standard Chartered, Allied Irish Bank, BNP, Deutsche Bank, ING, Unicredito, UBS, Credit suisse,, Credit agricole, Societe Generale, Intesa, BBVA, Santander

### Mercados interbancarios: diferencial OIS a 3 meses (3M LIBOR - 3M OIS)



Fuente: Bloomberg

### Tipo de interés de una hipoteca media a 30 años en EE.UU.



Fuente: Bloomberg

vé participar activamente en la financiación del Programa de Inversión Público-Privado, mediante el programa TALF (“Term Asset-Backed Securities Loan Facility”), que podría llegar a alcanzar un tamaño cercano a los 1.000 mM\$.

En Europa, los esfuerzos de estabilización financiera se ha producido fundamentalmente en el ámbito nacional, con iniciativas muy diversas según los países. Así, Alemania e Irlanda están ultimando los detalles de un “banco malo” que comprase los activos más peligrosos de los bancos. Por su parte, el BCE continuó con su proceso de bajadas del tipo de interés, que se sitúan al momento de redactar estas líneas en el 1%. La autoridad monetaria europea ha decidido seguir realizando las subastas semanales de liquidez mediante el sistema de tipo fijo cubriendo la totalidad de la demanda (“full allotment”) durante el tiempo que sea necesario y en cualquier caso hasta después del final del 2009 y, se ha extendido el plazo de los préstamos realizados por el BCE hasta los 12 meses. Por otra parte, en mayo se anunció la adquisición de 60mM de euros en cédulas bancarias, aunque se desconocen los detalles.

La adopción de estas medidas está justificada, pues a corto plazo el riesgo fundamental es que la persistencia de una situación económica muy débil resulte en el mantenimiento de tasas de inflación negativas durante demasiado tiempo. Por otro lado, aunque los balances de los bancos centrales siguen experimentando una fuerte expansión, especialmente la Reserva Federal, los bancos centrales no deberían tener dificultades en drenar la liquidez de forma rápida llegado el momento, tal y como lo hizo el Banco de Japón en la salida de su programa de políticas monetarias no-convencionales.

### Pese a la estabilización y las medidas, la recuperación sigue siendo incierta

La efectividad de las políticas de saneamiento de los sistemas financieros, por un lado, y de las políticas fiscales de estímulo de la demanda, por el otro, centrarán la atención en los meses próximos. Su éxito dependerá en gran medida las respuestas a los interrogantes de cuándo comenzará la recuperación, cuán rápida será y qué economías se mostrarán más dinámicas.

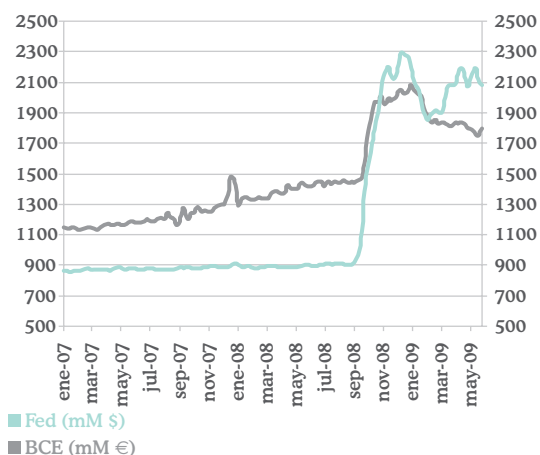
A pesar de que estas medidas representan un impacto favorable en la economía, los elementos de una posible recuperación en 2010 son todavía inciertos. Los datos recientes parecen sugerir que ha dejado de profundizarse la recesión, con lo que es previsible que en los próximos trimestres las caídas del PIB sean más leves. No obstante, nuestra percepción es que la salida de la recesión, de producirse en 2010, sería en todo caso con tasas de crecimiento muy moderadas y por debajo del crecimiento potencial. Además, es probable que ocurra más tarde en Europa, dada la mayor lentitud en la adopción de medidas, tanto de estabilización financiera como de política monetaria. Estas incertidumbres obligarán a los bancos centrales a mantener tipos oficiales bajos por un período de tiempo prolongado.

### Los países emergentes acusan la situación global, pero reciben apoyos importantes

Los indicadores financieros muestran evolución muy favorable en el último mes, tras un brusco deterioro de los indicadores financieros en el último trimestre del año que se mantuvo en el primer trimestre. Los Spreads de riesgo soberano han corregido fuertemente, las presiones depreciatorias sobre las divisas se han dado la vuelta e incluso las entradas de flujos en los emergentes vuelven al terreno positivo propiciando importantes repuntes de los índices bursátiles.

Sin duda, uno de los factores que han favorecido este movimiento ha sido la moderación de la aversión global al riesgo. Pero también

### Bancos Centrales: activos totales



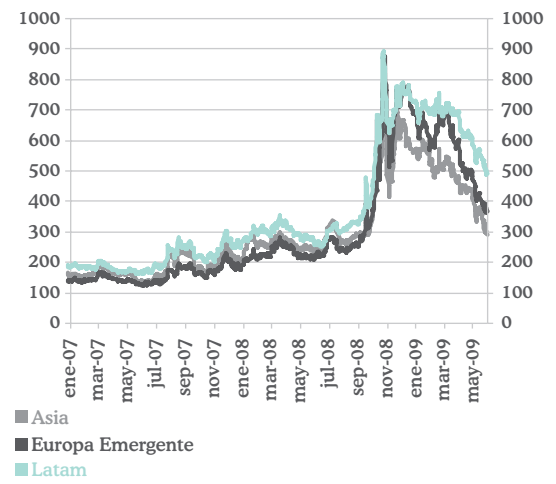
Fuente: Datastream

cabe mencionar al menos otros dos factores adicionales. Por un lado, el espaldarazo que supuso la cumbre del G-20 para las economías emergentes al aumentar la dotación de recursos disponibles para el FMI. A lo que se sumó la creación de una nueva línea de crédito del IMF que podrá ser utilizado por las economías con sólidos fundamentales, pero que podrían experimentar problemas transitorios de financiación. Un instrumento que está pensado más para prevenir que para atajar una eventual crisis en las economías emergentes. El éxito de esta nueva fórmula se ha constatado tras la solicitud de algunos países como México, Polonia y Colombia y la reacción positiva de los mercados. Por último, pero no menos importante, están las medidas adoptadas en el ámbito doméstico para amortiguar el impacto de la crisis. En este sentido, encontramos que en diferente grado, buena parte de las economías emergentes han adoptado políticas de demanda, fiscal y monetaria, cuyo impacto en la actividad se comenzará a percibir en la segunda mitad del año e incluso en algunas ya en el 2t09. China, constituye sin lugar a dudas el ejemplo más destacable dentro del mundo emergente tras la aprobación de un paquete de estímulo fiscal muy cuantioso (16% del PIB en dos años) y la excepcional relajación de las condiciones monetarias que han favorecido una reactivación del crédito al sector privado. En otro orden, también es destacable América Latina que por primera vez en esta crisis ha contado con un margen para hacer políticas contracíclicas que está siendo utilizado.

Con todo, el impacto de la crisis en la actividad de los emergentes está siendo importante. El ajuste del PIB en el 4t08 fue muy brusco, fundamentalmente como consecuencia del colapso del comercio internacional lo que condujo a un ajuste a la baja de las previsiones en los primeros meses del año. En este sentido, es importante enfatizar el alto grado de heterogeneidad dentro del mundo emergente. Las conocidas vulnerabilidades de la Europa Emergente —abultados desequilibrios fiscales y externos, fuerte crecimiento del crédito acompañado de un alto descalce de moneda y alta dependencia de la financiación externa— propiciarán ajustes muy intensos. Así, se estima que el PIB de la región caerá en torno al 6%, con algunas economías cayendo hasta el doble, lo que supone un elemento de riesgo para las economías de la Europa Occidental. En conjunto, se prevé que las economías emergentes, lideradas por Asia y con caídas del PIB muy moderadas de América Latina, crezcan por encima de las economías desarrolladas en los próximos años.

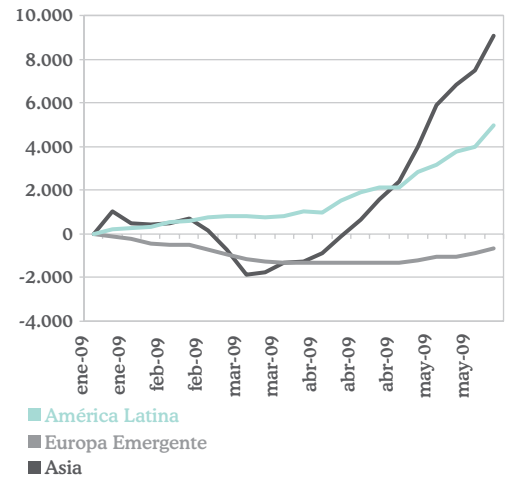
A pesar de la débil demanda mundial, los precios de las materias primas estuvieron, en el primer trimestre de 2009, por encima de los promedios históricos. Más recientemente, los precios de las materias primas volvieron a crecer con intensidad debido a los significativos recortes de producción y a la percepción de los mercados financieros que el peor de la crisis puede ya haber pasado. Los recientes recortes de oferta y las perspectivas de valorización del dólar deben limitar el actual movimiento alcista de las materias primas, pero los precios deben seguir dando soporte a los países de América Latina.

Diferenciales EMBI



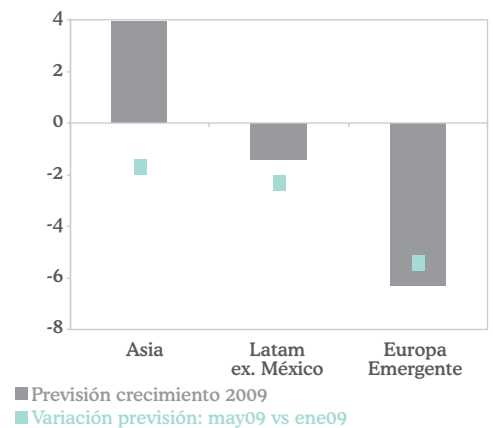
Fuente: Datastream y JP Morgan

2009: entradas netas de renta variable (acumuladas, \$Mm)



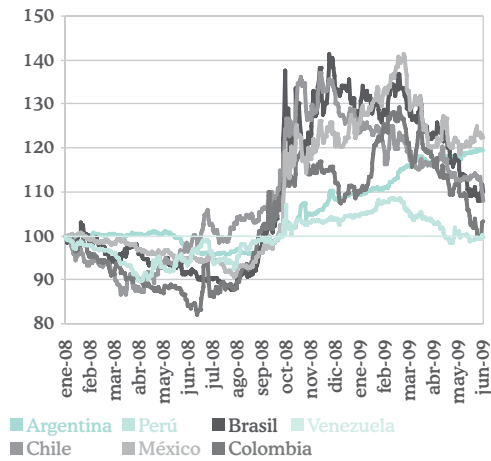
Fuente: BBVA y EPFR

Economías emergentes: previsión de crecimiento 2009 y variación en la previsión desde enero



Fuente: BERD y BBVA

## Tipo de Cambio vs. USD



Fuente: Bloomberg

### 3. Situación y perspectivas para América Latina

#### La crisis global ha resultado mucho más profunda que lo anticipado

En nuestro anterior informe regional Financial System Latin Watch (FSLW) publicado en marzo adelantábamos que la región iba a sufrir menos que en otros episodios similares anteriores, y que la gran mayoría de los países iba a capear el temporal sin caer en recesión. De hecho sólo Argentina y México aparecían con tasas de crecimiento negativas en 2009. Sin embargo, la crisis ha golpeado con más fuerza que lo anticipado y hoy proyectamos que casi todos los países van a experimentar caídas moderadas en el PIB en 2009, siendo Perú la única excepción con crecimiento positivo en el presente año. A pesar de ello, todavía creemos que el ajuste actual será más suave y menos prolongado que en episodios de crisis externas anteriores, lo que es especialmente destacable considerando la magnitud de la caída de la economía mundial y del comercio internacional en particular.

El choque externo llegó a la región una vez que se produjo la caída de los precios de materias primas fines del año pasado, con efectos adversos sobre los ingresos públicos y privados, que puso en serios aprietos financieros a economías vulnerables por su dependencia de estos ingresos y que simultáneamente enfrentaban restricciones de acceso al financiamiento externo.

También a fines del año pasado se percibió con fuerza la dificultad para acceder a financiamiento externo, incluso en rubros como el crédito de comercio exterior. Sin embargo, tal como explicamos en el FSLW de marzo, la combinación de mercados financieros locales más profundos y solventes, con una acción decidida por parte de gobiernos y bancos centrales para proveer de liquidez, especialmente en divisas, permitió sortear rápido este problema y hoy ya se ha vuelto a la normalidad, si bien con costos más elevados que los vigentes antes del episodio de LB.

#### La sorpresa ha sido la reacción muy negativa de la demanda interna

Sin embargo, lo realmente sorprendente y destacable en el episodio actual ha sido la fortísima reacción negativa de la demanda interna ante los eventos de fines del año pasado. A medida que fue emergiendo información sobre lo que estaba ocurriendo, se produjo una fuerte caída en los niveles de confianza de consumidores y empresarios que los llevó a adoptar posiciones defensivas, frente a una crisis cuya dimensión no estaba acotada en cuanto a su profundidad ni duración. Los consumidores reaccionaron drásticamente ante la nueva información, ajustando rápida y profundamente sus planes de gasto y limitando su endeudamiento. Ello se manifestó en caídas abruptas (del orden de 50% respecto del mismo período del año anterior) en las ventas de automóviles, así como de todo tipo de bienes durables e incluso viviendas.

Las empresas, por su lado, actuaron para preservar su liquidez en momentos en que el acceso al crédito se veía mucho más difícil en el corto plazo y no se percibía una normalización en el corto plazo. Frente a la incertidumbre, la reacción fue reducir gastos rápidamente, para reducir la vulnerabilidad financiera. Si bien las estadísticas de inventarios no son muy fiables, hay mucha evidencia particular, más las estimaciones agregadas de cuentas nacionales para varios países (Chile, Perú, por ejemplo) que muestran grandes caídas de inventarios que comienzan junto con la crisis. Estos reflejan ajustes preventivos en la producción, especialmente de manufacturas, que fueron más allá de las fuertes caídas de la demanda.

La evidencia proveniente de los mercados de crédito da cuenta de ajustes importantes en estos mercados, tanto a nivel de empresas como consumidores. Sin embargo, es difícil identificar cuánto de ello se debe a una reducción preventiva de la demanda o a condiciones de oferta de crédito más restrictivas. Las encuestas de condiciones de crédito que se realizan en diversos países muestran que los bancos han adoptado una actitud más cautelosa para el otorgamiento de créditos, en respuesta a aumentos esperados en las tasas de mora, como consecuencia de la recesión. Sin embargo, ello ha coincidido también con menor demanda por crédito por lo que es difícil evaluar si la decisión de las empresas de defender su liquidez se justificaba.

Como resultado del choque de expectativas, podemos ver que las caídas del PIB en el margen (respecto del trimestre anterior) para el conjunto de la región (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y Venezuela) han ido a la par con las de la Demanda Interna.

El inesperado choque de confianza y un panorama externo más negativo que el que veíamos a fines del año pasado nos han llevado a revisar nuestra visión sobre el impacto de la crisis sobre la región. Hoy es bastante claro que, con la posible excepción de Perú, prácticamente todos los países de la región van a experimentar una caída del PIB en 2009. También vemos que la recuperación será más lenta que lo que anticipábamos, porque el entorno externo seguirá siendo desfavorable por un tiempo más prolongado.

Un examen de los determinantes tradicionales de la demanda interna deja en evidencia el fuerte impacto de las expectativas en el ajuste observado en la primera parte del año. Si bien hubo una caída de ingresos como consecuencia de la baja en los precios de exportación, los más afectados por ello han sido los gobiernos y empresas extranjeras y muy poco los consumidores locales. El empleo desaceleró primero e incluso en algunos casos ha comenzado a disminuir, pero mucho menos y más tarde de lo que lo ha hecho el consumo. Por otra parte, la baja abrupta de la inflación ha significado un aumento del poder de compra de las remuneraciones que debería compensar la caída en el empleo.

Si bien los tipos de interés han subido, caídas de ventas de bienes durables como automóviles o viviendas del orden del 50% respecto del año pasado no se puede explicar por estas razones.

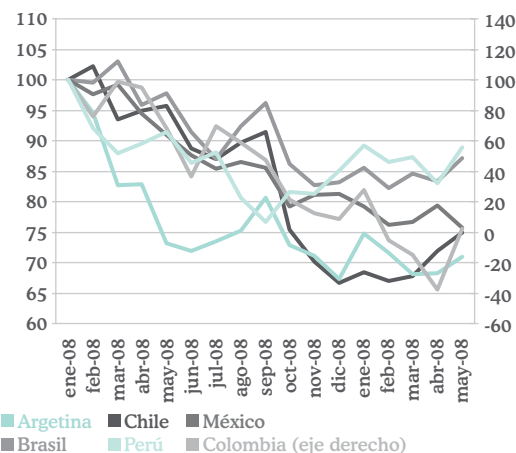
A nivel de la inversión de las empresas, lo que observamos es una combinación de caída en la confianza en el futuro, con fuertes bajas de precios de productos exportables, aumentos de costos de insumos y equipos importados, encarecimiento del crédito y caídas en las ventas, tanto de productos exportables como de la demanda interna, especialmente en bienes durables y en insumos para las actividades más afectadas (inmobiliaria, minería, etc.). Todo ello ha redundado en ajustes de inventarios, una caída en la producción y postergación o cancelación de inversiones. Lo que es claro, es que sin una evolución favorable de las expectativas, la inversión privada difícilmente va a repuntar.

### La inflación cae más rápido que lo anticipado y los bancos centrales pueden bajar agresivamente los tipos de interés

Un resultado lateral de la fuerte caída de la demanda interna ha sido la rápida disminución en la inflación en todos aquellos países que han seguido políticas monetarias basadas en objetivos de inflación. Todos ellos habían aplicado políticas contractivas de la liquidez, subiendo los tipos de interés oficiales durante la primera parte de 2008, para contrarrestar las presiones inflacionarias derivadas de las alzas de precios de petróleo y alimentos, que fueron amplificadas por la fuerte expansión del consumo y la inversión que tenía lugar en toda la región en esos momentos.

## Indicadores de Confianza del Consumidor

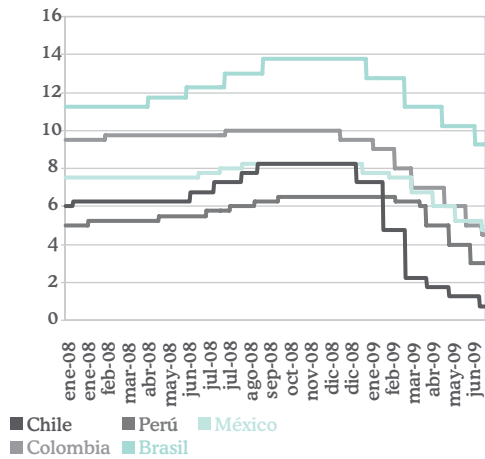
(enero 2008=100)



Fuente: Bloomberg



### Tipos de interés (inflation targeters)



Fuente: Bloomberg

La reversión de precios de materias primas, especialmente del petróleo que cayó a menos de un tercio del valor alcanzado en el punto más alto del ciclo en pocas semanas, junto al cambio de expectativas, cambiaron rápidamente el panorama de la inflación, tal como anticipamos en nuestro informe de fines del año pasado, a pesar de la violenta depreciación de las monedas latinoamericanas en la última parte de 2008.

Si bien la inflación subyacente se ha ajustado menos que la observada, en parte porque es menos sensible a la evolución de los precios internacionales de materias primas, la dirección es la misma, especialmente en Chile, donde el ajuste ha sido mucho más brusco, tanto al alza como a la baja. Todo esto ha contribuido a enmarcar las expectativas de inflación futura en torno a las metas de los bancos centrales, o incluso más abajo.

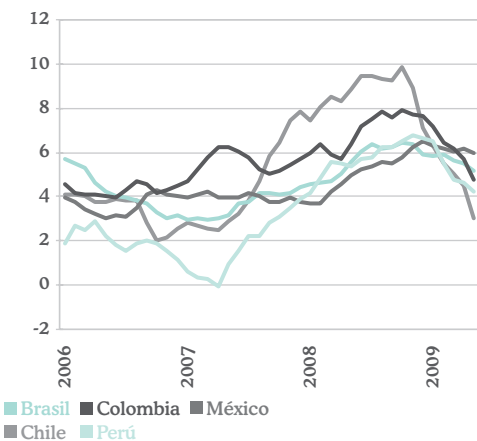
Lo anterior plantea un cuestionamiento al tradicional pesimismo inflacionista de América del Sur. En la región ha predominado por décadas la visión de que la inflación tiene mucha inercia y, por ende, es muy costoso bajarla. Es por ello que los bancos centrales han recurrido muchas veces a fijar las paridades cambiarias para anclar las expectativas, generalmente con éxitos parciales y efímeros. Si bien este es un tema que sobrepasa con creces el alcance de este informe, es importante dejar al menos planteada la cuestión: la rápida caída de la inflación que hemos visto en estos meses, que además ha coincidido con una depreciación de las monedas, al menos en la etapa inicial, sugiere que hoy la inercia inflacionaria es mucho menor que en el pasado. Parte de la explicación recae en la credibilidad ganada por las autoridades económicas de los respectivos países en la lucha contra la inflación, pero es posible que ella no sea la única. Estos países han acometido reformas económicas sustanciales en las últimas décadas, las que han dado un rol central a la disciplina de los mercados en las decisiones de consumidores y productores y esto posiblemente también influye. Este es un tema que revisaremos en el futuro, una vez que se procese mejor la experiencia acumulada en este ciclo.

La caída en la inflación ha tenido dos consecuencias importantes para la evolución futura de estas economías. Por una parte se está traduciendo en un aumento del poder de compra de los salarios, dado que en prácticamente todos estos países las prácticas de indexación de los salarios a la inflación pasada están muy extendidas. Por otra parte, la baja de la inflación de regreso – o incluso por debajo – a las metas de los bancos centrales ha permitido a éstos impulsar bajas muy agresivas de los tipos de interés.

La flexibilidad en la reacción de la política monetaria ha sido posible en parte por dos logros importantes de los últimos años: por una parte los bancos centrales que han adoptado metas de inflación han ganado considerable prestigio y credibilidad, gracias a la determinación mostrada en el logro de dichas metas, así como por los buenos resultados obtenidos. Por otra parte, desde la crisis asiática los bancos centrales de estos países se han movido para crear condiciones para otorgar una efectiva flexibilidad a los respectivos tipos de cambio.

La flexibilidad cambiaria se tradujo en significativas depreciaciones de las monedas de la región inmediatamente después del episodio de Lehman Brothers, en reacción al aumento de la aversión al riesgo y a las consiguientes alzas de las primas de riesgo de todos los países. Sin embargo, a diferencia de episodios similares en el pasado, esto no provocó grandes descalabros por descalce de monedas, ya sea en el sector privado, público o en el sistema financiero. De hecho, uno de los cambios más significativos que ha tenido lugar en la región en la última década, ha sido el fortalecimiento paulatino de las finanzas públicas y la reducción de la exposición de los balances fiscales a riesgos de una depreciación de las monedas. A diferencia de lo que ocurría históricamente en las economías del Atlántico, hoy una depreciación de las monedas tiende a mejorar el balance fiscal, gracias al au-

### Variación de la inflación anual (%)



Fuente: Datastream

mento de las reservas internacionales y a la fuerte disminución de los pasivos gubernamentales en moneda extranjera.

La combinación de políticas monetarias claramente expansivas con los aumentos de poder de compra de los salarios debería dar soporte a una recuperación de la demanda interna en estos países, que por los rezagos normales de la política monetaria, debería manifestarse con plena fuerza en la última parte del año.

Por otra parte, la depreciación de las monedas ha otorgado un alivio a exportadores y a quienes compiten con productos importados, en momentos que enfrentaban caídas de los precios internacionales de sus productos.

Al cierre de este informe varios bancos centrales habían señalado el fin del ciclo de bajas de tipos oficiales (Chile, Colombia) o el ingreso a una etapa de bajas más moderadas (Brasil), como preámbulo a una etapa relativamente prolongada (aproximadamente un año) de tipos oficiales muy bajos, tanto en términos nominales como reales.

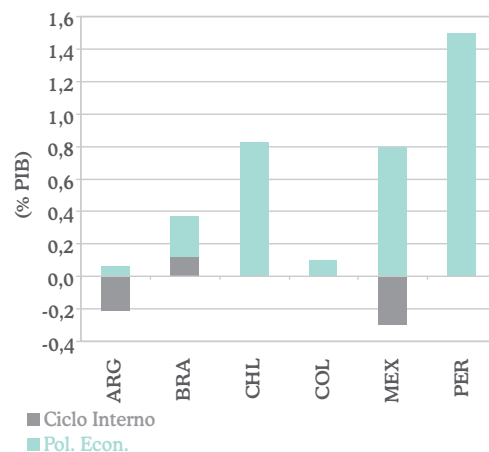
También hemos visto la mayor parte de la corrección de los tipos de cambio, después del desplome de la mayoría de las monedas a fines de 2008. De hecho, algunos países como Brasil, han comenzado a acumular reservas internacionales como consecuencia de intervenciones sistemáticas para limitar la apreciación de sus monedas, y no sería sorprendente que Chile comience a hacer algo similar en los próximos meses, para esterilizar los efectos de la repatriación de ahorros en Fondos Soberanos para financiar el déficit fiscal. En los últimos meses ha retornado una cierta estabilidad, que esperamos permanezca en los meses venideros. Excepciones en este plano son Argentina y Venezuela: en el primero de los mencionados las autoridades intervinieron enérgicamente para evitar una depreciación y luego, una vez pasado el nerviosismo inicial, han permitido una depreciación gradual del peso para compensar la pérdida de competitividad con sus socios regionales. En el caso de Venezuela hemos visto un acceso más restringido al mercado cambiario oficial, donde se mantiene una paridad fija, y una mayor disposición a tolerar un mercado no oficial o paralelo al que se irían canalizando las transacciones excluidas del mercado oficial.

### La política fiscal ha reaccionado con toda la fuerza disponible para contrarrestar la caída en la demanda.

La otra novedad importante en el plano de las políticas públicas para enfrentar la crisis, ha sido la reacción de la política fiscal. En nuestro último informe señalamos que en esta ocasión las finanzas de la mayoría de los gobiernos estaban en condiciones de soportar el choque adverso de la caída de precios de materias primas y de ingresos tributarios, sin tener que recortar sus planes de gasto. Los hechos posteriores no sólo han dado la razón a nuestro optimismo, sino que además hemos visto como algunos países iniciaban planes fiscales extraordinarios, combinando reducciones de impuestos con mayores gastos en transferencias e inversión, para estimular la demanda interna. En una región donde los estabilizadores automáticos de la política fiscal prácticamente no existen, en parte por las agudas restricciones financieras que tradicionalmente han enfrentado los gobiernos, esto es toda una novedad.

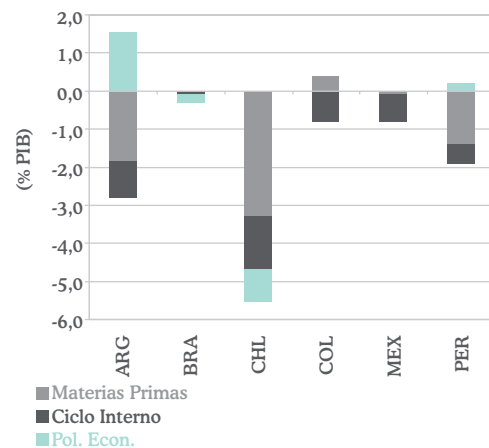
En un primer momento, la preocupación de los gobiernos fue asegurar los recursos para dar continuidad a los planes de gasto en curso. Es así como Brasil y Colombia aprovecharon ventanas de oportunidad en momentos de calma de los mercados para colocar bonos públicos por USD 1000 millones. Argentina, que no tenía esta opción, optó por transferir al Estado los recursos de los fondos de pensiones privados, con lo cual consiguió asegurar recursos para financiar el servicio de la deuda pública e incluso anunciar un modesto plan de aumento del gasto público para 2009. México aprovechó su capacidad de endeudarse para

### Composición del cambio en gastos fiscales en 2009



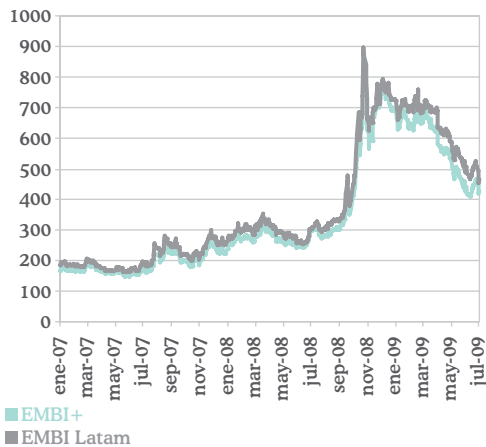
Fuentes Nacionales, BBVA

### Composición del cambio de Ingresos Fiscales en 2009



Fuentes Nacionales, BBVA

## Embi+ vs. Embi Latam (pbs.)



Fuente: Datastream, BBVA

dar un impulso de gasto adicional al contemplado en el presupuesto original.

Chile y Perú, que contaban con ahorros acumulados en el período de bonanza previo, y partían de una situación de superávit en las cuentas públicas, anunciaron planes de gastos extraordinarios a comienzos de 2009. En Chile el plan contemplaba aumentos en la inversión pública, transferencias de ingreso por una vez a las familias más pobres y algunas reducciones de impuestos de carácter transitorio por un monto equivalente a casi 2% del PIB, concentrados en 2009. Perú anunció un programa de tamaño similar, centrado en inversiones en infraestructura pública y obras de desarrollo de interés local, con una fuerte concentración en 2009 y algo en 2010. Una de las dudas respecto de estos programas era la capacidad de ejecución, especialmente de las inversiones. Las cifras de ejecución presupuestaria para los primeros meses del año indican que el gasto, especialmente de inversión, crece a tasas de dos dígitos, disipando esos temores.

Una consecuencia de todo esto es que los balances fiscales se han deteriorado fuertemente en 2009, quedando todos los países con balances deficitarios, pero que no amenazan la solvencia de las finanzas públicas, tal como se explica en el recuadro respectivo.

Otra novedad importante en esta ocasión, es que los gobiernos han podido recurrir a los mercados locales para financiar parte de su déficit. Ello ha sido posible gracias al fuerte desarrollo de los mercados de capitales, especialmente en aquellos países que privatizaron la Seguridad Social.

Si bien varios países de la región tienen aprobadas líneas de crédito sin condicionalidad con el FMI, otras multilaterales y la propia Reserva Federal, ya sea para respaldar sus reservas o para financiar más gasto público, en la práctica no han usado esos recursos, reservándolos para más adelante. De hecho, en la mayoría de los casos esperamos una reducción de la Deuda Externa Pública en 2009.

### La situación parece estabilizarse

Si bien la situación difiere entre países, hay varios indicios de que la actividad económica en la mayoría de las economías de América del Sur habría dejado de caer en algún momento del primer semestre del año y podrían iniciar un proceso de reactivación en meses venideros.

Hay algunos elementos vinculados al entorno externo que han mejorado claramente en los últimos meses, siendo la recuperación de los precios de materias primas el más evidente. Si bien los precios se encuentran todavía muy lejos de los niveles alcanzados en la parte más alta del ciclo, son suficientemente elevados como para que empresas privadas reevalúen proyectos de inversión postergados a fines del año pasado. Por otra parte, a los precios actuales es posible que los gobiernos que Argentina y Venezuela puedan superar la actual coyuntura sin pasar por problemas de interrupción de pagos fiscales algo que parecía poco probable a fines del año pasado cuando los precios del petróleo y la soja estaban en su punto más bajo.

La mejora en los precios de materias primas y la fuerte caída en las importaciones han producido una mejora inesperada en los balances comerciales y de cuenta corriente de casi todos los países, lo que también ha ayudado a disipar temores de crisis en la actual coyuntura.

El otro elemento del entorno externo que ha cambiado para bien en los últimos meses es la caída en las primas de riesgo de los países de América del Sur. En la mayoría de estos países el índice EMBI ha retornado a los niveles anteriores al colapso de Lehman Brothers, quedando solo Argentina y Venezuela a niveles más altos. Confirmando esta tendencia ha habido varios países que han visto mejorada su clasificación de riesgo por al menos una agencia especializada en los últimos meses (Brasil, Chile y Perú). Esto mejora las posibilidades de

acceso a financiamiento para los gobiernos y reduce el costo de fondos para el sector privado, ayudando así a la recuperación de la confianza y la demanda.

Estos factores se han visto reflejados nítidamente en la evolución de las monedas de la región, las que han experimentado un alza sostenida en los últimos meses, apoyada en parte por entradas de capitales extranjeros.

Otra manifestación de la paulatina normalización de la región es la fuerte recuperación que están experimentando los precios de las acciones transadas en las bolsas de valores de la región. Este conjunto de elementos han coincidido con una incipiente recuperación de los indicadores de confianza de los consumidores, un prerrequisito para la reactivación de la demanda interna.

Si bien todavía no hay síntomas claros de recuperación, diversos indicadores de corto plazo, desde compras de bienes durables, ventas de viviendas e incluso importaciones de bienes de consumo en Brasil, Chile, Colombia y Perú han dado señales de estabilización, a niveles significativamente más bajos que los observados el año pasado a esta fecha, pero iguales o mayores a los observados en sus puntos más bajos en este ciclo. Esperamos que esto se manifieste en una estabilización, o incluso recuperación del PIB en el segundo trimestre del año.

### Perspectivas a futuro

Nuestra visión es que la combinación de precios de materias primas más altas y primas de riesgo país algo más bajas, una combinación de políticas económicas expansivas y la paulatina mejoría de la confianza de los consumidores permitirán el inicio de una recuperación lenta, pero sólida, de la mayoría de las economías de América del Sur.

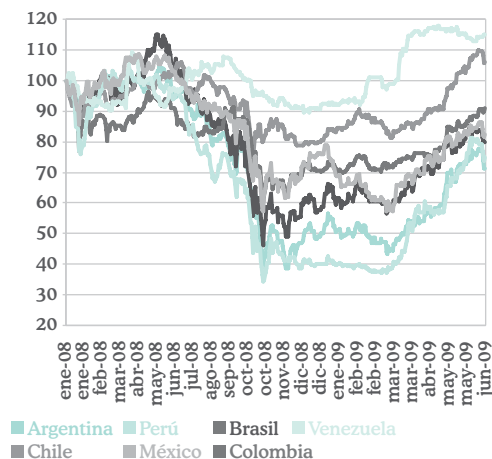
Existe algo más de incertidumbre respecto de aquellos países que enfrentan problemas de acceso al financiamiento externo, ya que esta condición los deja más vulnerables a un deterioro de los precios de materias primas o a una eventual fuga de capitales, algo que no se puede descartar ante la incertidumbre política y económica imperante en ellos.

A pesar de las mejoras en los factores de soporte de estos países, el proceso de retorno a tasas de crecimiento cercanas a su tendencia de largo plazo tardará, debido al bajo dinamismo de la economía global y del comercio internacional que esperamos en los años venideros. Esto afectará en mayor medida a las economías más abiertas de la región, como Chile y México por ejemplo, que deberán redoblar sus esfuerzos para mejorar su competitividad y ganar espacios en mercados internacionales que no van a crecer a tasas satisfactorias.

Un elemento que subyace en nuestra proyección de recuperación económica es la percepción que la buena capacidad de reacción de las políticas económicas en la mayoría de los países ha dado un fuerte espaldarazo a las reformas estructurales y a las políticas macroeconómicas de los últimos años. El fuerte respaldo que están recibiendo los Ministros de Hacienda de Chile, Colombia y Perú, que incluso se ve reflejado en encuestas de opinión pública, es algo muy novedoso en períodos de crisis. Los dirigentes políticos en estos países han tomado nota de ello y esto seguramente dejará una marca importante en el futuro. Así como en los 90 se consolidó la noción de que la inflación era un pésimo negocio desde el punto de vista político, creemos que la presente década dejará en la memoria colectiva de los dirigentes políticos que políticas macroeconómicas prudentes, especialmente en períodos de bonanza, reditúan ampliamente en términos políticos.

### Índices Bursátiles América Latina

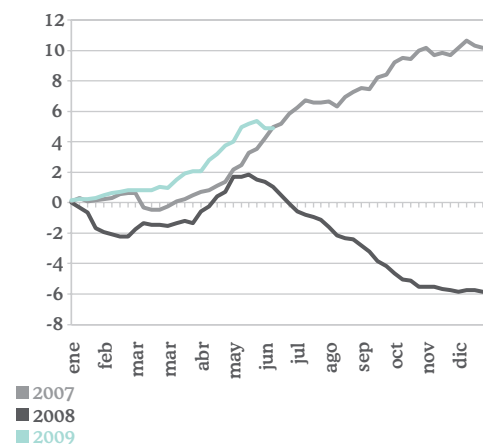
enero 08 = 100



Fuente: Bloomberg

### América Latina: entradas netas en fondos minoristas de renta variable

(acumulado anual, mM \$)



Fuente: BBVA-Capital Flows, EPFR

## Recuadro 1: Cuentas públicas, ¿un deterioro acotado?

El fuerte deterioro de la economía mundial ha golpeado con fuerza a las economías emergentes y, como consecuencia de ello, a las finanzas públicas de estos países.

En el caso de América Latina podemos distinguir dos impactos directos de la crisis, que han sido habituales en episodios de este tipo en el pasado. Por una parte tenemos un fuerte impacto negativo sobre los ingresos gubernamentales como consecuencia de las caídas de los precios de materias primas como el petróleo, cobre o granos. Los países de América Latina son ricos en recursos naturales y la gran mayoría ha creado mecanismos para que los respectivos estados capturen parte de las rentas provenientes de la explotación de estos recursos. Algunos países con una tradición en actividades extractivas, como México y Venezuela en petróleo, o Chile con la producción de cobre, han optado por contar con empresas estatales con un rol preponderante – a veces exclusivo – en la extracción y venta de los respectivos recursos. En los tres casos mencionados las transferencias a las arcas fiscales provenientes de estas empresas estatales son vitales para el financiamiento público. El caso más extremo es el de Venezuela, en que el 80% de los ingresos públicos ha proveni-do de las rentas del petróleo en algunos períodos.

En otros casos, en que la actividad privada es preponderante y se encuentra relativamente difundida (minería en Perú y Chile, agricultura en Argentina) ha sido el sistema tributario el encargado de captar dichas rentas, a veces mediante gravámenes especiales, como las sobretasas a las exportaciones de soja en el caso Argentino, por ejemplo.

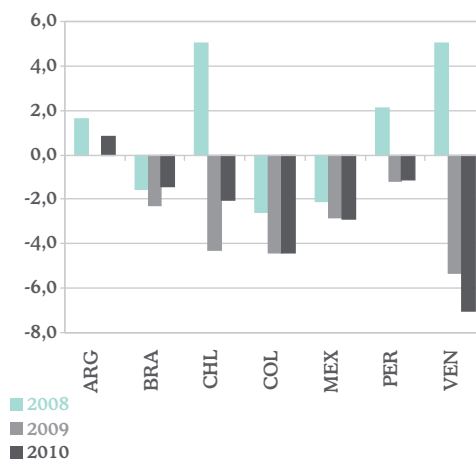
El impacto inicial del choque de precios en las finanzas públicas fue muy agudo, alcanzando un máximo cercano a 3,5% del PIB en el caso de Chile. Ello llevó a muchos analistas a poner en duda el financiamiento del servicio de deuda pública (Argentina) o la continuidad de los planes de gasto del gobierno (Venezuela), lo que se ha aliviado recientemente producto de ajustes en políticas internas y la recuperación (parcial) de los precios de las materias primas.

Un segundo impacto ha proveni-do del deterioro de la recaudación tributaria, producto de los menores niveles de actividad. En países que dependen en una alta proporción de impuestos indirectos (IVA, derechos de importación) una caída en la demanda interna como la registrada desde fines del año pasado cabe esperar un fuerte deterioro de los ingresos tributarios y eso es lo que hemos visto en la primera parte del año en curso.

Por último tenemos un componente “no tradicional” en el deterioro de los resultados fiscales de 2009: el aumento de gastos corrientes y de inversión de carácter transitorio, para apoyar la recuperación de la demanda interna. Históricamente lo habitual había sido que los gobiernos contrajeran el gasto en circunstancias como las actuales, por-

que no contaban con el financiamiento necesario para mantener sus programas de gasto (ni hablar de ampliar-los). Sin embargo, en esta ocasión la gran mayoría de los países de América Latina enfrentan la crisis con finanzas públicas muy fortalecidas como resultado de ingresos extraordinarios en años anteriores, profundas reformas en la institucionalidad fiscal y políticas deliberadas de ahorro y reducción de deuda pública. Al mismo tiempo, el fuerte desarrollo de los mercados de capitales en la región y la presencia creciente de fondos de pensiones privados, ha generado una masa de ahorro de largo plazo que ha estado disponible para contribuir a financiar la continuidad o incluso el aumento de los gastos públicos en prácticamente todos los países de la región, siendo Venezuela el único país entre los 7 más grandes que ha debido anunciar recortes de los gastos presupuestados<sup>1</sup>.

Gráfico 1.  
Balance fiscales  
(% del PIB)



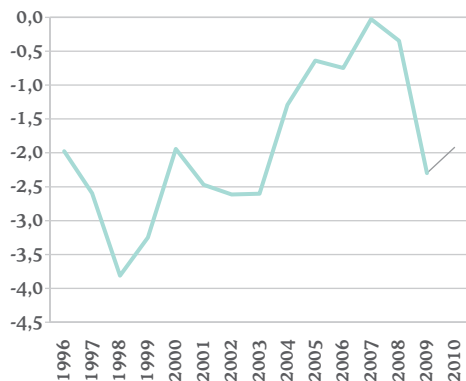
Fuentes nacionales y BBVA

Una característica importante del actual deterioro de las finanzas públicas es que es de carácter transitorio y que no tiene un impacto adverso sobre el perfil de la deuda pública. En el caso de Chile, la mayor parte del endeudamiento proviene de ahorros depositados en fondos soberanos por lo que el recurso a deuda es mínimo y algo similar ocurre en Venezuela, aunque en este caso existe también una fuerte captación de ahorro depositado en el sistema financiero, aprovechando que los niveles iniciales de deuda interna pública eran relativamente bajos. En el caso de Colombia, que está recurriendo a los mercados de deuda interna y externa, se produce un ligero aumento de la razón de la deuda pública al PIB, pero sin que ello ponga en peligro la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Si miramos el balance agregado de las finanzas públicas para la región, vemos que el déficit alcanza su punto más alto en 2009, cuando se ubica en torno a 2,3% del PIB regional, para luego disminuir en 2010. Estas cifras con-

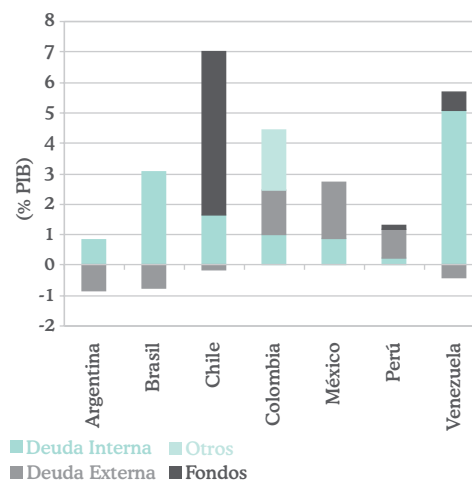
<sup>1</sup> Cabe destacar que posteriormente revirtió dicha medida gracias a la recuperación del precio del petróleo.

Gráfico 2.  
Agregado Latam 7\*: balanza fiscal  
(% del PIB)



Fuentes nacionales y BBVA

Gráfico 3.  
Composición del financiamiento fiscal en 2009



Fuentes nacionales y BBVA

trastan con las observadas en la crisis asiática, cuando el nivel del déficit agregado se ubicó cerca de 4% del PIB, para luego estabilizarse en torno a 2,5% por varios años.

En resumen, tal como cabía esperar en una coyuntura como la actual, los balances fiscales en América Latina se han deteriorado significativamente, pero estimamos que ello es un fenómeno transitorio. En prácticamente todos los casos vemos mayor capacidad que en el pasado para

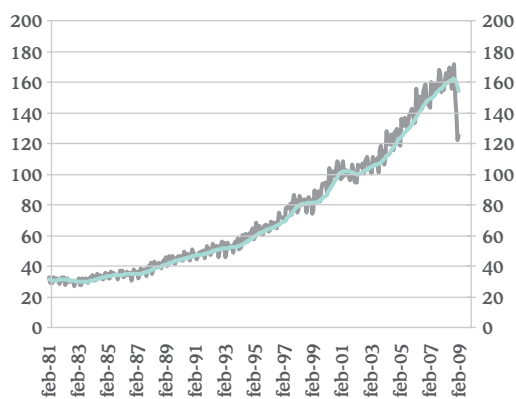
financiar la continuidad de los planes de gasto público, gracias a la mejora sistemática de las finanzas públicas de los últimos años, y al desarrollo de los mercados de crédito local. Es por todo lo anterior que no vemos un deterioro estructural significativo en las finanzas públicas y, por el contrario, creemos que los indicadores de riesgo soberano para la mayoría de los países de la región deberían salir fortalecidos de la presente crisis.

## Recuadro 2: La economía mexicana, de la mano de la evolución de EEUU

### Intenso ajuste de la economía mexicana en un entorno global de desplome del comercio internacional

De entre las grandes economías del continente americano, la mexicana es la que está registrando un ajuste más intenso en su crecimiento, con tres caídas consecutivas del PIB desde el tercer trimestre de 2008 que suponen un descenso acumulado de casi el 9% del producto. Descensos de esta magnitud se encuentran a nivel global en economías que como la mexicana tienen un grado de apertura muy elevado, más expuestas por lo tanto al comportamiento de los flujos de comercio internacional<sup>1</sup>.

Gráfico 1.  
Comercio mundial de bienes  
Volumen, 2000= 100



Fuente: FMI

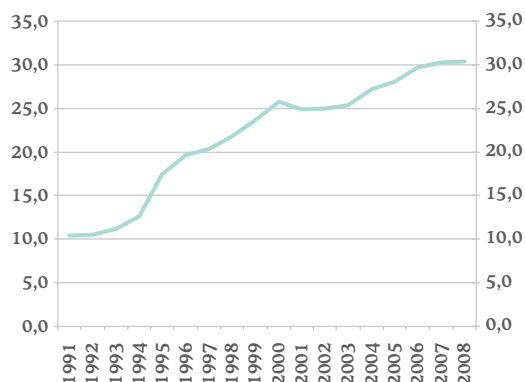
La crisis en marcha desde mediados de 2007 se generalizó en el último cuatrimestre de 2008 con un freno intensísimo del comercio mundial, con descensos en los flujos tanto de bienes como de servicios nunca vistos en la serie histórica. Ello fue resultado de una combinación del ajuste de una menor demanda por el menor nivel de actividad económica, como también por problemas en la capacidad de oferta de transacciones de comercio internacional derivados de algún grado de restricción a su financiación en un entorno global de disponibilidad de liquidez escasa y cara tras la crisis de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008.

### EEUU, determinante de la demanda externa mexicana y relevante en la doméstica a través de las remesas

Las exportaciones representaban en 2008 el 30% del volumen real del PIB mexicano, prácticamente el doble que en 1995 tras la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio con EEUU y Canadá. Además, prácticamente el 80% de las exportaciones de manufacturas se dirigen a Estados Unidos, por lo que cualquier caída de la demanda de este país

es determinante de la evolución de la actividad mexicana. Así, las importaciones manufactureras de EEUU cayeron entre julio de 2008 –máximo nivel alcanzado- y marzo de 2009 casi el 40% en términos nominales.

Gráfico 2.  
México, exportaciones de bienes y servicios  
Porcentaje del PIB



Fuente: SEE BBVA con datos de INEGI

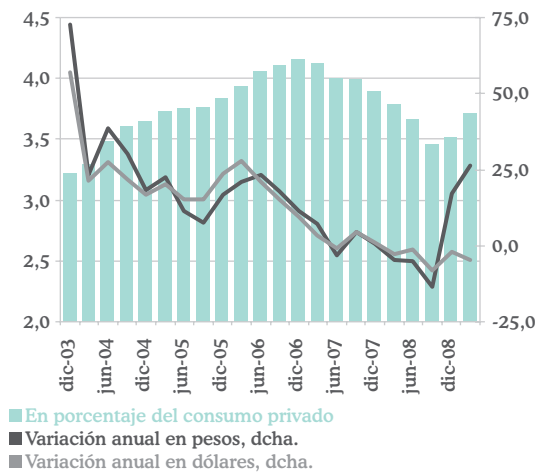
Por su relevancia en las exportaciones, dentro de la actividad manufacturera mexicana se destaca en particular el deterioro registrada en la rama automotriz (80% de la producción automotriz se destina a la exportación), cuya pérdida en valor agregado entre finales de 2006 y el 1T09 equivale a 30% (-38% respecto al mismo periodo del año pasado). En conjunto, las caídas más intensas se han dado en las actividades más estrechamente ligadas al ciclo estadounidense. Además, siendo cierto que el peso en la producción manufacturera mexicana de las ramas más expuestas al ciclo de EEUU es muy similar al de esas mismas ramas en EEUU –cerca del 25% del total-, el total de la producción manufacturera es el 18% del PIB mexicano, frente al 12% en EEUU. Ello amplifica el impacto en México de los choques de demanda procedentes de EEUU. Adicionalmente, las actividades más dependientes del mercado interno también están registrando recientemente un ajuste intenso, tanto como el de las ramas más expuestas a la demanda exterior.

El canal a través del cual se produce este contagio local de la crisis externa es el descenso del empleo y del ingreso disponible, lo que reduce la capacidad de gasto de hogares y empresas. A ello se debe agregar también el canal de las remesas de los emigrantes mexicanos en EEUU, que por primera vez en 26 años registraron en 2008 un descenso, el -3,6% medidas en dólares.

Con todo, la depreciación registrada por el tipo de cambio del peso limita el impacto de la caída de las remesas en dólares en la capacidad de gasto de los hogares. En este sentido, las remesas mantienen un peso en términos de consumo de los hogares mexicanos de entre el 3,5% y 4,0% en los últimos años<sup>2</sup>.

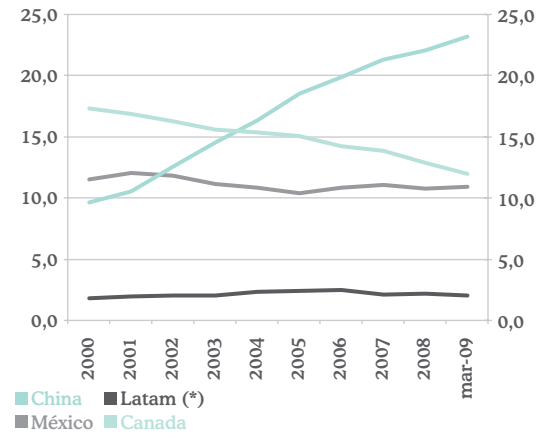
<sup>1</sup> Este es el caso también, por ejemplo, de la economía alemana o de la japonesa, que en los últimos tres trimestres acumulan caídas del 6.5% y 8.3% respectivamente, si bien ya en el segundo trimestre del año registraron descensos del PIB.

**Gráfico 3.**  
**México, ingresos por remesas de trabajadores**



Fuente: INEGI y Banxico

**Gráfico 4.**  
**Importaciones de manufacturas de Estados Unidos**  
**Cuota por país de procedencia, %**



Fuente: SEE BBVA con datos del Dpto. de Comercio de EE.UU.  
(\*) Incluye: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Venezuela

### La epidemia de influenza impactó en el segundo trimestre de 2009 de modo incierto pero probablemente limitado

A la especialmente intensa exposición de México a los choques externos descritos más arriba se añade el impacto de un factor que terminó siendo global pero que fue doméstico en su origen: la epidemia de influenza AH1N1.

Lo relativamente benigno del evento epidemiológico, con la información disponible hasta ahora, no evita la existencia de un impacto económico derivado de la suma de dos efectos. En primer lugar, el impacto directo tanto del cierre de actividades para mitigar la difusión de la epidemia como del ausentismo laboral por la propia epidemia o por la necesidad de cuidar a familiares. En segundo lugar, el efecto de la menor demanda en las zonas afectadas por el miedo al contagio. La menor demanda de ocio afecta a actividades de servicios como distribución comercial y sobre todo al conjunto de actividades turísticas. La estimación cuantitativa del impacto final de este tipo de eventos es muy incierta, aunque dadas experiencias comparables y la información disponible más reciente, será en todo caso un impacto concentrado en el corto plazo<sup>3</sup>.

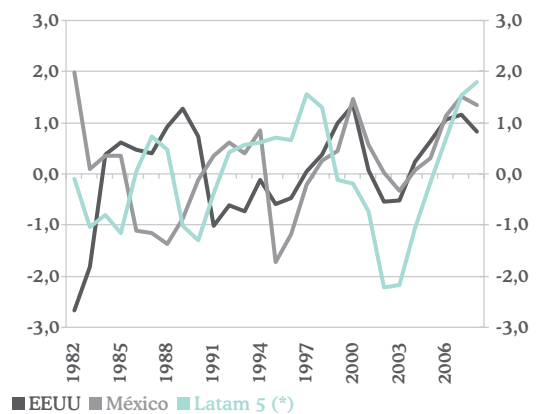
### Perspectivas de recuperación de la economía mexicana en la segunda mitad de 2009

De entre todas las economías del continente americano, la mexicana es la más interrelacionada con EE.UU. a través del canal comercial y del flujo derivado de las remesas. Si México mantiene una cuota de entre el 10,5% y el 11% del total de importaciones manufactureras de EE.UU., los ocho grandes países de Latinoamérica no llegan al 2,5%.

Ambos canales están transmitiendo las intensas caídas de la demanda de EE.UU. de bienes y servicios importados y también de trabajo por parte de los inmigrantes. En esta situación, dada la situación geográfica, los acuerdos comerciales firmados y la especialización productiva de la economía mexicana, resulta razonable que el ciclo de EE.UU. mantenga una correlación mucho más elevada con el mexicano que con el de las grandes economías latinoamericanas. Esto ocurre desde mediados de los años 90, una vez entrado en vigor el acuerdo de comercio entre EE.UU., Canadá y México.

Con todo ello, parece razonable pensar que si el ajuste ha sido intenso y rápido, la salida tendrá también ese perfil en las economías más abiertas al exterior y con mayor grado de relación con la de EE.UU., la que primero saldrá de la crisis actual de acuerdo al escenario previsto.

**Gráfico 5.**  
**Ciclo económico**  
**Brecha entre el PIB registrado y de largo plazo en porcentaje del segundo**



Fuente: SEE BBVA. Series normalizadas  
(\*) Argentina, Chile, Colombia, Perú y Venezuela

<sup>2</sup> Para un mayor detalle de la importancia de las remesas en la economía mexicana ver BBVA, *Situación Migración México*, junio 2009. Disponible en: <http://serviciodeestudios.bbva.com>

<sup>3</sup> Para un mayor detalle sobre la evolución de la emergencia sanitaria, ver BBVA, *Situación México*, segundo trimestre de 2009. Disponible en: <http://serviciodeestudios.bbva.com>



## Recuadro 3: Precios de materias primas: evolución reciente y perspectivas

Después del *boom* observado en el primer semestre de 2008, los precios de las materias primas cayeron fuertemente debido al deterioro de la economía mundial y las pobres perspectivas para el consumo en los próximos años.

A pesar del desplome observado en los mercados de materias primas, el gráfico abajo muestra que los precios reales registrados en el primer trimestre del año seguían por encima de los observados al inicio de la década, en especial los precios de metales y del petróleo. A pesar de la recesión mundial, los precios seguían encontrando algún soporte en los fundamentos debido al crecimiento de la demanda observado en los países emergentes en los últimos años y debido a algunas debilidades de la oferta.

Gráfico 1.

### Precios Reales de Materias Primas

(Índice 2008 IT = 100)



Fuente: CRB, Bloomberg, BBVA

Más recientemente, en el segundo trimestre de este año, los precios de las materias primas empezaron a repuntar. A comienzos de junio el precio del petróleo, se encontraba un 58% por encima del precio observado en los primeros días de marzo. En el mismo período los precios del cobre y de la soja aumentaron un 43% y un 41% respectivamente.

Este repunte obedece a una serie de factores. Primeramente, la oferta de materias primas se redujo más que lo que se podría imaginar inicialmente. Con respecto al petróleo, la OPEP ha estado coordinando una reducción de las cuotas de producción desde el inicio de la crisis. Al igual que en otras ocasiones, la disciplina global ha sido posible gracias a la actitud proactiva de Arabia Saudita que ha permitido que la producción del cartel sea consistente con los recortes anunciados<sup>1</sup>. Otro soporte en el mercado de petróleo sigue siendo la declinación de la producción en Rusia y otros productores que no están en la OPEP. Con respecto a los metales, se ha observado una reducción de la oferta bastante

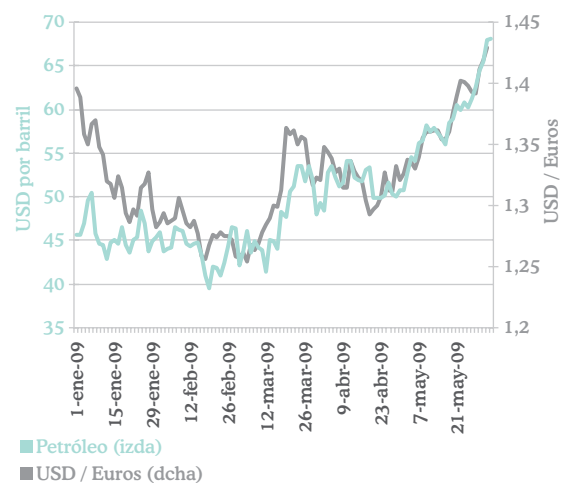
<sup>1</sup> En abril de 2009, un 82% de los recortes anunciados por la OPEP estaban siendo aplicados por los países miembros.

más severa que la esperada. En los mercados agrícolas, los problemas climáticos en el Cono Sur de Latinoamérica y otros países resultarán en una cosecha más reducida en la actual temporada, por lo que los niveles de inventarios finales seguirán siendo bajos en términos históricos<sup>2</sup>.

Un segundo factor es la fuerte demanda china. De acuerdo con nuestras previsiones, China será capaz de crecer al menos 8% este año y seguirá, por tanto, dando soporte a la demanda por materias primas. Además, este país ha estado ampliando sus compras de materias primas como el cobre y la soja para acumular reservas estratégicas.

Gráfico 2.

### Precio del Petróleo y Dólar



Fuente: Bloomberg, BBVA

Finalmente, hay un conjunto de elementos provenientes de los mercados financieros que han dado un soporte adicional a la recuperación de los precios de materias primas. Entre ellos se destacan los bajos niveles de los tipos de interés, la depreciación del dólar y el temor a que en el futuro la inflación (especialmente en dólares) resurja como consecuencia de las inyecciones masivas de liquidez que hemos visto en los últimos meses. En este contexto, las materias primas resultan un buen refugio frente a esta eventualidad, por lo que han vuelto a ganar importancia en las carteras de *hedge funds* y otros inversionistas. En los mercados futuros de las materias primas más negociadas se observa, desde hace unos pocos meses, un fuerte aumento de la proporción de las posiciones no-comerciales largas, lo que muestra el apetito de los mercados financieros por materias primas.

<sup>2</sup> De acuerdo con la FAO, la producción de granos será un 3,1% inferior a la de la temporada pasada.

**Gráfico 3.**  
**Posiciones No-Comerciales**  
**Petróleo (%)**



Fuente: CFTC, Bloomberg

A pesar de su comportamiento reciente, los precios de las materias primas deben moderarse en los próximos meses, ya que casi todos los factores antes mencionados están fuertemente influenciados por elementos transitorios. De acuerdo con nuestras estimaciones, los precios estarán por encima de lo observado en el inicio del año, pero habrán retrocedido desde las alturas alcanzadas en las últimas semanas.

**Precios y estimaciones BBVA**

	Ene 09	Actual	Dic 09	Dic 10
Petróleo (USD/barril)	45,6	71,1	56	67
Cobre (USD/t)	3070	4960	3638	3373
Soja (USD/t)	343	425	370	320

Source: BBVA, Bloomberg

Por una parte, en nuestro escenario central, de recuperación lenta de la economía mundial, el peligro de inflación es bajo, al menos en los próximos años y las diferenciales esperadas entre las tasas de crecimiento económico de EE. UU. y el resto del mundo desarrollado debería favorecer una recuperación del dólar en meses venideros. En otras palabras, los soportes “financieros” deberían ser menos favorables a las materias primas en la segunda parte del año.

Por otra parte, algunas de las bajas de producción, especialmente en minerales, están asociadas a fallas transitorias en la producción y a postergación de proyectos de inversión, que a los precios vigentes son nuevamente atractivos. Nuestros cálculos apuntan a mercados de metales bien abastecidos con inventarios al alza. Si a ello se agrega que la acumulación de reservas estratégicas de China es por defi-

nición transitoria, también tendríamos que estos factores “reales” apoyarían una baja de precios en el futuro.

Por último, respecto del petróleo, es evidente que la disciplina de la OPEP tiene como contraparte aumentos en la capacidad de producción ociosa, lo que al menos debería ayudar a reducir las primas de riesgo implícitas en los precios del petróleo que vimos en años anteriores.

**Gráfico 4.**  
**Precios de principales materias primas y**  
**Previsiones BBVA**

(Índice: Ene 08 = 100)

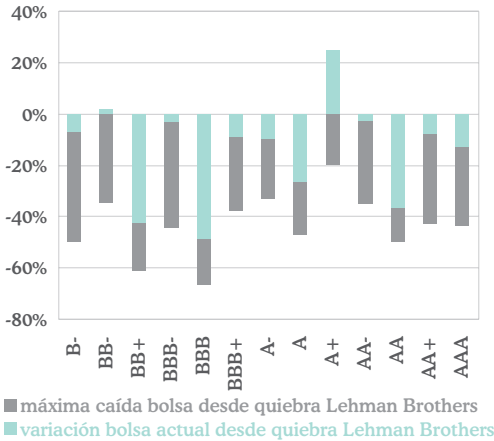


Fuente: Bloomberg, BBVA

A pesar de esperar que los precios estén contenidos durante el resto del año, todavía esperamos un movimiento alcista a medio y largo plazo, una vez que las principales economías del mundo empiecen a crecer con más fuerza, dado que las restricciones de oferta, que permitieron que los precios de las materias primas alcanzasen niveles de alta histórica en el primer semestre de 2008, continúan en vigor. Esto último es especialmente importante en el caso del petróleo, que enfrenta una fuerte declinación de la producción de yacimientos más antiguos, y donde los nuevos descubrimientos hace ya un par de décadas no alcanzan a compensar el consumo de reservas. Esto significa que para movilizar reservas de energéticos no convencionales (como las arenas bituminosas de Canadá o los petróleos pesados de Venezuela, por ejemplo) se requerirán precios de petróleo más elevados.

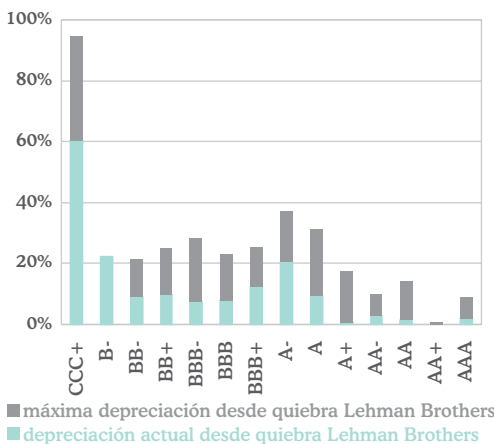
José Ramón Perea  
 jramon.perea@grupobbva.com  
 Rodolfo Méndez  
 rodolfo.mendez@grupobbva.com

### Variación de bolsas según rating (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA  
 B-: Argentina; BB-: Indonesia, Filipinas, Turquía y Venezuela; BB+: Letonia y Rumania; BBB-: Brasil, Colombia, Hungría, India y Perú; BBB: Bulgaria, Lituania y Rusia; BBB+: México y Tailandia; A-: Malasia y Polonia; A: Rep. Checa, Estonia y Corea del Sur; A+: Chile y China; AA-: Taiwan; AA: Eslovenia; AA+: Hong Kong y AAA: Singapur

### Depreciaciones del tipo de cambio según rating (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA  
 CCC+: Ucrania; B-: Argentina; BB-: Indonesia, Filipinas, Turquía y Venezuela; BB+: Letonia y Rumania; BBB-: Brasil, Colombia, Hungría, India y Perú; BBB: Bulgaria, Lituania y Rusia; BBB+: México y Tailandia; A-: Malasia y Polonia; A: Rep. Checa, Estonia y Corea del Sur; A+: Chile y China; AA-: Taiwan; AA: Eslovenia; AA+: Hong Kong y AAA: Singapur

## 4. Temas de fondo

### 4.1. Tensiones Financieras en Emergentes: Contagio vs. Fundamentales

Los últimos meses de 2008 han confirmado el carácter global de la crisis financiera que se desató en EE.UU. un año antes. Lo que originalmente había sido un episodio extraordinario de inestabilidad financiera, pero circunscrito a los mercados de EE.UU. y Europa Occidental, se convirtió a partir de la quiebra de Lehman Brothers en una crisis que ha afectado a todos los países con cierto grado de integración financiera. Los países emergentes en general, y América Latina en particular, figuran a partir de septiembre como víctimas añadidas de la crisis financiera.

La extensión de la crisis financiera al mundo emergente ofrece una oportunidad para valorar qué factores determinan el grado de tensionamiento de las economías emergentes y, sobre todo, hasta qué punto podemos decir que los fundamentales podrían estar protegiendo a estas economías de un impacto mayor. Una primera aproximación a esta idea la proporcionan los gráficos adjuntos, que muestran la evolución de tres variables financieras (tipo de cambio, diferencial de riesgo soberano, e índices bursátiles) desde la quiebra del banco estadounidense (LB), así como la variación acumulada desde ese momento<sup>1</sup> hasta la fecha, en relación al rating soberano de Standard & Poors', como proxy de la fortaleza macroeconómica del país.

En primer lugar, se aprecia que el deterioro de los índices bursátiles ha sido generalizado y el patrón de ajuste no ha estado correlacionado con el nivel de rating. Las máximas penalizaciones tienen lugar en países BBB y BB+ (en torno al -60%), pero no difieren demasiado de las soportadas por aquellos emergentes con mejor rating, donde las caídas superan el 40%. Quizá sí que emerge un comportamiento algo diferencial en el rally reciente, en el que las bolsas de los países con mejor calidad crediticia se recupera hasta llegar, o incluso superar, los niveles existentes durante la quiebra de Lehman Brothers.

Por otro lado, en el caso de los movimientos de los tipos de cambio, es destacable que aquellos países con rating A+ o superior registran menores depreciaciones (todas menores al 20%); pero además, en estos casos la sobreacción inicial del tipo de cambio está prácticamente compensada por las recientes apreciaciones, dejando los tipos de cambio actuales en niveles muy similares a los pre-crisis. La evolución del EMBI+ responde mucho más fielmente al rating con el que la economía recibe el impacto de la crisis, lo cual no sorprende al tratarse ambos de indicadores de calidad de deuda soberana. En este caso, países que disfrutaban del grado de inversión son los que han revertido la práctica totalidad del incremento del diferencial desde el inicio de la crisis.

Esta primera aproximación sugiere que el comportamiento de tipos de cambio y diferenciales EMBI+ podría haber estado afectado por factores fundamentales, de forma que el impacto en estas variables tanto en términos de intensidad como de duración habría sido más acotado en economías con mejores fundamentos. A continuación planteamos un ejercicio más exhaustivo para contrastar empíricamente este punto. Utilizamos el índice de stress financiero diseñado en el recuadro 4 de la presente edición de Latinwatch, que sintetiza en un único indicador el comportamiento del tipo de cambio, bolsa, y EMBI+.

A través de este índice, nuestro objetivo es evaluar la sensibilidad del stress de las economías emergentes a un "factor global", estimado a partir de los índices de los emergentes y los desarrollados. A partir de dos ejercicios complementarios se encuentran dos resultados intere-

<sup>1</sup> En este caso, el intervalo considerado comprende desde la quiebra de Lehman Brothers hasta mediados de junio de 2009. Se agrupan los países según su nivel de rating y para cada nivel de rating se construye un promedio simple de las variaciones de los países con ese nivel de rating.

santes. Por un lado, que el stress financiero de los emergentes, aproximado a partir del indicador aquí construido, se ha situado, por primera vez en esta crisis, por debajo del stress financiero en desarrollados. Los emergentes han sufrido un grado de tensionamiento moderado en relación a las economías avanzadas (*undershooting*), lo que contrasta con otros episodios de crisis previos en los que los emergentes experimentaron un *overshooting*. Por otro lado, y más importante, la sensibilidad (de las tensiones) del mundo emergente a los factores globales se ha reducido de forma continuada en los últimos años. De hecho, se constata la existencia de un cambio estructural en este parámetro a partir de 2003. Así, la evidencia empírica apunta que los factores domésticos cada vez pesan más en la determinación del stress financiero del mundo emergente, una conclusión que claramente favorece a América Latina habida cuenta de los avances en términos de estabilidad macroeconómica en relación al pasado, y sobre todo, en relación a otras regiones emergentes.

### Metodología

Nuestra estrategia econométrica comprende tres etapas: en primer lugar, extraemos el componente común subyacente a los índices de tensiones financieras en economías avanzadas<sup>2</sup> (ITFA) y emergentes (ITFE) mediante un análisis de componentes principales de estos. El primer componente resultante (CP1), que explica el grueso del comovimiento entre estos índices, se constituye entonces en nuestro indicador de stress financiero global.

El gráfico 4.4 ilustra la evolución en el tiempo de nuestros índices de stress financiero para mercados emergentes y desarrollados. El gráfico muestra un comportamiento muy similar de cada índice con respecto al indicador de stress global, con un coeficiente de correlación que para el conjunto de la muestra (cuarto trimestre de 1997- primer trimestre de 2009) llega a 0.93 en ambos casos.

Un primer elemento que emerge del análisis es que algo ha cambiado con esta crisis para las economías emergentes. El ITFE ha evolucionado más favorablemente que el ITFA. Por un lado, el ITFE se mantuvo en niveles acotados durante casi un año, mientras el ITFA empezó su escala ascendente. Por otro, en el momento de máxima tensión y actualmente, aquel se siguió situando por debajo del ITFA. Esto marca una diferencia con episodios de crisis anteriores en los que los emergentes experimentaban un *overshooting* en relación a las tensiones en los mercados globales.

Con el objetivo de evaluar la influencia de los factores globales sobre nuestro índice de stress en las economías emergentes a lo largo del tiempo, construimos un modelo de factor dinámico en formato espacio-estado, donde los índices de stress en desarrollados y emergentes constituyen las variables dependientes. Como variables explicativas, incluimos rezagos de estas variables, y el indicador de stress global estimado antes. El modelo espacio-estado queda configurado de la siguiente forma.

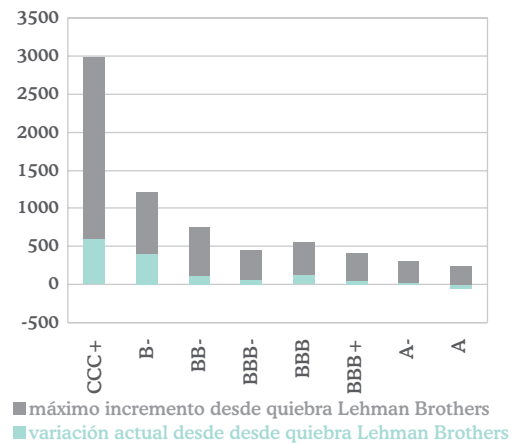
$$\begin{bmatrix} ISFED_t \\ ISFEE_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1.0 \\ \lambda_t \end{bmatrix} + [\beta_2 \beta_1] \times \begin{bmatrix} ISFED_{t-1} \\ ISFEE_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix}$$

La inclusión del componente principal CP1 en este sistema de ecuaciones permite tratar como un componente no observado (o estado) posible-mente variable (de forma estocástica) en el tiempo al coeficiente que mide la respuesta del índice de tensiones financieras de los países emergentes al indicador de stress global, y que denominamos  $\lambda_t$ .

La trayectoria temporal de  $\lambda_t$  estimada (mediante el Filtro de Kalman) aporta evidencia de la evolución temporal de la sensibilidad de las eco-

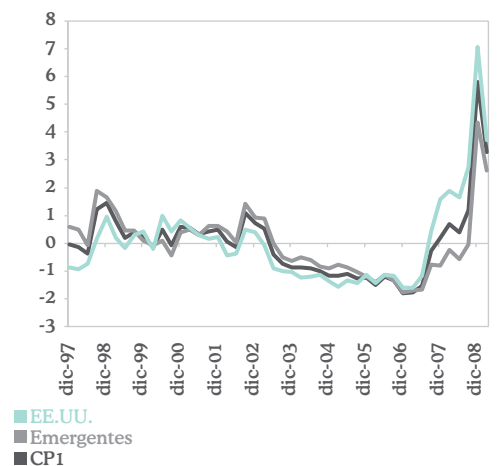
<sup>2</sup> En este caso, utilizamos el índice de stress financiero de EE.UU. como aproximación al de las economías desarrolladas.

### Variación de Embi+ según rating (pbs.)



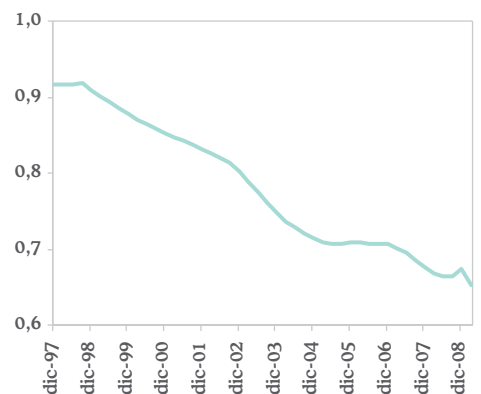
Fuente: Bloomberg y BBVA  
 CCC+: Ucrania; B-: Argentina; BB-: Indonesia, Filipinas, Turquía y Venezuela; BBB-: Brasil, Colombia, Hungría y Perú; BBB: Bulgaria y Rusia; BBB+: México; A-: Malasia y Polonia; A+: Chile y China.

### Índices de stress financiero y componente principal (CP1)



Fuente: BBVA

### Economías emergentes. Coeficientes factores globales (λ)



Fuente: BBVA

## Coefficiente de Factores Globales ( $\lambda$ ) en Emergentes: Test de Cambio Estructural

	Coefficiente	t-Student
$\lambda_1$ (pre-2003)	1,01	4.46***
$\lambda_2$ (post-2003)	0,81	11.1***

\*\*\* Significativo al 99% de confianza  
Fuente: BBVA

nomías emergentes a las tensiones financieras globales, y por extensión, pero en sentido contrario, del rol de los elementos idiosincráticos de estas economías.

El gráfico, muestra que el coeficiente  $\lambda_1$  mantiene una tendencia decreciente, inalterable hasta precisamente el episodio de volatilidad desencadenado con la quiebra de Lehman Brothers. Es en este momento donde la serie experimenta un ligero y breve repunte, para rápidamente recuperar su trayectoria descendiente.

Este resultado da claro apoyo a la hipótesis de que los sistemas financieros de los países emergentes han estado experimentando un progresivo proceso de *decoupling* respecto a los factores financieros globales, reduciendo por tanto su vulnerabilidad.

Como ejercicio de robustez, adoptamos una versión modificada de nuestro modelo espacio-estado, en donde el componente principal CP1 es sustituido por un factor común no observado, que actúa como una *proxy* alternativa del stress financiero global (estimado mediante el filtro de Kalman). En este caso, el posible cambio en la sensibilidad de las economías financieras a los factores financieros globales se modela como un único cambio estructural en el año 2003.

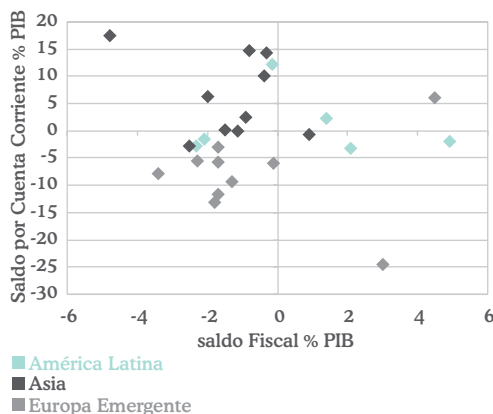
Este ejercicio confirma la existencia de un antes y un después para las economías emergentes. Hasta 2003, la sensibilidad de las tensiones financieras en emergentes a los factores globales es considerablemente mayor, con un coeficiente ( $\lambda_1$ ) de 1.01 (sobrereacción a las condiciones en los mercados globales, *overshooting*). Pero posteriormente, este coeficiente se reduce hasta el 0,8 ( $\lambda_2$ ), esto es, ante un cambio en las condiciones en los mercados globales, los mercados emergentes responden con un cambio menor (*undershooting*). Detrás de esto puede estar el hecho de que las economías emergentes inician un ciclo de crecimiento económico acompañado de una mejora sustancial de los agregados macroeconómicos.

### Conclusiones

Nuestro análisis delimita la influencia de factores globales y domésticos en la propagación de las crisis a las economías emergentes. Frente a trabajos que constatan una mayor importancia de factores externos como determinantes de los últimos episodios de inestabilidad financiera en emergentes, estos resultados muestran que los fundamentales son los que han ido ganando peso con el tiempo, y ahora más que nunca son factores a considerar para determinar el grado de exposición de economías emergentes a períodos de inestabilidad financiera. Este mayor poder explicativo está permitiendo, como hemos visto anteriormente, diferencias sustanciales en la capacidad de las economías emergentes para corregir el deterioro inicial de algunas variables financieras.

Así, si los fundamentales importan cada vez más, es claro que cabría esperar una creciente diferenciación dentro del mundo emergente. Una primera muestra de ello es el impacto que la crisis está teniendo en la economía real. Desde principios de año la revisión de previsiones de crecimiento ha sido generalizada en todas las economías emergentes, pero mucho más acentuada en bastantes países de la Europa Emergente. Como muestra el gráfico, es en esta región donde se concentran los mayores desequilibrios fiscales y por cuenta corriente. Es por tanto en estos países donde la mayor dificultad de acceder a la financiación externa derivada de la crisis puede deparar en una brusca corrección de estos saldos deficitarios, que obviamente tendría consecuencias negativas sobre el crecimiento. Frente a esta realidad, América Latina ha afrontado esta crisis con un reforzamiento de sus fundamentales, y con un bajo grado de vulnerabilidad<sup>3</sup>, tanto macroeconómica como financiera. Ello sentaría las bases para estar en una posición de ventaja para salir de la crisis actual.

## Saldo fiscal y por cuenta corriente % PIB (2008)



Fuente: FMI y BBVA

<sup>3</sup> Véase "Vulnerabilidad económica de América Latina vs. Otras regiones emergentes" en LatinWatch segundo semestre 2008.

## Recuadro 4: Índice BBVA de stress financiero para los emergentes

Tras los eventos de los últimos meses, hay un consenso generalizado de que estamos ante una crisis sin precedentes. Esto es ciertamente clara para las economías desarrolladas, habida cuenta de la extensa propagación de las tensiones a todo tipo de activos y mercados. Pero cabe preguntarse si éste es también el caso para las economías emergentes, que se han visto afectados por la crisis de forma bastante más tardía y que, en principio, no ha causado el mismo grado de colapso que en las economías desarrolladas.

Con el objetivo de cuantificar y evaluar el grado de tensionamiento financiero al que se han enfrentado los emergentes, en general, en relación a los desarrollados; y América Latina, en particular, en relación a otras regiones (Asia y Europa Emergente)<sup>1</sup>, se plantea la construcción de un Indicador de Stress Financiero para las Economías Emergentes (ISFEE). Un primer paso es la elección de las variables que integran el índice. En las economías emergentes, con un menor desarrollo financiero que las economías desarrolladas, escasa profundidad de los mercados de deuda pública y privada, tanto corporativa como no corporativa, y la menor exposición de las familias a las fluctuaciones bursátiles, parece claro que las variables que integran este indicador serían diferentes a los de las economías desarrolladas<sup>2</sup>. Así, considerando este hecho y teniendo en cuenta los factores a los que históricamente han estado asociadas las crisis en emergentes se integran en este indicador las siguientes variables: riesgo país (aproximado a partir del Spread EMBI), volatilidad del tipo de cambio y aversión global al riesgo (aproximado con el índice VIX, volatilidad del índice S&P)<sup>3</sup>.

El segundo paso es la elección de la metodología. En este caso, se aplica un Análisis de Componentes Principales (ACP) sobre las variables mencionadas con el objetivo de representar adecuadamente esta información con un número menor de variables construidas como combinaciones lineales de las originales. En este sentido, la metodología de componentes principales es el primer paso para identificar las posibles variables latentes, o no observadas que generan los datos y permitir transformar las variables originales, en general correladas, en nuevas variables

<sup>1</sup> Asia incluye China, Hong Kong, India, Indonesia, Malaysia, Filipinas, Singapur, Corea del Sur, Tailandia y Vietnam. América Latina incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela) y Europa Emergente incluye Bulgaria, Rep. Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumania, Rusia, Eslovaquia, Eslovenia, Turquía y Ucrania.

<sup>2</sup> Las variables que integran el índice para las economías desarrolladas son: 1) indicador de riesgo de crédito (TED Spreads: diferencia entre el los tipos de interés de los préstamos interbancarios y la deuda a corto plazo del gobierno) y el swap spread a 10 años; 2) indicador de riesgo corporativo (BAA Spreads: diferencia entre el tipo de interés de los bonos corporativos calificados BAA y el tipo de los bonos del gobierno US a 10 años), 3) la volatilidad de la bolsa (medida a partir del índice VIX). Estas variables se consideran individualmente como válidas para aproximar el grado de tensión financiera en mercados desarrollados como el americano.

<sup>3</sup> Otras aproximaciones, como la realizada recientemente por el FMI en su último informe World Economic Outlook. Crisis and Recovery, incorpora además otras variables, a semejanza de las que se incorporan en el índice de stress financiero para las economías desarrolladas, tales como la evolución del índice bursátil o el beta de las acciones bancarias en las economías emergentes.

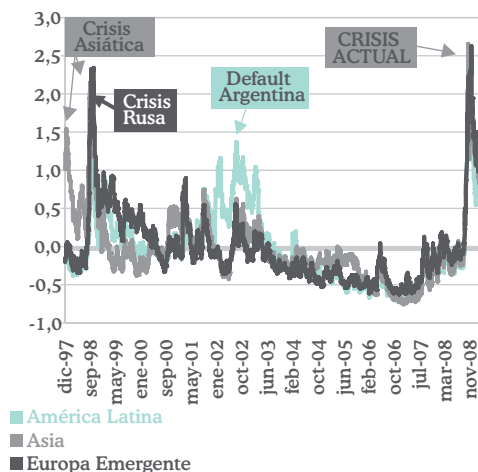
<sup>4</sup> En la ponderación del Componente Principal, la variable de mayor peso es, con diferencia, la volatilidad del tipo de cambio, seguida del la medida de aversión global al riesgo y por último el riesgo país. Este patrón es común para las tres regiones emergentes.

incorreladas, facilitando la interpretación de los datos. Esta reducción se consigue a través de la asignación de ponderaciones a cada una de las variables que conforman el modelo<sup>4</sup>.

Esta metodología se aplica a cada una de las tres regiones emergentes, América Latina, Asia y Europa Emergente. Posteriormente se construye un índice agregado para emergentes como media simple de los índices regionales.

Un primer elemento que destaca de la comparación entre los indicadores de stress para emergentes (ISFEE) vs. el Indicador de Stress Financiero para las Economías Desarrolladas (ISFED) es que el primero se ha situado de forma sistemática por debajo del ISFED a lo largo de esta crisis. Por otro lado, las tensiones en los emergentes han sido algo más moderadas y se produjeron con un retraso importante. Los emergentes se mantuvieron, por este canal, desacoplados de los problemas financieros en las economías desarrolladas durante prácticamente un año. Mientras los desarrollados vieron casi duplicarse el nivel de stress en los primeros compases de la crisis, en los emergentes las tensiones se movieron en un rango muy acotado. Los acontecimientos en el último trimestre de 2008 elevaron el ISFED a cotas máximas, casi 7 veces los niveles previos a la crisis. En su caso los emergentes vieron un repunte muy importante, pero los niveles máximos se quedaron muy por debajo de los de los países desarrollados. La evolución reciente de ambos indicadores, muestra una brusca corrección a partir del primer trimestre de 2009 de forma que los últimos datos sitúan el índice de tensiones financieras en niveles pre-LB. Así, aunque estamos todavía alejados de una normalización de las condiciones financieras en ambas regiones, la evolución reciente ha sido muy positiva, y los emergentes mantienen una posición algo más favorable que las economías desarrolladas.

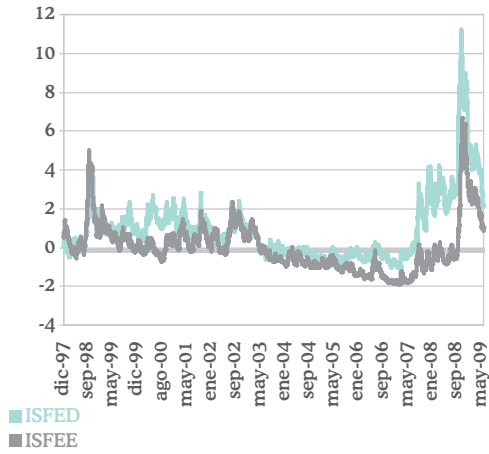
Gráfico 1.  
Indicador de Stress Financiero en las Economías Emergentes (ISFEE)



Fuente: BBVA

Haciendo un foco en las regiones emergentes se comprueba que, puntualmente, el actual shock financiero ha provocado un repunte absolutamente sincronizado y de gran intensidad en las tres regiones emergentes, de forma que en algunos casos ha situado puntualmente el nivel de tensiones financieras en niveles máximos.

Gráfico 2.  
**Indice de Stress Financiero BBVA**



Fuente: BBVA

Sandra Molina  
 sandra.molina@grupobbva.com  
 Myriam Montañez  
 miriam.montanez@grupobbva.com

## 4.2. América Latina y China: tan lejos, tan cerca

Durante la pasada década, la globalización económica ha vinculado las economías como nunca antes había ocurrido. Países y regiones de diferentes partes del mundo y en distintas fases de desarrollo se han ido interrelacionando cada vez más a través del comercio y las inversiones. Empieza a ser el caso de América Latina y China, a pesar de las diferencias geográficas y culturales entre ellos.

Aunque sus economías se especializan en sectores bastante distintos, tanto China como, en menor medida, América Latina dependen en gran parte de la demanda externa y, en consecuencia, ambas son vulnerables a la actual crisis. En realidad, esa creciente dependencia del exterior explica la mayor correlación de sus ciclos económicos en el transcurso del tiempo como se puede observar en el siguiente gráfico.

### Crecientes lazos económicos y futuras oportunidades

El comercio entre China y América Latina tiene que recorrer enormes distancias geográficas, con altos costes de comunicación y prolongados plazos de entrega. Para empeorar las cosas, se encuentran en diferentes usos horarios y carecen de enlaces aéreos directos. Además, tienen muy pocos acuerdos de libre comercio. A pesar de todos estos impedimentos, el comercio ha florecido. El principal motivo es la sorprendente diferencia de dotaciones entre ambos bloques económicos. El terreno agrícola latinoamericano per cápita es tres veces mayor que el de China, y los bosques y recursos hídricos per cápita son más de cinco veces superiores. Lo mismo vale para los recursos naturales de América Latina en comparación con los de China, especialmente minerales y metales, aunque también petróleo y alimentos.

Esta diferencia en la dotación de recursos naturales explica el cada vez mayor comercio entre China y los países de Centroamérica y Sudamérica.

América Latina se ha situado como el proveedor más importante de materias primas, produce casi la mitad de la soja del mundo, más de una quinta parte del aluminio refinado, el 28% del zinc del planeta y poco menos de un tercio de las oleaginosas.

Por su parte, China es uno de los importadores más importantes de recursos naturales y se ha convertido en un importante participante de los mercados internacionales del cobre, el níquel, el crudo y el zinc.

Así, el suministro de recursos naturales de América Latina y el apetito chino por los mismos ha acercado a estas dos regiones, superando todas las barreras geográficas.

La economía china está orientada a la exportación de bienes de tecnología media y punta, un dominio infradesarrollado de su socio comercial.

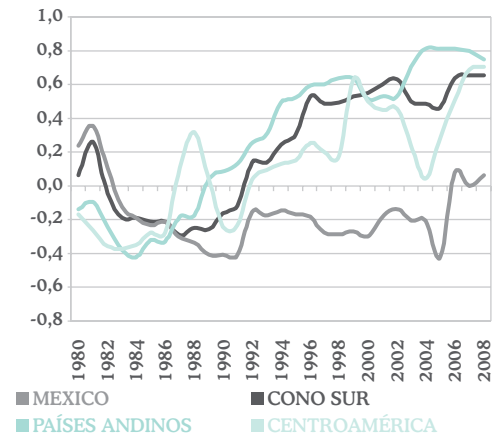
Esta relación ha sido mutuamente beneficiosa. La alta demanda de recursos naturales por parte de China ha alimentado el crecimiento latinoamericano de los últimos años, siendo uno de los tres principales clientes de Argentina, Brasil, Chile y Perú. Además, China también se ha convertido en el segundo proveedor más importante de la mayoría de las economías del subcontinente. No obstante, a pesar de estas impresionantes cifras de comercio bilateral, América Latina no puede satisfacer la explosiva demanda china, y todavía existen posibilidades de aumento de las exportaciones, específicamente las procedentes de los países del Caribe.

Los recientes acuerdos comerciales firmados por China con Chile (2006) y Perú (2009), así como los acuerdos que está negociando con Costa Rica y Colombia, indudablemente incrementarán los flujos comerciales en el futuro próximo.

A pesar de que el enorme aumento de las relaciones comerciales entre Asia y América Latina ha beneficiado sin duda a ambas regiones, un

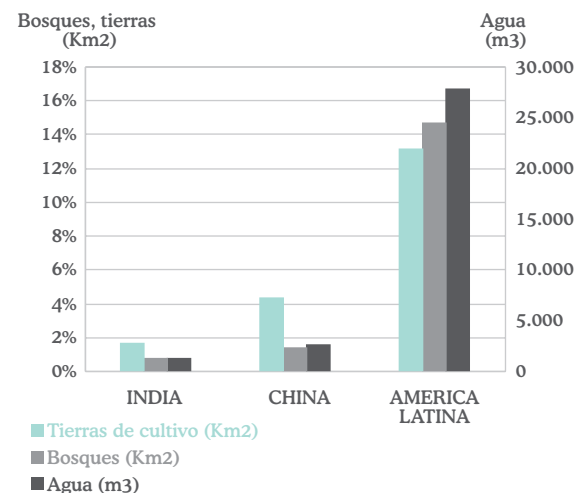
### Correlación de los ciclos económicos entre Latinoamérica y China, 1980-2008

(correlación de 10 años)



Fuente: Banco Mundial, FMI y BBVA

### Recursos naturales per cápita, 2005

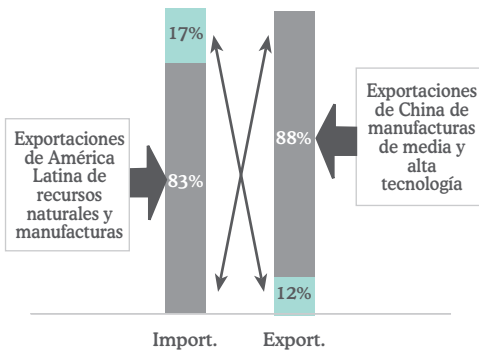


Fuente: Banco Mundial



## China: estructura de exportaciones e importaciones con América Latina, 2006

(% de los flujos comerciales de importaciones y exportaciones)

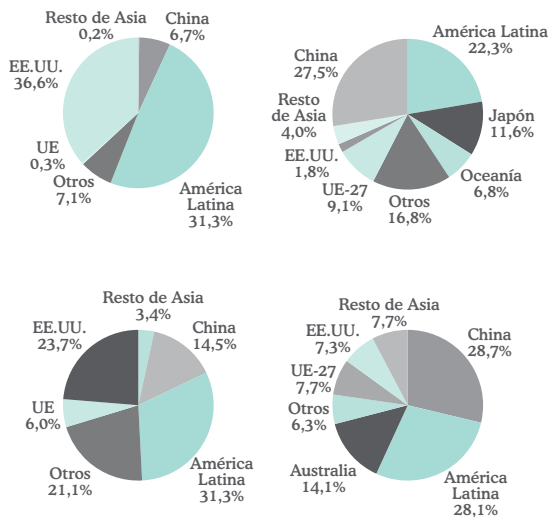


■ Recursos naturales  
■ Manufacturas

Fuente: ERB BBVA, ECLAC

## Participación de la producción de materias primas, 2006-2008

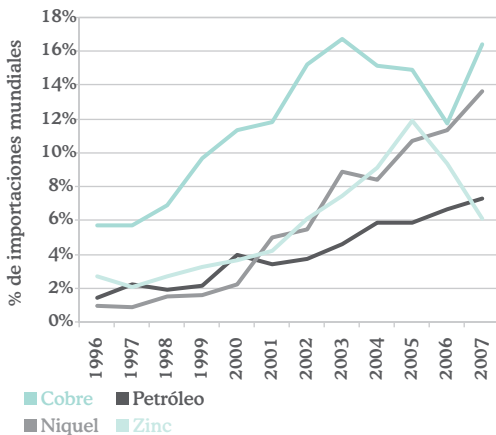
(% del total)



Fuente: ECLAC (2008)

## China: importaciones de materias primas

(en % del total)



Fuente: ERB BBVA, UN Comtrade

El futuro incremento del intercambio podría comportar ciertas desventajas para algunos sectores, y algunos países podrían resultar malparados. En lo que respecta a las exportaciones de mercancías, la competencia china en el textil y los equipos de telecomunicaciones y electrónicos tendrá fuertes repercusiones en empresas locales, en especial las de México y los países de Centroamérica. Por lo que respecta a exportación de servicios, el papel de India será mucho más importante que el de China, aunque solamente en determinados sectores como la ingeniería industrial, los servicios jurídicos y la I+D. Además, América Latina y el Caribe pueden competir en el sector servicios exportando su especialización en los sectores turístico y sanitario.

A pesar de las indeseables consecuencias anteriores de mayor comercio para algunos sectores y países, un estudio de la OCDE<sup>1</sup> indica que, a excepción de México, la competencia de exportaciones entre los países latinoamericanos y China es muy reducida. Del mismo estudio también se desprende que las exportaciones de tres importantes economías latinoamericanas (México, Argentina y Brasil) son complementarias de las exportaciones chinas.

## Inversión extranjera

Como economías emergentes, América Latina, el Caribe y China parecería ser competidores naturales por las inversiones extranjeras directas (IED). No obstante, una serie de estudios empíricos realizados por Lederman, Perry y Olarreaga (2008)<sup>2</sup> y por García Herrero y Santabábara (2007)<sup>3</sup> parecen indicar que no es así. El efecto de China en la entrada de IED a los países andinos y del Cono Sur ha sido positiva, en tanto que los flujos de IED hacia las economías centroamericanas parecen haber sido ligeramente afectados.

No solamente los flujos de IED hacia Latinoamérica y el Caribe no han resultado afectados por China, sino que además las grandes y crecientes reservas del gigante asiático han sido fuente de financiación e inversión. En relación con el ratio de inversiones extranjeras y PIB de Corea del Sur y Japón, China todavía tiene amplio espacio para continuar invirtiendo fuera de sus fronteras. Aunque desde 2003 las inversiones chinas en países de América Latina y el Caribe se han incrementado a un ritmo del 80% interanual —y en 2007 representaron el segundo destino de los flujos de capital chinos fuera de Asia—, todavía existe un amplio margen para aumentar la cuota de IED de China, considerando que el punto de partida era muy bajo.

La IED china en América Latina se enfrenta a una serie de problemas que es necesario superar. El más importante son las diferencias culturales entre los inversores chinos y sus socios locales, seguido por el potencial déficit de capitales.

Por más importante que América Latina sea para las inversiones chinas, los países latinoamericanos y caribeños deberían reforzar sus instituciones y mejorar sus infraestructuras para que sus economías resulten atractivas a la IED. Una mejora de las infraestructuras, en especial de transportes y comunicaciones, permitiría reducir los costes de transportes y permitir a los países de América Latina y el Caribe aprovechar su proximidad a EE.UU., otro importante factor de complementariedad.

De hecho, las empresas chinas podría utilizar México como eje para sus exportaciones, considerando el acceso preferente a los mercados estadounidense y canadiense a través del TLCAN. La cadena de producción de Asia, promovida fundamentalmente por los inversores de Hong Kong y Taiwán, parece ser un buen modelo a imitar en México. Un reciente estudio de Fung, García-Herrero y Siu (2009)<sup>4</sup> revela que las economías del lejano oriente asiático han obtenido una ventaja

<sup>1</sup> Centro de Desarrollo de la OCDE, 2008; según bases de datos de WITS, 2007

<sup>2</sup> El desafío de China e India para Latinoamérica: Opportunity or Threat? Publicado por Daniel Lederman, Marcelo Olarreaga, Guillermo E. Perry, World Bank publication, octubre de 2008

<sup>3</sup> "Does China have an impact on foreign direct investment to Latin America?", China Economic Review, vol 18. publ. 3, pp. 266-287.

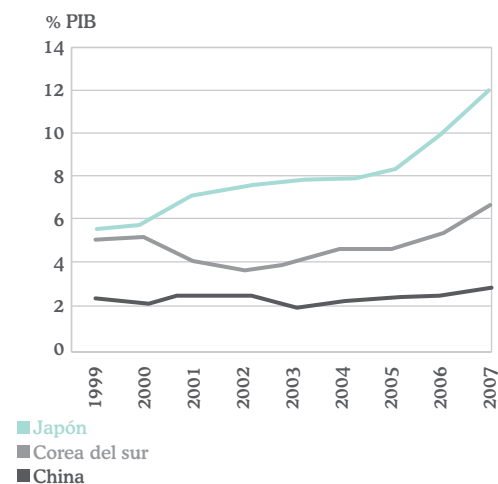
<sup>4</sup> "Production Sharing in Latin America and East Asia" en "China and Latin America: Growing Economic Relations and Commonalities in Policy Issue Conference", Hong Kong, diciembre de 2008

comparativa sobre las operaciones de producción de piezas y componentes de 1985 a 2006, mientras que Norteamérica y Latinoamérica han registrado un moderado aumento. Esto plantea la cuestión de empezar la cadena de suministro en el lejano oriente asiático y terminarla en México, aprovechando así el área de libre comercio para entrar en Norteamérica.

Las conclusiones finales que podemos extraer del análisis precedente es que Asia ofrece numerosas oportunidades a América Latina. La creciente ventaja comparativa latinoamericana por sus recursos naturales parece más firme una vez que China se ha convertido en un importante motor de la economía global. La manera de fomentar estos procesos es mediante alianzas comerciales permanentes (acuerdos de libre comercio) que garanticen materias primas a China, y una gradual transición en los países de América Latina y el Caribe desde un modelo comercial intersectorial, así como el aprovechamiento de la ubicación favorable de México.

## Stock de IED: China vs otros países asiáticos

(stock IED en el exterior como % del PIB)



Fuente: BBVA ERD, UNCTAD (2008)

## 5. Estadísticas y proyecciones

## Contexto Internacional

Materias primas (fin de período)							
	2007	2008	2009		2007	2008	2009
Brent (USD/barril)	93,9	45,6	48,9	Soja (USD/t.)	423,2	343	336,0
Cobre (USD/t)	6675,0	3070,0	3527,7	Maiz (USD/t.)	161	144	147,0
Oro (USD/troyoz.)	833,9	882,1	875,0	Trigo(USD/t.)	312	216	200,0

PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)*				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	2,0	1,1	-2,0	1,1	2,9	3,8	-0,3	1,5
UEM	2,6	0,6	-3,3	-0,1	2,1	3,3	0,3	1,0
Japon	2,0	-0,7	-3,0	0,6	0,5	1,0	0,3	0,6
China	13,0	9,0	8,1	8,4	6,5	2,0	0,0	2,0
<b>América Latina</b>								
Argentina	8,7	7,0	-1,8	0,7	8,5	7,2	7,5	10,0
Brasil	5,9	5,1	-2,1	3,0	4,5	5,9	4,2	4,4
Chile	4,7	3,2	-1,2	2,1	7,8	7,1	0,2	1,6
Colombia	7,5	2,5	-0,5	1,1	5,7	7,7	4,3	3,8
Mexico	3,3	1,4	-6,3	1,7	3,8	6,5	3,8	3,9
Peru	8,9	9,8	2,4	3,6	3,9	6,7	2,1	2,0
Venezuela	8,4	4,8	-0,5	-2,9	22,5	31,9	42,3	49,2
LATAM <sup>1</sup>	5,7	4,1	-2,9	1,9	6,0	8,1	6,6	7,5
LATAM Ex-Mexico	6,8	5,1	-1,4	1,8	7,1	8,7	7,5	8,7

\* Inflación Usa y UEM: Promedio del periodo

Saldo Sector Público (% del PIB)				Saldo Cuenta Corriente (% del PIB)				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	-1,2	-4,6	-12,7	-8,4	-5,3	-4,8	-3,0	-2,9
UEM	-0,6	-1,9	-5,4	-6,0	0,5	-0,1	-0,3	-0,4
Japon	-5,4	-4,9	-4,8	-5,5	4,8	3,2	3,0	3,0
China	0,7	-0,4	-2,9	-1,4	11,0	6,8	9,5	10,0
<b>América Latina</b>								
Argentina <sup>2</sup>	3,2	1,4	0,1	0,8	2,7	2,3	1,9	2,0
Brasil	-2,3	-1,7	-2,3	-1,4	0,1	-1,8	-1,3	-1,4
Chile <sup>2</sup>	8,8	4,9	-4,2	-3,8	4,4	-2,0	-3,1	-4,6
Colombia	-2,7	-2,3	-4,2	-4,2	-2,8	-2,8	-4,0	-2,7
Mexico	0,0	-0,1	-1,8	-1,8	-0,8	-1,4	-1,9	-2,1
Peru	3,1	2,1	-1,2	-1,1	1,1	-3,3	-3,3	-3,2
Venezuela <sup>2</sup>	3,0	-0,2	-6,0	-6,6	8,7	13,1	0,7	2,4
LATAM <sup>1</sup>	0,1	-0,4	-2,3	-1,8	0,7	-0,4	-1,3	-1,3
LATAM Ex-Mexico	0,4	-0,4	-2,6	-1,9	1,3	-0,1	-1,2	-1,1

<sup>1</sup> Media de los 7 países mencionados; <sup>2</sup> Gobierno Central

Tipo de cambio (frente \$, fin de periodo)				Tasa oficial (% , fin de periodo)				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.					4,25	0,25	0,00	0,00
UEM (\$/€)	1,5	1,3	1,2	1,1	4,00	2,50	0,75	0,50
Japon (yenes/\$)	113	96	96	93	0,77	0,10	0,20	0,70
China (cny/\$)	7,3	6,8	6,8	6,6	7,47	5,31	4,50	3,96
<b>América Latina</b>								
Argentina	3,1	3,4	4,1	4,5	13,50	19,08	17,00	15,03
Brasil	1,8	2,3	2,1	2,1	11,25	13,75	8,50	8,50
Chile	499	649	560	566	6,00	8,25	0,75	2,00
Colombia	2015	2244	2343	2586	9,50	9,50	4,50	4,50
Mexico	10,9	13,7	13,0	12,4	7,50	8,25	4,50	4,50
Peru	3,0	3,1	3,15	3,20	5,00	6,50	2,00	2,00
Venezuela	2,2	2,2	2,2	2,2	11,70	17,00	16,00	14,50

## Argentina

	2007	2008	2009p	2010p
PIB (%)	8,7	7,0	-1,8	0,7
Inflación IPC (% , fin de año)	8,5	7,2	7,5	10,0
Balanza comercial (m.M. \$)	11,1	12,6	12,0	11,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	7,2	7,6	5,9	6,1
% PIB	2,7	2,3	1,9	2,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)	46,2	46,4	44,2	s.d.
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,1	3,4	4,1	4,47
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	3,2	1,4	0,1	0,8
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	13,50	19,08	17,00	15,03

<sup>1</sup> Argentina: Gobierno Central y excluye ingresos por privatizaciones

<sup>2</sup> Argentina: Depósitos a 30 días en pesos; Brasil: SELIC

## Brasil

	2007	2008p	2009p	2010p
PIB (%)	5,9	5,1	-2,1	3,0
Inflación IPC (% , fin de año)	4,5	5,9	4,2	4,4
Balanza comercial (m.M. \$)	40,0	24,4	22,0	20,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	7,9	-28,2	-18,0	-21,0
% PIB	0,1	-1,8	-1,3	-1,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	180,3	193,8	200,0	200,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1,8	2,3	2,1	2,10
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-2,3	-1,7	-2,3	-1,4
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	11,25	13,75	8,50	8,50

## Chile

	2007	2008	2009p	2010p
PIB (%)	4,7	3,2	-1,2	2,1
Inflación IPC (% , fin de año)	7,8	7,1	0,2	1,6
Balanza comercial (m.M. \$)	23,6	8,8	0,9	-0,9
Cuenta corriente (m.M. \$)	7,2	-3,4	-4,6	-7,1
% PIB	4,4	-2,0	-3,1	-4,6
Reservas (m.M. \$, fin de año)	16,9	23,2	23,0	23,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	499	649	560	566
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	8,8	4,9	-4,2	-3,8
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	6,00	8,25	0,75	2,00

<sup>1</sup> Chile, Colombia: Gobierno Central

<sup>2</sup> Chile: Tasa de Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001)

## Colombia

	2007	2008p	2009p	2010p
PIB (%)	7,5	2,5	-0,5	1,1
Inflación IPC (% , fin de año)	5,7	7,7	4,3	3,8
Balanza comercial (m.M. \$)	-0,7	0,8	-1,6	-1,3
Cuenta corriente (m.M. \$)	-5,8	-6,8	-8,0	-5,3
% PIB	-2,8	-2,8	-4,0	-2,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	21,0	24,0	23,0	23,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2015	2244	2343	2586
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-2,7	-2,3	-4,2	-4,2
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	9,50	9,50	4,50	4,50

## México

	2007	2008	2009p	2010p
PIB (%)	3,3	1,4	-6,3	1,7
Inflación IPC (% , fin de año)	3,8	6,5	3,8	3,9
Balanza comercial (m.M. \$)	-10,1	-17,3	-16,2	-18,5
Cuenta corriente (m.M. \$)	-8,3	-15,7	-16,3	-19,8
% PIB	-0,8	-1,4	-1,9	-2,1
Reservas (m.M. \$, fin de año)	71,8	83,0	78,4	81,4
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	10,9	13,7	13,0	12,40
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	0,0	-0,1	-1,8	-1,8
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	7,50	8,25	4,50	4,50

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

## Perú

	2007	2008p	2009p	2010p
PIB (%)	8,9	9,8	2,4	3,6
Inflación IPC (% , fin de año)	3,9	6,7	2,1	2,0
Balanza comercial (m.M. \$)	8,4	3,1	0,5	1,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	1,2	-4,2	-4,2	-4,2
% PIB	1,1	-3,3	-3,3	-3,2
Reservas (m.M. \$, fin de año)	27,7	31,1	31,2	31,7
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,0	3,1	3,2	3,2
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	3,1	2,1	-1,2	-1,1
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	5,00	6,50	2,00	2,00

## Uruguay

	2007	2008	2009p	2010p
PIB (%)	7,6	8,9	-0,8	1,4
Inflación IPC (% , fin de año)	8,5	9,2	6,8	7,0
Balanza comercial (m.M. \$)	-1,1	-3,0	-1,8	-1,8
Cuenta corriente (m.M. \$)	-0,1	-1,1	-0,1	-0,2
% PIB	-0,3	-3,4	-0,2	-0,7
Reservas (m.M. \$, fin de año) <sup>3</sup>	1,7	1,9	2,0	2,2
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	21,6	24,1	24,4	26,65
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	0,0	-1,3	-2,6	-2,5
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	7,25	7,75	7,00	7,50

<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

	2007	2008p	2009p	2010p
PIB (%)	8,4	4,8	-0,5	-2,9
Inflación IPC (% , fin de año)	22,5	31,9	42,3	49,2
Balanza comercial (m.M. \$)	23,7	45,4	5,5	9,8
Cuenta corriente (m.M. \$)	20,0	39,2	2,3	7,5
% PIB	8,7	13,1	0,7	2,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	33,9	43,1	29,7	29,7
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,2	2,2	2,2	2,15
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	3,0	-0,2	-6,0	-6,6
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	11,70	17,00	16,00	14,50



**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:**

**Economista Jefe:**

José Luis Escrivá

**Economistas-Jefe de las Unidades:**

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

**España:** Miguel Cardoso - miguel.cardoso@grupobbva.com

**Europa:** Miguel Jiménez - mjimenezg@grupobbva.com

**Estados Unidos y México:** Jorge Sicilia - j.sicilia@bbva.bancomer.com

**Estados Unidos:** Nathaniel Karp - nathaniel.karp@compassbank.com

**México:** Adolfo Albo - a.albo@bbva.bancomer.com

**Análisis Macro México:** Julián Cubero - juan.cubero@bbva.bancomer.com

**Escenarios Económicos y Financieros:** Mayte Ledo - teresa.ledo@grupobbva.com

**Análisis Sectorial:** Ana Rubio - arubiog@grupobbva.com

**Escenarios Cuantitativos:** Daniel Navia - daniel.navia@grupobbva.com

**Análisis Cuantitativo:** Giovanni di Placido - giovanni.diplacido@grupobbva.com

**Tendencias Globales:** David Tuesta - david.tuesta@grupobbva.com

**Economías Emergentes:** Alicia García-Herrero - alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

**Análisis Transversal:** Sonsoles Castillo - s.castillo@grupobbva.com

**América del Sur:** Joaquín Vial - jvial@bbvaprovida.cl

**Argentina y Uruguay:** Gloria Sorensen - gsorensen@bancofrances.com.ar

**Chile:** Alberto Alejandro Puente - apuente@bbva.cl

**Colombia:** Juana Téllez - juana.tellez@bbva.com.co

**Perú:** Hugo Perea - hperea@grupobbva.com.pe

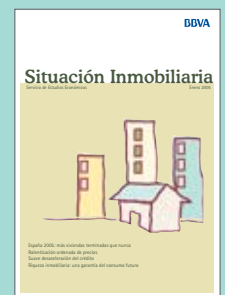
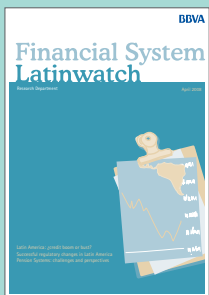
**Venezuela:** Oswaldo López - oswaldo\_lopez@provincial.com

**Asia:**

**China:** Li-Gang Liu - lliu@bbva.com.hk

**Resto de Asia:** Ya Lan Liu - yalan@bbva.com.hk

**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.