

Situación Latinoamérica

Primer Trimestre 2011

Análisis Económico

- América Latina crecerá en torno a 4,4% y 3,9% en 2011 y 2012 respectivamente, impulsada por el fuerte dinamismo de la demanda interna, especialmente de la inversión.
- La gran mayoría de los países de la región se encontrarán con niveles del PIB por encima de su potencial a fines de 2011. En Colombia y México, en cambio, los espacios para crecer son mayores ya que sus brechas de producto son aún negativas.
- Las previsiones de inflación han sido revisadas al alza y al mismo tiempo se percibe que el sobrecalentamiento es el principal riesgo para la región. La apreciación de las monedas ha ayudado a mantener la inflación estable, pero alzas de precios internacionales de materias primas están presionando sobre los mercados locales.
- Frente a esta amenaza vemos mayor voluntad de actuar de parte de los bancos centrales que siguen metas de inflación, que han retomado la senda de alzas de tipos de interés oficiales.
- Chile finalmente se sumó a las intervenciones cambiarias del resto de la región, pero con poco éxito. Es muy posible que ante nuevas tensiones cambiarias por mayor restricción monetaria, los bancos centrales y gobiernos intensifiquen o impongan controles de capitales.
- La política fiscal continúa ausente del esfuerzo de ajuste, con la excepción de Brasil. Si bien su ejemplo podría ser seguido por Chile y Perú, no se perciben señales de que ello vaya a ocurrir en el corto plazo.
- La gran mayoría de los países de la región podría resistir una caída de precios de productos básicos del orden de 33%, sin entrar en crisis cambiarias o fiscales.

Índice

1. Resumen: desacoplamientos en marcha	3
2. Calentamiento hemisférico	7
3. Las políticas económicas se ajustan lentamente	10
4. Riesgos y vulnerabilidad permanecen acotados	14
5. Tablas	16

Fecha de cierre: 15 de febrero de 2010

1. Resumen: desacoplamientos en marcha

Continuarán las divergencias en la economía mundial, ampliándose el desacoplamiento tanto en términos de crecimiento como de políticas

El crecimiento global se mantiene con fuerza. Tras cerrar 2010 con una tasa de crecimiento del 4,8%, se prevé que la economía mundial experimente una ligera desaceleración hasta niveles del 4,4% tanto en 2011 como en 2012: un comportamiento mejor de lo que podría haberse anticipado hace 12 meses. Esto se explica a través de la mejora de las perspectivas entre las economías avanzadas, debido a (i) unas mejores expectativas de crecimiento en EE.UU. tras las medidas de estímulo fiscal, y (ii) un sólido comportamiento de las principales economías del centro de Europa, que se han desacoplado de los países de la periferia, los cuales se ven lastrados por las tensiones de los mercados financieros. De hecho, a pesar de que las tensiones de los mercados financieros empeoraron en Europa durante el último trimestre de 2010, la actividad económica en la región ha podido acelerarse, demostrando de este modo –al menos temporalmente– un cierto grado de desacoplamiento también entre la actividad económica real y la financiera. En líneas generales, el patrón de crecimiento de la economía mundial se mantiene prácticamente sin cambios, dado que el verdadero motor de dinamización sigue siendo el mundo emergente, liderado por Asia (China e India en particular, véase Gráfico 1) al tiempo que las economías desarrolladas siguen cediendo terreno, más en Europa que en Estados Unidos.

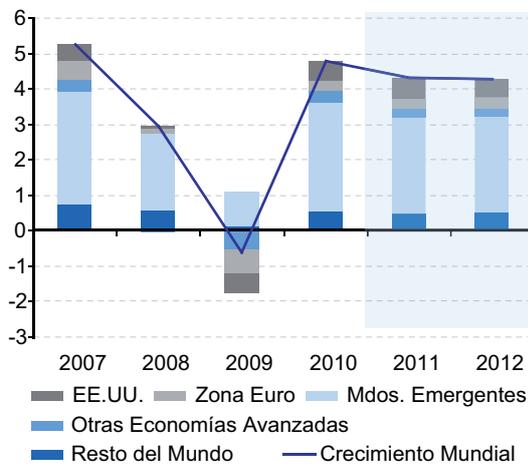
Todos estos desacoplamientos tienen tres importantes consecuencias de cara a las perspectivas. En primer lugar, la divergencia entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes seguirá conllevando unas políticas macroeconómicas diferenciadas en ambas regiones. Las políticas monetarias seguirán siendo altamente expansivas en Estados Unidos y en Europa, promoviendo la búsqueda de rentabilidades en otros ámbitos (en los mercados emergentes y, cada vez más, en las materias primas). Al mismo tiempo, están comenzando a aparecer signos de recalentamiento en algunos países de Asia y Latinoamérica, lo cual está empujando a las autoridades de estos países a considerar la implantación de políticas de endurecimiento monetario, antes de lo previsto anteriormente, debido a las incipientes presiones inflacionistas detectadas, especialmente en Asia (Gráfico 2). Los incentivos resultantes para la entrada de capital en las economías emergentes intensificarán los dilemas ya existentes en materia de políticas en ambas regiones entre, por un lado, las políticas de endurecimiento monetario que garanticen una transición fluida y, por otro, las políticas que eviten apreciaciones bruscas y repentinas de los tipos de cambio.

En segundo lugar, las divergencias de crecimiento entre EE.UU. y la UEM –junto con el riesgo financiero– ejercerán una presión bajista sobre el euro y, quizá aún más significativo, seguirán dirigiendo la atención de los mercados hacia la relativa dificultad de la UEM para crecer, dados sus elevados niveles de deuda pública. Este es uno de los elementos –junto con los diferentes tamaños de los programas de compra de deuda pública de los bancos centrales y las tensiones sobre la gobernanza económica en Europa– que explican por qué los mercados no han reaccionado de forma significativa ante un retraso adicional de la consolidación fiscal en Estados Unidos. La diferencia entre esta falta de reacción y el castigo ejercido por los mercados sobre algunos países de Europa no podría ser mayor.

Finalmente, el creciente desacoplamiento experimentado dentro de la UEM empezará a presionar sobre la política monetaria común en la región, ya de por sí dividida entre un incipiente riesgo de inflación, especialmente en los principales países del centro de Europa, y la necesidad de seguir respaldando la estabilidad financiera, especialmente –aunque no exclusivamente– en las economías periféricas.

Gráfico 1

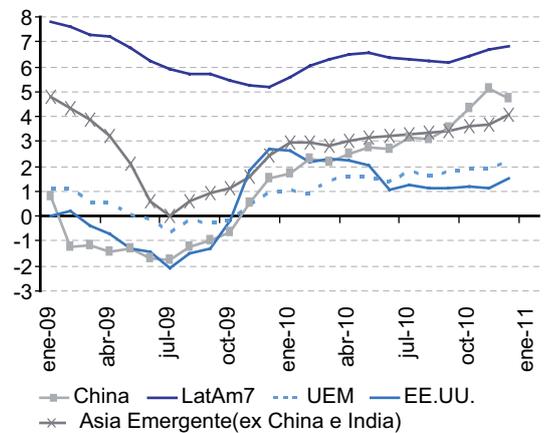
Crecimiento del PIB global y contribuciones



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Inflación



Fuente: Datastream y BBVA Research

Repunta el crecimiento en las principales economías avanzadas, pero se mantienen las fragilidades. Las posibilidades de un escenario de recaída en la recesión en Estados Unidos, que considerábamos muy bajas, se han disipado. Pero el riesgo de subida de los tipos de interés a largo plazo ha cobrado más relevancia.

Tal y como esperábamos, EE.UU. no ha vuelto a caer en recesión y las posibilidades de que este escenario se produzca en el futuro se han disipado desde el verano. Este cambio de sentimiento se debe a cuatro factores fundamentales. En primer lugar, la mejora de los datos macroeconómicos a final de 2010 puso de relieve que el consumo en los hogares era más resistente de lo previsto. En segundo lugar, las contundentes medidas adoptadas por la Reserva Federal, implantando una segunda ronda de expansión cuantitativa (QE2) dio apoyo a los precios de la deuda en particular y a los precios de los activos en general. En tercer lugar, se espera que la reducción de la incertidumbre y el aumento de la confianza empresarial favorezcan la inversión. Por último, y quizá lo más importante, la aprobación de un nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 constituyó un importante impulso para reactivar el crecimiento económico. Por tanto, hemos ajustado al alza nuestra previsión de crecimiento para 2011 en 0,7 puntos porcentuales hasta el 3%.

Sin embargo, aún no han desaparecido las debilidades. Los mercados inmobiliarios se mantienen frágiles y siguen siendo susceptibles de dar sorpresas negativas. La renta de las familias sigue débil debido a que el ritmo de la recuperación económica no es suficiente para reducir las tasas de desempleo de forma significativa. Asimismo, el crecimiento del crédito y los procesos de titulización siguen siendo escasos. Si bien ninguno de estos factores debería impedir la recuperación, sigue desarrollándose un escenario en el que cualquier tensión adicional negativa podría perjudicar a la economía. Por el momento, este panorama de recuperación económica gradual con bajas presiones inflacionistas por el lado de la demanda permitirá que la política monetaria siga siendo expansiva durante un periodo prolongado de tiempo.

Asimismo, no deberían olvidarse las lecciones derivadas de la crisis de deuda soberana en Europa. La implantación del nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 supone un impulso al crecimiento en el corto plazo, en un momento en el que se percibían las dudas sobre una posible recaída en un escenario de recesión. Pero no debería sobrevalorarse la solidez ni la persistencia de los factores que han evitado una reacción negativa de los mercados de deuda ante un nuevo retraso en la consolidación fiscal en Estados Unidos. Las compras de bonos por parte de los bancos centrales y las tensiones experimentadas en Europa (y la huida a la calidad de la deuda pública estadounidense) son, por su propia naturaleza, factores a corto plazo que desaparecerán en el medio plazo y, antes de que eso suceda, Estados Unidos deberá mostrar su claro compromiso con la consolidación fiscal o, de lo contrario, se enfrentará a una subida repentina de los tipos de interés a largo plazo. Las agencias de calificación ya han empezado a señalar este riesgo. Hay tiempo para abordarlo pero deben ponerse en marcha las conversaciones y los planes oportunos con la mayor brevedad posible para reducir las preocupaciones fiscales a largo plazo.

Las reformas económicas e institucionales en Europa serán fundamentales para resolver la crisis financiera

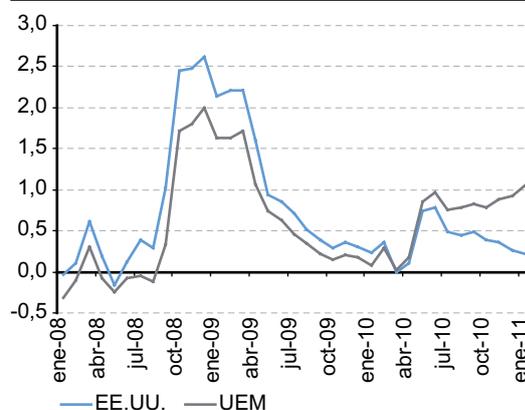
Desde octubre de 2010, han vuelto a resurgir las tensiones financieras en Europa (Gráfico 3), especialmente en los países de la periferia. Las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal y las pérdidas del sector financiero volvieron a aparecer, provocando una ampliación de los diferenciales de deuda soberana y las presiones sobre la financiación. Sin embargo, al contrario de lo sucedido en mayo, el efecto contagio a otros países europeos y fuera de la UE fue más limitado.

El aumento de las tensiones en los mercados financieros se debió fundamentalmente a dos factores. En primer lugar, la incertidumbre reinante en los mercados con respecto a la capacidad de las instituciones europeas para abordar la crisis de la deuda soberana. Creció la tensión entre los inversores privados ante la propuesta de que tendrían que asumir las pérdidas derivadas de las posibles reestructuraciones a partir de 2013, y que probablemente serían necesarios recortes en la deuda existente para restablecer la sostenibilidad fiscal. El segundo desencadenante fueron las crecientes dudas acerca de la credibilidad de las pruebas de resistencia al sistema financiero, dada la necesidad de tener que ayudar a los bancos irlandeses poco después de que se considerara que tenían una capitalización adecuada. Estos dos desencadenantes se desarrollaron en un entorno de preocupación por la capacidad de algunos países periféricos como Portugal e Irlanda para cumplir sus objetivos de déficit fiscal y las dudas sobre la capacidad de algunas economías europeas para generar un ritmo de crecimiento suficiente que haga sostenible la carga de su deuda.

La fragilidad de la recuperación de los mercados financieros justo después del verano pone de manifiesto que los mercados están cada vez más centrados en los problemas de solvencia de la deuda soberana de algunos países que simplemente en preocupaciones por la liquidez. Esto pone de relieve la necesidad de implantar una solución integral, no sólo para resolver esta crisis, sino también para establecer un mecanismo sólido de prevención y resolución de crisis para el futuro. De cara a la prevención de futuras crisis, es necesario reforzar la coordinación fiscal, proporcionando mecanismos de absorción de posibles tensiones específicas en países concretos, pero reforzando también la vigilancia en el ámbito fiscal y en la dimensión macroeconómica (incluida la acumulación de desequilibrios en el sector privado). En cuanto a la resolución de la crisis, es necesario implantar un mecanismo claro y transparente que defina quién asumirá las pérdidas, de forma que se evite la volatilidad excesiva en los mercados debido a la incertidumbre, si bien probablemente a estas alturas revista una importancia fundamental que se garantice un mecanismo adecuado de transición.

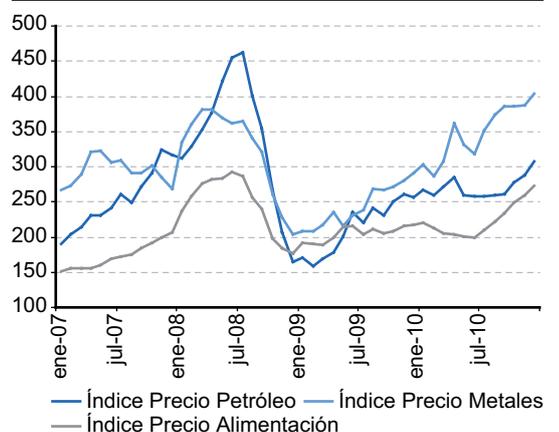
Tal y como se ha indicado anteriormente, el efecto contagio en clave financiera de este último episodio ha sido bastante limitado, incluidos los principales países europeos. De este modo, el crecimiento de la UEM en su conjunto ha sido mayor de lo esperado, especialmente debido a unos resultados muy positivos en Alemania y en otros de los países europeos centrales. Sin embargo, este desacoplamiento entre las tensiones financieras experimentadas por los países periféricos y la actividad de la economía real en Europa no durará si no se acuerda pronto una reforma integral de la gobernanza y si los países no siguen presentando reformas económicas para reducir su vulnerabilidad fiscal, reestructurar el sistema financiero e incrementar el potencial de crecimiento. El acuerdo que se alcance en el próximo Consejo Europeo resultará clave a este respecto.

Gráfico 3
Índice BBVA de tensiones financiera



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4
Precios de las materias primas



Fuente: BBVA Research

Los precios de las materias primas se estabilizarán pero los riesgos de inflación son cada vez más relevantes en las economías emergentes, que seguirán creciendo con fuerza

Los precios de las materias primas se han incrementado de manera generalizada en los últimos meses, situándose en niveles de máximos históricos en el caso de algunos metales (Gráfico 4). Esta escalada es coherente con lo que parece ser el inicio de una tendencia alcista a largo plazo de los precios de las materias primas impulsada por el aumento de la demanda en las economías emergentes, si bien es cierto que también existen otros factores a corto plazo que han contribuido a este repunte reciente, al menos en algunos tipos de materias primas. Por ejemplo, el rápido incremento de los precios de los alimentos en los últimos dos meses es, en gran medida, resultado de factores puntuales asociados a la oferta (climatología adversa), que deberían ir remitiendo a lo largo de 2011. Asimismo, debido a las amplias condiciones de liquidez globales, los inversores han acudido en masa a las materias primas en su condición de activo, incrementado así las primas financieras de forma generalizada.

En adelante, esperamos que los precios de las materias primas en general se estabilicen en torno a los niveles actuales. En el caso de los precios de los alimentos, esto será resultado de la normalización de las cosechas en 2011. En el caso de los metales, el aumento de las existencias comenzará a incidir en los precios. Solo en el caso del petróleo esperamos un mercado más ajustado que siga empujando los precios ligeramente al alza durante 2011 pero que gradualmente irá relajándose. Esta relajación posterior se verá ayudada por una probable reducción de las tensiones financieras en Europa, que debería alejar los flujos de inversión de las materias primas para acercarse a otros activos con unas primas de riesgo más contenidas. Sin embargo, los riesgos están sesgados al alza ya que la fuerte demanda asiática seguirá favoreciendo la tendencia al alza de los precios en el medio plazo.

El incremento de los precios de las materias primas ha sido responsable, en parte, del aumento de la inflación observada en las economías emergentes a finales de 2010 (Gráfico 2). En particular, el incremento de los precios de los alimentos ha tenido un efecto directo e importante en el aumento de la inflación en una serie de países (especialmente de Asia) con el riesgo de contribuir a la inflación general. Sin embargo, en adelante, la estabilización prevista de los precios de los alimentos significará que este factor debería ser menos importante a la hora de determinar la inflación. Aunque el riesgo también ha aumentado en los países desarrollados, este es inferior que en las economías emergentes, dado que los precios de los alimentos tienen una menor ponderación en el IPC, al tiempo que la amplia capacidad productiva sin utilizar y las expectativas de anclaje de la inflación contribuirán a mantener controladas las presiones inflacionistas.

Más preocupante para las economías emergentes es el hecho de que el rápido crecimiento y la fuerte entrada de flujos de capital en Asia y Latinoamérica estén comenzando a generar un riesgo de recalentamiento de la economía, evidenciado en un aumento de la inflación pero también por el rápido crecimiento del crédito y de los precios de los activos. De hecho, esperamos que las economías asiáticas sigan creciendo con fuerza aunque, en nuestra opinión, las autoridades serán capaces de dirigir las hacia un "aterrizaje suave" evitando el recalentamiento, aunque sin duda existe un riesgo más pronunciado que hace tres meses. Impulsada por la demanda interna y los elevados precios de las materias primas, Latinoamérica crecerá con fuerza en 2011, convergiendo hacia un crecimiento potencial de en torno al 4% para el conjunto de la región. Tal y como se mencionó anteriormente, el principal desafío para ambas regiones será gestionar los dilemas que surjan en materia de políticas como resultado de la fuerte entrada de flujos de capital. Esperamos que las políticas de endurecimiento monetario se mantengan en la mayoría de los países, al tiempo que impongan unos controles administrativos cada vez más estrictos para limitar dicha entrada de flujos de capital y medidas prudenciales para limitar el crecimiento del crédito, especialmente en Asia.

2. Calentamiento hemisférico

Si bien el crecimiento se modera, acercándose al potencial, la desaceleración de la demanda interna es todavía muy tenue, mientras las holguras de capacidad se disipan.

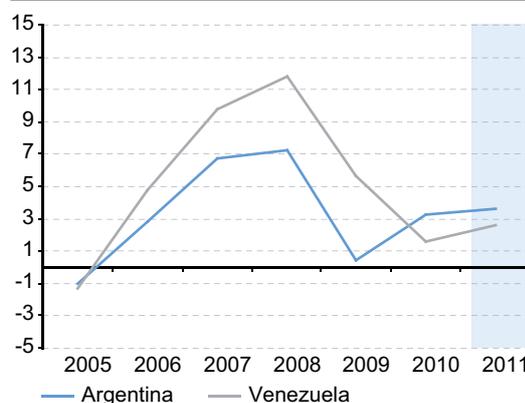
Finalmente América del Sur terminó el año con un crecimiento global del orden de 6% en 2010, compensando con creces la caída de -2,3% del año anterior. Esta mejora fue generalizada en la región, si bien en México y Venezuela ella no fue suficiente para recuperar el nivel del PIB de 2009. Entre las siete economías más grandes de la región, sólo en Brasil y México se da el caso que el crecimiento interanual del último trimestre es claramente inferior al acumulado en el año, dando cuenta que la tan anticipada convergencia al crecimiento potencial es todavía un fenómeno incipiente. La combinación de un entorno externo más favorable, con precios de materias primas que siguen subiendo y rompiendo récords y una moderación de la aversión al riesgo, con una renovada confianza interna, además de políticas monetarias y fiscales que aún mantienen un tono expansivo, ha resultado en un crecimiento muy vigoroso del consumo de durables y de la inversión. La apreciación real de las monedas de la región también ha contribuido a este fenómeno, al abaratar las importaciones. Al mismo tiempo, dichas apreciaciones han permitido atenuar las posibles presiones inflacionarias, ayudando así a mantener contenidas las expectativas de inflación.

Para 2011 esperamos que la región siga creciendo vigorosamente, estimando un aumento del PIB agregado de América Latina del orden de 4,4% en el año, con Chile, Colombia, Panamá, Perú y Uruguay superando el 5%. Por su parte los dos gigantes regionales crecerán ligeramente por encima de 4%, cifra más consistente con su potencial de mediano plazo. Nuevamente será la demanda interna el principal impulsor del crecimiento, con un rol protagónico de la Inversión en Capital Fijo que aumentará casi 8% en 2011 para el conjunto de la región. En Chile, Colombia, Perú y Uruguay esperamos crecimientos de dos dígitos para esta variable (entre 10 y 15%) con un fuerte protagonismo de la Inversión Extranjera Directa (IED) en minería y energía, así como por inversión pública y privada en construcción de vivienda e infraestructura. En los dos primeros la reconstrucción de infraestructuras dañadas por desastres naturales recientes jugará un papel muy importante. El consumo se moverá en línea con el aumento del PIB, aunque en los casos de Argentina, Colombia y Venezuela esperamos impulsos importantes provenientes de elevados gastos en consumo del gobierno. Con todo, esperamos una desaceleración gradual del crecimiento de la demanda interna a lo largo del año, de manera que a fines de 2011, prácticamente en todos los países de la región la demanda interna estará creciendo a tasas cercanas o inferiores a las de su PIB de tendencia, con excepción de Argentina y Perú donde todavía esperamos crecimientos anualizados en torno a 7%.

La recuperación de la economía ha permitido cerrar rápidamente las brechas de capacidad ociosa y ya la mayoría de la región debería alcanzar niveles del PIB superiores al de tendencia a fines de 2011. Sin embargo, tal como muestran los gráficos 5a, 5b y 5c, hay diferencias importantes entre los países: mientras Argentina y Venezuela enfrentan una situación de sobrecalentamiento que se extiende ya por algunos años, Brasil, Chile y Perú se ubicarán ligeramente por encima de su PIB de tendencia a fines de año, mientras Colombia y México todavía tienen espacios para crecer antes de alcanzar su potencial. Esto a su vez condiciona el tono de sus políticas económicas, tal como veremos más adelante.

Gráfico 5a

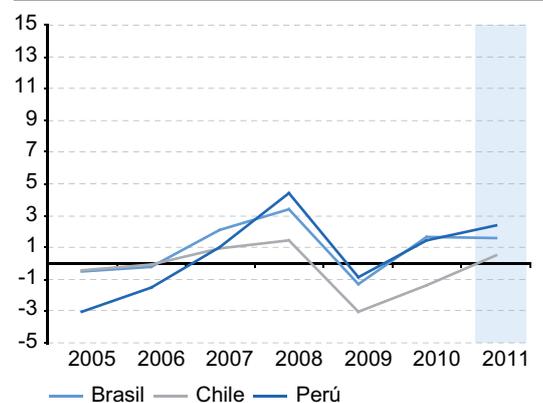
Brecha entre PIB efectivo y PIB de tendencia (Porcentaje del PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 5b

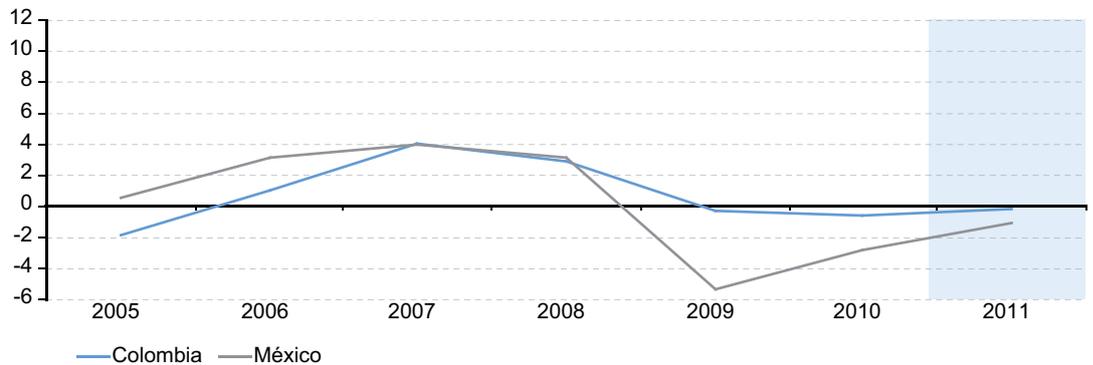
Brecha entre PIB efectivo y PIB de tendencia (Porcentaje del PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 5c

Brecha entre PIB efectivo y PIB de tendencia Porcentaje del PIB)



Fuente: BBVA Research

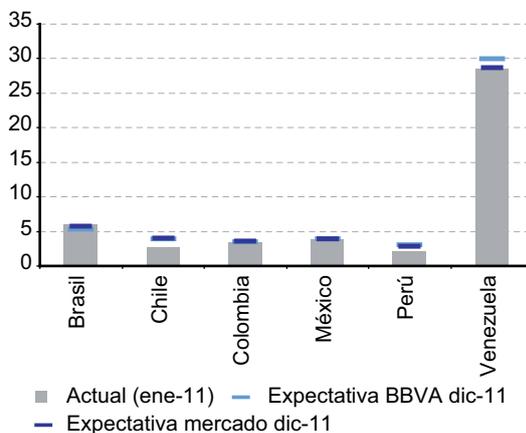
Los balances fiscales y en cuenta corriente se mantendrán a niveles similares a los de 2010 (ambos alrededor de -2% del PIB) a nivel regional, cifras que son modestas y están lejos de causar preocupación, al menos en el corto plazo. Sin embargo, cabe destacar que estas cifras están muy influenciadas por las alzas recientes de precios de materias primas, alimentos y energía, lo que las hace vulnerables a un ajuste repentino proveniente de un eventual deterioro en esos mercados. Sin embargo, salvo un par de casos aislados, incluso en la eventualidad de una caída muy fuerte (-33% aproximadamente) de los precios de estos productos, los déficits fiscales y de cuentas externas de los países sudamericanos permanecen en niveles financierables sin mayores problemas.

La inflación y las expectativas de inflación suben moderadamente

En este contexto positivo, los problemas y riesgos aparecen de la mano de un viejo conocido de la región: aumentos de la inflación. En 2010 la inflación se mantuvo dentro de los límites de las metas oficiales y en el caso de aquellos países más grandes que no siguen metas de inflación en la región (Argentina y Venezuela) ella siguió siendo alta, pero se mantuvo contenida. Sin embargo, hacia fines de año las cosas comenzaron a complicarse a medida que los precios internacionales de los combustibles y algunos alimentos clave como trigo, maíz y azúcar escalaron nuevas cumbres a un ritmo acelerado. Ello se sumó a las preocupaciones de los especialistas ante la fortaleza de la demanda interna, impactando sobre las expectativas de inflación, las cuales han subido respecto de las previsiones de octubre pasado casi sin excepción. Si bien ellas no se han alejado mucho de las metas oficiales, especialmente en plazos más largos, es indudable que este cambio hará más difícil la tarea de las autoridades monetarias, las que ahora se encuentran a prueba para demostrar el compromiso con sus objetivos. No es casualidad entonces que Brasil y Perú hayan subido sus tipos de interés en las últimas reuniones de política monetaria y que Colombia esté dando señales de moverse en esa dirección en los próximos meses. La nota disonante fue Chile, donde el Banco Central mantuvo su tasa de referencia en enero, pero debe volver a la ortodoxia en febrero con un alza de 25 pbs.

Gráfico 6

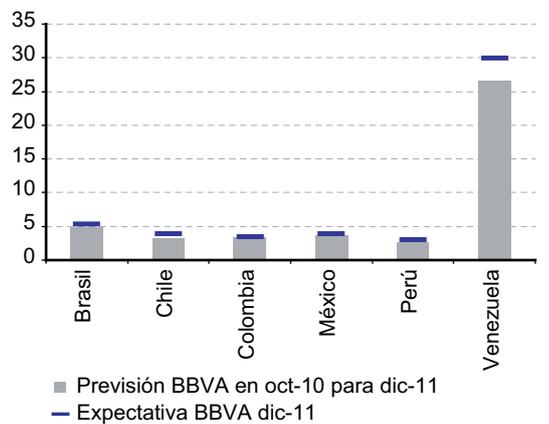
Inflación actual y esperada para fines de 2011 (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 7

Cambio en la inflación esperada por BBVA en último trimestre (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Creemos que el tema de la inflación será el que domine la agenda de la política económica regional, en la medida que la situación internacional poco a poco vuelve a una “nueva normalidad”, con un impulso creciente del mundo emergente.

En este contexto, estimamos que un agravamiento de las presiones inflacionarias se va a traducir en respuestas de política económica muy diferentes en la región. Mientras en aquellos países que siguen políticas basadas en metas de inflación el peso de las medidas recaerán en el plano monetario, con alzas de tipos de interés y posiblemente aumentos de los requisitos de reservas obligatorias sobre depósitos, para frenar la expansión del crédito, estimamos que en países con políticas más heterodoxas como Argentina y Venezuela, los controles de precios más estrictos serán el instrumento preferido. En aquellos países en que el crecimiento de la demanda interna, especialmente del sector privado, ha sido más moderado, como es el caso de México y, en menor medida, Colombia, estas tensiones son menores, lo que implica menor urgencia por tomar medidas restrictivas.

La naturaleza no ha colaborado con la economía

En un recuento de lo ocurrido en 2010 y de las previsiones para 2011 no podemos dejar de lado el rol crucial de los fenómenos naturales en la actividad económica. Además del terremoto que afectó de manera muy importante a la zona centro-sur de Chile hace un año, que dejó una secuela de destrozos y pérdidas de vidas, y que está teniendo un impacto significativo en la política fiscal de 2011, tenemos que considerar las fluctuaciones climáticas. El año 2010 comenzó en medio de una anomalía positiva en las temperaturas del Pacífico Central (El Niño) lo que complicó mucho a Venezuela y algo a Colombia y Perú por las bajas precipitaciones que afectaron negativamente las cosechas de hortalizas y la producción de energía, pero bendijo a Argentina, Brasil y Uruguay con cosechas record de soja y otros granos gracias a las abundantes lluvias. En el curso de 2010 se revirtió dicho fenómeno y la anomalía de temperaturas se ha tornado negativa (La Niña) y las suertes se han revertido: la sequía ha complicado las perspectivas de la cosecha de soja en Argentina y la generación de energía hidroeléctrica en Chile. Desgraciadamente, en Colombia y en menor medida Brasil y Venezuela, el impacto también ha sido negativo debido a la gran destrucción causada por lluvias torrenciales, inundaciones y deslaves. En el primer caso, el impacto sobre la política fiscal se va a sentir en 2011, ante la necesidad de reponer la infraestructura dañada.

3. Las políticas económicas se ajustan lentamente

Los ajustes de política económica han sido más lentos que en la fase recesiva del ciclo

La rápida recuperación de la demanda interna y la eliminación de los excesos de capacidad productiva parecen haber sido demasiado veloces para la capacidad de reacción de las autoridades económicas de la región. A diferencia de lo ocurrido a fines de 2008 y comienzos de 2009, cuando estas actuaron muy rápido y con mucha fuerza para combatir los impactos de la crisis global, ahora las respuestas han sido pausadas y graduales, con un riesgo creciente de que en aquellos países en que la demanda interna crece con mayor intensidad, terminen siendo tardías e insuficientes para evitar un rebrote inflacionario.

En defensa de dichas autoridades hay que mencionar dos atenuantes de la mayor importancia:

1. A diferencia de lo ocurrido en la crisis, la evolución de las economías de América del Sur ha sido muy distinta a las de los países desarrollados, por lo que una contracción monetaria, por ejemplo, conlleva serios riesgos de fuertes ajustes en las paridades cambiarias, como de hecho ha ocurrido.
2. Durante todo este tiempo ha persistido una considerable incertidumbre respecto de la situación de los mercados financieros, ya que la preocupación por la cartera de créditos otorgados al sector privado, se ha ido trasladando hacia la solvencia de las instituciones públicas de los países desarrollados.

La combinación entonces de un entorno incierto y la reticencia a provocar una sobrevaluación peligrosa de las monedas, explica en buena medida la diferente reacción de los bancos centrales en las distintas etapas del ciclo actual de América Latina. Estas razones, sin embargo, no alcanzan a justificar la reticencia para un retiro más rápido de los estímulos fiscales en los presupuestos gubernamentales de 2011.

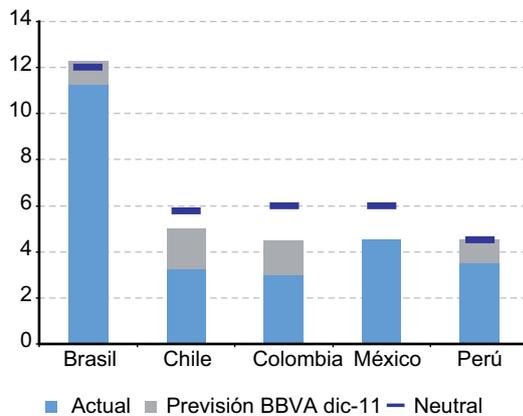
La política monetaria reacciona, pero con lentitud

En nuestro informe anterior destacábamos el hecho que los países que seguían metas de inflación y que enfrentaban una fuerte expansión de la demanda interna habían iniciado el retiro del estímulo monetario, pero que dicho proceso se había interrumpido antes de lo esperado. Dicha detención ocurrió en un contexto en que la inflación observada seguía a niveles muy bajos y las monedas se estaban apreciando bajo la presión de fuertes entradas de capitales. Sin embargo ya a fines del año pasado las monedas se tendieron a estabilizar con menores intervenciones cambiarias y, paralelamente subieron los precios internacionales de alimentos. Esto ha llevado a los bancos centrales de Brasil y Perú a subir los tipos de interés oficiales y a aplicar medidas de control cuantitativo del crédito (requisitos de reservas, por ejemplo) y al de Colombia a cambiar su mensaje para adelantar las alzas de tipos. El Banco Central de Chile, que había iniciado el proceso de alza de tipos, sin interrumpirlo cuando los otros pausaron, las detuvo momentáneamente en enero, para respaldar el anuncio de intervención cambiaria de días anteriores, y posiblemente ha debido pagar un costo en credibilidad en su compromiso con la meta de inflación. De hecho la encuesta de expectativas de febrero marca un alza a 4% de la inflación esperada a diciembre de 2011 desde 3,2% que se esperaba hace 2 meses.

Con todo, los tipos de interés oficiales en los países que siguen metas de inflación están todavía por debajo de sus niveles neutrales, que serían alcanzados recién a fines de este año o en 2012, por lo que la política monetaria difícilmente contribuirá a frenar significativamente las presiones inflacionarias, salvo por su posible efecto a través de las expectativas. En el caso de México, donde la recuperación ha sido impulsada principalmente por la demanda externa, la situación es muy distinta, lo que justifica un ritmo más pausado de retiro de los estímulos monetarios.

Gráfico 8

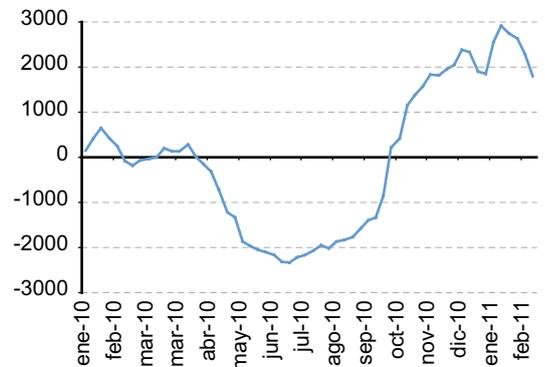
Tipos de interés oficiales vs. neutrales (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 9

Flujos de capitales netos a América Latina en renta variable (USD M, acumulados desde enero 2010)



Fuente: EPFR

¿Ceden las presiones para una apreciación adicional de las monedas?

Un factor clave para mantener las tasas de inflación bajas en 2010, fue la apreciación que experimentaron la gran mayoría de las monedas latinoamericanas. Hubo al menos tres factores que impulsaron este proceso: los activos de la región recuperaron muy rápido su valor respaldados por la rápida reactivación de las economías; diferenciales crecientes de tipos de interés, especialmente en el corto plazo y altos precios de productos básicos que resultan claves para las cuentas externas y fiscales de los países de América Latina.

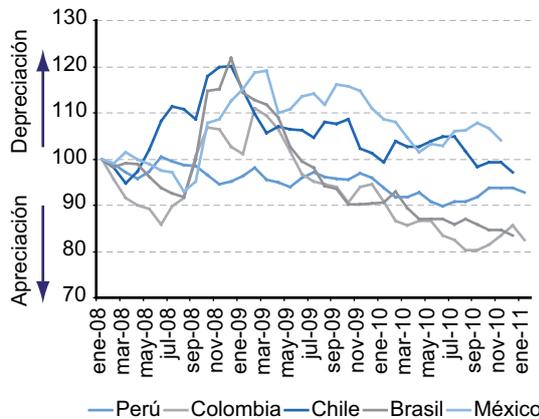
Hacia fines de año, después de alzas espectaculares de los precios de las acciones en las bolsas de la región, los flujos de capitales para inversiones en renta variable se han revertido. Sin embargo, los precios de productos básicos han seguido subiendo y los diferenciales de tipos de corto plazo se han ampliado (en plazos más largos esto no es tan claro). En el caso de la renta fija, la comparación es un poco más compleja debido a que países como Brasil y Perú han introducido medidas que encarecen el costo para estos inversionistas. Con todo, los últimos meses han traído algún alivio a las presiones sobre las monedas de estos países, lo que ha permitido reducir la intensidad y frecuencia de las intervenciones cambiarias. Por cierto, la situación de Venezuela y – en mucho menor grado – Argentina es distinta, ya que tienen mucho menos acceso a los mercados financieros internacionales. De hecho, Venezuela unificó el mercado cambiario oficial, eliminando el tipo de cambio para acceder a una lista de productos básicos, lo que en la práctica tiene un efecto similar al de una devaluación del bolívar. Argentina, por su parte, se ha movido en la dirección de recuperar el acceso a los mercados financieros internacionales y ya algunos gobiernos provinciales han logrado colocar emisiones de deuda en el extranjero, aunque todavía a tasas de interés bastante onerosas.

De esta forma las monedas han tendido a estabilizarse, con la excepción del peso chileno, algo que llevó al Banco Central de ese país a lanzar un programa de acumulación por USD 12 mil millones en 2011. Éste resultó efectivo para depreciar el peso transitoriamente, pero al cierre de esta edición el peso chileno ya se encontraba a niveles bastante cercanos a los que prevalecían cuando se inició la intervención. La conjunción de un alto y creciente precio del cobre, con expectativas de nuevas alzas de tipos de interés oficiales ha anulado los esfuerzos de las autoridades monetarias, al menos por el momento.

Lo que resulta claro, es que de consolidarse la estabilización de las monedas, como parece estar ocurriendo, la contribución de este factor al control de la inflación va a ser menor que en 2010.

Gráfico 10

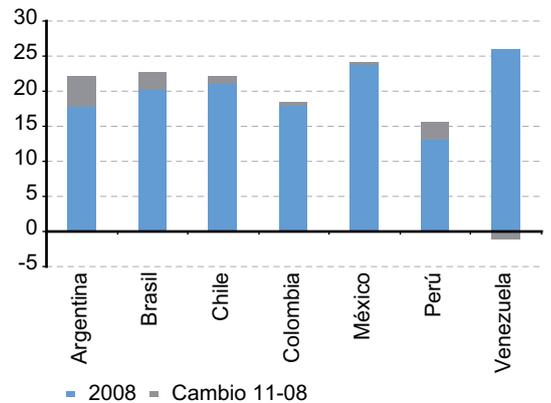
Tipos de cambio Efectivo Real (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 11

Gastos fiscales (porcentaje del PIB)



Fuente: BBVA Research

Políticas fiscales aún no colaboran

Lo que sí resulta bastante claro es que las políticas fiscales aún no se han adaptado al nuevo entorno y mantienen todavía un sesgo expansivo. De hecho, tal como se puede apreciar en el Gráfico 10, en Argentina, Brasil, Chile y Perú, el gasto del gobierno en 2011 como porcentaje del PIB habrá crecido entre 1,1 pp del PIB (Chile) respecto del último año pre-crisis (2008) y 4,3 pp (Argentina). En Colombia y México el aumento es marginal, entre otras cosas porque el componente fiscal de la política de estímulo fue mucho más moderado, y en Venezuela ha caído ante las dificultades de financiamiento.

Es más, el tema fiscal ha estado casi ausente del debate público, salvo en Colombia que ha impulsado reformas legales para reforzar la institucionalidad de la política fiscal, en contraste con lo sucedido en la primera etapa del ciclo, demorado en parte por el ciclo electoral que ha cruzado a la región. Si bien en Perú se anunció un ajuste en el Plan de Estímulo Económico a mediados del año pasado, ello aún no se percibe realmente en las cifras de ejecución presupuestaria, el único caso en que se percibe una voluntad real de ajuste fiscal para apoyar el ajuste post-crisis es Brasil, donde el nuevo gobierno ha anunciado un recorte de gastos por USD 30 mil millones en el presupuesto de 2011, lo que representa un 7% del gasto presupuestado y permitiría acercarse a las metas de déficit total para el año.

Chile y Colombia, dos países tradicionalmente ortodoxos en materias fiscales, han optado por incrementar los gastos (con algunos aumentos de impuestos y venta de activos públicos) para enfrentar las tareas de reconstrucción después de las catástrofes que los afligieron en el último año y hasta el momento no han dado señales de estar dispuestos a implementar ajustes. Es posible que esto cambie si efectivamente los riesgos de mayor inflación/apreciación se materializan, pero hasta el momento el tema no figura en la agenda de debate público.

Por otra parte, la agenda electoral de Argentina, Perú y Venezuela también está influyendo adversamente sobre la agenda fiscal de estos países, incluso en el caso de Perú donde se ha comenzado a debatir una posible rebaja de un punto porcentual en la tasa del IVA.

Una razón por la que los ajustes fiscales se postergan es que los ingresos han subido gracias a los mayores precios del petróleo (Venezuela, Colombia, México), del cobre (Chile, Perú) y de la soja (Argentina). Por otra parte la rápida reactivación de estas economías también se ha reflejado en un aumento extraordinario de la recaudación, que depende en una alta proporción de impuestos indirectos muy sensibles al ciclo. De esta forma tenemos que los países han podido mantener altos niveles de gasto fiscal, sin tener que incurrir en déficits mucho mayores, debilitando el argumento político a favor del ajuste. Sin embargo, esto también deja a estas economías más vulnerables si los precios de los productos básicos caen y el crecimiento desacelera.

En ausencia de políticas, los mercados están impulsando el ajuste

A pesar de todo lo anterior, nuestra previsión apunta a una desaceleración ordenada de la demanda interna y a una inflación contenida. Ello se basa en parte en el convencimiento de que una parte muy significativa del aumento observado en la demanda interna en 2010 obedece a factores transitorios como recomposición de inventarios, algo que ha jugado un rol muy importante en todas las fases del ciclo en Chile y Perú, por ejemplo, o la materialización de decisiones de compra de durables (autos, vivienda) postergadas en 2008 y 2009, pero que se concretaron el año pasado y en la primera parte de este año. Por otra parte, factores como los gastos privados derivados de las catástrofes naturales que impactaron en mayor gasto en 2010 ya no estarán presentes en 2011. Esto incluye desde la reposición de bienes durables, mobiliario y viviendas destruidas o dañadas por el terremoto en Chile, a la compra de generadores eléctricos para enfrentar los cortes de energía en Venezuela. Por otra parte, en la medida que el ajuste de la demanda sea insuficiente, mayores precios van a impactar en la capacidad adquisitiva de la población y se acentuará el ajuste en la demanda interna. Por cierto, esta es una forma de ajuste más lenta y costosa que la que tendría lugar si las políticas económicas hubiesen reaccionado en forma simétrica en las distintas fases del ciclo.

4. Riesgos y vulnerabilidad permanecen acotados

El riesgo más inmediato de desviación de nuestras previsiones es un aumento limitado de la inflación
Tal como discutíamos en las secciones anteriores, el mayor riesgo de desviación de nuestras previsiones es un aumento acotado de la inflación. Creemos que de ocurrir la desviación será limitada, ya que la gran mayoría de los países y sus bancos centrales han invertido muy fuertemente para ganar credibilidad en su compromiso contra la inflación, por lo que si ella aumenta no nos cabe duda que los tipos de interés oficiales van a subir y ayudarán a frenar las presiones de demanda. En ese contexto y ante el riesgo de mayor apreciación, creemos que también los gobiernos van a colaborar con ajustes fiscales, como ya lo ha hecho Brasil.

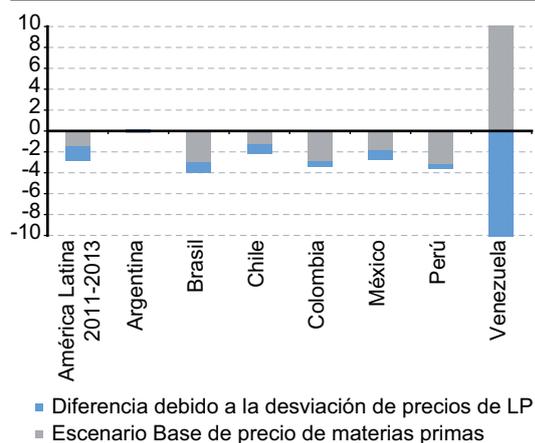
Lo que puede ser preocupante, en este contexto, es que en este proceso se produzca una apreciación excesiva de las monedas en términos reales que junto con poner en peligro la sostenibilidad de las cuentas externas a largo plazo, provoque una burbuja en los precios de activos fijos, especialmente viviendas. Sin embargo, ello todavía no parece estar ocurriendo y si bien el crédito está creciendo, lo está haciendo a tasas relativamente moderadas, especialmente si se toma en consideración la fuerte caída previa. En todo caso, esto traslada la preocupación desde la inflación a la sostenibilidad de las cuentas externas, que hoy aparecen muy sólidas, amparadas en precios extraordinariamente elevados de los productos básicos. Algo similar ocurre con las cuentas fiscales, que hoy se ven muy sólidas, en parte por los altos ingresos recaudados por concepto de gravámenes a rentas provenientes de recursos naturales.

Pero incluso en el evento de un fuerte choque adverso en materias primas, las economías de la región se ven relativamente sólidas

La prueba más exigente para la región podría provenir de un ajuste fuerte de los precios de materias primas, por ejemplo en respuesta a un freno en la demanda asiática, o aumentos en los tipos de interés en los mercados. Si bien esto no forma parte de nuestro escenario central de previsiones y creemos que la probabilidad de un gran ajuste de estos precios en el corto plazo es muy baja, hemos explorado el impacto en las cuentas fiscales y externas de una caída del orden de 33% en los precios de estos productos, tanto sobre las cuentas fiscales como externas de estos países (gráficos 12 y 13).

Gráfico 12

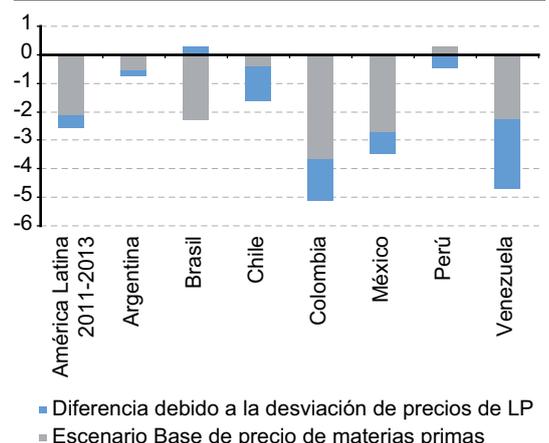
Impacto en cuentas corrientes de una fuerte corrección de precios de materias primas (Porcentajes del PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 13

Impacto en los saldos fiscales de una fuerte corrección de precios de materias primas (Porcentajes del PIB)



Fuente: BBVA Research

Como se puede apreciar el impacto es bastante acotado, con excepción de Venezuela donde la fuerte dependencia de las exportaciones petroleras deja al país muy vulnerable frente a eventuales caídas en el precio de este producto.

En el caso de las cuentas corrientes, el deterioro que se observa en Argentina y Brasil sería preocupante. En el caso del primero porque su acceso a los mercados de capitales es todavía muy limitado y podría enfrentar problemas de financiamiento si se producen fugas de capitales en respuesta a eventuales temores a una depreciación de la moneda. En Brasil un déficit en cuenta corriente cercano a 4% del PIB podría comenzar a desafiar el apetito por riesgo de los inversionistas. Cabe mencionar, en todo caso, que en ambos casos si se mantienen los flujos de IED a los niveles actuales, ello sería suficiente para financiar esos déficits en cuenta corriente. Colombia y Perú podrían enfrentar también presiones similares a las de Brasil, aunque en ambos países el peso de IED, ya comprometida en proyectos de minería, genera márgenes de holgura algo mayores.

En lo que respecta a las cuentas fiscales, Venezuela y Colombia aparecen en una situación más comprometida, aunque sus posibilidades de financiamiento son muy distintas: estimamos que Colombia podría financiar transitoriamente un déficit de esa magnitud recurriendo a préstamos de multilaterales, mientras introduce ajustes en gastos e ingresos públicos, algo que vemos más difícil que ocurra en Venezuela. Si bien las cuentas fiscales de Chile sufrirían un fuerte golpe, creemos que ello no debería significar problemas graves ya que este país parte casi sin deuda pública y cuenta con ahorros acumulados en fondos soberanos que permitirían financiar el déficit con recursos propios, mientras se introducen los ajustes requeridos.

El ejercicio anterior resulta en general tranquilizador, a pesar de que cuando ocurre este tipo de choques, ellos vienen acompañados de otros fenómenos, como impactos en tipos de cambio, expectativas y decisiones de gasto de empresas y consumidores, etc. En ese mundo más complejo, es posible que los impactos cuantitativos sobre las cuentas fiscales y externas sean distintos a los resultados de este ejercicio de estática comparativa, por lo que hay que tomarlos con cautela.

En resumen, el panorama de riesgos se ve relativamente balanceado, con algún peso hacia un ajuste con algo más de inflación si la demanda interna no desacelera tan rápido como lo previsto.

Por otra parte, vemos que la mayoría de los países grandes y medianos de la región han logrado una mejora estructural de sus cuentas fiscales y de cuenta corriente. Si bien una mayor apreciación real de las monedas podría acentuar la dependencia de estas economías de unos pocos recursos naturales, estimamos que un ajuste fuerte de precios de materias primas no parece plantear grandes amenazas a las posibilidades de crecimiento económico en torno al PIB potencial para los próximos dos años.

5. Tablas

Tabla 1

PIB (% a/a)

	T1 09	T2 09	T3 09	T4 09	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10*	T1 11*	T2 11*	T3 11*	T4 11*	2009	2010*	2011*	2012*
Argentina	-1,8	-2,3	-4,3	0,2	5,7	9,2	7,6	7,6	5,8	3,6	3,1	5,9	-2,1	7,5	4,6	2,8
Brasil	-2,0	-1,8	-1,3	4,4	8,8	9,1	6,8	5,7	4,5	3,8	3,9	4,2	-0,2	7,7	4,1	4,2
Chile	-2,1	-4,6	-1,4	2,1	1,6	6,3	7,0	5,8	9,2	5,3	4,5	5,2	-1,5	5,2	6,0	5,1
Colombia	-0,4	-0,1	0,8	2,9	4,5	4,4	3,6	4,3	4,6	5,3	5,0	5,2	0,8	4,2	5,0	5,5
México	-8,5	-8,1	-5,6	-2,2	5,1	7,3	5,3	3,1	4,4	3,5	4,0	5,2	-6,1	5,2	4,3	3,8
Panamá													3,2	6,8	7,0	6,7
Paraguay													-3,9	14,0	4,5	4,0
Perú	1,9	-1,2	-0,6	3,4	6,2	10,2	9,7	8,5	7,5	7,2	7,0	6,7	0,9	8,7	7,1	6,3
Uruguay													2,9	8,8	5,3	4,2
Venezuela	0,5	-2,6	-4,6	-5,8	-5,2	-1,9	-0,4	-0,4	3,9	2,4	2,4	2,0	-3,3	-1,9	2,6	1,5
América Latina													-2,2	6,1	4,4	4,0

* Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Inflación (% a/a, promedio)

	T1 09	T2 09	T3 09	T4 09	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	T1 11*	T2 11*	T3 11*	T4 11*	2009	2010	2011*	2012*
Argentina	6,6	5,5	5,9	7,1	9,0	10,6	11,1	11,1	11,1	11,0	11,1	11,4	6,3	10,5	11,1	13,0
Brasil	5,8	5,2	4,4	4,2	4,9	5,1	4,6	5,6	5,6	5,3	6,0	5,2	4,9	5,0	5,5	4,7
Chile	5,6	3,1	-0,6	-1,9	-0,3	1,2	2,2	2,5	2,7	2,8	2,9	3,7	1,6	1,4	3,0	3,2
Colombia	6,6	4,8	3,2	2,4	2,0	2,1	2,3	2,7	3,5	3,6	3,6	3,6	4,2	2,3	3,6	3,6
México	6,2	6,0	5,1	4,0	4,8	4,0	3,7	4,2	3,0	3,6	4,2	3,9	5,3	4,2	3,7	4,3
Panamá													2,4	3,5	4,7	4,4
Paraguay													2,6	4,6	8,8	8,1
Perú	5,6	4,0	1,9	0,4	0,7	1,1	2,2	2,1	2,3	2,7	2,4	2,9	3,0	1,5	2,6	2,7
Uruguay													7,1	6,7	6,6	6,7
Venezuela	29,6	28,2	28,7	28,1	27,3	31,9	29,8	27,3	27,1	22,9	24,4	27,1	28,6	29,1	25,4	28,0
América Latina													6,4	6,4	6,5	6,7

* Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Tipo de cambio (vs. USD, promedio)

	T1 09	T2 09	T3 09	T4 09	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	T1 11*	T2 11*	T3 11*	T4 11*	2009	2010	2011*	2012*
Argentina	3,54	3,73	3,83	3,81	3,84	3,90	3,94	3,97	4,02	4,11	4,19	4,28	3,73	3,91	4,15	4,82
Brasil	2,32	2,08	1,87	1,74	1,80	1,79	1,75	1,70	1,71	1,72	1,73	1,75	2,00	1,76	1,73	1,79
Chile	607	567	545	518	519	530	511	486	497	501	506	510	560	510	503	512
Colombia	2415	2233	2017	1965	1947	1950	1831	1857	1812	1775	1788	1813	2158	1899	1797	1800
México	14,38	13,32	13,27	13,06	12,78	12,38	12,80	12,22	11,98	11,82	11,98	12,20	13,51	12,50	12,00	12,49
Panamá													1,00	1,00	1,00	1,00
Paraguay													4967	4739	4608	4599
Perú	3,19	3,02	2,96	2,88	2,85	2,84	2,81	2,80	2,79	2,77	2,73	2,71	3,01	2,83	2,75	2,64
Uruguay													22,53	20,01	20,11	20,68
Venezuela	2,15	2,15	2,15	2,15	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,87	2,15	4,30	4,44	

* Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Tipos de interés (% , promedio)

	T1 09	T2 09	T3 09	T4 09	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	T1 11*	T2 11*	T3 11*	T4 11*	2009	2010	2011*	2012*
Argentina	13,29	12,83	12,64	10,75	9,62	9,56	9,77	10,83	11,31	11,79	12,30	12,82	12,38	10,11	12,06	14,57
Brasil	12,62	10,33	8,86	8,75	8,75	9,75	10,75	10,75	11,58	11,75	11,75	11,75	10,14	10,00	11,71	10,79
Chile	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,67	2,00	3,00	3,50	4,25	4,92	5,00	0,50	1,54	4,42	5,56
Colombia	8,00	5,17	4,33	3,67	3,50	3,00	3,00	3,00	3,00	3,25	4,00	4,42	5,29	3,13	3,67	5,08
México	7,33	5,33	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	5,42	4,50	4,50	4,94
Panamá													2,86	2,70	3,00	3,50
Paraguay													28,26	25,75	25,77	26,20
Perú	6,25	4,00	1,50	1,25	1,25	1,50	2,50	3,00	3,42	3,75	4,17	4,42	3,25	2,06	3,94	4,92
Uruguay													8,67	6,31	7,10	7,25
Venezuela	17,10	15,60	14,52	15,05	14,59	14,51	14,51	14,51	14,51	14,51	13,50	13,50	15,57	14,53	14,01	13,50

* Previsiones
Fuente: BBVA Research

Tabla 5

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

	Consumo privado (% a/a)				Consumo Gobierno (% a/a)				Inversión (% a/a)			
	2009	2010*	2011*	2012*	2009	2010*	2011*	2012*	2009	2010*	2011*	2012*
Argentina	-4,1	7,2	5,3	3,5	7,2	8,9	7,8	4,2	-10,2	18,6	7,3	3,3
Brasil	4,1	5,8	4,4	4,6	3,7	5,4	3,1	3,2	-10,0	22,5	8,9	7,1
Chile	0,9	12,0	6,5	5,1	6,8	2,7	5,0	4,2	-15,3	17,7	15,2	10,2
Colombia	1,1	4,1	5,0	5,8	13,1	4,0	9,5	5,8	-9,1	7,8	10,3	7,7
México	-7,1	5,4	3,8	6,5	5,3	4,3	2,9	3,0	-16,8	1,0	5,0	3,0
Panamá	-0,2	5,0	4,7	4,5	6,4	3,8	4,9	3,0	-6,5	23,0	9,5	8,0
Paraguay	-3,4	9,0	4,6	4,3	13,5	13,6	4,0	4,0	-11,7	20,9	7,7	6,1
Perú	2,4	6,0	6,0	5,2	16,4	9,5	4,0	4,0	-15,1	19,5	13,0	12,7
Uruguay	1,5	9,6	6,5	5,5	5,2	5,5	5,0	4,0	-10,7	8,0	11,0	10,0
Venezuela	-3,2	-2,8	2,7	3,1	2,3	2,7	4,4	4,5	-8,2	-4,8	5,0	2,5
América Latina	-1,0	5,5	4,4	5,0	5,7	5,3	4,1	3,6	-12,2	12,8	7,9	5,6

* Previsiones
Fuente: BBVA Research

Tabla 6

Balance Fiscal y Cuenta Corriente (% PIB)

	Balance Fiscal (% PIB)				Cuenta Corriente (% PIB)			
	2009	2010*	2011*	2012*	2009	2010*	2011*	2012*
Argentina	-0,6	0,3	-1,0	-0,2	3,5	1,1	0,7	-0,4
Brasil	-3,3	-2,6	-2,8	-2,3	-1,4	-2,4	-2,8	-3,1
Chile	-4,6	0,3	0,9	0,2	2,6	1,6	0,6	-1,7
Colombia**	-4,1	-4,3	-4,1	-3,7	-2,1	-3,0	-2,7	-3,0
México	-1,3	-3,2	-2,9	-2,7	-0,6	-0,8	-1,2	-1,7
Panamá	-1,0	-0,7	-1,0	-0,7	0,0	-7,8	-7,9	-8,0
Paraguay	0,1	1,1	1,5	1,7	0,1	-1,4	2,8	1,7
Perú	-1,9	-0,9	0,1	0,3	0,1	-1,8	-2,8	-3,3
Uruguay	-1,7	-0,7	-0,7	-0,4	-0,9	-4,8	0,8	0,6
Venezuela	-5,1	-3,7	-3,1	-0,9	2,4	5,7	8,9	10,9
América Latina	-2,6	-2,4	-2,4	-1,9	-0,2	-0,9	-1,1	-1,4

* Previsiones
** Gobierno Central
Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Economista Jefe América del Sur

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

Myriam Montañez
+(562) 939 1052
miriam.montanez@grupobbva.com

BBVA Research*Economista Jefe del Grupo*

Jorge Sicilia

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:**Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y
Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

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:

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

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

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Interesados dirigirse a:

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