

AMÉRICA LATINA Y EUROPA FRENTE A LA CRISIS

José Luis Escrivá
Economista Jefe Grupo BBVA

- ❑ La extensión de la crisis financiera ha sido generalizada y su impacto en actividad ha provocado una recesión en prácticamente todas las economías. Sin embargo, los efectos sobre el mundo emergente, incluyendo América Latina, están siendo más acotados.
- ❑ La reacción de las políticas, en términos globales ha sido proporcional a la magnitud de la crisis, pero Europa ha actuado de manera más lenta, descoordinada y con menor intensidad. En América Latina, a diferencia de crisis anteriores, ha habido margen de acción y ha sido ampliamente utilizado.
- ❑ Las señales de estabilización de la actividad que empiezan a vislumbrarse no obstante la recesión será larga y las salidas serán lentas y heterogéneas. En Europa la recuperación será especialmente lenta, América Latina mostrará mayor dinamismo.

1. Desarrollo de la crisis financiera: el contagio se produce de forma retardada en América Latina, igual que en el resto de emergentes.
2. Acciones para la estabilización: Europa adolece de falta de coordinación y contundencia, mientras América Latina aprovecha ampliamente el margen.
3. Dinámicas de salida vendrá marcadas por la diferenciación entre regiones, especialmente lenta en Europa y con mayores garantías en América Latina.

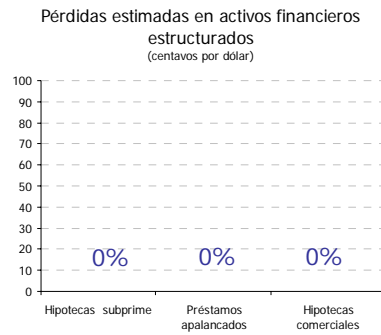
La crisis se gesta como resultado de una compleja combinación de factores financieros



La crisis se desencadena cuando se reconoce la infraestimación del riesgo a partir del verano de 2007

Dudas sobre los activos de riesgo infravalorado

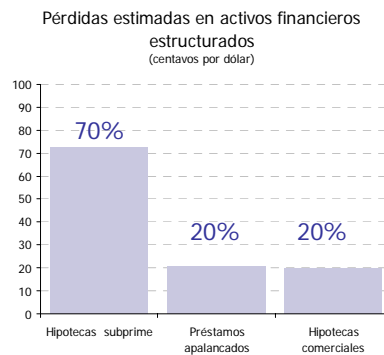
Antes de la crisis (julio 2007)



La crisis se desencadena cuando se reconoce la infraestimación del riesgo a partir del verano de 2007

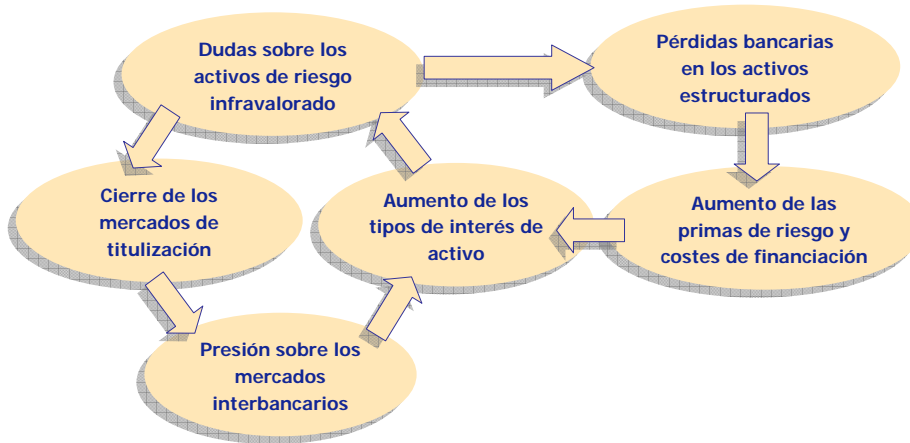
Dudas sobre los activos de riesgo infravalorado

Después de la crisis (ahora)



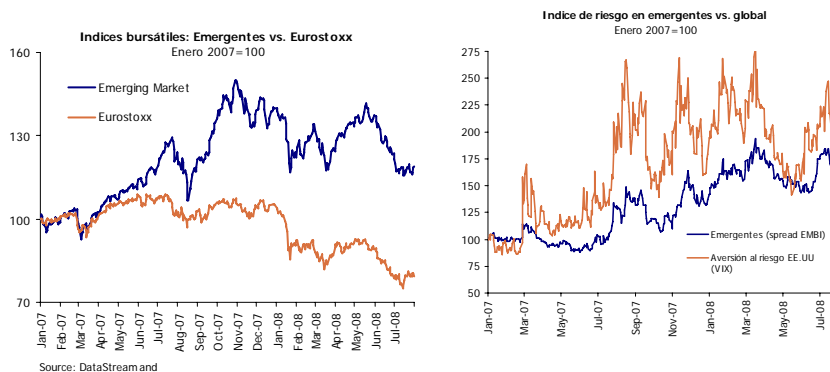
BBVA La puesta en marcha de un círculo vicioso

Lo que pone en marcha un círculo vicioso entre pérdidas bancarias y restricción financiera en el mundo desarrollado.



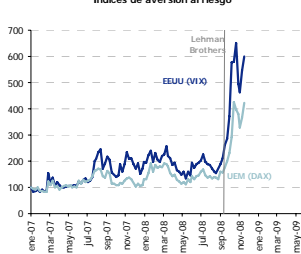
BBVA El mundo emergente permanece, de momento, aislado

Mientras en el mundo desarrollado esto se traduce en un ajuste en los mercados financieros, los mercados emergentes se muestran resistentes en esta primera fase de la crisis.



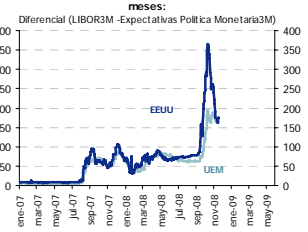
La quiebra de Lehman Brothers agrava este círculo en el mundo desarrollado

1) Aversión extrema al riesgo

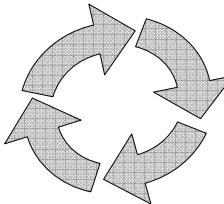


2) Tensiones de liquidez extremas

Indicador de tensiones de liquidez interbancaria 3



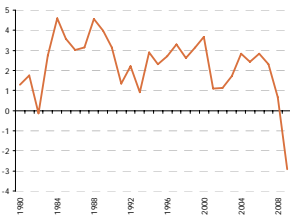
La quiebra de Lehman empeoró el círculo vicioso entre variables financieras y reales



Recesión global

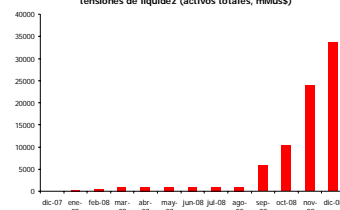
4) Recesión global

Crecimiento PIB, Economías desarrolladas



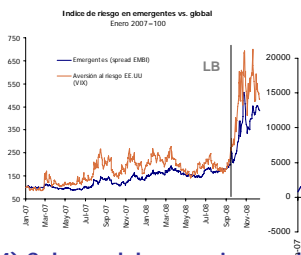
3) Problemas de Solvencia

EEUU, UEM, Suiza y Reino Unido: bancos afectados por la crisis* y tensiones de liquidez (activos totales, mMUS\$)



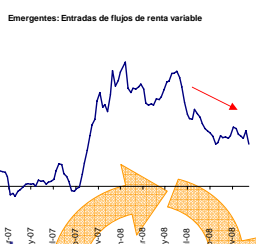
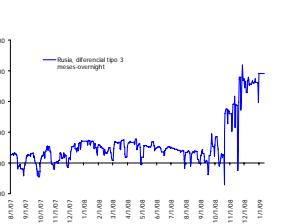
... y además arrastra a los emergentes

1) Aumento del riesgo país y salida de capitales



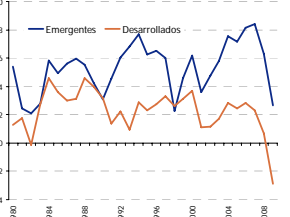
2) Tensiones de liquidez y cierre líneas de crédito con el exterior

Indicador de tensiones de liquidez interbancaria



4) Colapso del comercio mundial y recesión

Crecimiento PIB



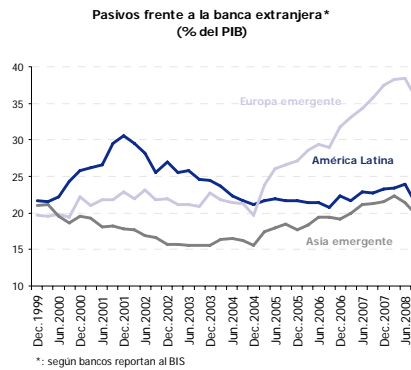
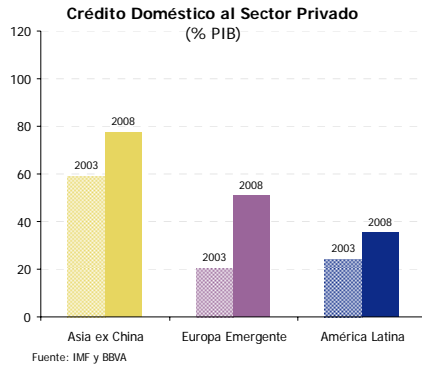
El colapso del comercio mundial extiende la recesión a los emergentes

3) Problemas de solvencia

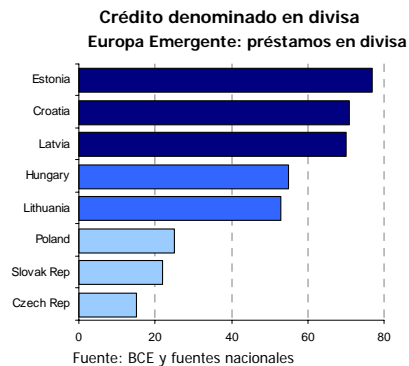
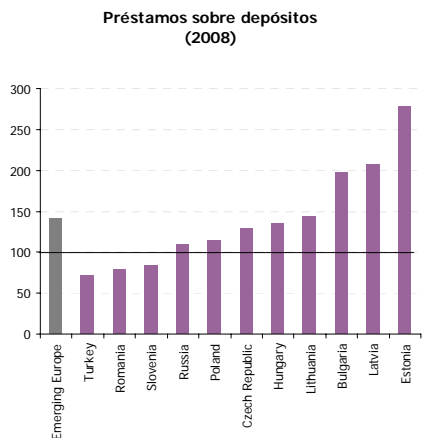
Elevada vulnerabilidad en Europa emergente, pero no así en América Latina.

3) Problemas de solvencia

Europa emergente presenta: 1) un elevado crecimiento del crédito, 2) una dependencia de la financiación internacional son motivos de preocupación en el nuevo contexto...

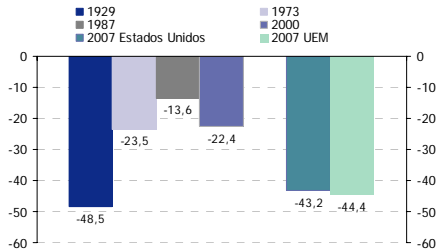


... 3) Una base de depósitos locales débiles, que requieren apoyo de las filiales europeas y 4) créditos denominados en divisa, muy arriesgados.

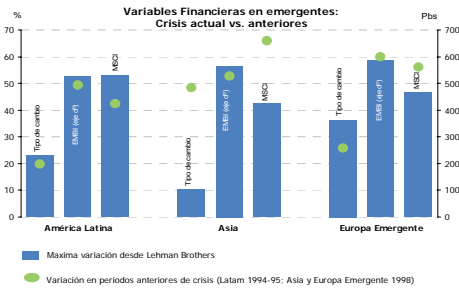


La magnitud de la destrucción de riqueza en las economías desarrolladas no tiene precedentes en la historia reciente. Mientras que el ajuste financiero en los mercados emergentes no ha sido tan desproporcionado en relación a crisis anteriores.

Comparación de crisis bursátiles anteriores
(variación % acumulada desde el máximo hasta un año y medio después)

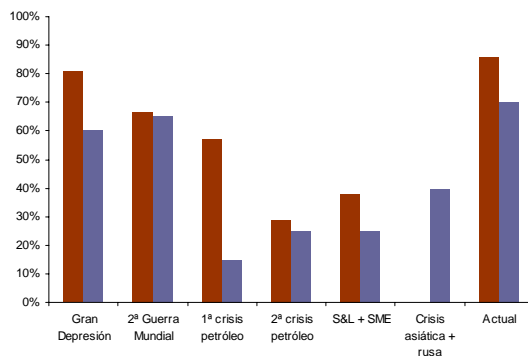


Fuente: Bloomberg y SEE BBVA



La recesión resultante no tiene precedentes en la historia reciente en términos de profundidad y de extensión, aunque con mayor incidencia entre las economías desarrolladas.

Porcentaje de países en recesión, desarrollados vs emergentes



¿Cómo se ha intentado romper el círculo vicioso?

1. Desarrollo de la crisis financiera: el contagio se produce de forma retardada en América Latina, igual que en el resto de emergentes.
2. **Acciones para la estabilización: Europa adolece de falta de coordinación y contundencia, mientras América Latina aprovecha ampliamente el margen.**
3. Dinámicas de salida vendrá marcadas por la diferenciación entre regiones, especialmente lenta en Europa y con mayores garantías en América Latina.

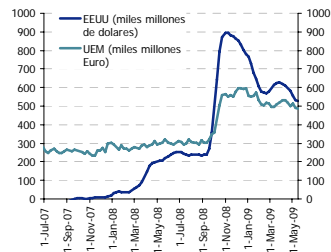
Las economías desarrolladas en un círculo vicioso entre la situación financiera y la actividad real



Las diferencias entre EEUU y Europa justifican una salida más rápida en EEUU

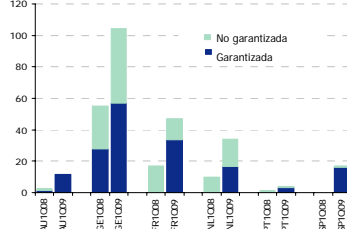
2 Tensiones de liquidez

Fed y BCE:
Crédito neto a instituciones depositarias

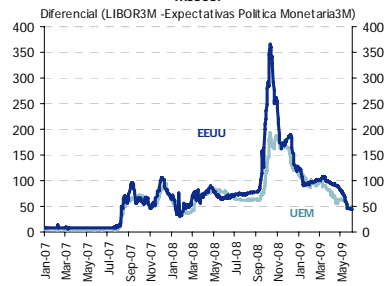


Las inyecciones de liquidez de los bancos centrales y los programas de garantía de deuda han logrado una corrección significativa de las tensiones de liquidez, pero los mercados aún son muy dependientes de este apoyo

Emisiones bancarias de deuda (€ bn)



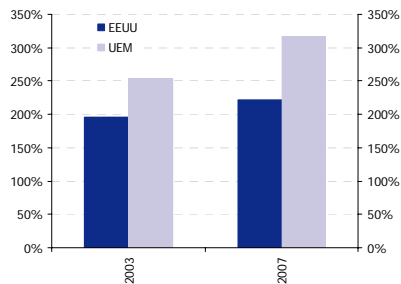
Indicador de tensiones de liquidez interbancaria 3 meses:



3 Solvencia

El problema financiero es de una dimensión similar en Europa y EEUU

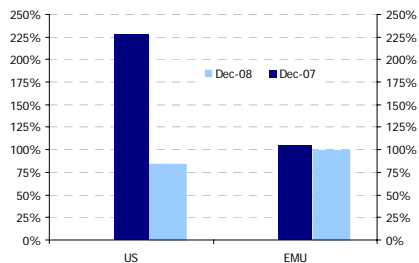
Comparación de activos bancarios sobre PIB (2003-2007)



Fuente: BCE y Fed

El reconocimiento de las pérdidas ha sido más lento en Europa

Bancos: exposición remanente a activos estructurados dañados (% del capital tangible)



3 Solvencia

Los planes financieros en Europa siguen siendo dispersos, con recursos limitados y un diseño parcial, lo que retrasará la salida de la recesión.

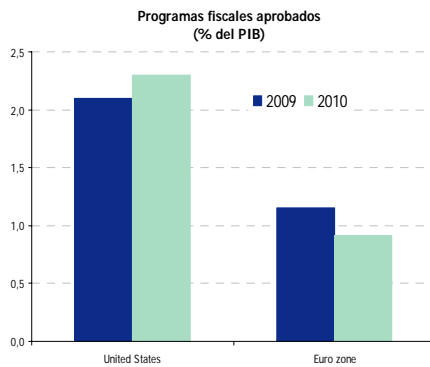
En Europa, los test de stress propuestos no son adecuados

| | Tamaño | ¿Qué comprende? | |
|----------|---|--|----------------------|
| | | Capital | Saneamiento balances |
| EEUU | Grande | Sí, pero solo los controlados por EEUU | Sí |
| UEM | | | |
| Alemania | Pequeño | Nacionalización puntual | "Banco malo" |
| Francia | Pequeño | Capitalización generalizada | No |
| España | Desconocido | Desconocido | Pequeña (FAAF) |
| Irlanda | Grande, pero depende de un estado débil | Nacionalización | "Banco malo" |
| Italia | Pequeño | No | No |

| | US Stress test | Propuesta Euro |
|----------------------|---|---|
| Objetivo | Medir necesidades de capital | Medir pérdidas, no capital |
| Aplicación | Grandes bancos individuales | Agregado |
| Criterios | Unificados | Dispersos, según reguladores nacionales |
| Transparencia | Alta: resultados publicados para cada entidad | No se publican |
| Impacto | Alto: se requiere capital | Ninguno |

4 Políticas de demanda: fiscal

La política fiscal es clave para devolver cierta tracción a la economía

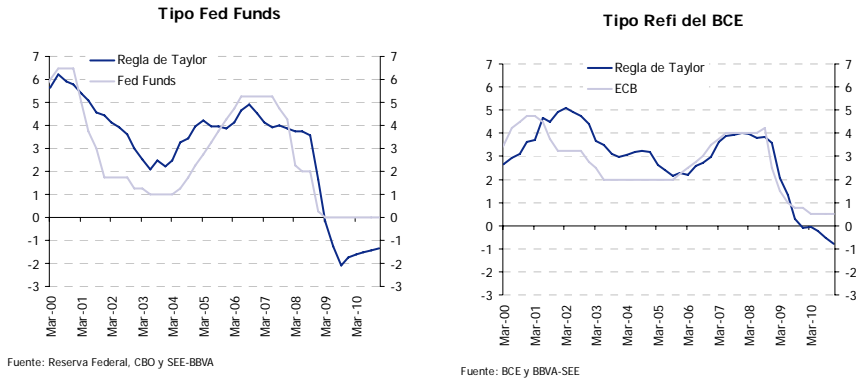


Estados Unidos ha adoptado un programa mucho más agresivo, que soportará una recuperación más rápida en la segunda mitad del año.

La respuesta de política fiscal ha sido menor y más descoordinada en Europa que en EE.UU. debido a los diferentes márgenes de actuación y un mayor conservadurismo fiscal.

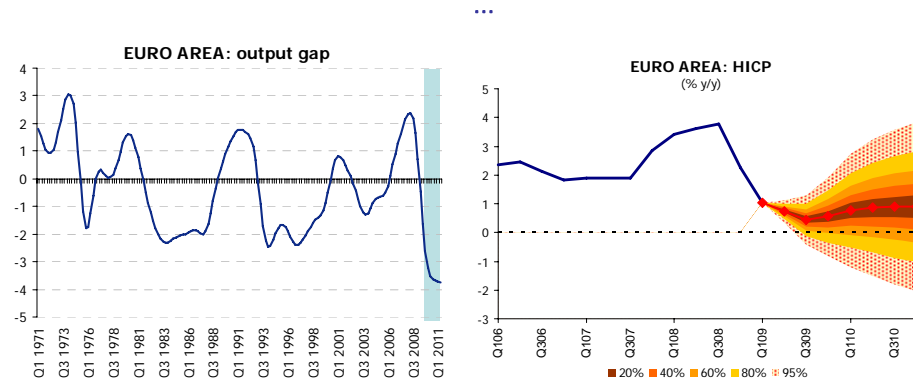
4 Políticas de demanda: monetaria

Los tipos del BCE bajado más lentamente que en Estados Unidos, y todavía no han llegado al 0% como la Fed



4 Políticas de demanda: monetaria

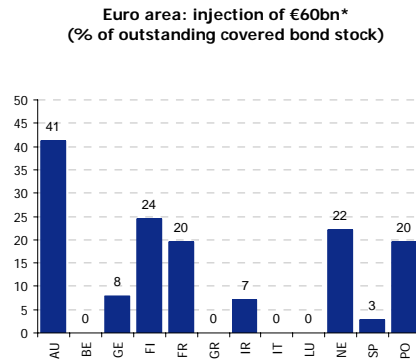
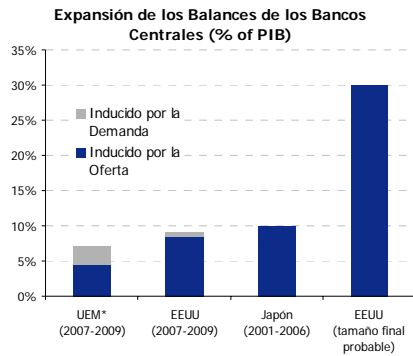
La inflación en la zona zona va a estar sometida a fuertes presiones a la baja, debido a una brecha de producción muy amplia. El riesgo de inflación no es desdeñable y los tipos de interés permanecerán en niveles bajos por un periodo de tiempo prolongado.



4 Políticas de demanda: Monetaria

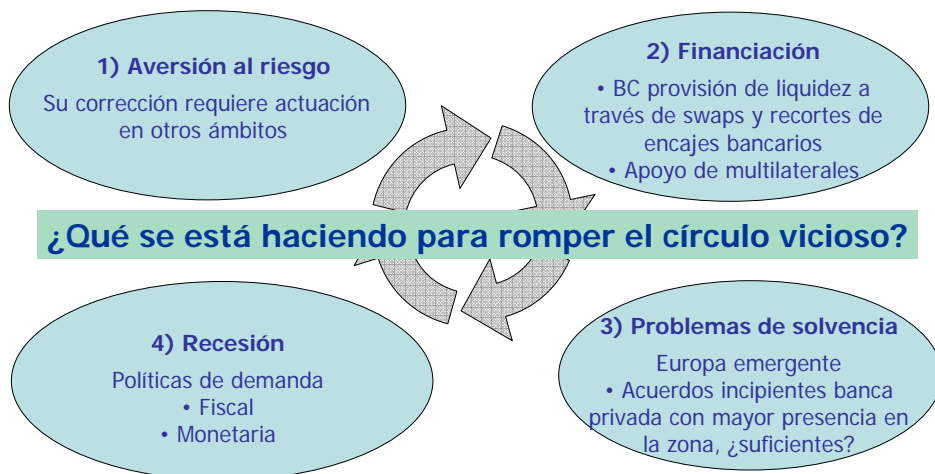
En medidas de expansión monetaria, el BCE sigue quedándose atrás en la comparación con otros bancos centrales

El anuncio de adquisición de cédulas es un primer paso, pero aún muy limitado



Fuente: BCE, BoJ, Fed, SEE-BBVA

Las economías emergentes



En el mundo emergente, las diferencias en términos de fundamentales marcarán la salida

2 **Financiación**

Los problemas de financiación se ven amortiguados ante el refuerzo financiero a emergentes, primando el carácter preventivo y a aquellos países con mejores fundamentos, por 2 vías:

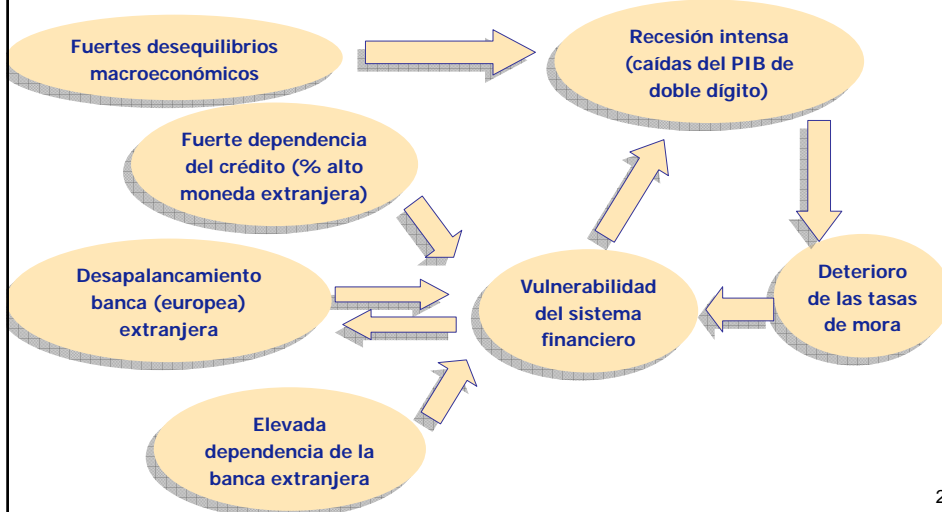
1. Líneas swap en USD de la Fed, para México y Brasil (entre otros)
2. Mayor dotación recursos del IMF y nuevas líneas de financiación, FCL (sin el tradicional "estigma") y que constituyen un seguro para prevenir dificultades de financiación. Disponible para economías con "buen desempeño" (muchas economías latinoamericanas)

Acceso de las economías emergentes a la línea FCL (Flexible Credit Line) del FMI

| Países que lo han solicitado | Importe | Reservas |
|---|-------------|-----------|
| México | 47 bn USD | 84 bn USD |
| Colombia | 10,4 bn USD | 23 bn USD |
| Polonia | 20,5 bn USD | |
| Países que podrían solicitarlo en breve | | 30 bn USD |
| Péru | 9,5 bn USD | |

3 **Solvencia**

Europa emergente enfrenta una situación financiera complicada, especialmente sus sistemas financieros, con implicaciones para la banca de Europa desarrolladas

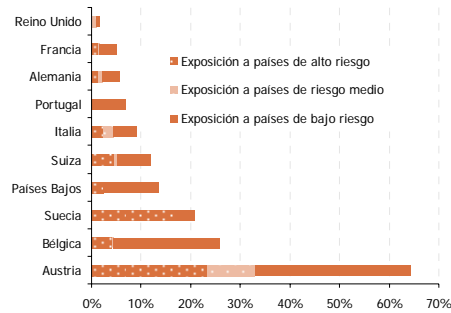


BBVA Acciones para la estabilización en emergentes

3 Solvencia

Los paquetes de ayuda con multilaterales y los recientes compromiso de los bancos extranjeros* deberían ayudar a la estabilización de los sistemas financieros de estos países, pero el alcance es limitado y no elimina los riesgos en la región.

Exposición de los Bancos que reportan al BIS a Europa Emergente (% PIB)



Esto constituye un elemento de riesgo para Europa occidental.

Fuente: BIS, Weo y BBVA

Bancos europeos que han reafirmado su compromiso con las subsidiarias en EE

| Austria | Grecia | Italia | Bélgica | Francia | Alemania |
|--------------------------|-------------------------|-----------------|-----------|------------------|-----------------------|
| Erste Bank | Eurobank EFG | Unicredit | KBC Group | Société Generale | Bayerische Landesbank |
| Raffaelsen International | National Bank of Greece | Intesa Sanpaolo | | | |
| Volksbank | Alpha Bank | | | | |
| Hypo Alpe-Adria | Piraeus Bank | | | | |

27

BBVA América Latina, aprovechando el margen

4 Políticas de demanda: fiscal

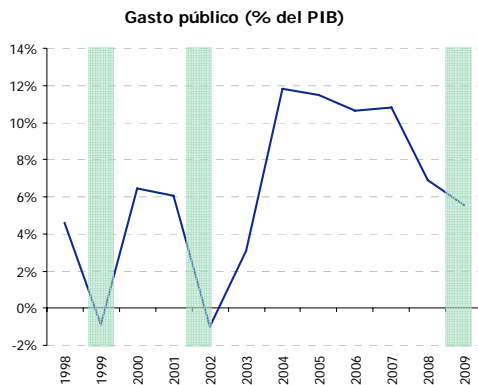
En América Latina, por primera vez se instrumenta una política fiscal contracíclica. De mayor tamaño en Chile y Perú, y mucho menor en Argentina (donde se está retrasando). El impacto se verá en la segunda parte del año.

| | | Política Fiscal | | | | | | |
|-----------------|--|-----------------------------|------|----------------------------------|------|----------------------------------|------|-----------------------|
| | | Cantidad (USD) | | Gasto % PIB | | Impuestos+Transferencias % PIB | | Novedades desde enero |
| | | 2009 | 2010 | 2009 | 2010 | 2009 | 2010 | |
| MEXICO | Evaluación Contracíclica por primera vez | 8.8 | 2 | 1 | 0.2 | 0.4 | 0 | 0.5 |
| BRASIL | Contracíclica por primera vez, pero limitada | 6 | - | 0.2 | - | 0.3 | - | 0.5 |
| LATAM 5 | Amplia y efectiva en Chile y Perú. Impacto limitado en Argentina | 10.4 | 0.9 | 1.0 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | -0.2 |
| | | Efectividad Política Fiscal | | | | | | |
| | | cantidad (USD bln) | | Impacto máximo esperado en PIB % | | Superávit fiscal esperado, % PIB | | |
| | | Impacto máximo | | 2009 | 2010 | 2008 | 2009 | 2010 |
| Fecha de inicio | | | | | | | | |
| MEXICO | enero 09 | 2009q2/q3 | | 0.6 | 0.1 | -2.1 | -3.0 | -2.9 |
| BRAZIL | Q1 2009 | 2009q2/q4 | | 0.3 | 0.1 | -1.6 | -1.9 | -1.2 |
| LATAM 5 | enero 2009, ejecución en Chile y Perú de acuerdo a plazos, retraso considerable en Argentina | 2009H2 | | 0.8 | | 1.0 | -2.7 | -2.7 |

28

4 **Políticas de demanda: fiscal**

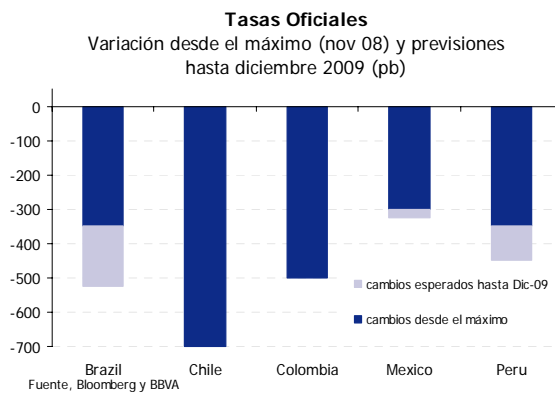
Así, se prevé que el gasto público aporte positivamente al crecimiento en esta fase de ajuste, a diferencia de otras recesiones anteriores.



Fuente BBVA a partir de fuentes nacionales

4 **Políticas de demanda: monetaria**

Ante la moderación de la inflación y presiones depreciatorias relativamente acotadas, los Bancos centrales cuentan con margen para recortar fuertemente los tipos de interés. Esto marca una diferencia con otros episodios de crisis.



Fuente, Bloomberg y BBVA

4 **Políticas de demanda: monetaria**

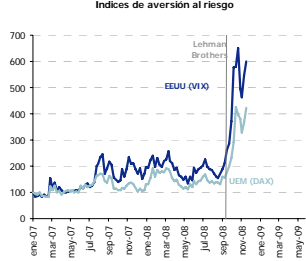
La implementación de la política monetaria a través de recortes de tipos de interés y de medidas adicionales (recorte de encajes, medidas de fomento del crédito e incluso acceso a líneas adicionales de liquidez internacional) cabe calificarla de agresiva.

| | Evaluación | medidas adicionales |
|----------------|---|---|
| MEXICO | Agresivo pero menos que otros países latam y con rezago respecto al ciclo económico | MX: aumento de oferta de USD por FMI líneas swap de la Fed; Garantías pública sobre bonos privados a través de banco nacionales de desarrollo |
| BRASIL | Agresiva | Medidas de fomento al crédito y uso de reservas internacionales para aumentar liquidez |
| LATAM 5 | Muy agresivo en países con objetivo expreso de inflación | Recortes de encajes en algunos países y medidas para promover el crédito |

1. Desarrollo de la crisis financiera: el contagio se produce de forma retardada en América Latina, igual que en el resto de emergentes.
2. Acciones para la estabilización: Europa adolece de falta descoordinación y contundencia, mientras América Latina aprovecha ampliamente el margen.
3. Dinámicas de salida vendrá marcadas por la diferenciación entre regiones, especialmente lenta en Europa y con mayores garantías en América Latina.

Estamos empezando a ver los primeros efectos positivos....

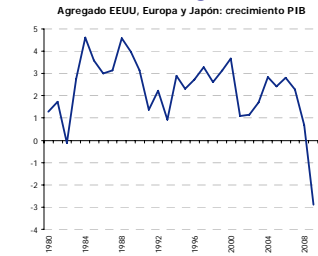
1) Aversión extrema al riesgo



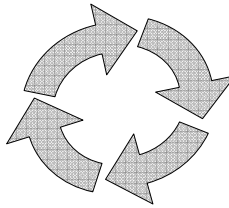
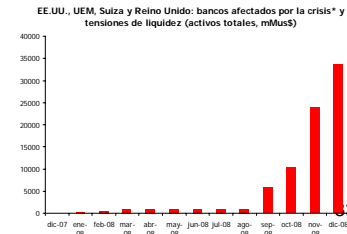
2) Tensiones de liquidez extremas



4) Recesión global

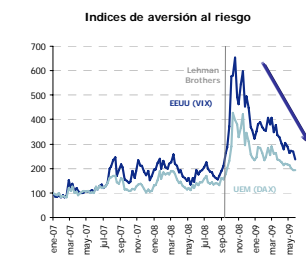


3) Problemas de Solvencia



Estamos empezando a ver los primeros efectos positivos....

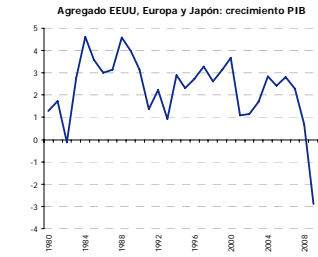
1) Aversión extrema al riesgo



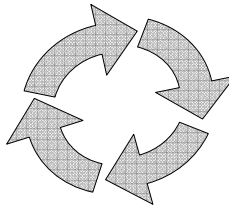
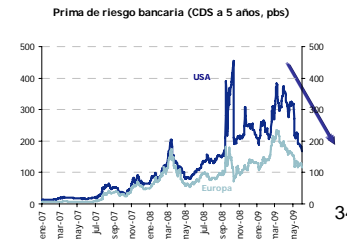
2) Tensiones de liquidez extremas



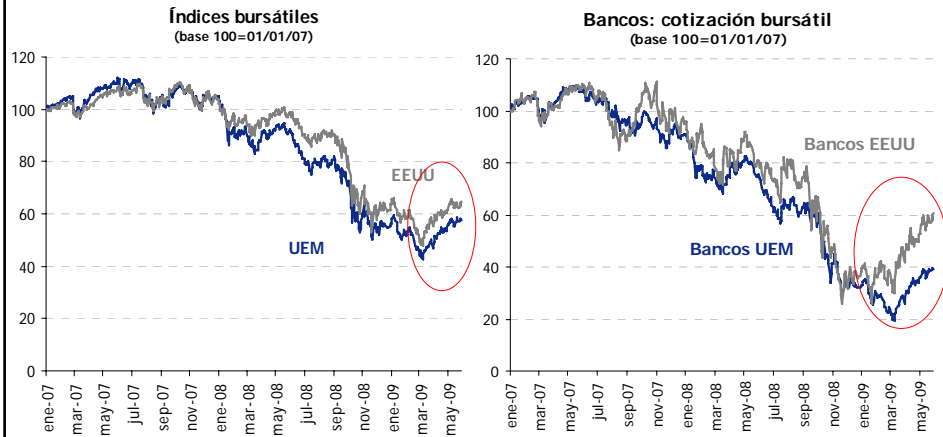
4) Recesión global



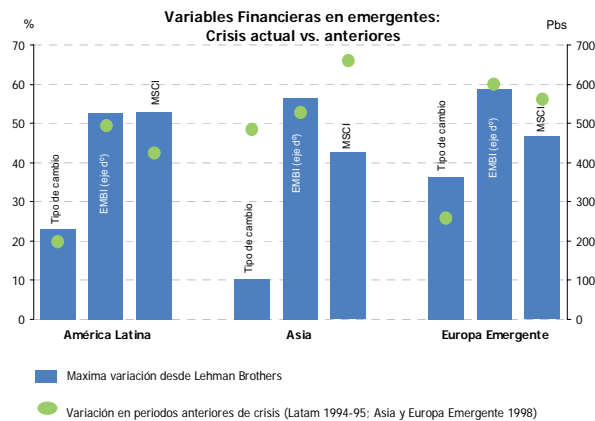
3) Problemas de Solvencia



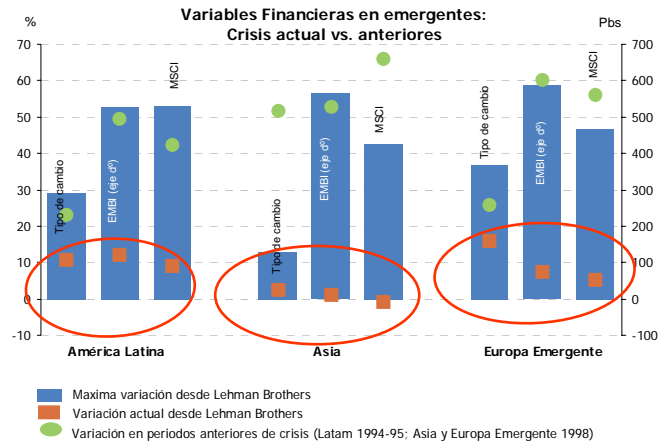
Los mercados han recuperado el pulso en los últimos meses, al hilo de estos indicios de estabilización y la expectativa de un impulso positivo de las políticas. Incluso hay una valoración más optimista del sector bancario.



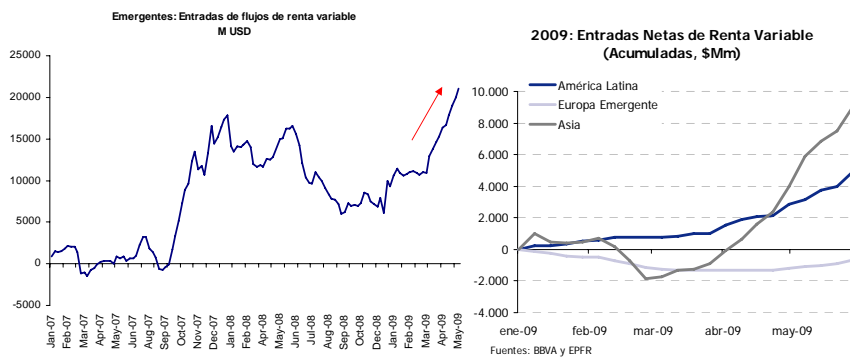
Los mercados emergentes revierten relativamente rápido el deterioro.



Los mercados emergentes revierten relativamente rápido el deterioro.

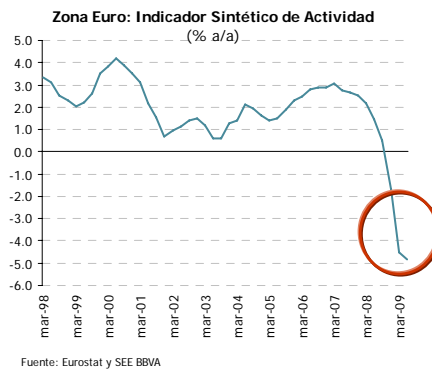
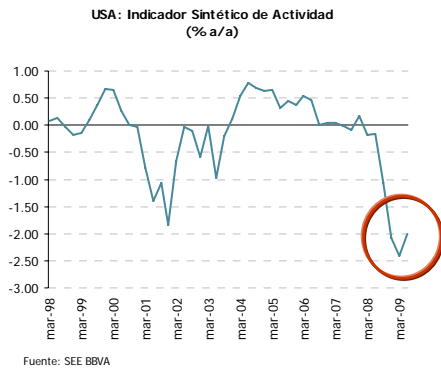


Los flujos de capitales hacia las economías emergentes se recuperan fuertemente ante la reducción de la percepción de riesgo, eso sí, con hay diferencias.



BBVA Dinámicas de salida

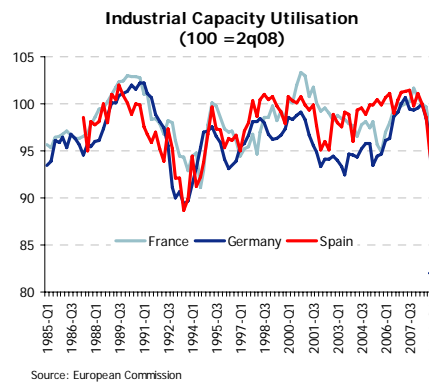
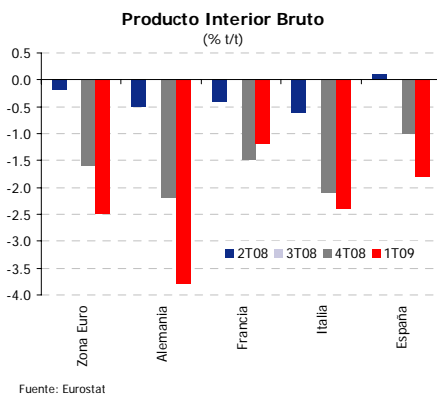
En EE.UU. los últimos indicadores ofrecen los primeros indicios de que el ritmo de contracción de la actividad se está moderando, aunque aún de forma muy incipiente. Esto no es tan claro en Europa



39

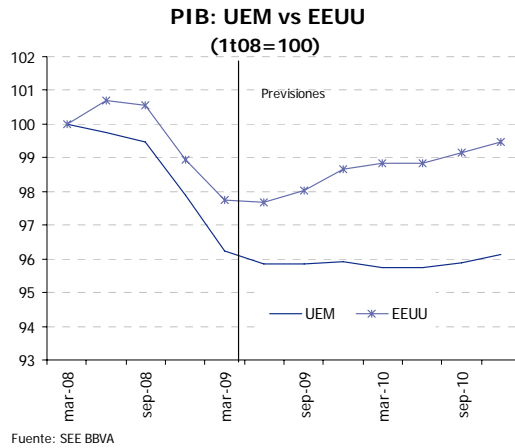
BBVA Dinámicas de salida

En Europa, en contra de lo esperado, la caída en el primer trimestre ha sido aún peor del cuarto en la zona euro. Los indicadores de situación cíclica muestran que la economía europea enfrenta un ajuste muy severo.



40

La recuperación será lenta y no ocurrirá simultáneamente en EEUU y Europa. Europa, con un apoyo de las políticas que no es comparable, depende del arrastre de EEUU.



La recuperación de las economías emergentes vendrá fuertemente marcada por las diferencias en términos de fundamentales

| | América Latina | Asia ex-China | Europa Emergente |
|---|---------------------------------|---------------------------------|------------------------|
| Desequilibrios Macroeconómicos | Moderados | Moderados | Altos |
| Acceso a financiación externa | Sin condicionalidad | n.a | Con condicionalidad |
| Vulnerabilidad del Sector financiero | Flujos netos de entrada en 2009 | Flujos netos de entrada en 2009 | Flujos netos de salida |
| | Baja | Baja | Alta |

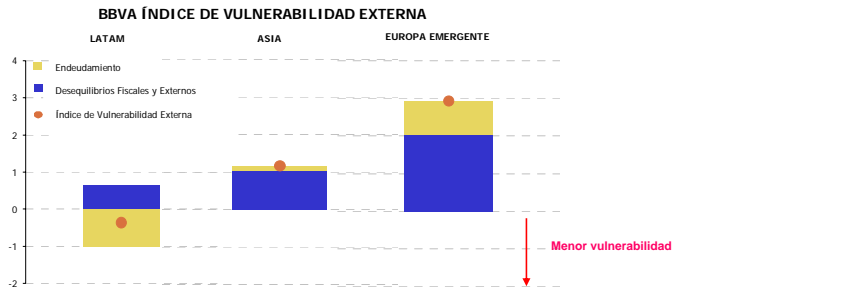
La recesión global ha supuesto un impacto comercial, pero las políticas contracíclicas ofrecen cierto apoyo y, sobre todo, el sistema financiero de la región es sólido

Políticas de demanda de carácter masivo en China, y un sector financiero relativamente sólido apoyarán una salida rápida

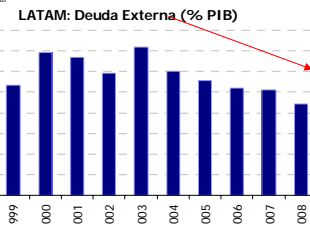
Se acumulan vulnerabilidades: a una situación macroeconómica frágil hay que sumar una fuerte exposición a la crisis financiera internacional

América Latina presenta un bajo nivel de vulnerabilidad como resultado de una mayor solidez macroeconómica y un menor nivel de endeudamiento.

Fundamentos Macroeconómicos



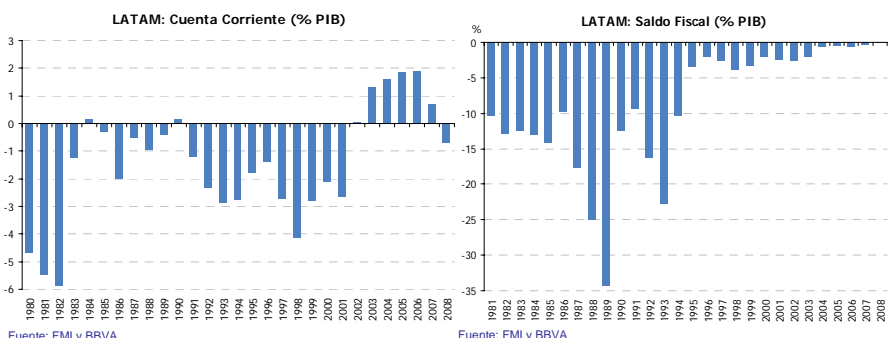
Fuente: IMF, BIS, IFS y BBVA.
Índice de Vulnerabilidad Externa de BBVA incluye (1) Endeudamiento (a) Deuda como % de PIB (b) Crecimiento de la deuda y (c) deuda a corto plazo como % de reservas y (2) Desequilibrios Fiscales y Externos (a) Cuenta corriente como % de PIB (b) Saldo Fiscal como % de PIB y (c) Exportación.
 El rango del índice se encuentra entre -10 y 10, mayores valores reflejan mayor vulnerabilidad.



Fuente: IIF y BBVA

El ajuste de las cuentas fiscales y por cuenta corriente ha sido muy notable como resultado de la implementación de políticas ortodoxas.

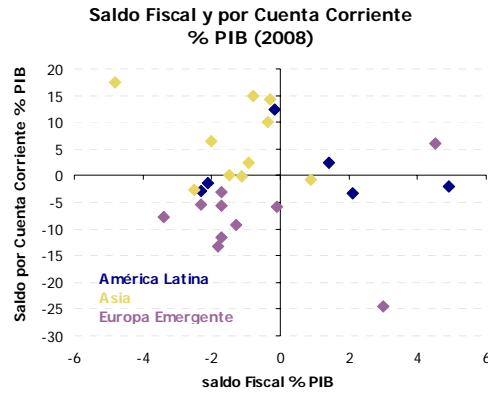
Fundamentos Macroeconómicos



Fuente: FMI y BBVA

En términos comparativos la situación relativa de la región es muy favorable, frente a otros emergentes.

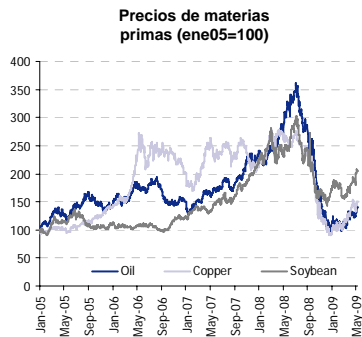
Fundamentos Macroeconómicos



Fuente: WEO y BBVA

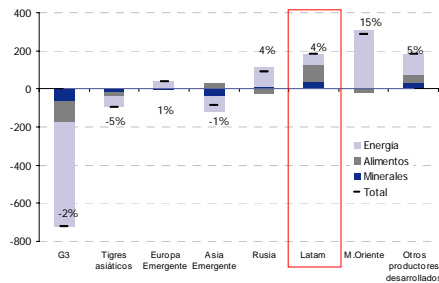
En América Latina, las materias primas son un elemento adicional de soporte. La recuperación de los precios de las materias primas y su estabilización en niveles más altos que el promedio de la década de los noventa implica transferencias de renta para la región muy importantes.

Fundamentos Macroeconómicos



Source: Bloomberg, BBVA

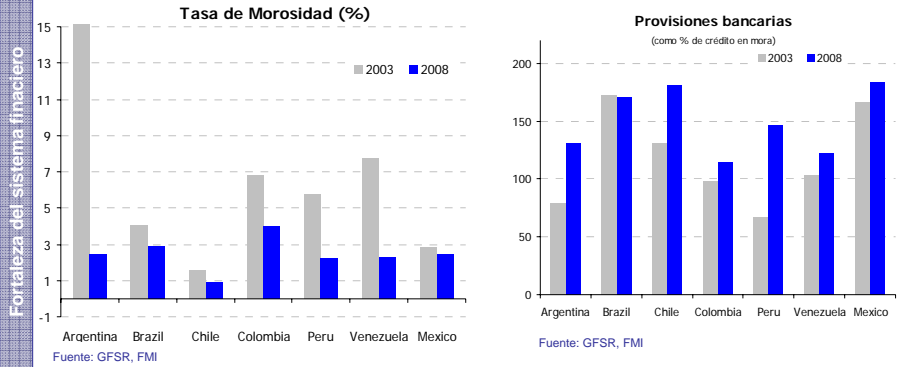
Transferencias de renta estimadas desde países consumidores de materias primas a países exportadores. Flujos esperados en 2009 (miles de millones de dolares y % sobre PIB)



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

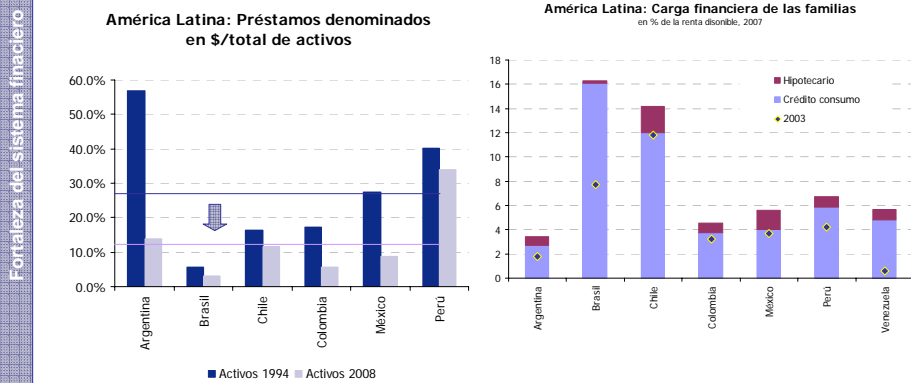
G3: EEUU, EU-6 y Japón. Otros productores desarrollados: Canadá, Australia, Noruega y Dinamarca. Tigres Asiáticos: Corea del Sur, Taiwan, Singapur, Hong-Kong. Europa Emergente: resto de países UE. Croacia, Albania, Ucrania y Turquía.

Los sistemas bancarios de la región muestran una fuerte caída de las tasas de mora y están altamente provisionados.



El problema del descalce de moneda, que en el pasado tuvo implicaciones muy negativas para el sistema, se ha reducido.

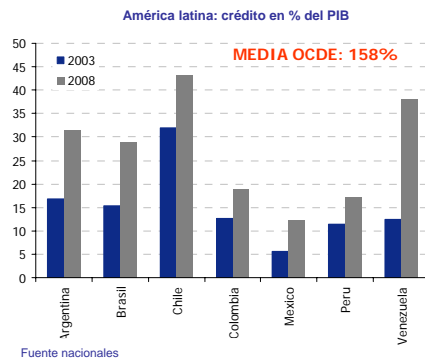
La carga financiera de las familias aun habiendo aumentado en los últimos años no presenta, en términos generales, niveles preocupantes.



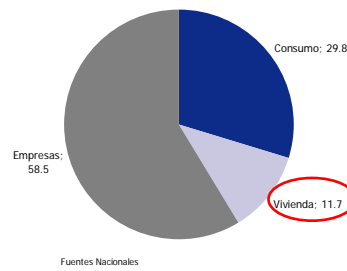
BBVA América Latina, fortaleza del sistema financiero

El crecimiento del crédito responde a un proceso de mayor profundización financiera y de convergencia con los ratios propios de países desarrollados. No hay síntomas de "boom de crédito", el crédito hipotecario está muy poco desarrollado.

Fortaleza del sistema financiero



América Latina: Crédito por segmentos (%; 2008)

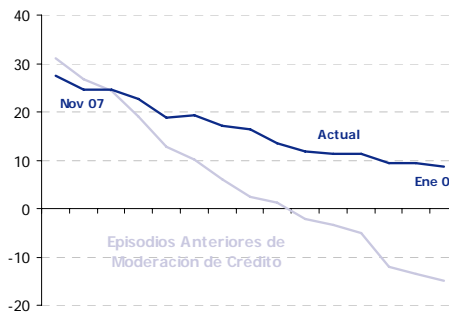


BBVA América Latina, fortaleza del sistema financiero

Las autoridades han adoptado medidas para apoyar el dinamismo del crédito. No hay indicios de credit crunch en la región.

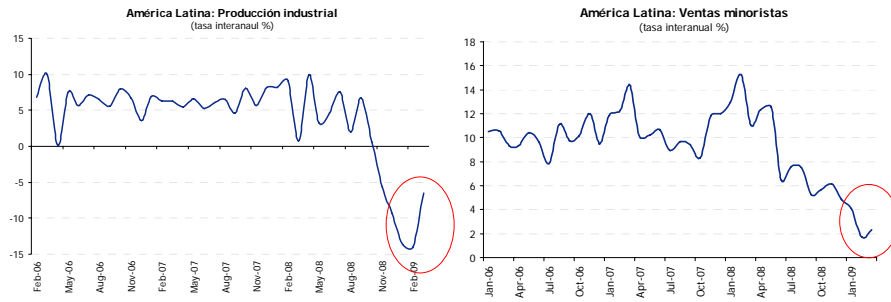
Fortaleza del sistema financiero

Crecimiento Real del Crédito en América Latina* (% interanual)

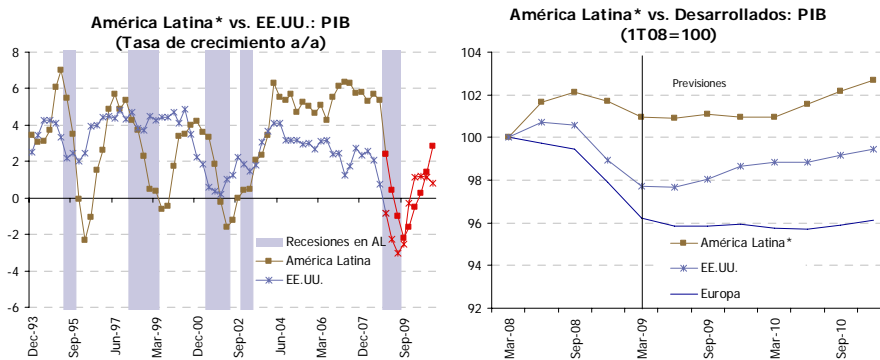


* Anteriores: 1994-95 (ARG, BRA, MEX), 1982-1983 (CHI), 1998-99 (COL, PER) y 1992-93 (VEN). LATAM incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Crédito Doméstico al Sector Privado. Fuente: IFS y BBVA

Los indicadores de actividad empiezan a mostrar algunos indicios de estabilización de la actividad.



El ajuste de la actividad en América Latina será menor que en otras economías.



Fuente: SEE BBVA.

*/ Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fuente: SEE BBVA

*/ Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

BBVA

AMÉRICA LATINA Y EUROPA FRENTE A LA CRISIS

**José Luis Escrivá
Economista Jefe Grupo BBVA**

ICEI, Universidad Complutense

8 Junio, 2009