

# OBSERVADOR de LATINOAMÉRICA

- ✓ *América Latina ha salido reforzada de la crisis*
- ✓ *Argentina: el gobierno busca la paz con los mercados*
- ✓ *Brasil: uno de los ganadores de la crisis*
- ✓ *Chile: el seísmo no frenará la recuperación*
- ✓ *Colombia: la victoria de Santos garantiza continuismo*
- ✓ *México: No se ve salida al inmovilismo político*
- ✓ *Perú: reafirma su rating de inversión*
- ✓ *Venezuela: la economía está a la deriva*
- ✓ *Anexo Estadístico*

## *América Latina ha salido reforzada de la crisis*

La resistencia de la economía latinoamericana frente a la recesión global y la intensidad de la recuperación están superando las expectativas. La región se encuentra en su mejor momento en décadas. La combinación de elevadas reservas, equilibrio en las balanzas por cuenta corriente, junta a la mayor resistencia de los sistemas financieros y a la mejora en la gestión de la política económica han ayudado a sortear el debilitamiento cíclico. Estos factores internos se ven complementados por otros dos externos: la elevada liquidez global (tipos extraordinariamente bajos en EEUU y la UEM) y la rápida reactivación del ciclo global (en V, gracias al vigor de Asia) y de los precios de las materias primas. Además, en la fase actual de recuperación, la región no se ve lastrada por los mismos males que han deprimido el crecimiento potencial de las economías desarrolladas y, en algunos casos, provocado un aumento significativo del riesgo soberano: elevados déficit fiscales (consecuencia de los paquetes de estímulo y de rescate), mercados laborales muy débiles o graves crisis del mercado inmobiliario.

La principal diferencia respecto a ciclos pasados es que, en esta ocasión, la mayoría de los grandes países de la región están logrando beneficiarse de su integración en la economía mundial: la inercia global no se ha visto amplificadas en la recesión, ni contrarrestada en la recuperación por errores graves de política económica. Por primera vez en décadas, una grave crisis internacional no ha supuesto para la región un aumento del endeudamiento o un debilitamiento de la posición externa: la ratio de deuda sobre PIB sólo ha aumentado hasta un 39% estimado para 2010 desde el 35,5% en 2008; y la cobertura de las importaciones, el servicio de la deuda o las reservas internacionales se sitúan en niveles más sólidos que en el inicio de la crisis. Como resultado, la valoración del riesgo soberano ha mejorado: las primas han descendido sustancialmente y de forma generalizada, y la calificación crediticia de Brasil, Chile, Perú, Uruguay y Panamá ha sido revisada al alza. América Latina empieza a considerarse una región de "inversión": salvo Argentina y Venezuela, el resto de principales

### PRINCIPALES RATINGS

	Moody's	S&P	Fitch Ibc
ARGENTINA	B3 jun-05	B- oct-08	B- dic-08
BRASIL	Baa3 sep-09	BBB- abr-08	BBB- may-08
CHILE	Aa3 jun-10	A+ dic-07	A mar-05
COLOMBIA	Ba1 jun-08	BBB- jun-07	BB+ jun-07
MÉXICO	Baa1 ene-05	BBB dic-09	BBB nov-09
PERÚ	Baa3 dic-09	BBB- jul-08	BBB- abr-08
VENEZUELA	B2 sep-04	BB- feb-06	B+ dic-08

Calificación crediticia de la deuda soberana en moneda extranjera a largo plazo.

 Rating de inversión por las tres agencias

economías ya han logrado esta calificación por parte de las principales agencias (Colombia sólo por Fitch).

**El ritmo de expansión se moderará en 2011.**

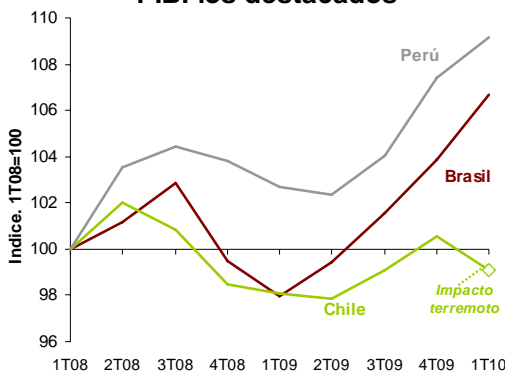
El crecimiento se ha recuperado rápidamente (-4,3% estimado en 2010 frente a un 3,4% para el mundo) y es muy equilibrado entre demanda interna y externa. No obstante, las perspectivas son heterogéneas. Entre las principales economías, Venezuela destacará negativamente -registrará una contracción superior al 1% del PIB-, mientras que es probable que Brasil y Perú superen las previsiones, ya de por sí bastante optimistas: crecerán muy por encima de la media de la región (más del 6% estimado), impulsados por el vigor de la demanda interna, los flujos de capital y los elevados precios de las materias primas. México y Chile crecerán a un ritmo similar a la región respaldados, en el primer caso, por la reactivación de la economía estadounidense, y en el segundo, por la laxitud de la política económica y los trabajos de reconstrucción.

Las expectativas para 2011 son algo más modestas: el escenario exterior será menos dinámico, como suele ocurrir cuando maduran las expansiones, y las políticas monetarias y fiscales serán menos acomodaticias, conteniendo el empuje de la demanda interna. El crecimiento de la región puede reducirse ligeramente hasta el rango del 3,5%-4,0%.

Los mayores riesgos son externos, asociados a un enfriamiento superior al anticipado del ciclo global y al descenso en el precio de las materias primas. La recuperación de la economía mundial evoluciona positivamente, pero la crisis soberana en la UEM no será neutral para el crecimiento y tendrá efectos negativos sobre las expectativas y el sistema financiero internacional. A priori, el contagio directo para América Latina es limitado y puede producirse principalmente a través de tres canales: comercial, flujos de capital y condiciones de crédito. Desde el punto de vista del comercio, las exportaciones de Brasil, Chile y Argentina son las más vulnerables ante un debilitamiento de la demanda europea, al estar mucho más orientadas a bienes energéticos y agrícolas, valorados en dólares. El contagio a través de la balanza de capital es, probablemente, más importante. La inversión europea en la región, especialmente de España y Portugal, es significativa y existe el riesgo de repatriación de capitales y dividendos. Los países más sensibles serían México y Brasil, que han concentrado el mayor interés de los inversores, aunque los riesgos son limitados. En el caso de México, EEUU es más relevante que Europa en lo que respecta a flujos de IDE (54% del total, frente a un 16,5% España y un 11% Holanda, segundo y tercer mayores inversores, respectivamente) y su pequeño déficit por cuenta corriente se financia enteramente con IDE. Y, en Brasil, los flujos de IDE están muy diversificados tanto por origen como por tamaño y ningún país supone más del 20% del IDE: EEUU (18%), Holanda (17% y España (9%) son los más importantes.

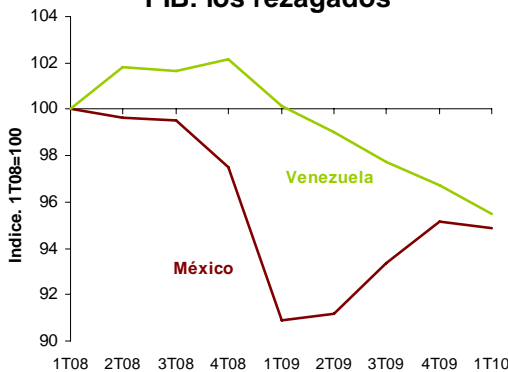
En el ámbito interno, el principal desafío para las economías más sólidas es acertar en la retirada de los estímulos monetarios y fiscales y en la gestión de los flujos de capital (el debate sobre la implantación de controles de capital está activo). Otra amenaza es la falta de determinación para avanzar en las reformas estructurales: se necesita un sustancial esfuerzo para aumentar el capital humano, mejorar las infraestructuras, modernizar el sector energético, reducir

**PIB: los destacados**



Fuente: Thomson Reuters y Área de Estudios de Caja Madrid.

**PIB: los rezagados**



Fuente: Thomson Reuters y Área de Estudios de Caja Madrid.

la pobreza e incrementar la clase media, ganar credibilidad institucional, frenar la corrupción y mejorar la seguridad. Finalmente, en los próximos meses, la cargada agenda electoral supondrá un nuevo *test* para la dirección de la política de la región. Venezuela (septiembre), Brasil (octubre, especialmente importantes para el futuro de la región) y Perú (abril 2011), entre otros, tendrán elecciones legislativas y/o presidenciales. Lo más probable es que los resultados electorales no alteren las últimas tendencias: se mantendrá la gran brecha que se ha abierto entre los países que buscan seguir afianzando la credibilidad de sus instituciones y aquellos donde se han debilitado de forma preocupante.

### INDICADORES DE LIQUIDEZ Y SOLVENCIA

2010	Deuda externa		Deuda a c.p.	Balanza c/c	Cobertura	Servicio de
	% PIB	% Exportac.	% reservas	% PIB	importaciones*	la deuda**
ARGENTINA	35.8	152.6	55.0	2.0	9.7	13.5
BRASIL	16.0	132.7	15.6	-2.7	13.9	24.0
CHILE	45.8	109.9	77.5	0.0	4.8	18.2
COLOMBIA	20.3	108.9	18.5	-1.8	7.2	21.9
MÉXICO	18.4	60.0	9.1	-1.4	4.3	14.2
PERÚ	24.6	88.8	13.4	-0.3	14.4	11.0
VENEZUELA	28.6	91.2	40.7	6.3	7.5	15.9
<b>LATINOAMÉRICA</b>	<b>21.9</b>	<b>96.8</b>	<b>23.1</b>	<b>-1.3</b>	<b>7.7</b>	<b>16.3</b>

Fuente: EIU. (\*) Meses de importaciones cubiertos por las reservas. (\*\*) % exportaciones.

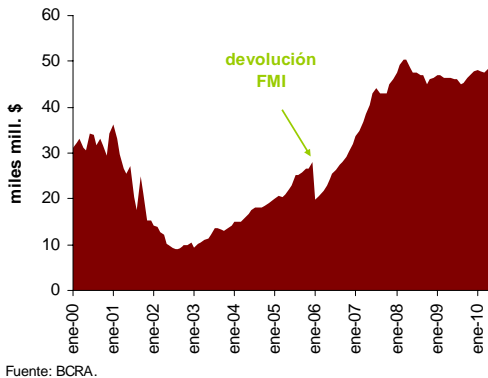
### *Argentina: el gobierno busca la paz con los mercados*

Argentina afronta un período de fuertes tensiones políticas que, previsiblemente, se prolongará hasta las próximas elecciones presidenciales, previstas a finales de 2011. La oposición controla la Cámara de Diputados y del Senado y está bloqueando algunas iniciativas del gobierno. Además, Cristina Kirchner está en sus horas más bajas desde que llegó al poder en 2003: las discrepancias en el seno del oficialismo, la corrupción, la inflación y su estilo autoritario de gobierno han llevado sus niveles de popularidad a mínimos. El enfrentamiento que mantienen la presidenta Fernández de Kirchner y el vicepresidente Cobos desde mediados de 2008 –a raíz de la huelga agraria– enrarece aún más el clima político.

### *Las necesidades de financiación...*

El Estado deberá hacer frente este año a desembolsos derivados de la deuda por importe de unos 15.000 millones de dólares. El impacto de la crisis y el lento crecimiento de los ingresos por exportaciones están obligando a Argentina a buscar nuevos recursos para afrontar sus obligaciones y a normalizar sus relaciones con los mercados financieros internacionales. En este contexto deben entenderse las decisiones de pagar deuda soberana con reservas y de canjear los bonos impagados en 2001 que no se acogieron a la reestructuración de 2005.

### Argentina: Reservas internacionales



Fuente: BCRA.

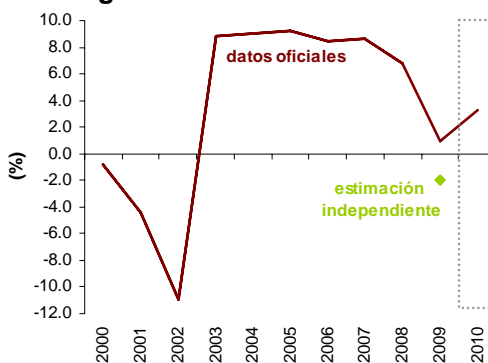
El uso de parte de las reservas internacionales del Banco Central (4.382 millones de dólares de un total de 49.000) para afrontar pagos de la deuda generó una profunda crisis institucional, que ha dañado aún más la credibilidad de Argentina. El rechazo del Senado a la medida y la destitución del gobernador del Banco Central –por oponerse a la operación– desencadenaron una batalla judicial que se prolongó durante tres meses. Finalmente, se han impuesto las tesis gubernamentales: el ejecutivo colocó a una economista afín al frente del BCRA y en abril comenzó el pago de deuda con reservas.

### ...obligan a Argentina a firmar la paz con los mercados

Argentina está reestructurando la deuda no acogida al canje de 2005, con el que el país salió de la suspensión de pagos declarada en 2002. Con esta operación, el gobierno pretende reducir el riesgo país (sólo por detrás de Venezuela y Ecuador en la región) y normalizar su relación con los mercados internacionales, en un momento de especial sensibilidad debido a la crisis soberana en la UEM. La cuantía renegociada asciende a 20.000 millones de dólares de principal y 10.000 millones de intereses devengados y no abonados. El gobierno ha planteado una quita del 66,3% del capital y el reconocimiento de los intereses impagados desde 2001 (las condiciones son más favorables para los pequeños acreedores). Finalmente, tras varias prórrogas, el canje se ha cerrado con una aceptación del 66% y, entre las dos reestructuraciones, casi un 93% de los acreedores han aceptado las nuevas condiciones impuestas por el gobierno argentino. Esta cifra se aproxima a lo esperado y podría permitir que Argentina retorne a los mercados de capitales internacionales.

El riesgo de contagio de la crisis soberana europea no es desdeñable, dado su accidentado historial crediticio y la arbitrariedad y falta de credibilidad de sus autoridades. Además, la economía argentina ha sido, junto con Brasil, un gran receptor de inversión directa procedente de Europa, en particular, de España (cerca de 48.000 millones dólares entre 1995 y 2008, más del 15% del PIB argentino). Un agravamiento de la crisis soberana podría desencadenar una repatriación de esos capitales. En cuanto al canal comercial, la posibilidad de contagio es muy limitada: las exportaciones argentinas a la UEM representan poco más del 3% de su PIB.

### Argentina: Evolución del PIB

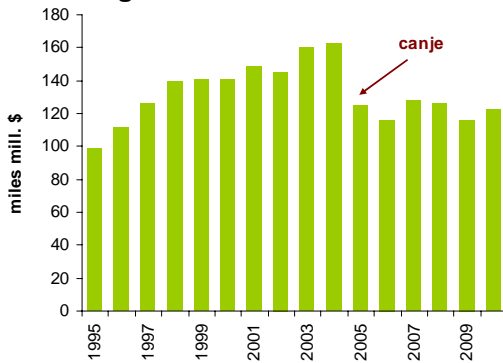


Fuente: INDEC y Área de Estudios de Caja Madrid;

### El escenario de crecimiento es modesto

De acuerdo con las cifras oficiales, la economía argentina se expandió en el 1T10 por cuarto trimestre consecutivo –impulsada, principalmente, por la inversión fija– y mostró un excepcional dinamismo: +3,0% trimestral (+2,3% anterior), la tasa más elevada de los últimos siete años. No obstante, la veracidad de la estadística oficial está en entredicho, dadas las malas prácticas habituales en el INDEC. Por ejemplo: el crecimiento medio de 2009 se habría situado, según el instituto oficial, en el 0,9%, mientras que analistas independientes estiman una caída del 2,0%. Para este año, nuestras previsiones apuntan a un crecimiento del 3,3%, muy por debajo de los registros anteriores a la crisis (8,5% de media entre 2003 y 2008). Como parte del cambio de actitud hacia los mercados, el gobierno parece dispuesto a aceptar que una misión del FMI asesore al INDEC. No obstante, sigue negándose a que la economía

### Argentina: Deuda externa bruta



Fuente: EIU.

Argentina sea sometida a las revisiones anuales y obligatorias "del artículo IV" por parte del organismo.

### La carestía de los alimentos genera descontento social

La recuperación de la demanda y las limitaciones de la oferta, en particular, en el sector agrario –el intervencionismo estatal en los últimos años ha desincentivado la producción– presionan al alza los precios, en particular, de los alimentos. Incluso los datos oficiales, reflejan una tendencia alcista de la inflación: en mayo, alcanzó el 10,7% interanual, si bien estimaciones no oficiales la sitúan alrededor del 20%. La proximidad de las elecciones augura una continuidad de la tendencia alcista de la inflación: se mantendrá el sesgo expansivo de las políticas fiscal y monetaria.

### Brasil: uno de los ganadores de la crisis

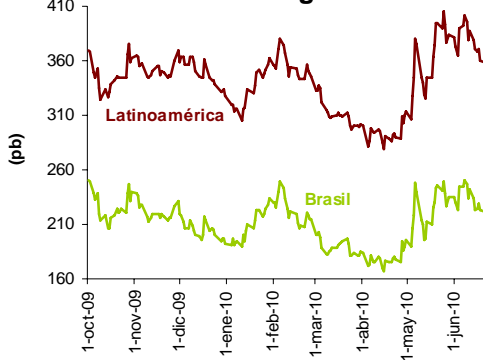
Este año será la despedida de Lula como presidente de una de las economías más sólidas de América Latina. Pese a los logros alcanzados y su excepcional popularidad, Lula ha decidido no modificar la ley que le impide presentarse a un tercer mandato consecutivo. En su lugar, apoya a su actual jefa de gabinete, Dilma Roussef, como la candidata del Partido de los Trabajadores para las elecciones presidenciales del 3 de octubre.

Sin embargo, pese a su declaración de intenciones continuista, en los ámbitos político y económico en los que el gobierno de Lula ha obtenido tan buenos resultados, la victoria de Roussef no está en absoluto garantizada. Se anticipa una campaña electoral agitada y reñida ya que, a mayo, las encuestas siguen dando un empate con el candidato del Partido Social Demócrata, Jose Serra (con algo más del 35% de intención de voto). A más distancia, con menos de un 10%, se situaría la candidata del Partido Verde, Mariana Silva.

Los programas políticos de estas tres principales formaciones no difieren sustancialmente y abogan por mantener las líneas de actuación con la que se han ganado la confianza de los inversores en los últimos años. Todos los candidatos coinciden en la necesidad de reformar el sistema fiscal para reducir la carga tributaria (cerca de un 36% del PIB, casi el doble que la media de América Latina), si bien nadie ofrece medidas concretas para lograrlo. La principal diferencia entre los programas de Roussef y Serra radica en el tipo de cambio. Roussef defiende la libre flotación de la divisa, mientras que Serra se muestra partidario de un real más competitivo.

En cualquier caso, independientemente del resultado, el gobierno que salga de las urnas seguirá aplicando una política ortodoxa, ya que la disciplina mostrada en los últimos años ha otorgado a Brasil la solidez y estabilidad necesaria para superar la crisis.

### Primas de riesgo. Embi+



Fuente: JPMorgan.

### Brasil: Tipo de cambio



Fuente: Bloomberg.

### La capacidad de reacción ha sido sorprendente

La notable capacidad de reacción de Brasil le permitió ser la primera gran economía de la región en salir de la recesión, logrando registrar crecimientos positivos ya en el 2T09. De este modo, 2009 se saldó con una modesta caída de la actividad del 0,2%, frente al retroceso cercano al 2,0% del conjunto de la región. Las perspectivas para 2010 son cada vez más positivas, apoyadas en el favorable contexto externo y en la fortaleza de la demanda interna. En términos anualizados, el crecimiento en el 1T10 se incrementó hasta el 11,4% (9,3% anterior), el más elevado en seis años y más propio de economías asiáticas que latinoamericanas. Con este nuevo dato, hemos revisado al alza nuestra previsión de crecimiento para el conjunto de 2010 hasta un 6,5% (desde el 5,5%).

Uno de los factores que ha apoyado la recuperación de la economía ha sido la resistencia y dinamismo de China. En menos de diez años, China ha pasado de absorber menos del 2% de las exportaciones brasileñas, a ser el destino de casi el 20%. Esta fuerte demanda de China es un factor clave para explicar el dinamismo que están mostrando las exportaciones durante el último año (+30% interanual) y la inversión en equipo, que ya ha alcanzado, prácticamente, los niveles previos a la crisis.

Sin embargo, la fortaleza registrada por la economía brasileña en los últimos trimestres es insostenible y todo apunta a que la expansión brasileña ha tocado techo. El ritmo de avance de la economía se moderará en lo que resta de año debido al endurecimiento de la política monetaria, a la retirada de los estímulos fiscales y a una mayor aportación negativa del sector exterior (sobre todo, por la moderación de las exportaciones, ante el enfriamiento del ciclo industrial global tras un semestre excepcional).

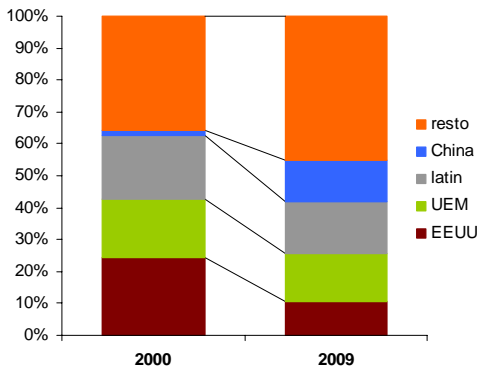
### Brasil potencia su papel como inversor extranjero

Este comportamiento de los flujos comerciales explica la notable reducción que viene mostrando el superávit comercial: el acumulado hasta mayo asciende a sólo 5.618 millones de dólares, casi la mitad que en el mismo periodo del pasado año. A esto hay que sumar el mayor deterioro en la balanza de rentas y servicios, que hasta abril acumulaba un déficit de 20.000 millones de dólares, casi el doble que la cifra registrada un año antes. El fuerte aumento de los pagos por remesas y dividendos de las empresas extranjeras instaladas en el país, así como el mayor gasto de los turistas brasileños en el extranjero, se encuentran detrás de estos resultados.

De este modo, la balanza corriente está ampliando significativamente su déficit: 16.730 millones de dólares hasta abril, casi cuatro veces más que el déficit acumulado en el mismo periodo de 2009. Este déficit corriente se está financiando hasta la fecha sin problemas, gracias a las fuertes entradas de capital extranjero: la cuenta financiera arroja un saldo neto acumulado hasta abril de 27.470 millones de dólares.

Las reservas internacionales ascendieron en mayo a 248.971 millones de dólares (las más elevadas en América Latina), afianzando la mejora en la posición externa: por ejemplo, el ratio de servicio de la deuda sobre reservas se sitúa en torno al 20% (superaba el 70% en 2006) y la proporción de las necesidades de

Brasil: Destino exportaciones



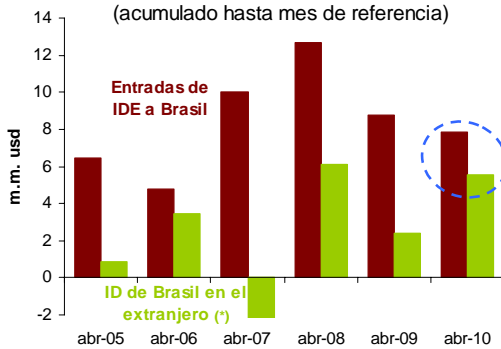
Fuente: Thomson Reuters.

Brasil: Inversión y expectativas empresariales



Fuente: Thomson Reuters.

### Brasil: Flujos de inversión directa (acumulado hasta mes de referencia)



Fuente: Thomson Reuters. (\*) signo (-) refleja repatriaciones de capital.

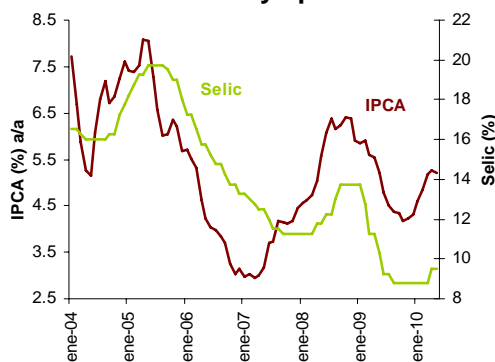
financiación en divisa extranjera en el corto plazo sobre el nivel de reservas es un 26%, frente a más de un 160% en 2000.

Además, hay que destacar el protagonismo creciente de Brasil como inversor en otros países y no sólo como mero receptor de financiación: hasta abril, la inversión directa de Brasil en el extranjero ascendió a casi 5.600 millones de dólares, no muy lejos de los 7.900 millones de dólares en entradas de capital extranjero en el país.

### *La inflación sigue mostrando un fuerte componente cíclico*

Las tensiones inflacionistas son esencialmente internas, bajo un contexto de fuerte expansión de la demanda interna. La política monetaria ha reaccionado rápidamente ante los signos de sobrecalentamiento de la economía. El banco central ya ha subido los tipos de interés en 150 pb desde abril, hasta situar el Selic en el 10,25%. En los próximos meses asistiremos a nuevas subidas y se baraja que el tipo de interés Selic pueda situarse a final de 2010 en el 12,75%, a tan solo 100 pb de compensar el ciclo de bajadas iniciado en enero de 2009. En materia fiscal, lo más probable es que no se lleve a cabo ninguna retirada de estímulos hasta después de las elecciones de octubre.

### Brasil: Inflación y tipos oficiales



Fuente: Thomson Reuters.

### *Brasil seguirá liderando el crecimiento de la región*

En balance, las perspectivas son muy favorables y es bastante factible que en 2010 la economía crezca un 6,5%, entre las más dinámicas de América Latina y casi 2 p.p. por encima del crecimiento medio de la región. No obstante, lo más importante es que Brasil ha superado con nota la prueba que supuso la crisis financiera internacional, mantiene actualmente una sólida posición de liquidez y solvencia y, sobre todo, que los esfuerzos llevados a cabo en los últimos años se han traducido en un salto cualitativo en cuanto a la valoración de sus instituciones. Esto explica que Moody's elevara un escalón la calificación crediticia de Brasil hasta Baa3, con lo que ya disfruta del grado de inversión por las tres mayores agencias (BBB- por S&P y Fitch).

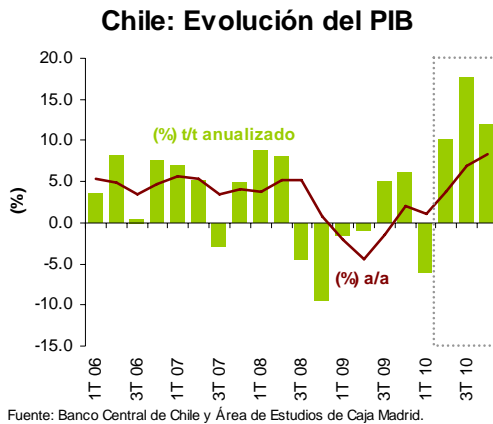
### *Chile: el seísmo no frenará la recuperación*

#### *El conservador Sebastián Piñera, nuevo presidente*

Tras dos décadas ininterrumpidas al frente del gobierno –desde la recuperación de la democracia en 1989– la coalición de centro-izquierda Concertación ha sido relevada por los conservadores. Desde marzo, el presidente de Chile es Sebastián Piñera, que derrotó al candidato “oficialista” Eduardo Frei en las últimas elecciones presidenciales, celebradas en diciembre y enero. La alternancia en el poder es un signo de normalidad en una de las democracias más consolidadas y estables del continente. Descartamos cambios sustanciales en la política de ortodoxia económica y protección social que ha colocado a Chile a la vanguardia de la región y que le ha valido el reconocimiento internacional. En enero, Chile se adhirió a la OCDE, convirtiéndose en el segundo país de la región que accede al “club de los países desarrollados”, tras México.

### El terremoto deprimió el crecimiento en el 1T10

Tras un año en recesión –con una caída del PIB del 4%, similar a la de Brasil y sólo superada por México y Venezuela–, la economía chilena retomó el crecimiento en el 3T09, gracias al estímulo fiscal y a la recuperación de la demanda global –sobre todo, en Asia emergente, que absorbe un tercio de las exportaciones chilenas–. El PIB se expandió a un ritmo medio del 1,4% trimestral durante la segunda mitad de 2009 y todo apuntaba a un saludable registro a comienzos de 2010. Pero el escenario se vio inesperadamente complicado por los violentos terremotos y maremotos que devastaron la región centro-sur del país –la más industrializada y poblada– a finales de febrero y principios de marzo. El gobierno estima que las pérdidas materiales derivadas de la catástrofe natural ascienden a 21.000 millones de dólares (equivalentes al 12% del PIB chileno) que corresponden por partes prácticamente iguales a infraestructuras públicas y construcciones privadas. Además, en el período inmediatamente posterior a los seísmos habrían dejado de producirse bienes y servicios por valor de unos 9.000 millones de dólares, lo que se ha traducido en una caída del PIB del 1,5% trimestral en el 1T10.



Fuente: Banco Central de Chile y Área de Estudios de Caja Madrid.

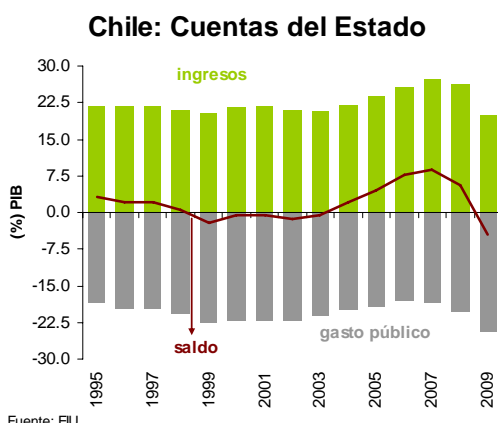
En cualquier caso, las tareas de reconstrucción y la recuperación de la producción perdida supondrán un impulso a la actividad a partir del 2T10. De hecho, la economía se expandió en abril un 8,2% mensual, frente al -6,9% registrado en marzo, de acuerdo con el índice IMACEC (que representa más del 90% del PIB). De acuerdo con nuestras previsiones, la economía podría crecer a un ritmo medio trimestral cercano al 3,5% en lo que queda de año (+1,2% en los dos años previos a la recesión), impulsada por la inversión. De este modo, el crecimiento medio del PIB podría superar el 4,0% en 2010 (aproximadamente 1 p.p. por debajo de la previsión anterior al seísmo) y podría elevarse hasta el 5,5% en 2011.

### ...aunque no está exenta de riesgos

El coste de las tareas de reconstrucción pesará sobre unas finanzas públicas muy golpeadas por la crisis: tras cinco años en superávit, el ejercicio 2009 se cerró con un déficit presupuestario del -4,5% del PIB. Con el fin de asegurar la financiación de la reconstrucción sin deteriorar aún más las cuentas del Estado, se han elevado temporalmente el impuesto de sociedades a las grandes empresas (del 17% al 20% en 2010 y al 18,5% en 2011) y el canon sobre la minería privada. Además, se recortará el gasto público en más de 700 millones de dólares, se privatizarán algunas empresas públicas y se incentivará la participación privada en la reconstrucción mediante la concesión de bonificaciones fiscales.

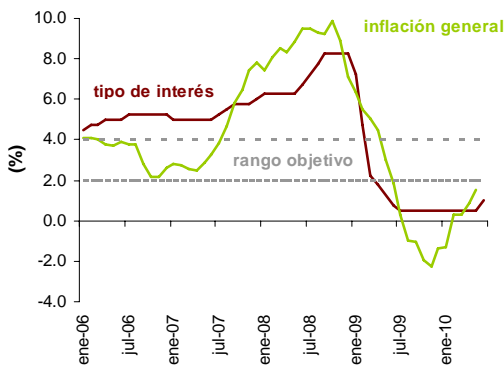
### La retirada del estímulo monetario ha comenzado

El Banco Central de Chile elevó su tipo de intervención hasta el 1,00% en su reunión de junio, con el fin de normalizar sus condiciones monetarias, tras haber sido el más agresivo de la región en su respuesta a la crisis: los tipos estaban situados en el 0,5%, que es mínimo histórico, desde julio de 2009. Los datos de actividad de abril y mayo –que confirman la solidez de la recuperación– y las presiones inflacionistas por la escasez derivada del terremoto han sido los catalizadores de la decisión de subir tipos. La tasa de



Fuente: EIU.

### Chile: Inflación y política monetaria



Fuente: INE y Banco Central de Chile.

### El riesgo de contagio de la crisis europea es limitado

Chile está bien preparado para capear el aumento de la aversión al riesgo derivado de la crisis soberana en la UEM, dada la solidez de su economía y de sus finanzas públicas, y su historial de ortodoxia económica. Recientemente, Moody's ha elevado un escalón su *rating* soberano, hasta Aa3. Además, su exposición a la UEM a través de los canales comercial y financiero es limitada. La UEM absorbe el 15% de las exportaciones chilenas, lo que supone un 5,2% del PIB del país. En cuanto al canal financiero, España es el principal inversor europeo en Chile, por valor de unos 14.000 millones de dólares (equivalentes al 8% del PIB chileno).

### Colombia: la victoria de Santos garantiza continuismo

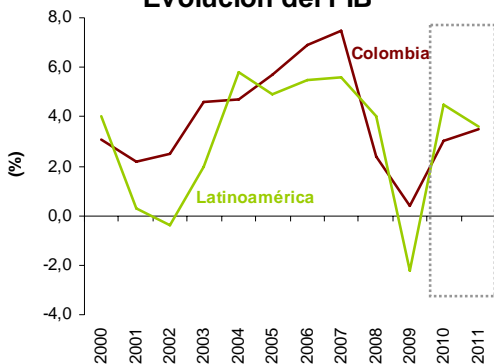
Las elecciones presidenciales del 30 de mayo han dado mayor importancia al ámbito político que al económico en los últimos meses. Las legislativas de principios de año supusieron un primer pulso a un electorado que, entonces, optó por el continuismo de la derecha colombiana: el Partido de la U de Juan Manuel Santos, sucesor de un Uribe que no podía renovar legislatura, consiguió el mayor número de escaños en el Senado; seguido por la candidata del Partido Conservador, Noemí Sanín.

La carrera por la presidencia fue inicialmente más reñida. El flojo momento por el que atraviesa la economía e, irónicamente, el éxito de Uribe en mejorar la seguridad impulsaron las opciones de Antanas Mockus, alcalde de Bogotá en 2001-04 y candidato de centro-izquierda del Partido Verde, que fue la gran sorpresa en la carrera electoral, llegando incluso a arrebatarle a Santos el primer puesto en intención de voto, a pesar de su campaña con escasos medios. Finalmente, Santos se alzó con la mayoría de votos en la segunda vuelta (69% frente al 27% recogido por Mockus), convirtiéndose así en el candidato más votado del último medio siglo. Por el momento, su mensaje es ampliamente continuista y en su discurso tras conocerse el resultado de las elecciones ha apostado por un gobierno de unidad nacional, que considerará las propuestas de otros partidos, recogiendo el apoyo unánime de todas las formaciones, salvo del izquierdista Polo Democrático.

### La reactivación económica está siendo modesta

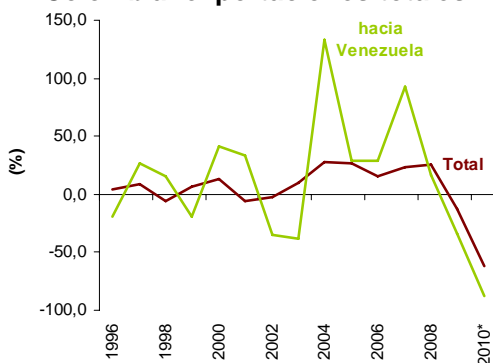
El escenario macroeconómico para este año es favorable, gracias a la evolución positiva de la región y a los efectos de las políticas expansivas llevadas a cabo. No obstante, el hecho de que la economía colombiana destacara positivamente en 2009 (0,4% frente al -2,9% en media de la región), hace que el crecimiento de 2010 decepcione respecto a los principales países de la región: una recesión leve suele conllevar una recuperación también modesta. A ese escaso vigor está contribuyendo el descenso en los flujos comerciales, lastrados, principalmente, por las disputas con

### Evolución del PIB



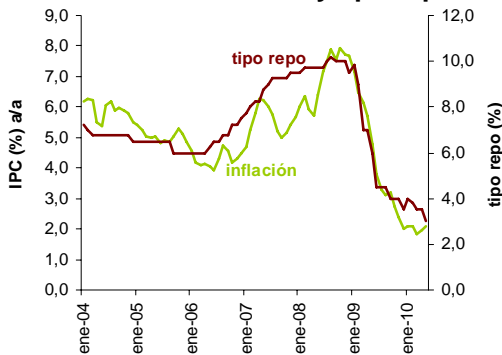
Fuente: EIU y Área de Estudios Caja Madrid.

### Colombia: exportaciones totales



Fuente: DANE.

### Colombia: inflación y tipo repo



Fuente: Bloomberg.

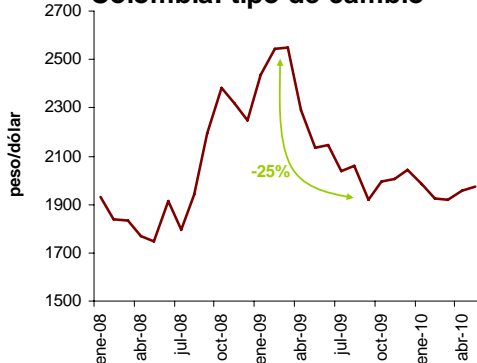
Venezuela: las exportaciones hacia el país vecino supusieron en 2009 tan sólo 12,5% del total, frente al 35% de los últimos años. De cualquier forma, la situación debería normalizarse en el medio plazo y se unirá a la consolidación de la recuperación en los países de su entorno y, sobre todo, en EEUU. También es creciente la sensibilidad hacia la economía china: las exportaciones hacia el gigante asiático suponen ahora cerca de un 5% del total, cuando representaba apenas un 1% en 2005. Por el momento, la posibilidad de contagio de la crisis soberana en Europa a través del comercio es limitada (las exportaciones hacia la región suponen sólo un 14% frente al 34% que supone EEUU).

### La fortaleza del peso preocupa al banco central

En el lado positivo, la debilidad de la demanda interna se ha traducido en una caída en las importaciones que ha compensado las menores exportaciones, lo que está favoreciendo la reducción del déficit por cuenta corriente: -1,5% estimado para 2010 y 2011 (-2,8% del PIB registrado en 2007 y 2008). En 2009, el impacto de las menores entradas directas de capital en el país, clave para financiar su déficit, fue mitigado por el apoyo financiero del FMI y su amplio nivel de reservas (se mantuvieron estables en torno a los 24.000 millones de dólares). De hecho, Colombia acaba de renovar su línea de crédito flexible con el FMI (3.500 millones de dólares).

La inflación está sorprendiendo a la baja y se sitúa en la parte baja del rango objetivo del Banco de la República (2,1% frente al rango 2%-4%). Las expectativas de los agentes están bastante contenidas y el banco central aprovechó para bajar los tipos en su reunión de abril (50 p.b. hasta 3,0%), lo que ha dejado entrever una mayor preocupación por la fortaleza del peso y por el crecimiento que por la evolución de la inflación. De cualquier forma, las perspectivas positivas para la actividad y el previsible aumento de la inflación en el segundo semestre (impulsada por un efecto base), llevarán al banco central a normalizar los tipos a finales de 2010 (cerrarán el año en torno al 3,50%).

### Colombia: tipo de cambio



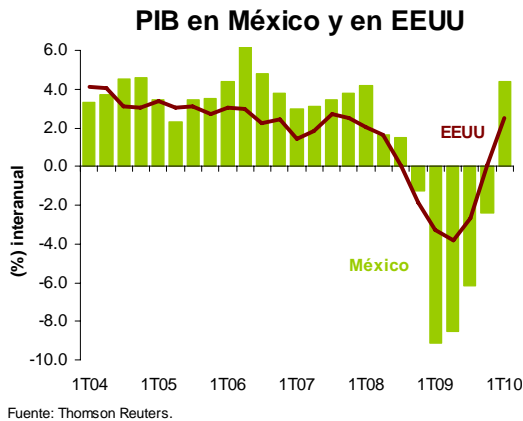
Fuente: Bloomberg.

El estancamiento de la actividad redujo los ingresos fiscales en 2009 y el déficit fiscal aumentó hasta el -4,2% del PIB. Para este año, no están previstas medidas de consolidación y se estima que el déficit aumente ligeramente hasta el 4,5%. Un plan sostenible de consolidación fiscal sigue siendo la asignatura pendiente de la economía colombiana por culpa de la falta de flexibilidad en determinados gastos públicos (sobre todo, debido al sistema de pensiones). Sin embargo, la progresión de la deuda pública ha sido positiva desde 2005, manteniéndose por debajo del 50% del PIB y de la mediana de los países con una valoración crediticia similar.

En balance, las expectativas son positivas. La economía crecerá en torno al 3% este 2010, por debajo del 5,4% en media de 2004-08. La extensión del buen momento global y la progresión ascendente de la demanda interna podrían permitir ritmos por encima del 3,5% a partir de 2011. Los mayores riesgos para el escenario vendrían por el lado de la incertidumbre sobre la solidez de la recuperación internacional, particularmente su efecto sobre los precios de las materias primas y el acceso a la financiación externa.

## México: No se ve salida al inmovilismo político

Después de un año 2009 para olvidar (crisis sanitaria, escalada de la violencia, la peor recesión en 15 años y caída en la producción de crudo), la economía inició 2010 en progresión ascendente, siguiendo la tendencia global. El escenario económico es ya claramente expansivo pero, a largo plazo, México corre el riesgo de perder posiciones respecto a otras economías emergentes por la inseguridad y la paralización política: los intereses partidistas siguen impidiendo avances destacables en la amplia agenda de reformas pendientes (son prioritarias en materia fiscal, laboral y energética).



El clima político es cada vez menos favorable para conseguir acuerdos. La legislatura del presidente Calderón (líder del PAN, partido de centro derecha) finaliza en diciembre de 2012 y, por el momento, su balance es bastante pobre debido, principalmente, al bloqueo de la oposición a sus propuestas y a la dudosa efectividad de su ofensiva militar contra el crimen organizado. El entendimiento con el PRI es fundamental, dado que, actualmente, casi nada puede aprobarse en el Congreso sin su apoyo (son la fuerza mayoritaria). Pero los incentivos para que el PRI tenga una actitud constructiva con las reformas estructurales propuestas por Calderón (enviadas al Congreso para su debate en diciembre de 2009) son escasos y decrecientes. El PRI tiene opciones de ganar la presidencia en 2012 y, por tanto, las elecciones municipales y estatales en noviembre de 2010 y 2011 centrarán su interés y serán un obstáculo difícilmente salvable para lograr avances. Tampoco el escenario macro que se va configurando estimulará las reformas: las previsiones de un mayor crecimiento y elevados precios del petróleo siempre reducen el sentimiento de urgencia.

### Las expectativas económicas han mejorado sustancialmente

México afrontó la crisis desde una posición sólida (bancos bien capitalizados, baja dependencia de la financiación externa, niveles de deuda reducidos y presupuestos equilibrados). Pero la intensidad de los *shock* específicos a los que ha tenido que hacer frente –por sus estrechos lazos con la economía estadounidense, mercado para el 75% de sus exportaciones y con una fuerte integración en las estructuras de producción– han sido sustancialmente mayores que los que han afrontado la mayoría de sus vecinos, lo que explica su diferenciación negativa en 2009: el PIB se contrajo un 6,5%, frente a un 2,9% la región.

La economía ha mejorado gradualmente desde los primeros meses del año y estimamos un crecimiento próximo al 4,0% en 2010 (tampoco se cumplirá, como en EE.UU., la asociación de que a una recesión muy severa le sigue una reactivación muy vigorosa). La clave de la recuperación está siendo el buen momento del sector industrial estadounidense, principal condicionante cíclico de la economía mexicana: en el periodo octubre de 2009- mayo de 2010, la actividad industrial de EE.UU. ha crecido a un ritmo anualizado superior al 7%, mejor registro desde el año 1997. Por tanto, la recuperación está siguiendo el patrón tradicional –liderada por la industria y las exportaciones, especialmente de automóviles–, como muestra el dato de PIB del 1T10: +6,9% interanual en el 1T10 (4,3% anterior), impulsado por el sector manufacturero (9,9%). No obstante, la mejora empieza a generalizarse hacia otros sectores. La



demanda interna se ha estabilizado y se observa una progresión ascendente en el comercio minorista, en la construcción y en el mercado laboral, con implicaciones potencialmente positivas para el ingreso y el consumo de las familias.

El mayor dinamismo económico conllevará un incremento del déficit por cuenta corriente en 2010 hasta casi el -1,0% del PIB (8.300 millones de dólares, aproximadamente), pero éste debería poder financiarse cómodamente. Es previsible que el deterioro en las expectativas de encontrar un empleo en EEUU (nuevas leyes antiinmigración y debilidad del mercado laboral) frenen la recuperación de las remesas pero, aún así, seguirán siendo un fuerte soporte para la posición externa (se estima que superen los 18.000 millones de dólares en 2010, más del 2% del PIB). Además, México sigue siendo un país muy atractivo para la entrada de capitales extranjeros: mantiene un diferencial positivo de tipos de interés respecto a las principales divisas, el "apetito" de los inversores por riesgo de países emergentes es muy elevado y, además, México puede salir beneficiado de los procesos de reestructuración industrial puestos en marcha en EEUU. Por tanto, es bastante probable que las entradas de capital superen las previsiones oficiales, aproximándose a 20.000 millones de dólares en 2010 y 2011.

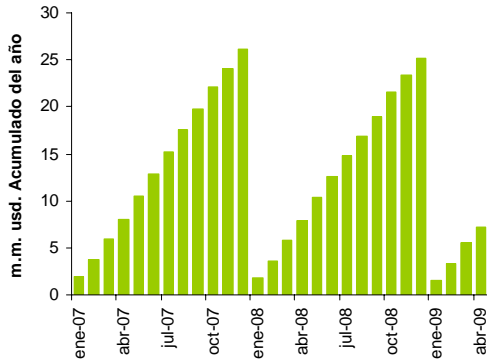
También deben destacarse positivamente las iniciativas del gobierno para reducir su vulnerabilidad frente a *shock* externos: se ha renovado la línea de crédito con el FMI y han aumentado las reservas (97.400 millones de dólares en abril de 2010, +7,2% respecto a diciembre de 2009).

### ***La política monetaria podría mantenerse invariable hasta 2011***

La progresión positiva de la recuperación económica no conllevará, probablemente, subidas de tipos durante este año (actualmente, en el 4,5%). La fortaleza que está mostrando el peso en los últimos meses (en términos efectivos), la debilidad del crédito, la elevada capacidad ociosa de la economía tras la severa recesión de 2009 y las implicaciones potenciales de la crisis soberana en la UEM dan margen de maniobra para que el banco central espere a que la recuperación sea más fiable antes de endurecer la política monetaria. Además, las tensiones inflacionistas están moderándose: la inflación subyacente se ha reducido hasta el 3,8% en junio. Por el momento, no hay prisa para subir los tipos y el primer movimiento restrictivo podría, incluso, retrasarse hasta bien entrado 2011.

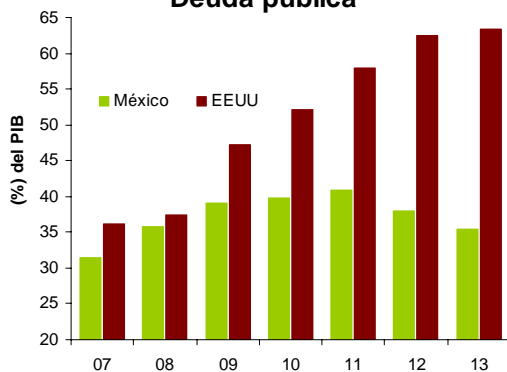
Los indicadores fiscales de México han resistido mejor que los de los países desarrollados y el *stock* de deuda sólo aumentará ligeramente respecto a los niveles precrisis (41% del PIB estimado para 2011 frente al 36% en 2008). Sin embargo, en términos relativos, la percepción de riesgo país de México ha salido debilitada respecto a otros países emergentes. Comparado con Brasil, México tiene menor deuda (aproximadamente la mitad) y su renta per cápita en PPA es 50% superior a la brasileña; pero Brasil está recortando el diferencial en la valoración crediticia, gracias a un crecimiento más elevado, una mejor posición externa, un sector exterior más dinámico y un clima más favorable para la inversión extranjera. De hecho, frente a la tendencia positiva general en la región, S&P y Fitch bajaron el *rating* de México a finales de 2009.

### **México: remesas de las familias**



Fuente: Banco Central de México.

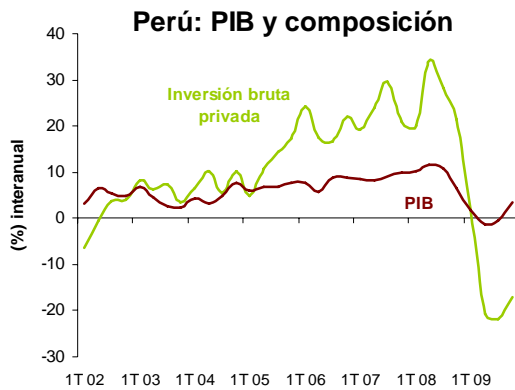
### **Deuda pública**



Fuente: EU

## Perú: reafirma su rating de inversión

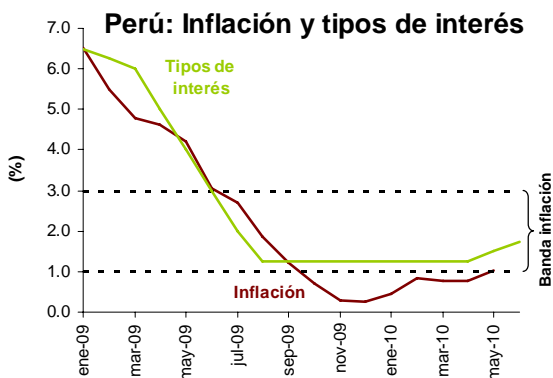
Después de una década con un crecimiento medio cercano al 6%, la crisis frenó sustancialmente la actividad en 2009, aunque se mantuvo en registros positivos (0,9%, en media). La resistencia del consumo privado (creció un 2,4%) y la significativa aportación de la demanda externa lograron compensar el desplome de la inversión privada (-15,2%) y la abultada aportación negativa de los inventarios (-3,6 p.p.). La solidez de la economía y de su posición externa, así como el giro ortodoxo de la política económica, están detrás de la decisión de Moody's de elevar su calificación crediticia en un escalón hasta Baa2 en diciembre de 2009, con lo que ya disfruta de la categoría de inversión por las tres principales agencias (BBB- por S&P y Fitch).



Fuente: Banco Central de Perú.

### Balance positivo de la gestión de la política económica

La rápida aplicación de políticas fiscales y monetarias expansivas resultó clave para compensar el impacto de la crisis en 2009. En materia fiscal se aprobó un plan de estímulo para el periodo 2009-2010 por unos 4.000 millones de dólares (3,2% del PIB), del que se estima que se ha ejecutado algo menos del 40%. Además, el gobierno ha anunciado que, pese a las mejores perspectivas económicas que se manejan, la aplicación del plan seguirá en marcha en 2010, aunque con una intensidad menor. Buena parte de este paquete se financió con cargo al Fondo de Estabilización Fiscal (a diciembre de 2009, superaba los 1.800 millones de dólares, en torno al 1,4% del PIB), por lo que el impacto sobre las cuentas públicas no fue muy acusado. La desaceleración económica se tradujo en un significativo descenso de los ingresos públicos, provocando que el saldo primario registrase su primer déficit desde 2002 (-0,6% del PIB). Sin embargo, la progresiva retirada de las medidas de estímulo en un contexto de mayor crecimiento económico podría traducirse en una corrección del déficit fiscal primario hasta un -0,2% del PIB en 2010.



Fuente: Banco Central de Perú.

También la política monetaria ayudó a sostener la actividad: el Banco Central inyectó liquidez en el sistema –para asegurar el buen funcionamiento de los canales de crédito– por un importe equivalente al 9% del PIB; intervino en el mercado de divisas para reducir la volatilidad cambiaria; y llevó a cabo distintas actuaciones para reducir la rentabilidad de los bonos, limitando, de este modo, la ampliación de las primas de riesgo.

Paralelamente a estas actuaciones, el tipo de interés se redujo notablemente (desde el 6,5% hasta el 1,25%) y el cambio de ciclo aconseja ir retirando gradualmente el exceso de liquidez. A este respecto, el tipo de interés de referencia ya se ha elevado en 50 pb en dos ocasiones en 2010, situándose en junio en el 1,75%.

Esta fuerte expansión de las condiciones monetarias fue posible gracias al favorable comportamiento que la inflación mostró durante todo 2009. La ausencia de tensiones en los precios se prolonga en 2010: la inflación se situó en el 1% en mayo, en el rango inferior de la banda objetivo del Banco Central (1,0%-3,0%). Por tanto, las escasas evidencias de sobrecalentamiento de la economía, sumado a la elevada incertidumbre global que está generando la crisis

soberana en la UEM no hacen necesaria una retirada agresiva de los estímulos monetarios.

***Pese a la crisis, han seguido mejorando los ratios de liquidez y solvencia***

En el difícil contexto económico de los últimos meses, debe valorarse muy positivamente que hayan continuado los esfuerzos para mejorar la solvencia. Por un lado, el coeficiente de dolarización siguió reduciéndose (41,9% en abril de 2010, frente al 48,4% en que inició 2009). Por otro, la favorable evolución de la balanza por cuenta corriente en 2009 (+0,2% del PIB, gracias al desplome de las importaciones y a la mejora de la relación real de intercambio), ha permitido seguir acumulando reservas: en junio se cifran en 35.278 millones de dólares, muy cerca de máximos y más de siete veces el volumen de servicio de deuda estimado para 2010. Además, su deuda externa se podría situar en 2010 por debajo del 26% del PIB (50% en 2000), la mitad que la mediana del grupo de países con una calificación crediticia similar.

***Las perspectivas son bastante favorables***

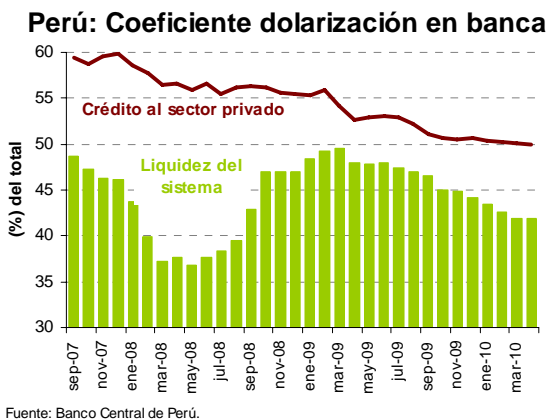
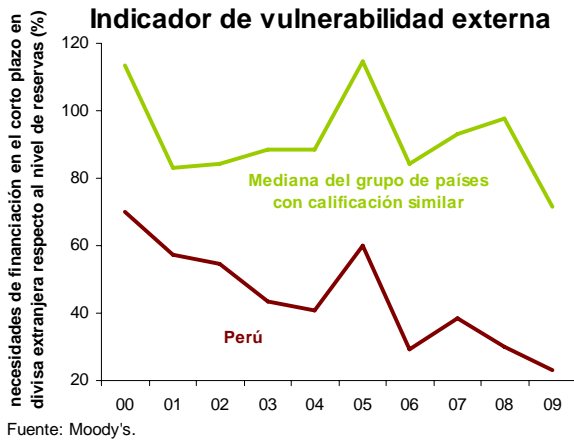
Perú se encuentra en una posición de partida bastante favorable para capitalizar la inercia cíclica global que, además, se verá reforzada por un ambicioso plan de reformas. Las principales líneas de actuación serían: (i) una mayor integración mundial a través de acuerdos comerciales con EEUU, UEM y Asia (con éste último, se han hecho avances importantes gracias a su pertenencia a la APEC); (ii) simplificación de la burocracia para facilitar el establecimiento de empresas, lo que aumentará la competitividad y; (iii) el desarrollo del mercado de capitales para que opere como un canal eficiente en la obtención de financiación. A este respecto, existe un acuerdo para integrar las bolsas de Chile, Colombia y Perú en 2011. Asimismo, las autoridades han demostrado su compromiso con la disciplina fiscal a través de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal en la que se recogen objetivos para el crecimiento de los ingresos y los gastos.

El crecimiento del PIB podría superar en el periodo 2010-11 el 6,0% en media (las mejores expectativas de la región, junto a Brasil), en un contexto en el que las tensiones inflacionistas parecen contenidas, y en donde el compromiso fiscal permitirá que el déficit público se reduzca hasta cerca del 1,0% del PIB en 2011 (2,0% en 2009).

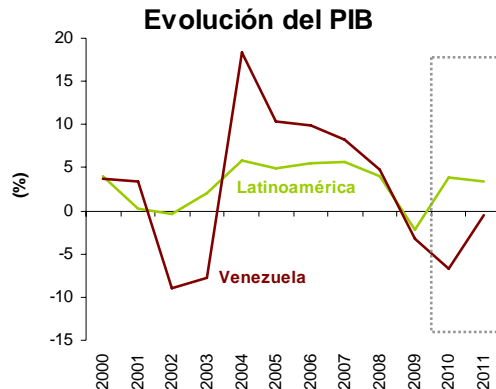
***Venezuela: la economía está a la deriva***

Venezuela se configura no sólo como el único país de la región que aún se encuentra en recesión, sino que, además, sus perspectivas son incluso de un mayor deterioro de la actividad a medio plazo. De hecho, la economía comenzó 2010 cayendo con más fuerza que en el 4T09: -5,6% trimestral anualizado en el 1T10 desde -5,3% anterior.

Aunque se observa cierta mejora desde marzo, la actividad se encuentra gravemente lastrada por la crisis energética –con cortes recurrentes en el suministro eléctrico–, que acumula ahora las consecuencias de la falta de inversión en infraestructuras durante los



últimos años. Además, la sequía ha paralizado la producción del sector hidroeléctrico y ha causado estragos en los sistemas de aprovisionamiento de agua. El problema es tal que, incluso la capital, Caracas, se ha visto obligada a introducir medidas de racionamiento de agua. A este deterioro se une ahora la decreciente producción de petróleo, derivada también de años de infra inversión en el sector y de destinar sus cuantiosos ingresos hacia fines no productivos.

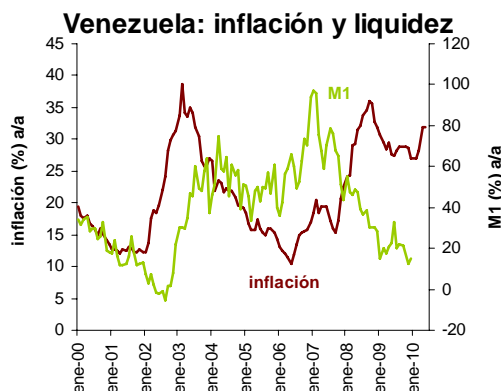


Fuente: EIU y Área de Estudios de Caja Madrid.

Todo ello se produce, precisamente, bajo un escenario externo positivo: una cierta recuperación del precio del crudo (+16% el barril venezolano en el 1T10) y a pesar de que Latinoamérica destaca como una de las regiones que han impulsado la recuperación global de la actividad. El escenario de crecimiento para Venezuela en 2010 y 2011 se ha revisado recurrentemente a la baja desde nuestro último informe (-4% y 0,2% estimado, respectivamente), acrecentando aún más la sensación de que el país se encuentra, políticamente, fuera de control: la situación económica se le está yendo de las manos al Gobierno.

### ***La falta de credibilidad de la moneda acrecienta los problemas***

La devaluación del bolívar en enero desde 2,15 bolívares/dólar hasta 2,6 y la introducción de un tipo secundario en el 4,3, para la importación de productos que no sean de primera necesidad, han servido para contener la pérdida de competitividad derivada de una inflación disparada. De cualquier forma, esta dualidad genera grandes ineficiencias: el gobierno sigue interviniendo en el mercado y profundizando los desequilibrios anteriores sobre su divisa y la inflación. De hecho, se espera otra devaluación del bolívar en 2011.



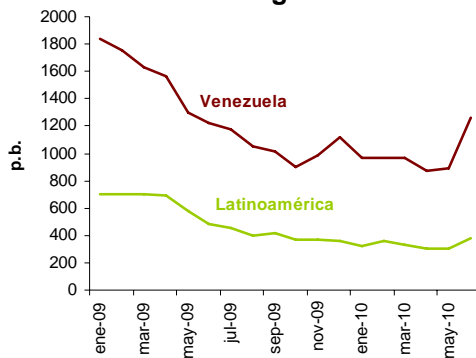
Fuente: Bloomberg.

La inflación se ha vuelto a situar por encima del 30% (32% en mayo), a pesar de los esfuerzos del gobierno por evitar que el comercio minorista repercutiera sobre los consumidores el efecto de la devaluación. Lo más preocupante es que las restricciones sobre el mercado de divisas no han hecho más que dificultar el acceso a moneda extranjera por parte de la industria importadora. De esta forma, lo único que ha conseguido el gobierno de Chávez es cancelar la vía a través del cual se realizaban 2/3 de las importaciones del país. Dado que esas importaciones han sido fundamentales para suplir la oferta doméstica en el pasado, la medida ha agravado aún más los problemas de abastecimiento del país, reduciendo la llegada de bienes de primera necesidad e, incluso, la capacidad del sector industrial –la importación de bienes de capital cayó un 40% interanual en el 1T10–. Mientras tanto, el superávit por cuenta corriente se recupera desde la moderación de los últimos años (5,3% del PIB estimado en 2010 desde 2,5% en 2009), si bien sólo gracias a la mejora en la balanza comercial derivada del desplome en las importaciones.

### ***La actualidad económica pasa factura a Chávez***

La frustración hacia el gobierno va en aumento, ante la falta de señales de mejora en la economía y los gravísimos problemas energéticos y de oferta que está sufriendo el país. Sin embargo, es poco probable que la oposición consiga rentabilizar de algún modo la penosa situación actual: los únicos líderes con algo de peso político se encuentran ahora perseguidos por la justicia o, directamente, exiliados; mientras que los cambios en el sistema electoral favorecen

### Prima de riesgo. Embi+



Fuente: JP Morgan Embi+.

aún más al partido en el poder (el Partido Socialista Unido de Venezuela, PSUV). De hecho, la única posibilidad de cambio en el medio plazo sería dentro del propio PSUV, donde las tensiones y desacuerdos entre los partidos de izquierda que lo forman podrían derivar en la formación de un nuevo partido que ponga en peligro la mayoría del PSUV en las cámaras.

Sorprendentemente, la situación actual no se ha trasladado a los mercados bursátiles (la bolsa se ha revalorizado cerca de un 20% desde enero), si bien su prima de riesgo se mantiene en niveles muy elevados, en tendencia alcista desde finales de abril (1319 p.b. a comienzos de junio). Por su parte, las agencias le mantienen su calificación crediticia con perspectiva estable (en nivel especulativo). Sus indicadores externos favorables (la deuda externa supuso un 14% del PIB en 2009 vs 40% para países con un rating similar) están pesando más que el deterioro de las cuentas públicas (-4,2% en 2010 y -3,5% en 2011) y que las malas perspectivas de crecimiento.

## Anexo Estadístico

### Previsiones de indicadores

	PIB (%) a/a			Inflación			Saldo Fiscal (% PIB)			Saldo corriente (% PIB)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
<b>EE.UU.</b>	-2.4	3.3	2.8	-0.3	1.8	1.2	-9.9	-8.8	-6.9	-4.5	-4.0	-4.5
<b>Canadá</b>	-2.6	3.4	1.9	0.3	1.7	1.8	-4.3	-4.3	-3.5	-2.7	-1.7	-2.1
<b>Reino Unido</b>	-4.9	1.0	1.6	2.2	3.3	2.5	-12.1	-12.9	-10.5	-1.6	-2.4	-1.6
<b>Japón</b>	-5.2	3.3	2.1	-1.4	-1.5	-0.3	-11.3	-10.4	-7.3	3.0	2.8	3.0
<b>UEM</b>	-4.0	1.0	1.5	0.3	1.5	1.4	-6.4	-6.9	-6.1	-1.1	-1.0	-0.8
Alemania	-4.9	1.6	1.8	0.2	1.1	1.0	-3.4	-5.0	-5.2	6.6	4.0	3.8
Francia	-2.2	1.4	1.6	0.1	1.7	1.5	-7.5	-8.2	-7.9	-3.3	-2.3	-2.2
Italia	-5.1	0.8	1.2	0.8	1.6	1.7	-5.3	-5.3	-4.9	-3.0	-2.4	-2.4
España	-3.6	-0.5	0.4	-0.3	1.6	1.4	-11.2	-10.0	-6.9	-5.4	-4.0	-1.5
<b>Australia</b>	1.3	2.9	2.7	1.8	3.1	2.7	-3.8	-3.1	-1.8	-3.9	-4.3	-5.0
<b>Asia (sin Japón)</b>	<b>5.2</b>	<b>8.1</b>	<b>7.3</b>	<b>2.0</b>	<b>4.7</b>	<b>3.7</b>	<b>-3.0</b>	<b>-3.3</b>	<b>-3.0</b>	<b>5.1</b>	<b>3.8</b>	<b>3.3</b>
China	8.7	10.0	9.0	-0.7	3.0	3.7	-2.2	-3.0	-2.8	5.8	4.3	3.6
Hong Kong	-2.7	5.6	4.4	0.5	2.1	2.5	0.8	0.8	0.4	8.7	9.0	8.9
India	6.4	7.5	7.8	8.0	4.5	5.0	-6.5	-5.2	-5.4	-2.0	-1.6	-2.0
Indonesia	4.5	5.6	5.8	4.8	5.1	6.3	-2.5	-2.0	-1.7	2.0	1.9	1.8
Corea del Sur	0.2	5.5	4.0	2.8	3.2	3.4	-2.8	-2.7	-1.9	5.1	3.1	2.4
Malasia	-1.7	5.5	4.3	0.6	1.7	2.6	-7.5	-5.4	-5.0	15.9	14.0	15.0
Filipinas	0.9	3.8	4.8	3.3	4.8	4.9	-1.0	-3.6	-2.8	5.3	4.4	4.1
Singapur	-2.2	6.0	4.0	0.6	2.3	1.9	-1.0	-2.7	-1.2	14.3	13.4	12.8
Taiwán	-1.9	6.5	4.9	-0.9	2.1	2.2	-3.9	-3.1	-2.5	11.2	7.1	6.3
Tailandia	-2.3	5.0	4.5	-0.9	3.3	2.0	-4.4	-3.7	-3.5	6.8	5.9	6.7
<b>Latinoamérica</b>	<b>-2.3</b>	<b>4.4</b>	<b>3.6</b>	<b>6.3</b>	<b>7.0</b>	<b>7.1</b>	<b>-2.9</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.0</b>	<b>-0.3</b>	<b>-1.1</b>	<b>-2.1</b>
Argentina	0.9	3.3	2.4	6.3	5.0	5.0	-0.6	-2.8	-3.2	3.7	2.0	1.3
Brasil	-0.2	6.5	4.0	4.9	5.0	4.7	-3.3	-2.4	-2.0	-1.6	-2.5	-3.0
Chile	-1.5	4.0	5.5	1.5	2.0	2.7	-4.4	-2.3	-1.8	1.0	-0.5	-1.5
Colombia	0.4	3.0	3.4	4.2	3.5	3.0	-2.7	-3.9	-2.9	-2.6	-3.1	-2.8
México	-6.6	4.0	3.5	5.3	5.2	3.9	-2.3	-1.0	-1.4	-0.6	-0.8	-1.2
Perú	0.9	6.0	5.0	2.9	2.0	2.5	-2.1	-1.3	-0.3	0.2	-1.1	-2.1
Uruguay	2.9	4.0	3.7	7.1	6.8	0.0	-1.9	-1.8	-1.9	0.6	-1.7	-1.7
Venezuela	-3.3	-4.0	0.2	27.0	33.0	36.0	-6.2	-3.2	-3.9	2.6	5.3	6.0
<b>Europa Emergente</b>	<b>-5.4</b>	<b>3.8</b>	<b>4.3</b>	<b>7.1</b>	<b>5.8</b>	<b>5.2</b>	<b>-5.1</b>	<b>-4.4</b>	<b>-3.5</b>	<b>0.4</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.7</b>
Bulgaria	-5.0	0.1	2.8	2.8	2.2	2.6	-0.8	-3.3	-2.0	-8.6	-4.9	-5.4
Rep. Checa	-4.1	1.6	2.2	1.0	2.0	2.0	-6.6	-5.5	-4.7	-1.1	-2.4	-2.8
Hungría	-6.3	1.0	2.3	4.2	4.1	2.9	-4.1	-4.2	-4.0	1.2	-0.3	-1.5
Polonia	1.7	3.0	3.5	3.5	3.2	2.5	-6.4	-7.5	-2.8	-1.7	-3.1	-3.2
Eslovaquia	-4.7	2.8	3.0	1.6	1.8	2.4	-6.3	-6.0	-5.1	-3.2	-4.3	-4.9
Eslovenia	-7.8	1.1	1.8	0.9	1.8	2.3	-6.3	-7.0	-4.2	-1.0	-2.4	-2.3
Estonia	-14.1	0.3	2.8	-0.1	1.4	1.6	-3.0	-3.2	-1.8	4.7	2.8	0.2
Letonia	-18.0	-2.3	3.0	3.5	-3.0	0.0	-9.0	-12.3	-5.5	9.7	6.1	2.3
Lituania	-15.0	-2.0	2.9	4.5	1.2	2.2	-9.8	-9.2	-5.7	4.0	2.9	1.3
Rumanía	-7.1	0.3	4.0	5.6	4.5	3.6	-7.8	-6.8	-4.7	-4.4	-5.6	-5.6
Rusia	-7.9	5.5	6.0	12.0	7.5	7.0	-5.9	-4.0	-2.4	4.0	4.4	3.6
Turquía	-4.7	4.6	3.7	6.3	7.0	5.5	-5.5	-4.7	-4.8	-2.3	-4.2	-4.0
<b>Oriente Medio</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>3.0</b>	<b>6.6</b>	<b>7.0</b>	<b>7.3</b>	<b>-1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.0</b>	<b>2.5</b>	<b>-0.6</b>	<b>3.5</b>
<b>Mundo</b>	<b>-2.1</b>	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>1.3</b>	<b>2.7</b>	<b>2.1</b>	<b>-7.1</b>	<b>-6.6</b>	<b>-5.3</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.8</b>
Desarrollados	-3.4	2.4	2.2	0.0	1.4	1.2	-8.8	-8.4	-6.7	-2.1	-1.9	-2.0
Emergentes	1.0	5.9	5.6	4.3	5.6	4.1	-3.1	-2.7	-2.4	2.9	1.7	1.6

Fuente: EIU y previsiones del Servicio de Estudios de Caja Madrid. Zonas: medias ponderadas por el PIB en dólares de 2005.

## Indicadores de coyuntura

	PIB	Inflación	Paro	IPI	Export.	Import.
<b>Asia</b>						
China	11.9 mar-10	3.1 may-10	4.2 mar-10	16.5 may-10	48.5 may-10	48.9 may-10
Corea del Sur	8.1 mar-10	2.6 jun-10	3.2 may-10	21.5 may-10	32.4 jun-10	37.0 jun-10
India	8.6 mar-10	14.4 abr-10		17.6 abr-10	35.1 may-10	38.5 may-10
<b>Latinoamérica</b>						
Brasil	9.0 mar-10	5.2 may-10	7.5 may-10	14.8 may-10	18.2 jun-10	50.2 jun-10
México	4.3 mar-10	3.9 may-10	5.1 may-10	6.1 abr-10	43.9 may-10	46.7 may-10
Argentina	6.8 mar-10	10.7 may-10	8.3 mar-10	10.2 may-10	24.6 may-10	72.0 may-10
Colombia	4.4 mar-10	2.1 may-10	12.1 may-10	5.7 mar-10	43.8 abr-10	19.3 abr-10
Chile	1.0 mar-10	1.5 may-10	8.8 may-10	4.2 may-10	31.9 may-10	68.1 may-10
Perú	9.3 abr-10	1.6 jun-10	7.7 may-10	1.6 dic-09	40.9 abr-10	32.7 abr-10
Venezuela	-5.8 mar-10	32.0 may-10	8.2 abr-10	-9.9 mar-10	63.8 mar-10	-38.9 mar-10
<b>Europa Emergente</b>						
Rusia	2.9 mar-10	6.0 may-10	7.3 may-10	12.6 may-10	52.0 abr-10	29.3 abr-10
Turquía	11.7 mar-10	9.1 may-10	13.7 mar-10	-21.3 ene-09	34.5 may-10	35.4 may-10
Polonia	3.0 mar-10	2.2 may-10	11.9 may-10	7.7 abr-10	21.5 abr-10	23.0 abr-10
Rep. Checa	-0.6 mar-10	1.2 may-10	8.7 may-10	10.9 abr-10	12.7 abr-10	12.9 abr-10
Hungría	0.1 mar-10	5.1 may-10	11.4 may-10	9.7 abr-10	21.7 abr-10	21.1 abr-10
Rumanía	-2.6 mar-10	4.4 may-10	7.7 may-10	9.3 mar-07	33.5 abr-10	21.7 abr-10
Eslovaquia	4.8 mar-10	1.2 may-10	24.2 abr-10	24.2 abr-10	19.4 abr-10	20.9 abr-10
Bulgaria	-3.6 mar-10	1.9 may-10	9.5 may-10	9.7 abr-10	36.9 abr-10	12.7 abr-10

Fuente: Bloomberg. Datos en (%) a./a. excepto tasa de Paro (en % de la población activa).

## Mercados Emergentes

	Tipos a c.p. (%) <sup>1</sup>		Prima de Riesgo <sup>2</sup>		Bolsa <sup>3</sup>			Divisa (vs dólar) <sup>4</sup>			
			(en p.b.)		Variación (%)			Variación (%)			
	2-jul	Variación año (p.b.)	1-jul	Variación semana	2-jul	semana ac. año	últ. año	2-jul	semana ac. año	últ. año	
<b>Asia</b>											
China	5.31	0	263	20	2,497.8	-3.1	-4.8	15.2	-0.3	-0.2	2.9
Corea del Sur	2.00	0	91	2	1,417.0	-6.7	-27.3	-22.3	6.77	0.3	0.8
India	5.25	50	38	17	17,525.7	-4.1	-3.6	18.7	1,228.75	-1.1	-5.3
			-	-		-0.3	0.3	19.6	46.66	-0.8	-0.3
											2.8
<b>Latinoamérica</b>											
Brasil	10.25	100	392	17	61,236.2	-3.6	-9.0	15.5	-0.6	-7.4	-2.2
México	4.50	-25	250	14	31,197.0	-4.2	-10.7	20.0	1.79	-0.4	-2.6
Argentina	9.05	-118	185	9	2,209.4	-3.5	-2.9	29.7	13.02	-2.8	0.6
Colombia	3.00	-150	846	54	12,388.5	-4.0	-4.8	41.5	3.93	-0.1	-3.4
Chile	1.00	25	231	13	18,694.7	-0.9	6.8	23.8	1,898.60	-0.1	7.6
Perú	1.75	-125	105	7	13,834.8	-1.2	12.4	26.2	540.55	-0.6	-6.1
Venezuela	17.32	-204	219	13	65,176.4	-2.9	-2.3	5.9	2.83	0.0	2.2
			1,266	80		0.2	18.3	46.4	4,294.65	0.0	-50.0
											-50.0
<b>Europa Emergente</b>											
Rusia	7.75	-375	293	23	1,847.7	-5.8	-8.4	20.2	0.9	-11.6	-9.3
Turquía	6.50	-225	284	18	54,901.0	-6.2	-12.3	25.4	31.15	-0.4	-3.6
Polonia	3.50	0	285	24	2,287.0	-1.7	3.9	48.2	1.58	-0.2	-5.0
Rep. Checa	0.75	-75	90	49	1,100.1	-2.2	-4.3	24.2	3.30	0.8	-13.3
Hungría	5.25	-425	82	-9	21,121.3	-2.7	-1.5	24.1	20.52	1.4	-10.0
Rumanía	9.50	200	175	-6	4,776.7	1.3	-0.5	39.9	227.31	1.2	-16.9
Bulgaria	4.14	-163	259	-12	371.6	-2.3	1.8	39.1	3.44	0.4	-14.2
			207	5		-0.4	-13.0	4.6	1.56	1.1	-12.7
											-10.6
<b>Oriente Medio</b>											
						-4.4	-2.8	0.2		-0.1	-1.5
											-1.4
<b>Emergentes</b>											
			342	20		-3.6	-6.0	15.2		-0.0	-5.2
											-2.5

Fuente: Bloomberg. (1) Tipo de interés oficial o proxy. (2) JP Morgan (Embi) y Bloomberg. (3) Zonas: Índices de Morgan Stanley en moneda local. Latinoamérica cierre en t-1. (4) Positivo: apreciación, negativo: depreciación. Zonas: promedio con un mayor número de países.

CAJA MADRID NO GARANTIZA LA TOTAL EXACTITUD DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN ESTE INFORME Y NO COMPARTE NECESARIAMENTE LAS OPINIONES EXPRESADAS EN ÉL, QUE PERTENECEN EXCLUSIVAMENTE A LOS MIEMBROS DE SU EQUIPO DE ANÁLISIS.

PROHIBIDA LA REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL DE DISEÑO O CONTENIDOS SIN PERMISO PREVIO DEL EDITOR.