
Latinoamérica frente la recesión en EEUU:

El nuevo sistema inmunológico bajo prueba

Ciudad de Guatemala

26 de febrero del 2008

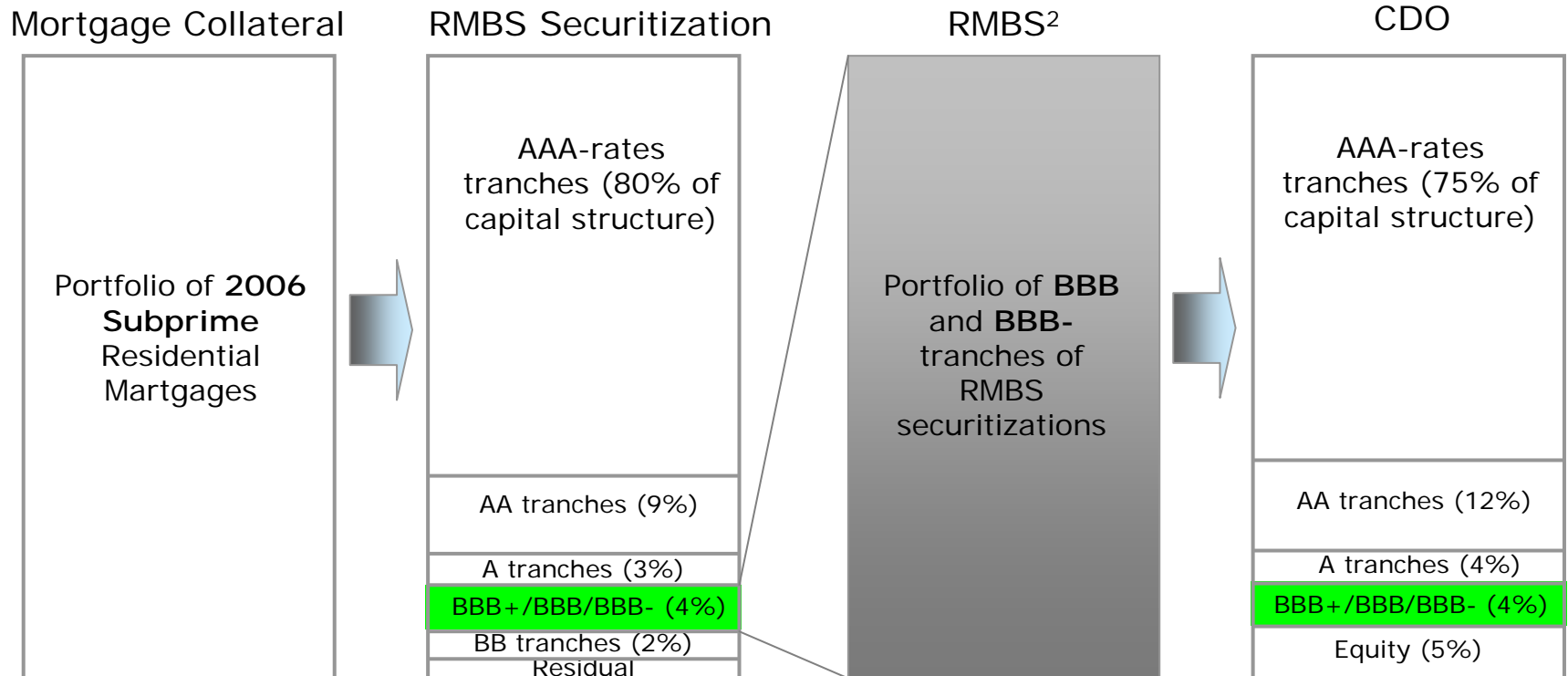


***Oficina del Economista Jefe
Latinoamérica y el Caribe
Banco Mundial***

Estructura de la presentación

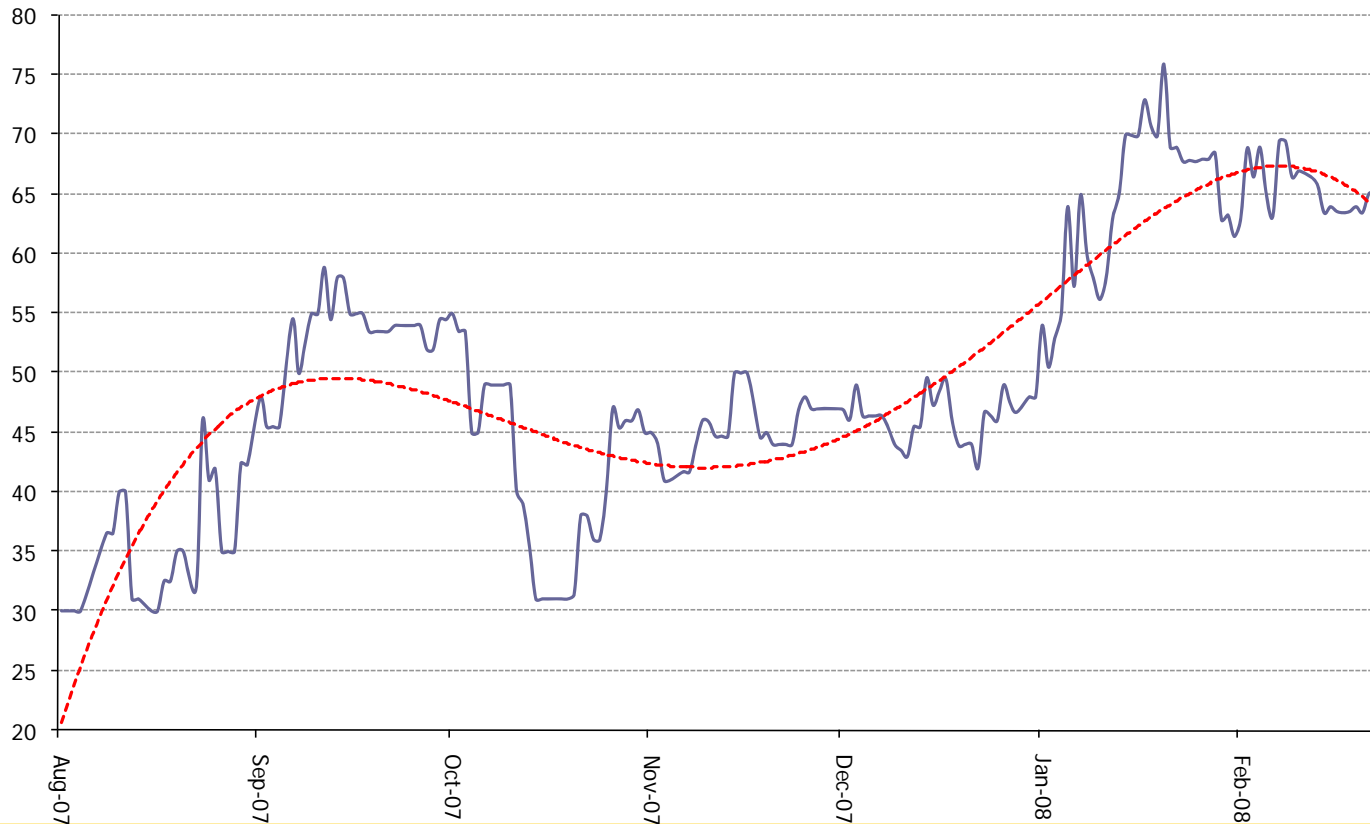
- El origen próximo y consecuencias del malestar financiero y económico estadounidense
- Canales de transmisión financieros
- Canales de transmisión reales
 - Términos de intercambio
 - Demanda externa (o desaceleración en los EEUU)
- Capacidad de ajuste en la región
- Más allá del ciclo

El origen próximo: Transmutación opaca del riesgo crediticio



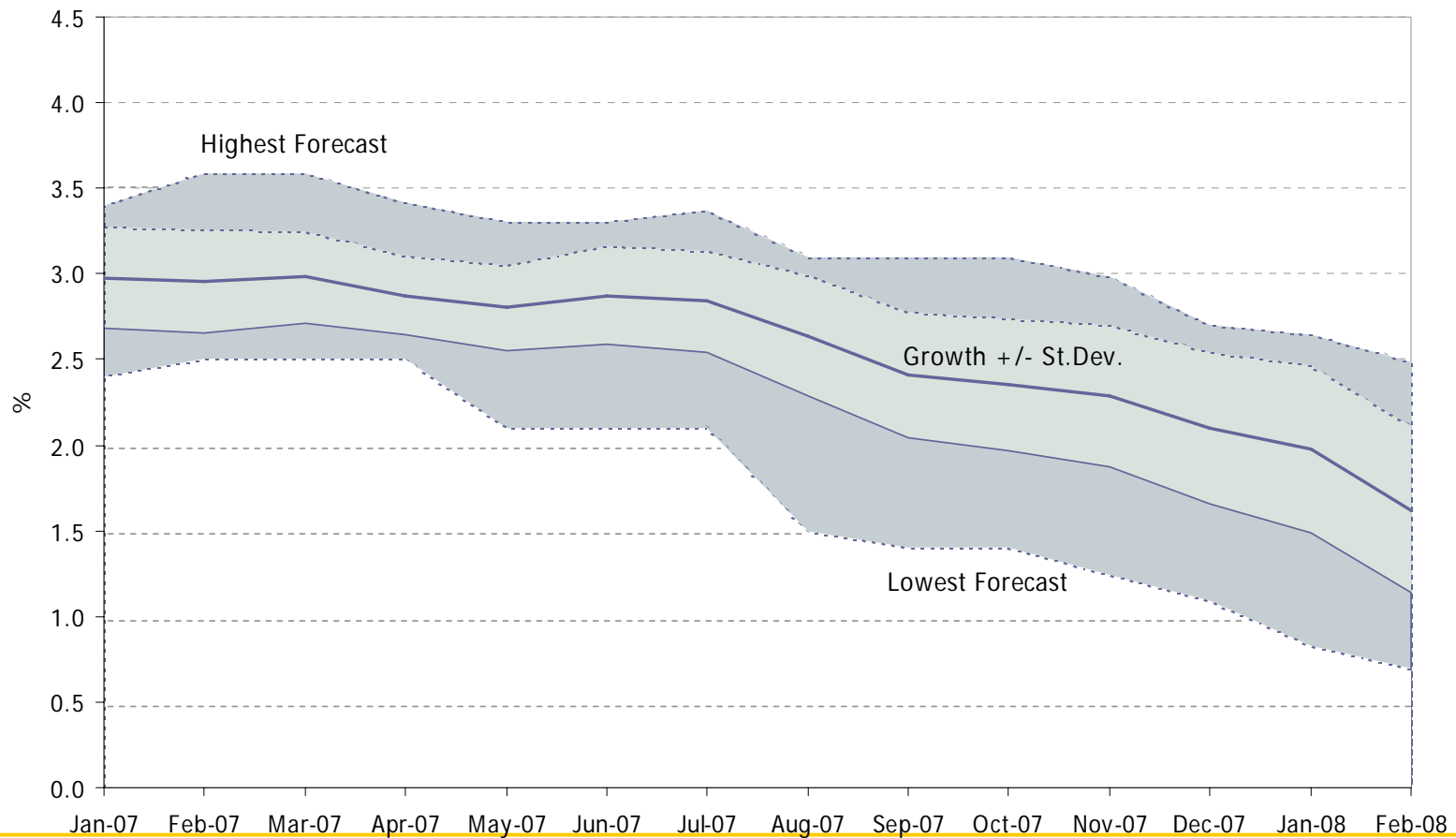
La contaminación de los mercados de crédito ha elevado la expectativa de recesión en EEUU ...

Intrade - Probability of US economy in recession
contract: The US Economy will go into Recession during 2008



... en medio de creciente incertidumbre sobre el futuro próximo de la actividad económica

U.S. - 2008 Growth Forecast Distribution
consensus forecast - %



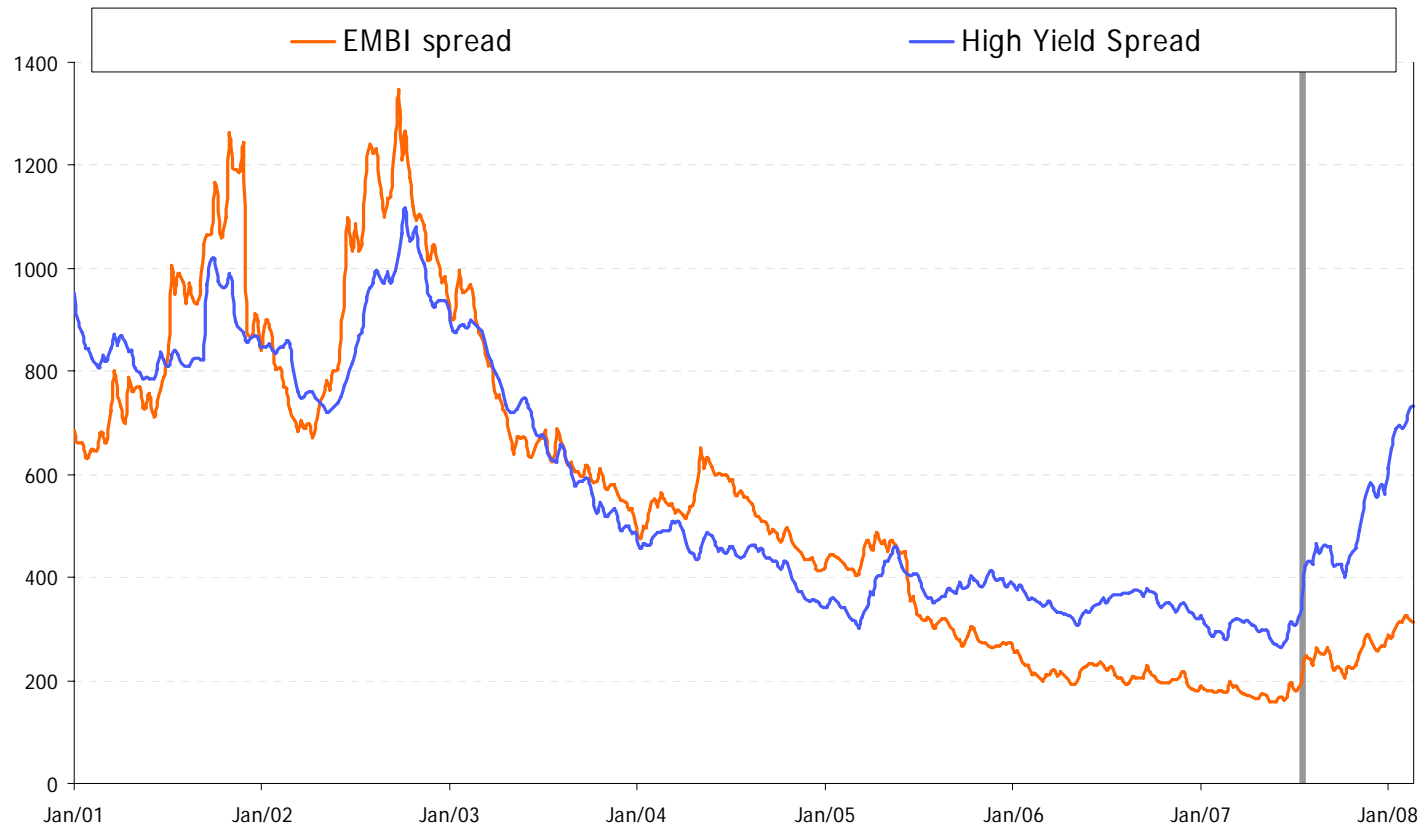
Source: WB

Los canales financieros

La región está menos vulnerable que en el pasado a choques puramente financieros

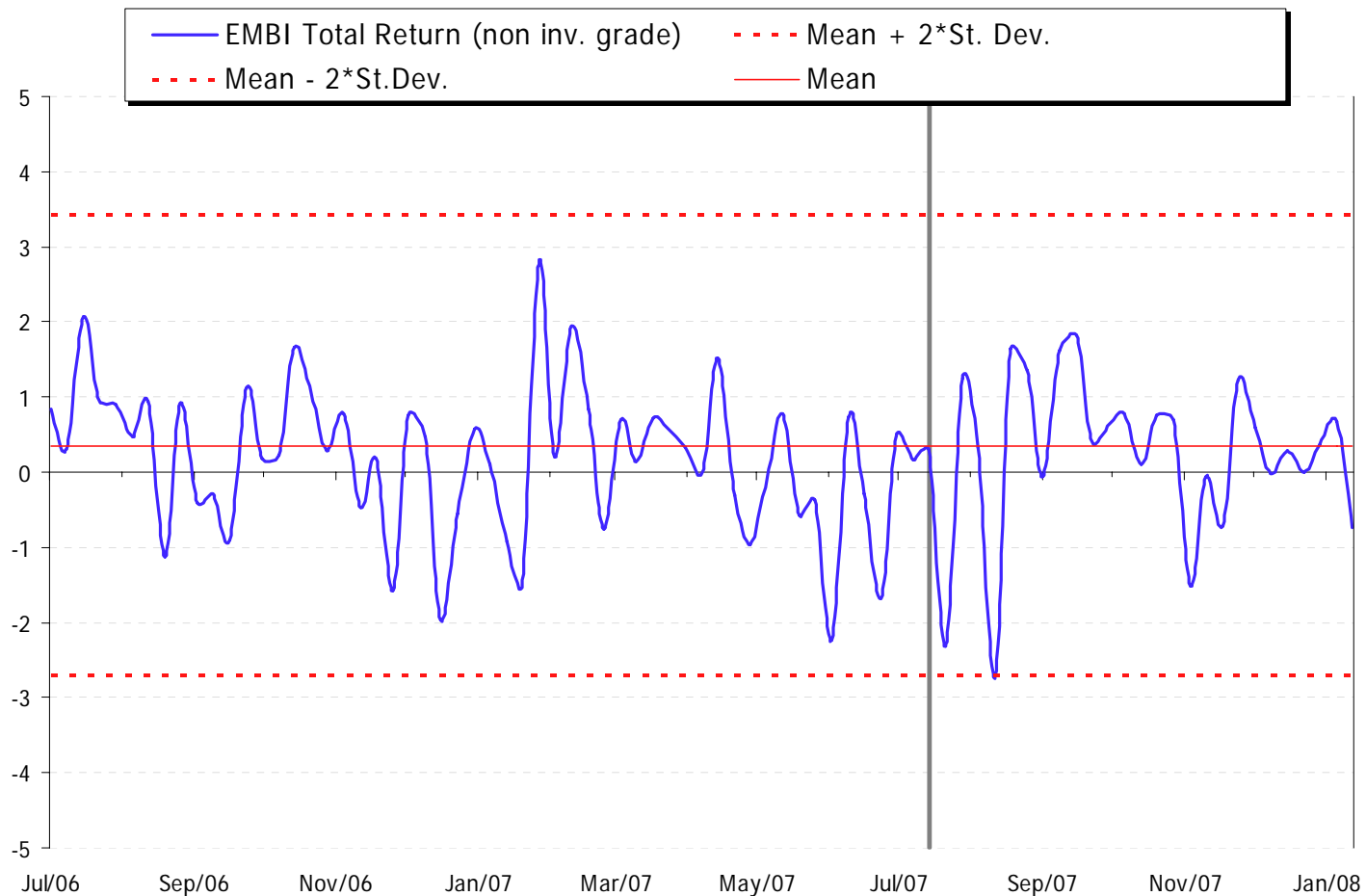
La prima de riesgo Latina ha subido, pero esta vez menos que la de los “junk bonds”

Latin America EMBI & U.S. High Yield Spreads
in basis points (above the U.S. Treasuries)



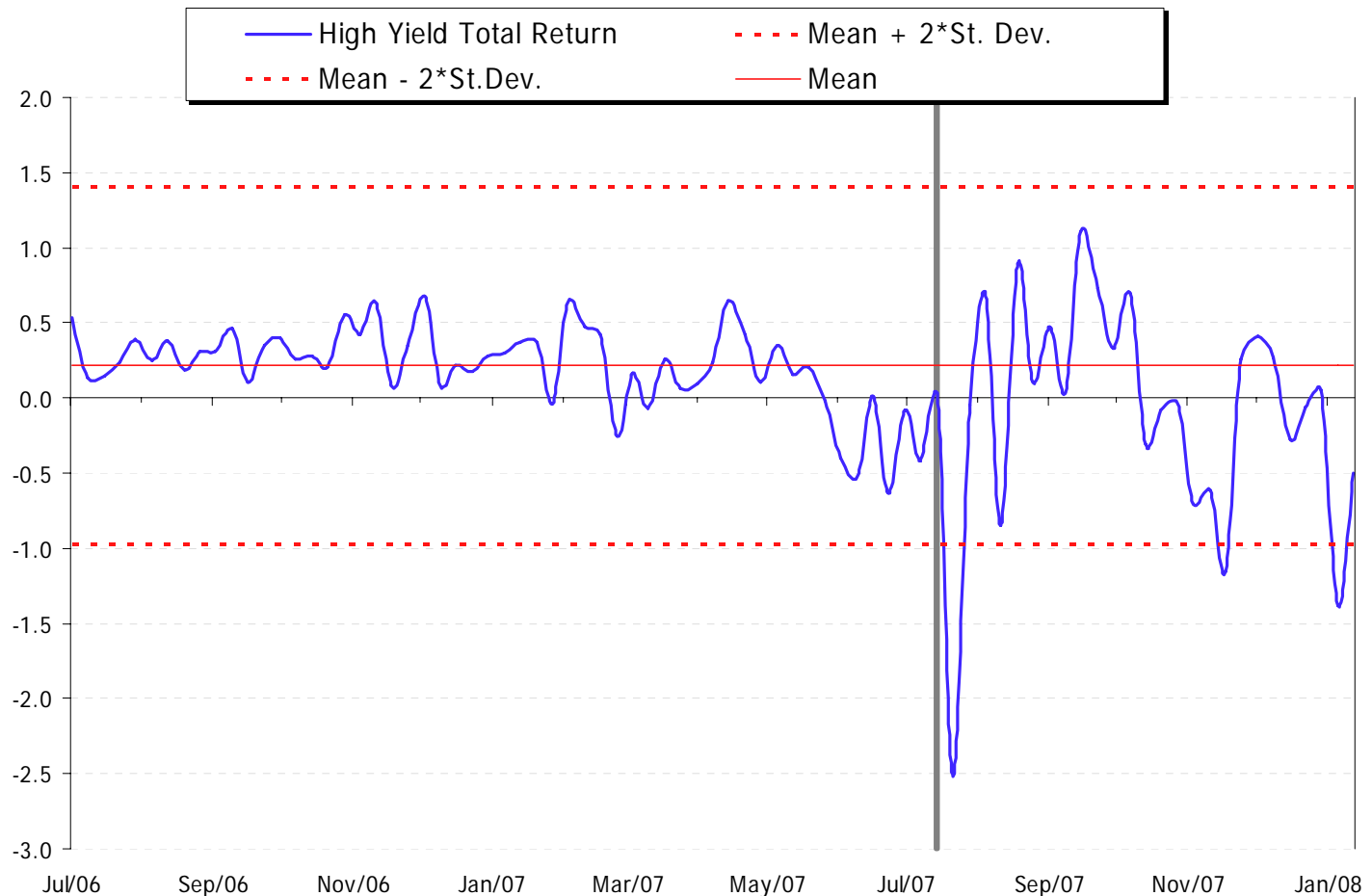
Source: Bloomberg - Credit Suisse High Yield Spread, JP Morgan EMBI Sovereign Spread

La volatilidad reciente de la prima de riesgo Latina ha estado dentro de rangos “normales” ...



Source: Bloomberg - weekly data: JP Morgan EMBI Globa. Statistics base on 4 Year Window

... pero la volatilidad de la prima de riesgo de los “junk bonds” ha excedido rangos históricos

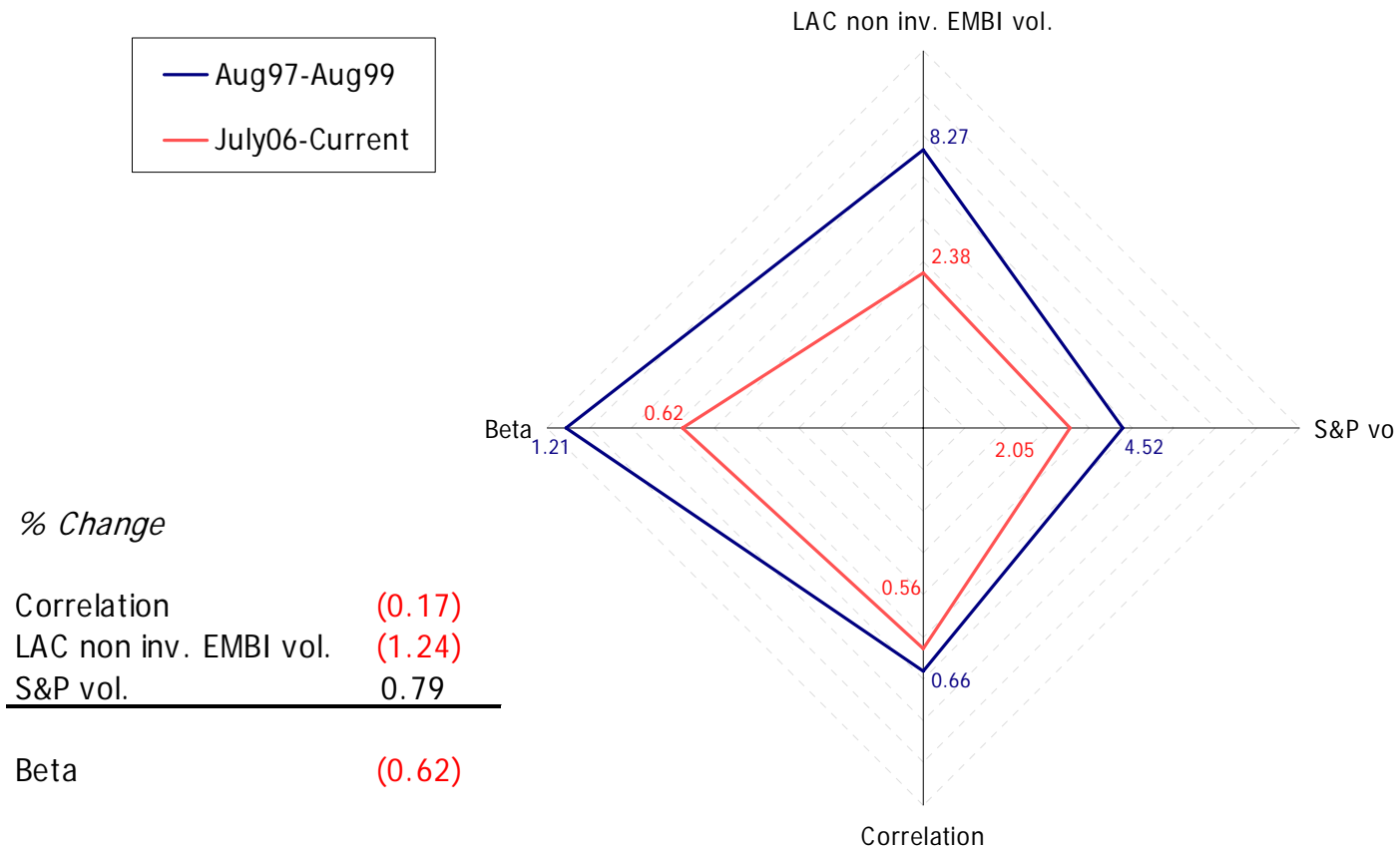


Source: Bloomberg - weekly data: Credit Suisse High Yield Index. Statistics base on 4 Year Window

El beta de los bonos latinos (en relación al S&P 500) es mucho menor esta vez

Stock Market: Beta Decomposition

Decomposition of the BETA of the regression between LAC Stocks & S&P



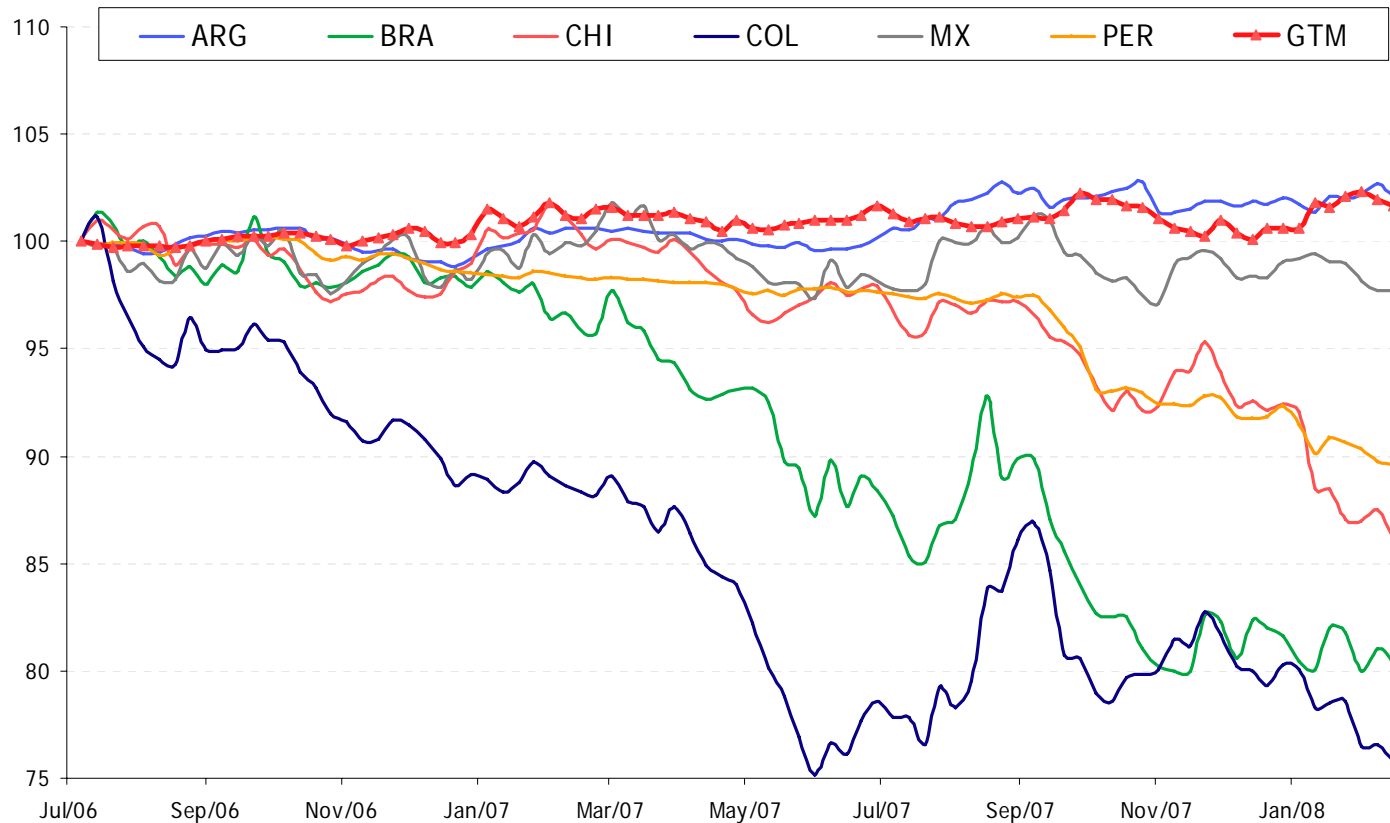
% Change

Correlation	(0.17)
LAC non inv. EMBI vol.	(1.24)
S&P vol.	0.79
Beta	(0.62)

Source: Bloomberg - monthly data: JP Morgan EMBI Global. Volatility= St.Dev.

Las monedas latinas se han apreciado frente al dólar en medio de la crisis “subprime” ...

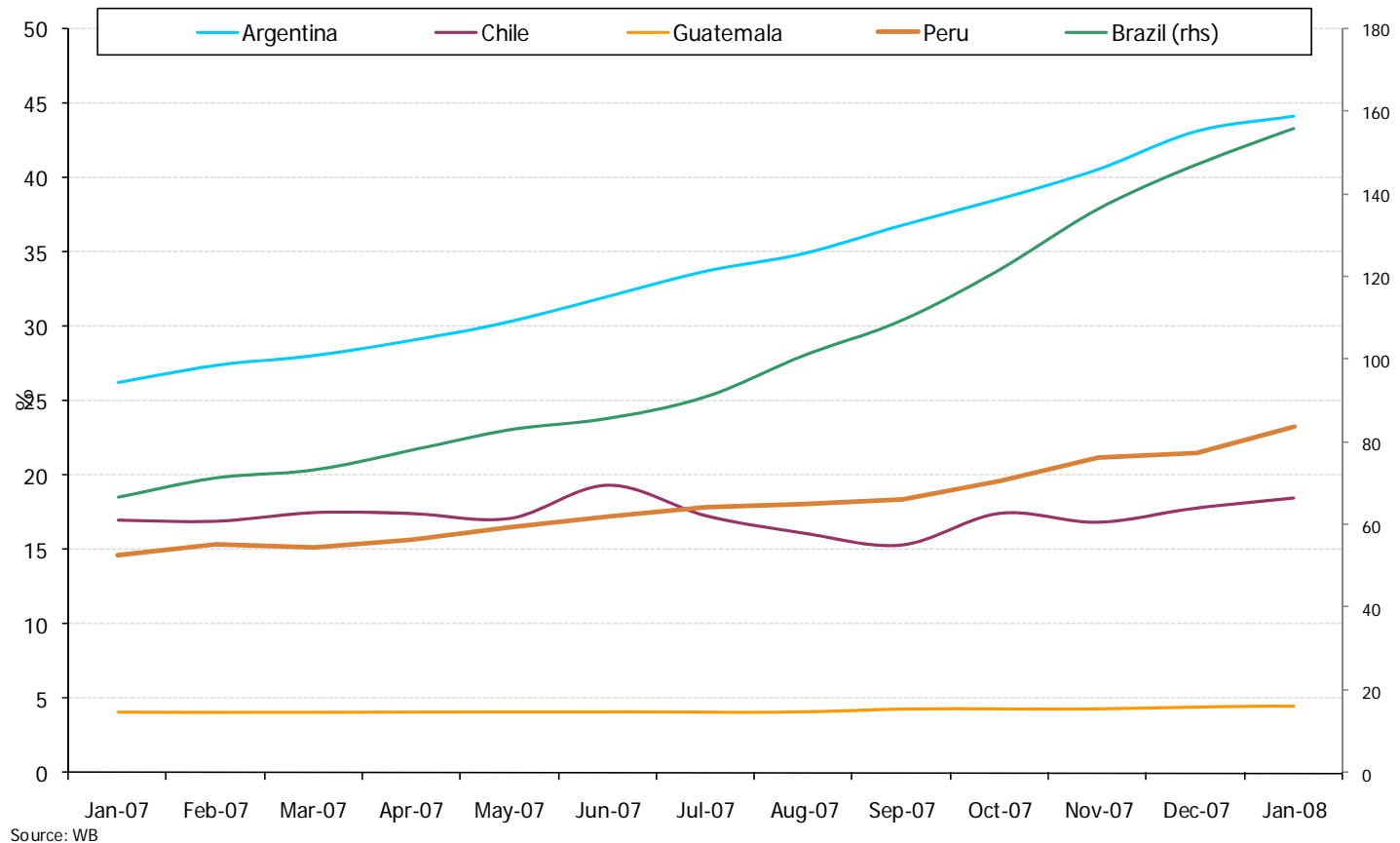
Latin America Currencies Performance
100=Jul2006



Source: Bloomberg

... al tiempo que los bancos centrales latinoamericanos no han estado vendiendo dólares defensivamente

Latin America - International Reserves
in billion dollars

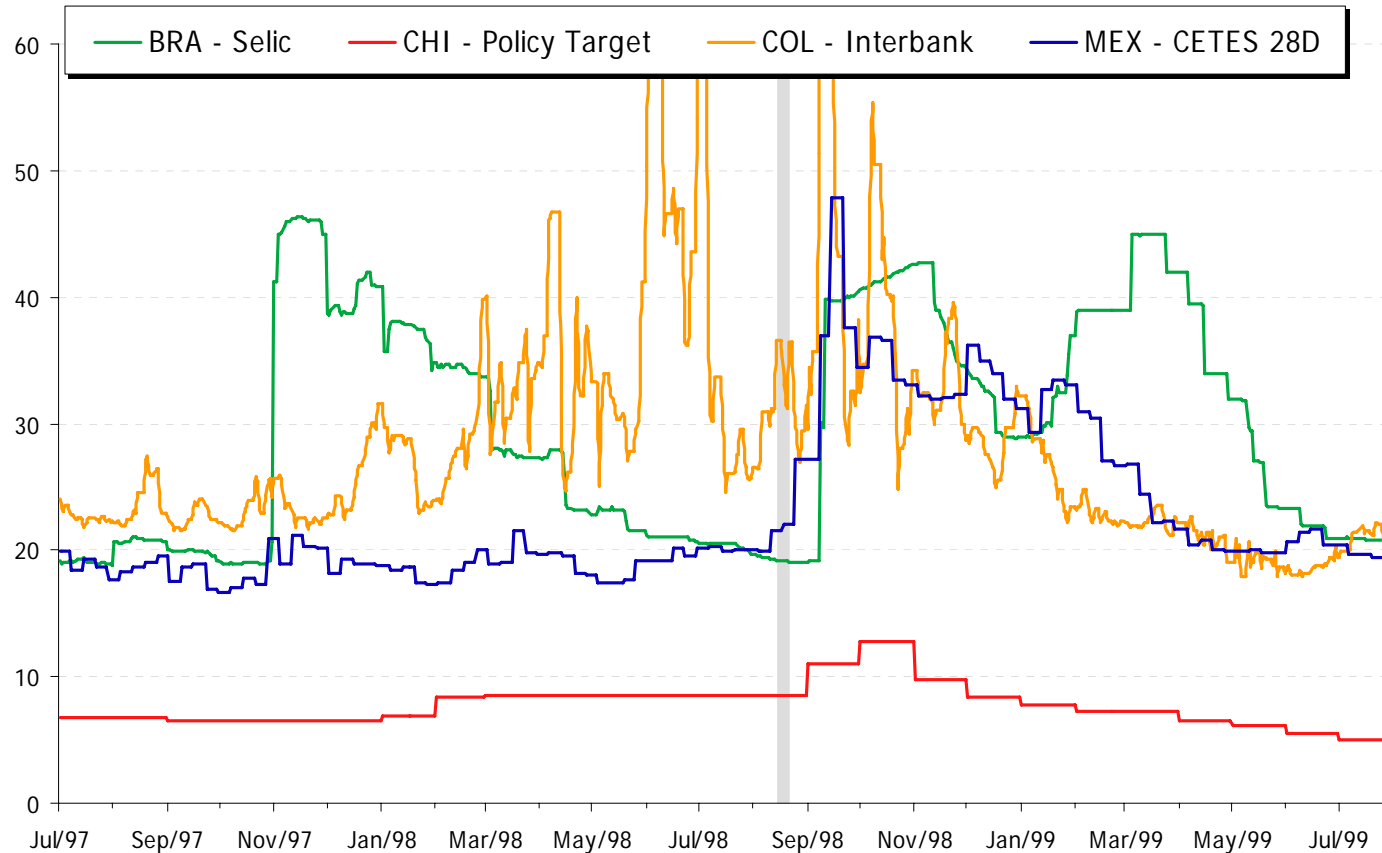


Source: WB

La volatilidad (pro-cíclica) de tasas de interés latinas observada en crisis anteriores...

Policy Interest Rates

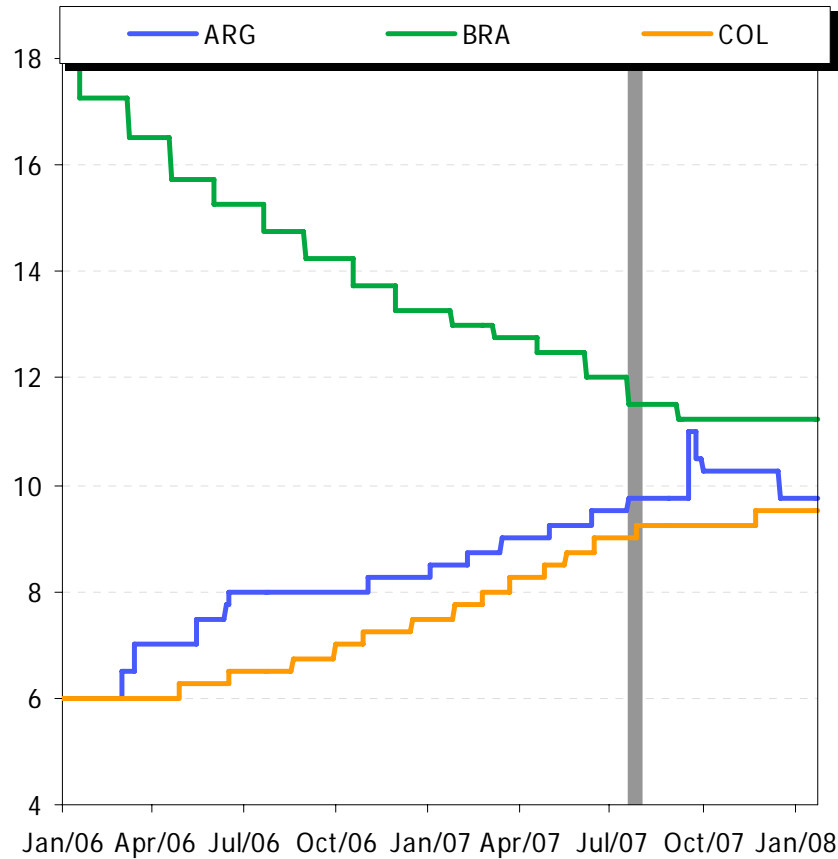
in %



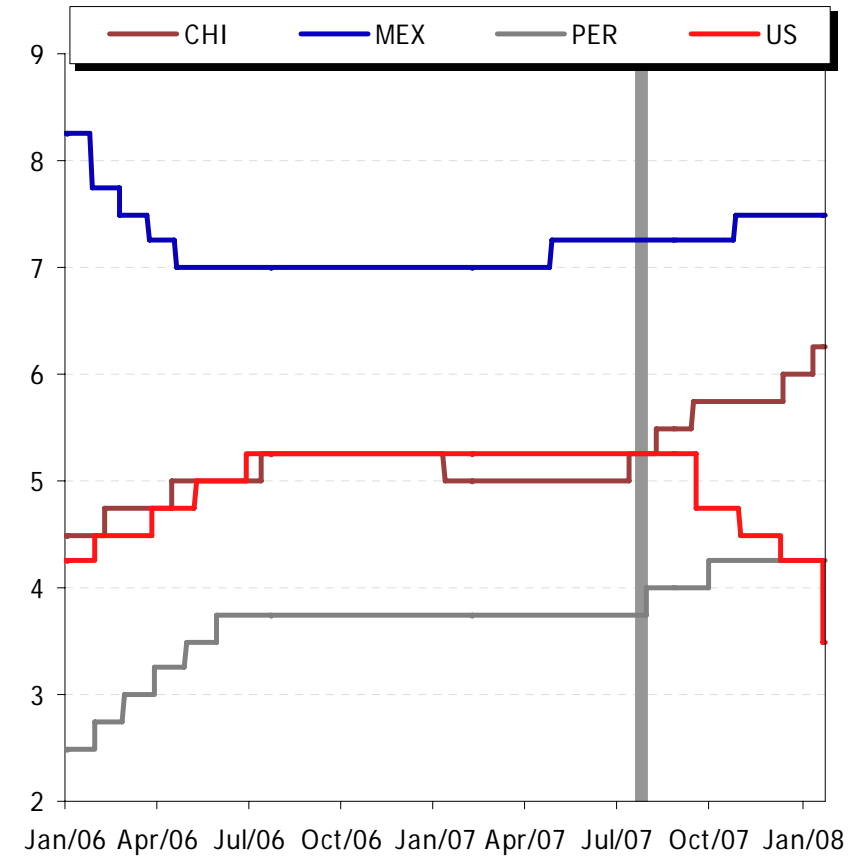
Source: Bloomberg

... no se ha materializado esta vez

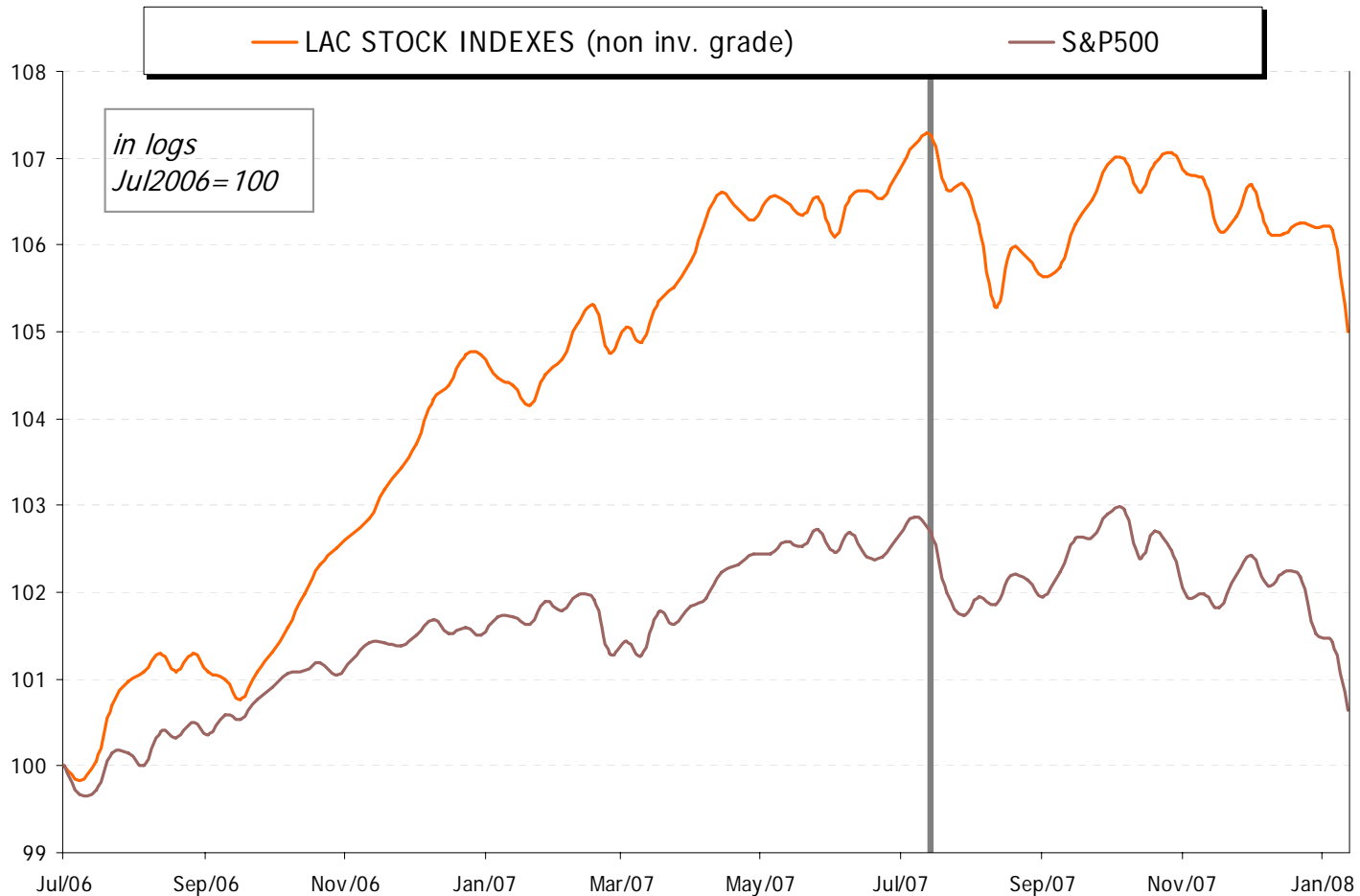
Policy Interest Rates
in %



Policy Interest Rates
in %



Los mercados accionarios latinos si han experimentando una corrección importante...



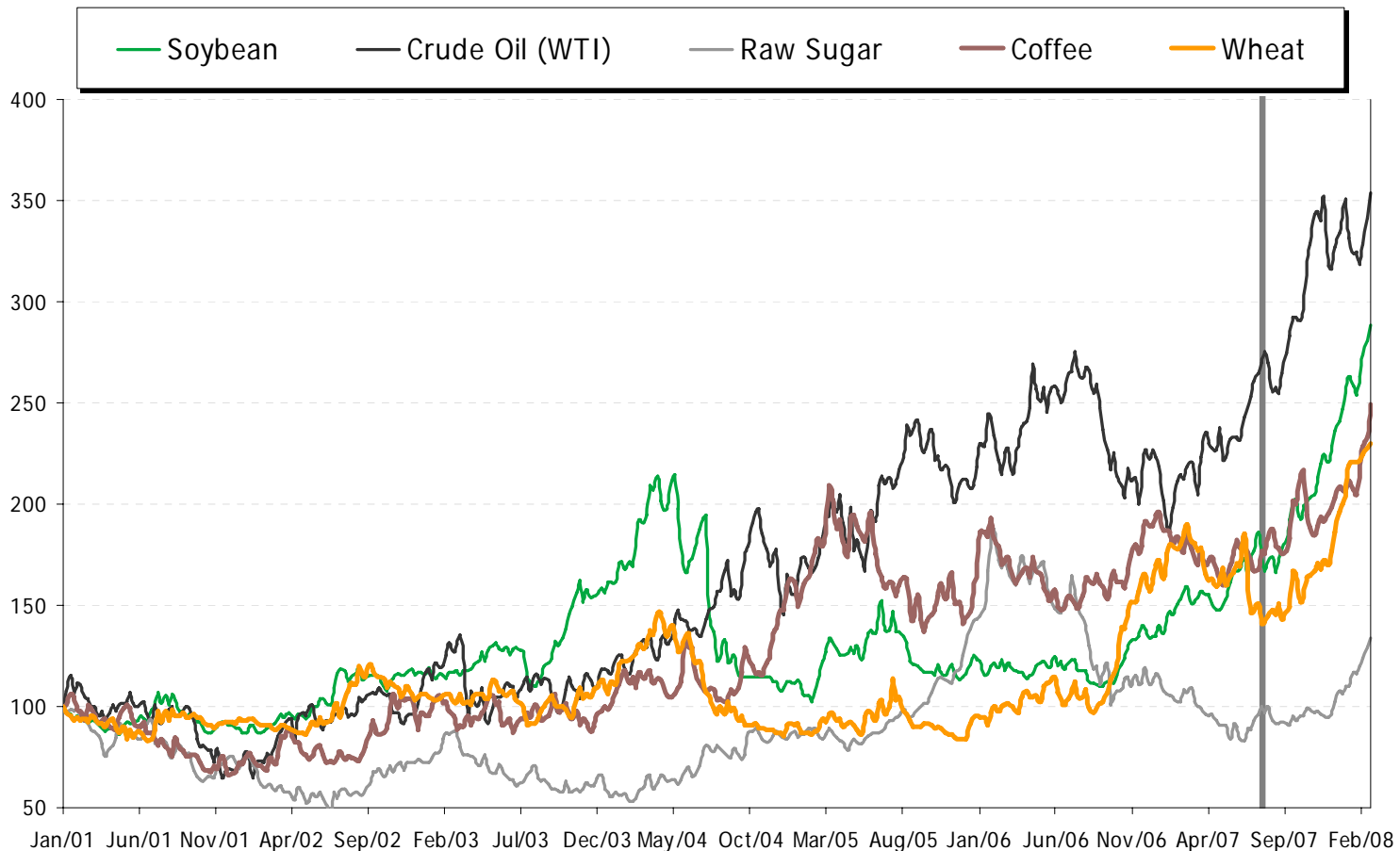
Source: weekly data: JP Morgan EMBI Global, Morgan Stanley Capital International

Los canales reales: Términos de intercambio

Los altos precios de commodities están asociados al crecimiento chino y afectan a los países de la región de manera muy diferenciada

Hasta ahora, los commodities han seguido una trayectoria independiente a la crisis “subprime”

Commodity Indexes



Source: Bloomberg - Dow Jones-AIG Agriculture, Energy & Prec. Metals Sub-Indexes are quoted in USD.

El movimiento de precios de commodities ha estado asociado al crecimiento de China

Agri Index	Energy Index	Ind. Met. Index	Pre. Met. Index	Soy Price	Copper	Oil WTI					
0.48	0.64	0.70	0.81	0.10	0.33	0.12	US\$ vs. EURO				
0.00	0.00	0.00	0.00	0.55	0.05	0.47					
0.34	0.15	0.13	0.09	-0.20	0.07	0.13	0.27	World %YoY			
0.02	0.29	0.38	0.51	0.17	0.62	0.37	0.12				
0.62	-0.23	-0.20	-0.17	-0.16	0.09	0.15	0.27	0.60	USA &YoY		
0.00	0.11	0.15	0.23	0.27	0.55	0.29	0.12	0.00			
0.05	0.44	0.66	0.75	0.30	0.31	0.17	0.84	-0.14	-0.09	China %YoY	
0.74	0.00	0.00	0.00	0.03	0.03	0.25	0.00	0.33	0.53		
0.19	-0.32	0.14	0.03	-0.02	-0.12	-0.07	-0.04	-0.03	0.30	0.02	Europe &YoY
0.17	0.02	0.34	0.81	0.87	0.42	0.65	0.82	0.84	0.03	0.92	

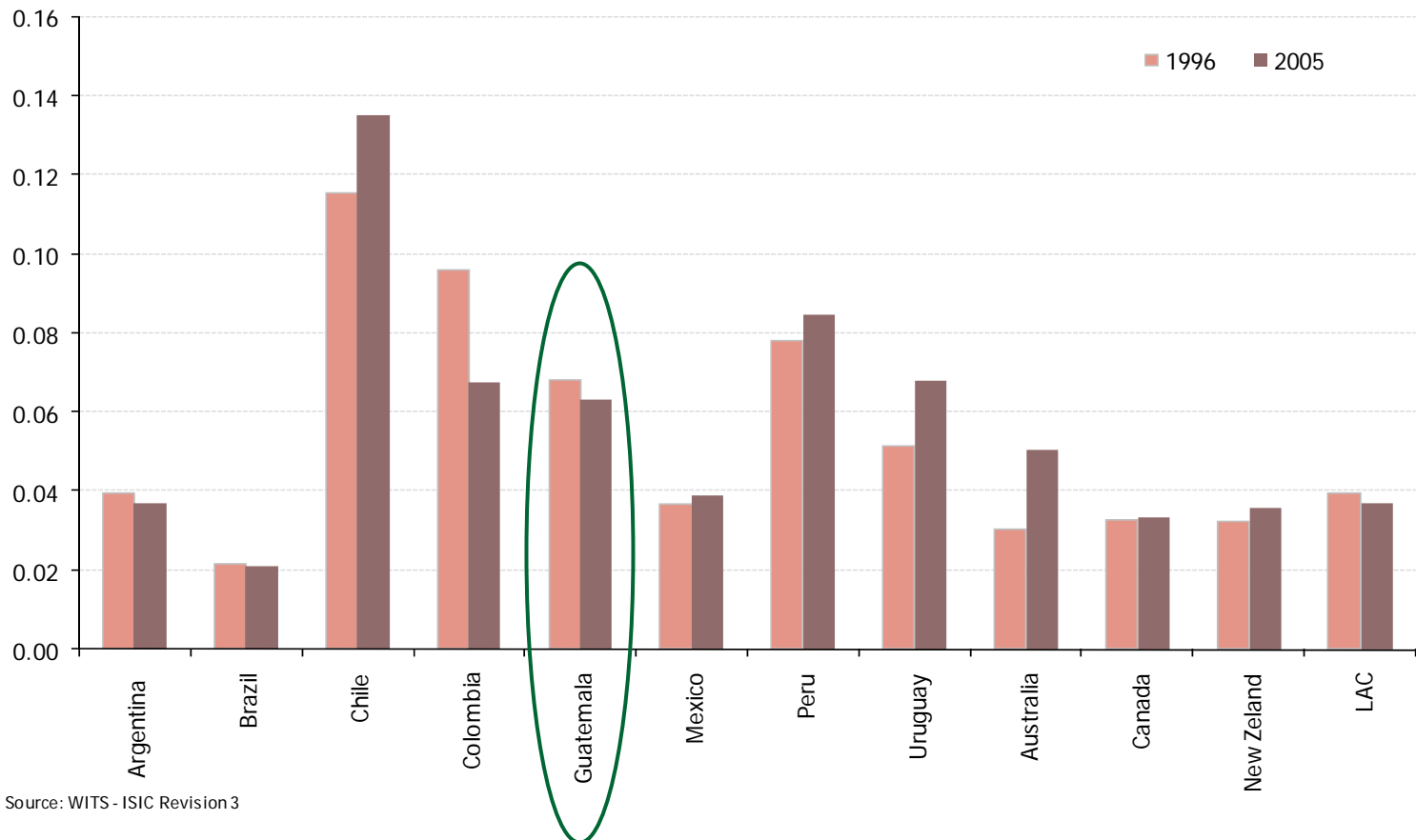
Source: Bloomberg, %YoY: Growth on the Real GDP (annual variation)

Commodity Indexes expressed in Total Returns. Commodity Prices expressed as variations

Sample: quarterly data, 1995q1-2007q2; averages

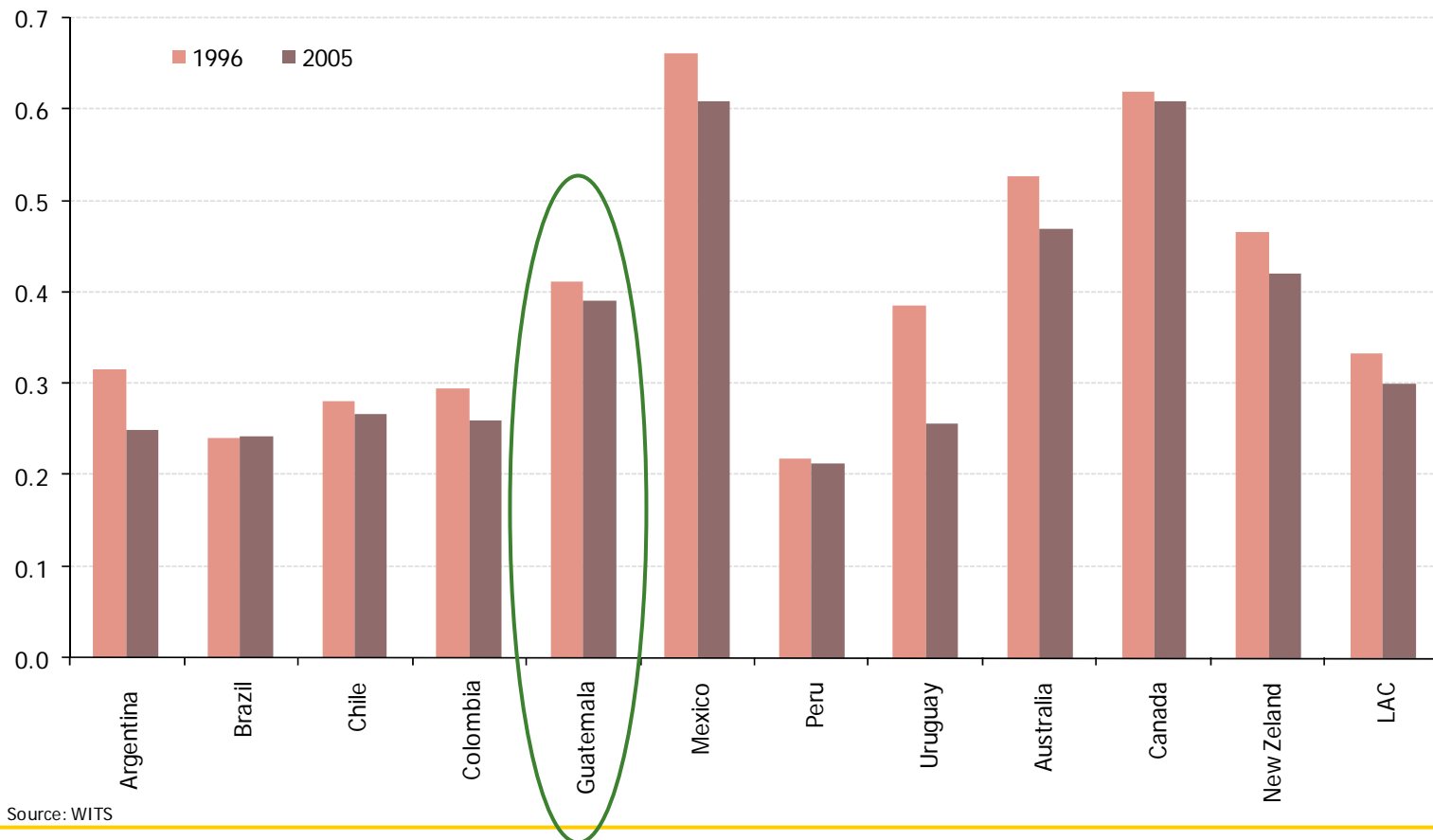
Algunos países latinos han incrementado su especialización en commodities ...

Export Products Concentration
Herfindahl Index - ISIC 3



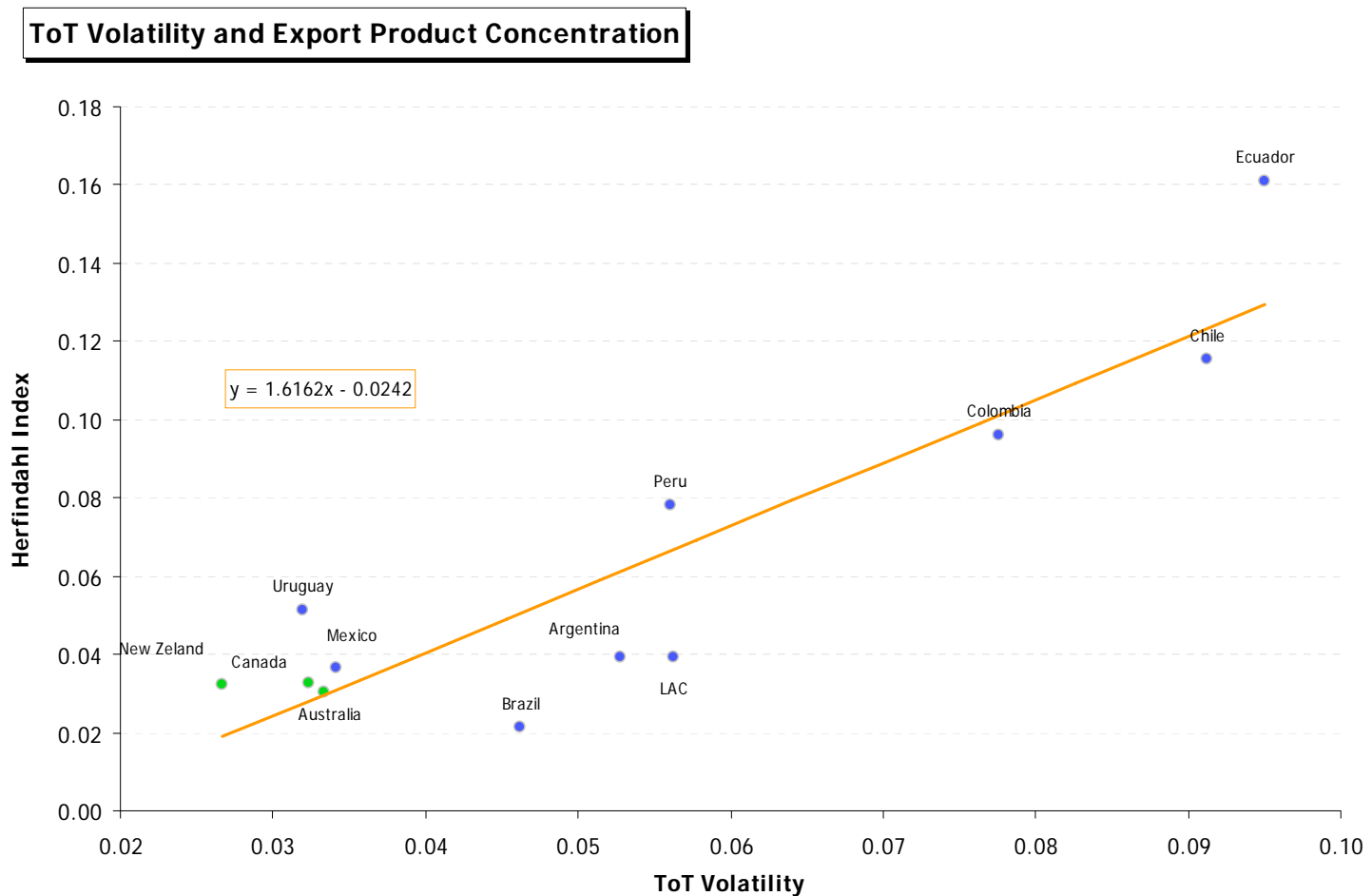
... pero muchos han diversificado los mercados de destino de sus exportaciones

Export Partner Concentration
Herfindahl Index



Source: WITS

La mayor concentración de las exportaciones debería preocuparnos?

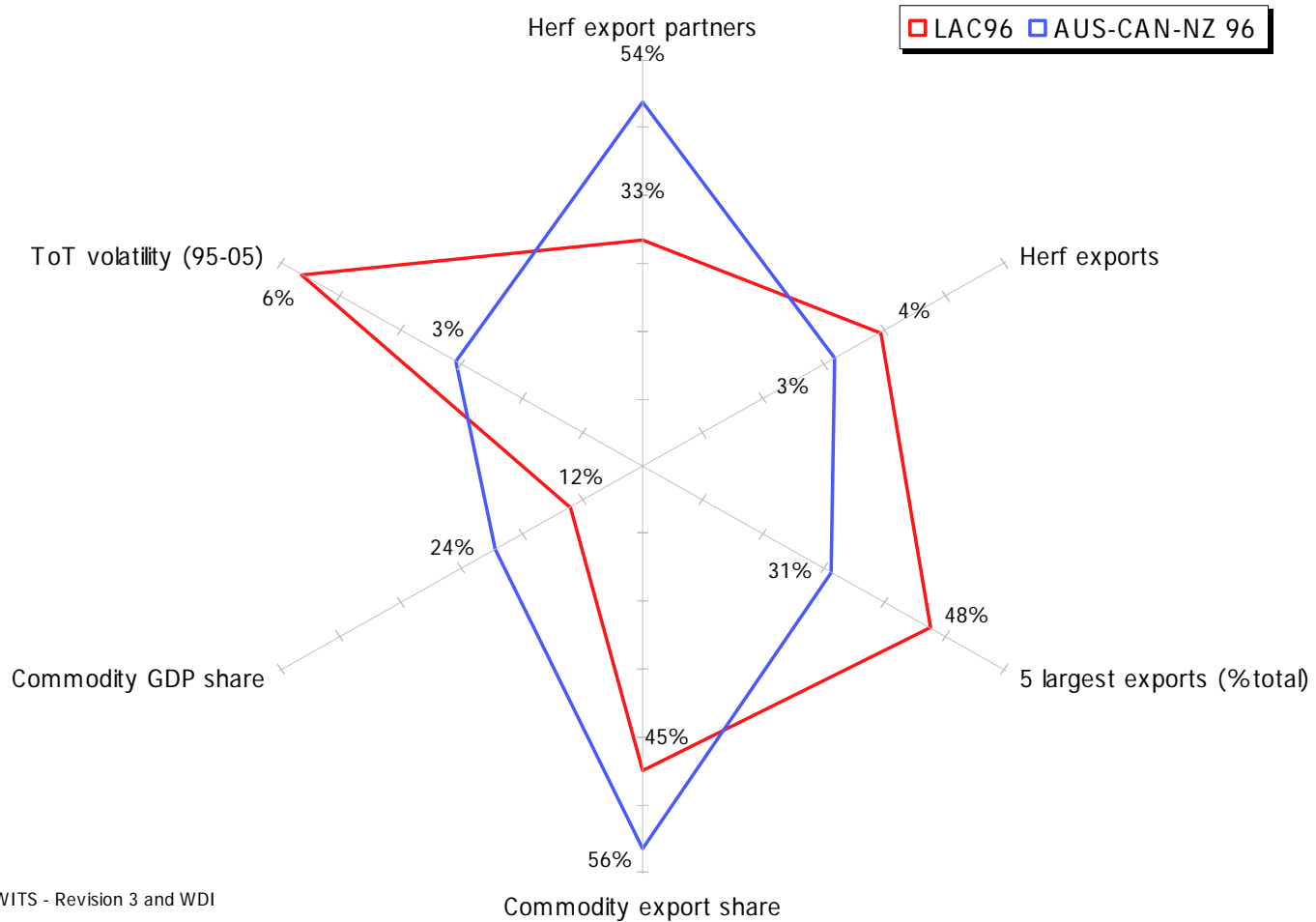


Note: Terms of Trade volatility as the St.Dev. of the growth of the ToT. Source: WDI & WITS Revision 3.

... no necesariamente

Real Fragilities and ToT volatility: 1996-2005

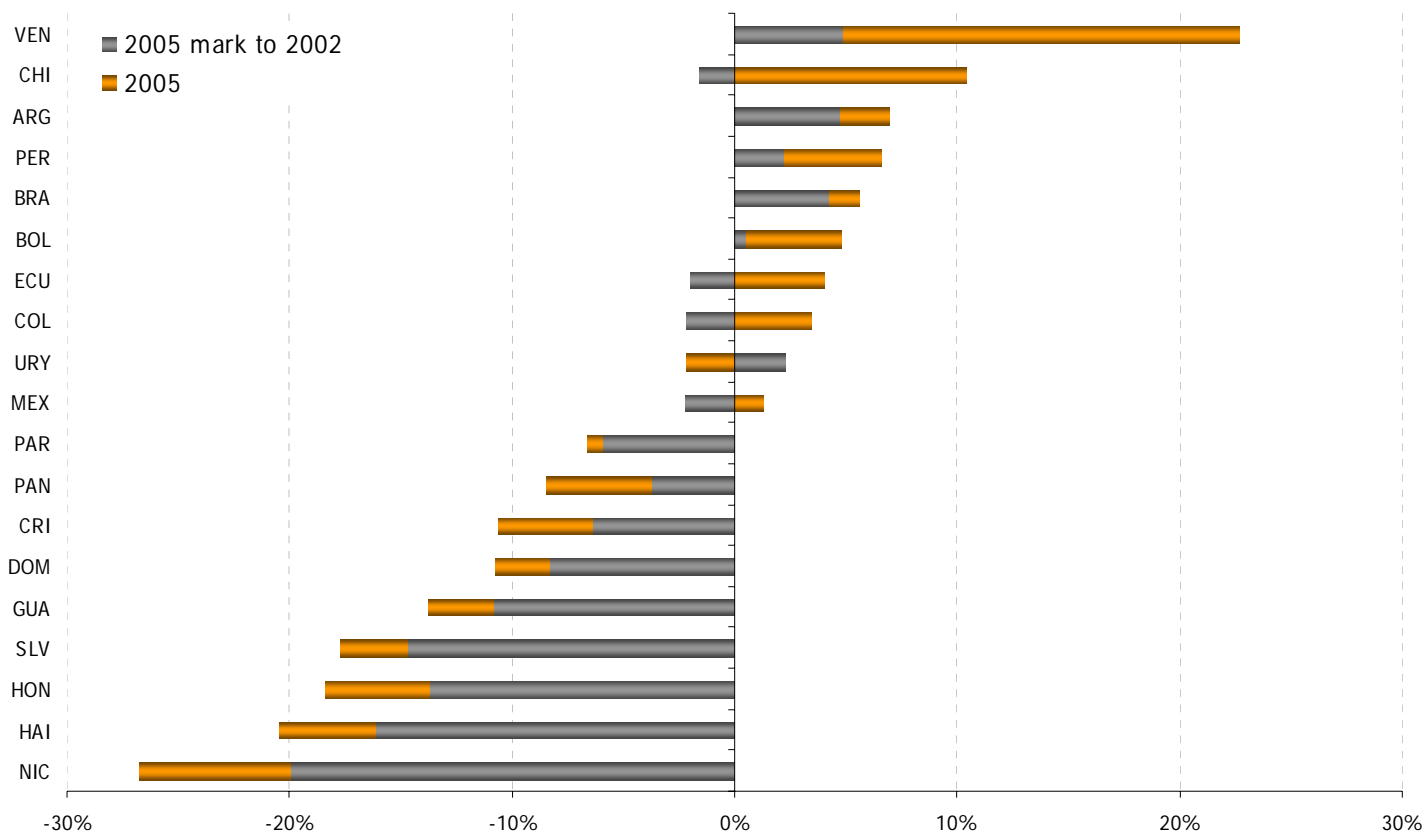
for average LAC countries and developed commodity exporters



Source: WDI & WITS - Revision 3 and WDI

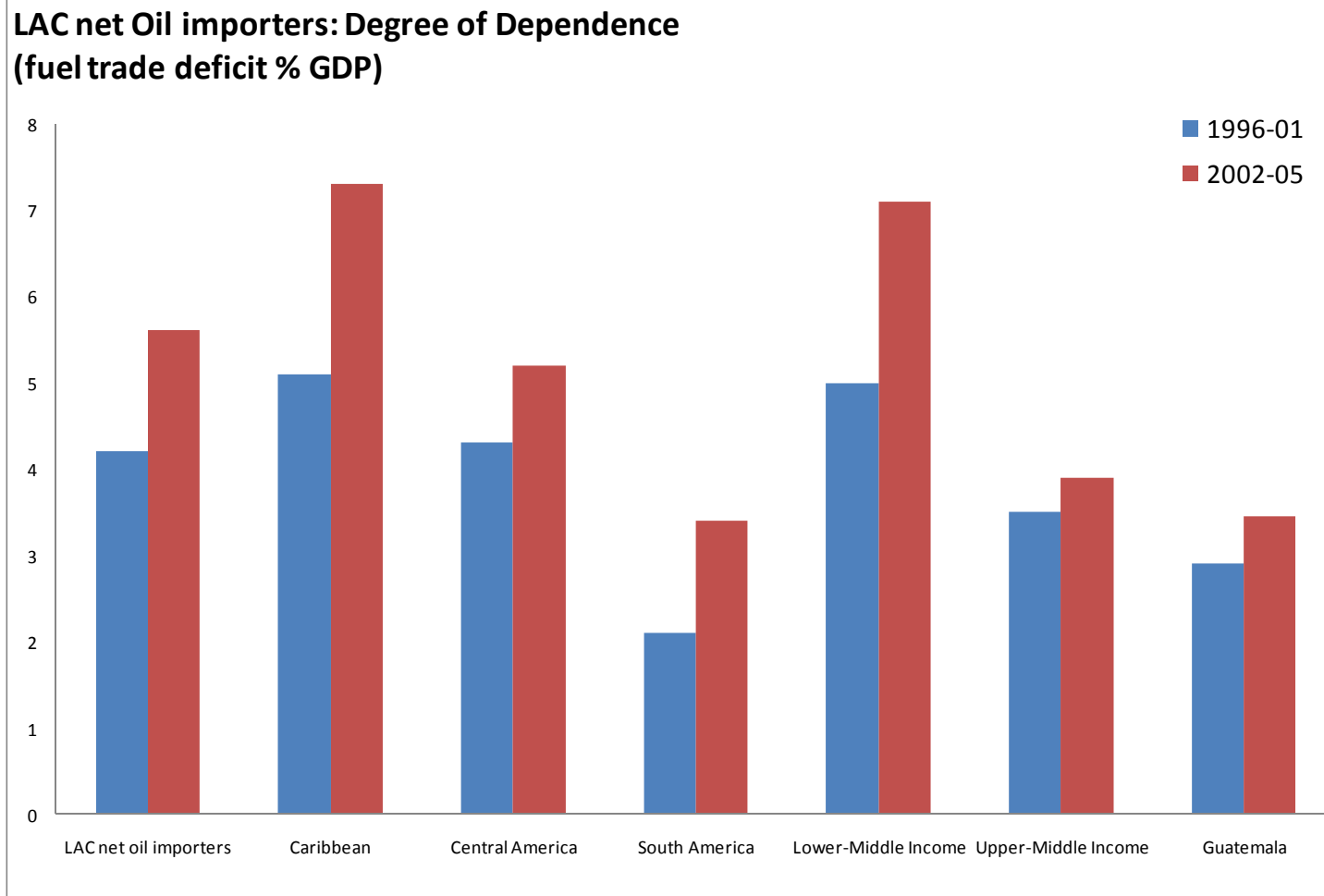
Los altos precios de commodities tienen efectos muy distintos en los países de la región

2005 Trade Balance at 2002 implicit prices
% GDP



Source: CEPAL - GDP: 2002 Real GDP, implicit prices: Price Index 2002 / Price Index 2005

El alto precio del petróleo es particularmente desfavorable a Centro América y el Caribe

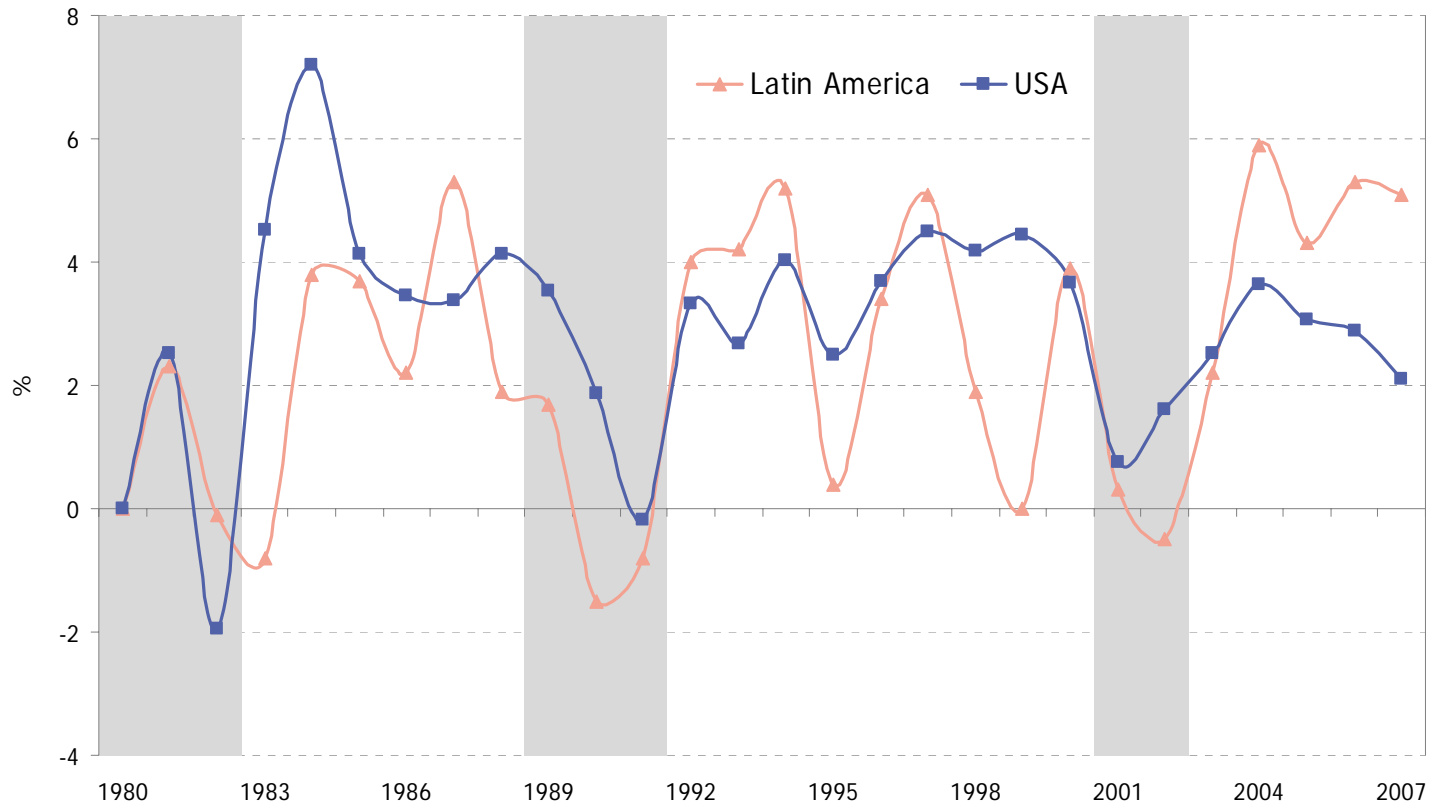


Los canales reales: Demanda externa

El efecto en la región de una caída cíclica de la economía norteamericana es significativo, pero varía de un país a otro

En el pasado, los bajones cíclicos en EEUU han arrastrado a la economía de la región

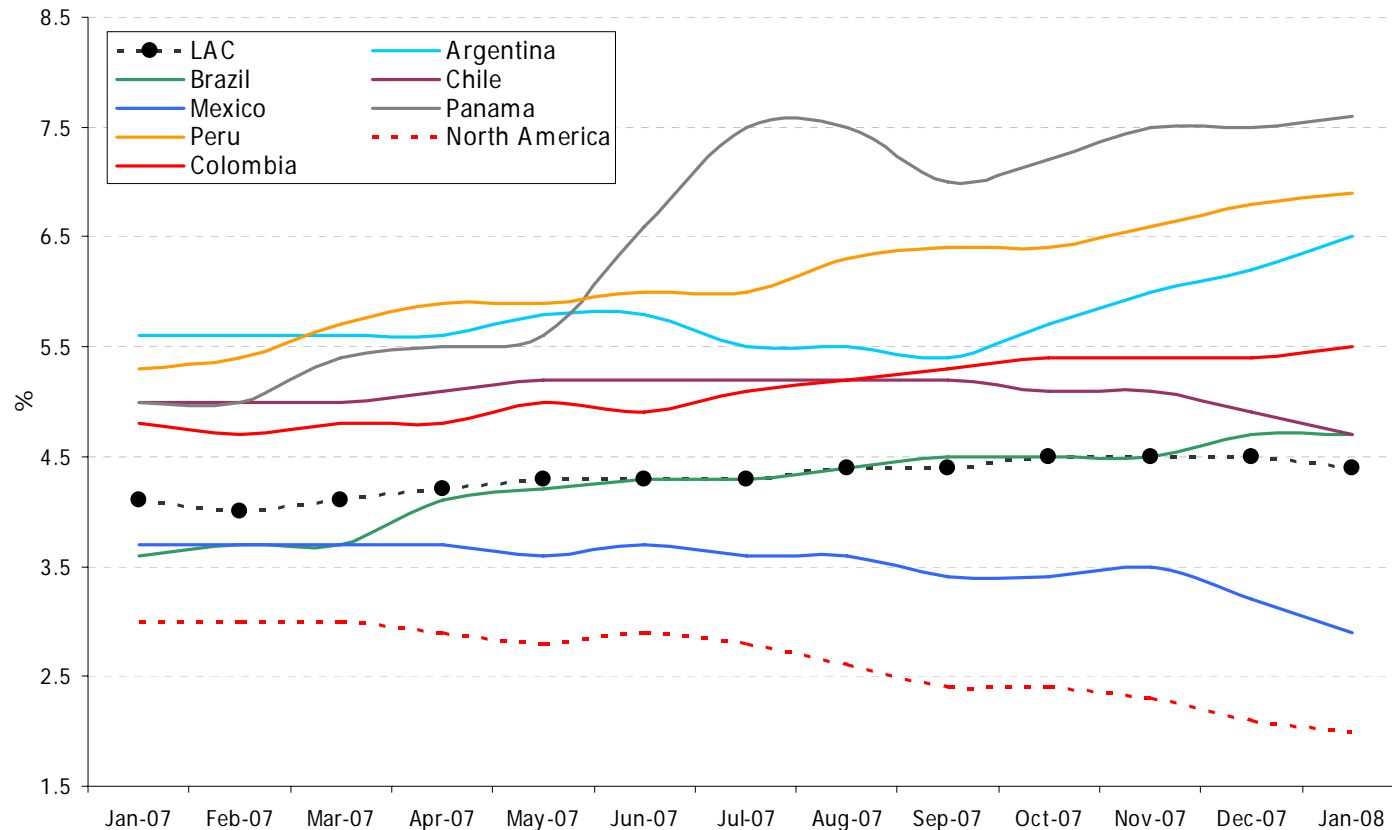
U.S. Recessions and the Latin America Real Growth
U.S. recession shaded



Source: WDI - World Bank

Pero esta vez, los pronósticos de crecimiento para países latinos se han mantenido altos

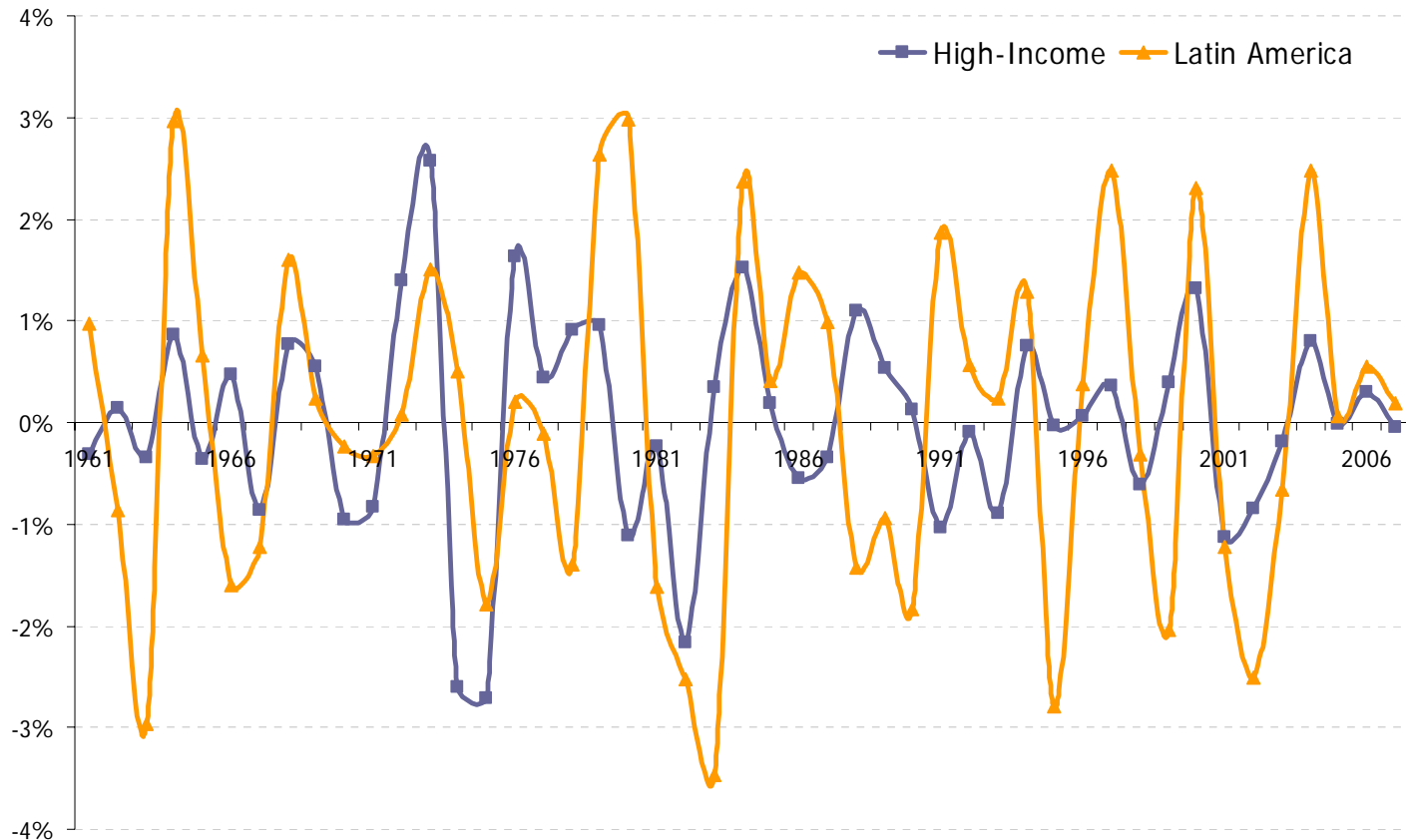
Latin America - 2008 Growth Forecast
consensus forecast - %



Source: WB

Se prevé un deslinde de las economías latinas frente a la norteamericana? No de los ciclos ...

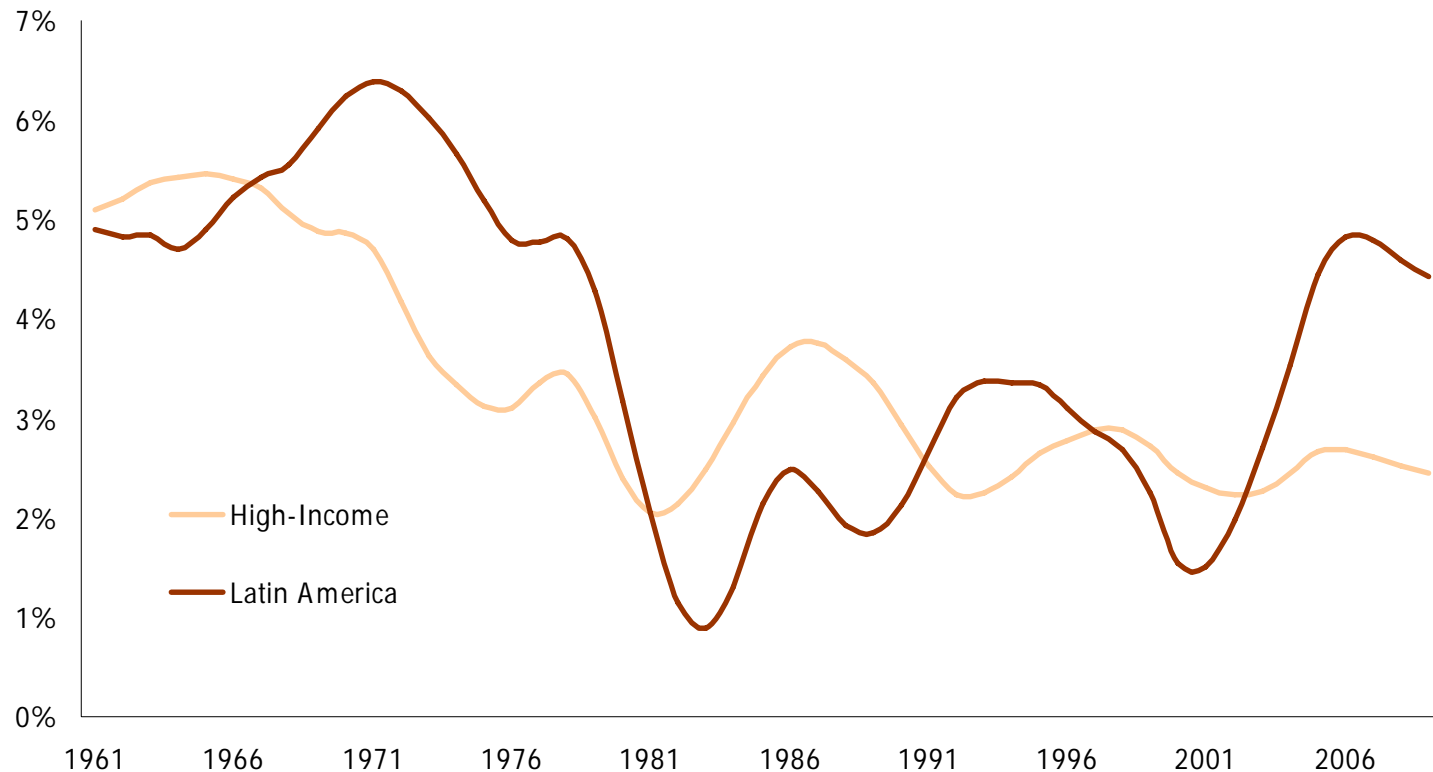
Cyclical component of growth in LAC and High-Income Countries
Cyclical component of growth is computed using the band-pass filter



Note: Calculations based on quarterly GDP data.

...pero quizás, solo quizás, se empiezan a deslindar las tendencias

Trend Growth in Latin America and High-Income Countries



Note: Trend growth computed using the band pass filter. Data from WDI

Regresiones de panel: la caída cíclica de EEUU tendía un impacto significativo sobre la región ...

Impact of US Growth in LAC: Are there asymmetric effects?

Dependent variable: Growth in GDP of the LAC country (% , $y-o-y$)

Sample of 11 LAC countries, 1993.Q1 - 2007.Q4 a/

	[1]	[2]
Variable		Average b/
US Growth (%, $y-o-y$)	0.3404 ** (0.138)	..
- US negative growth (%, $y-o-y$)	..	0.5728 ** (0.215)
- US positive growth (%, $y-o-y$)	..	0.2944 ** (0.127)
Growth in China (%, $y-o-y$)	0.2942 ** (0.107)	0.1864 * (0.117)
Growth in Euro Area (%, $y-o-y$)	0.0078 (0.170)	0.2146 (0.198)
Countries	11	11
Observations	557	557
R**2	0.622	0.608

Notes:

- The sample includes Argentina, Bolivia, Brazil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Peru, Mexico, Uruguay and Venezuela.
- Asymmetric effects depend on U.S. negative (positive) growth defined as growth below (above) the average $y-o-y$ growth over the sample period.
- Regressions account for country and time-effects and robust standard errors are computed.
- Other explanatory variables include: lagged growth, exports of LAC country to US, exports of LAC country to China, exports of LAC country to Euro Area, terms of trade shocks, 3-month US labor rate, lagged real exchange rate misalignment, and dummies for the Tequila, East Asian, and Argentinean crisis.

... los efectos mayores estarían asociados a lo que pase con la inversión y el sector servicios en EEUU

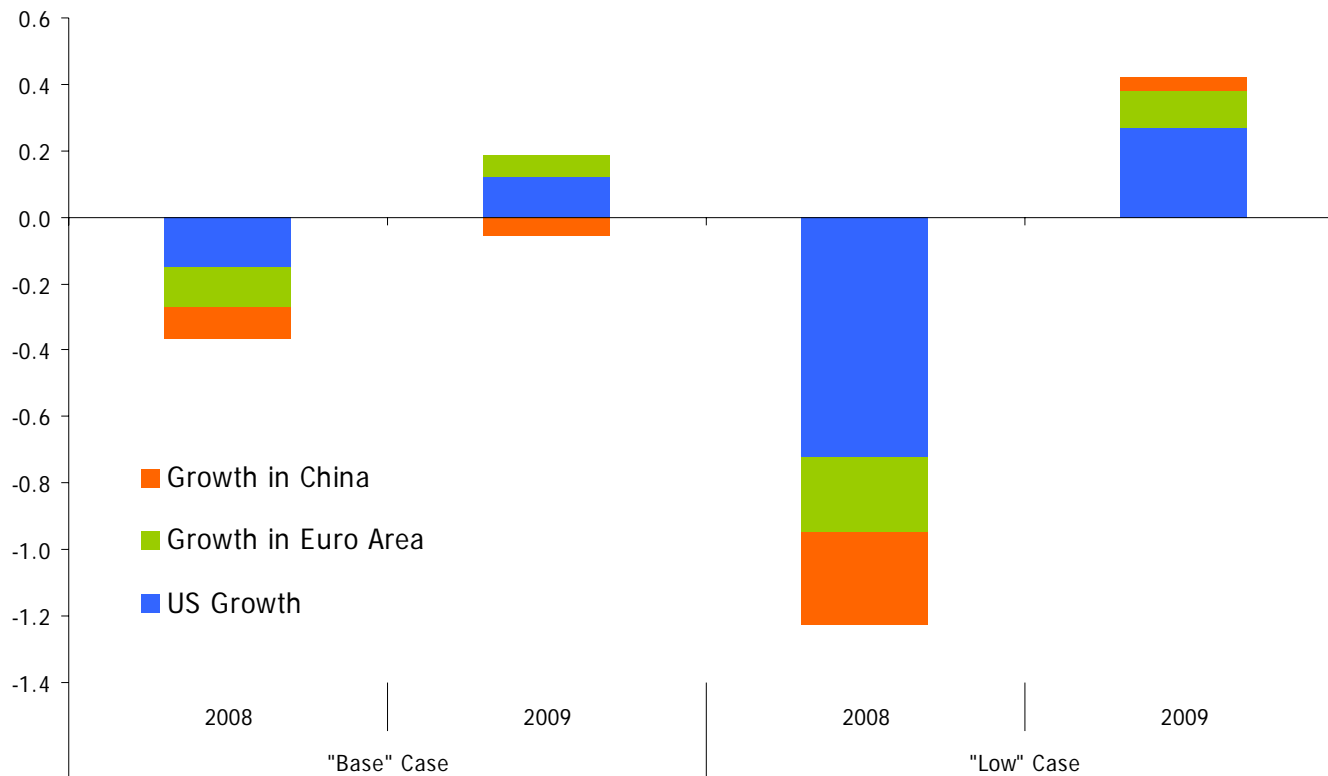
Impact of US Growth in LAC: What drives the impact?				
<i>Dependent variable: Growth in GDP of the LAC country (%o, y-o-y)</i>				
<i>Sample of 11 LAC countries, 1993.Q1 - 2007.Q4 a/</i>				
Variable	[1]	[2]	[3]	
US Growth (%o, y-o-y)	0.3404 ** (0.138)	
US consumption growth (%o, y-o-y)	..	0.0948 (0.248)	..	
US investment growth (%o, y-o-y)	..	0.0402 * (0.024)	..	
US growth in manufacturing (%o, y-o-y)	0.0218 (0.035)	
US growth in services (%o, y-o-y)	0.0555 * (0.030)	
Growth in China (%o, y-o-y)	0.2942 ** (0.107)	0.3132 ** (0.118)	0.2497 * (0.150)	
Growth in Euro Area (%o, y-o-y)	0.0078 (0.170)	0.0203 (0.171)	0.6167 ** (0.215)	
Countries	11	11	11	
Observations	557	557	557	
R**2	0.622	0.621	0.668	

Notes:

- Sample includes Argentina, Bolivia, Brazil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Peru, Mexico, Uruguay and Venezuela.
- The regressions account for country and time-effects and robust standard errors are computed.
- Other explanatory variables include: lagged growth, exports of LAC country to US, exports of LAC country to China, exports of LAC country to Euro Area, terms of trade shocks, 3-month US labor rate, lagged real exchange rate misalignment, and dummies for the Tequila, East Asian, and Argentinean crisis.

Efectos de dos escenarios de recesión en EEUU, según las regresiones de panel

Impact of US, Euro Area and China growth in LAC
(percent)



Scenarios

"BASE" Case

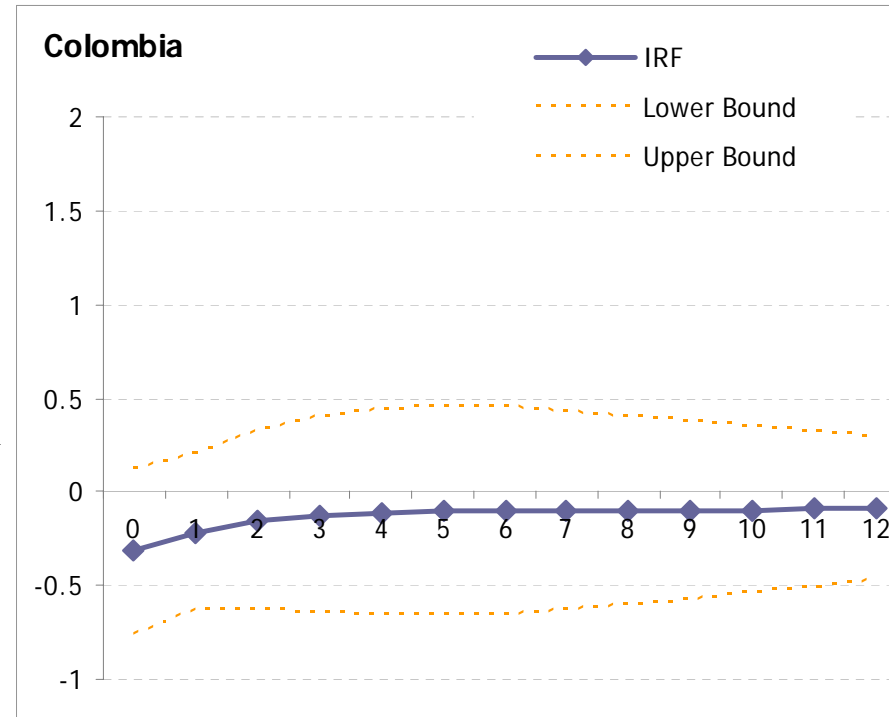
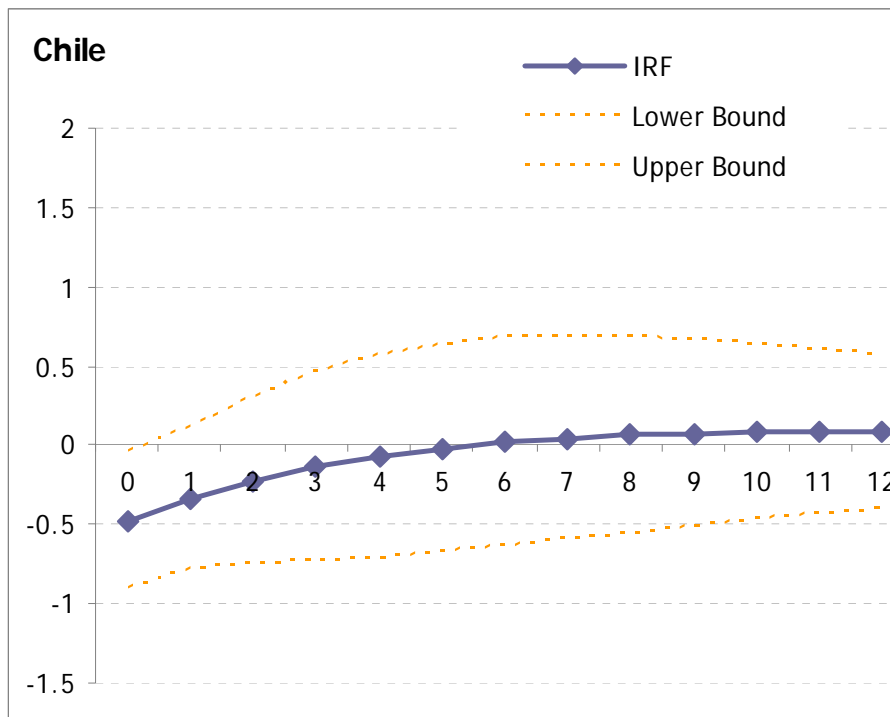
Year	US	Euro Area	China
2007	2.2	2.7	11.3
2008	1.9	2.1	10.8
2009	2.3	2.4	10.5

"LOW" Case

Year	US	Euro Area	China
2007	2.2	2.7	11.3
2008	0.9	1.6	9.8
2009	1.8	2.1	10.0

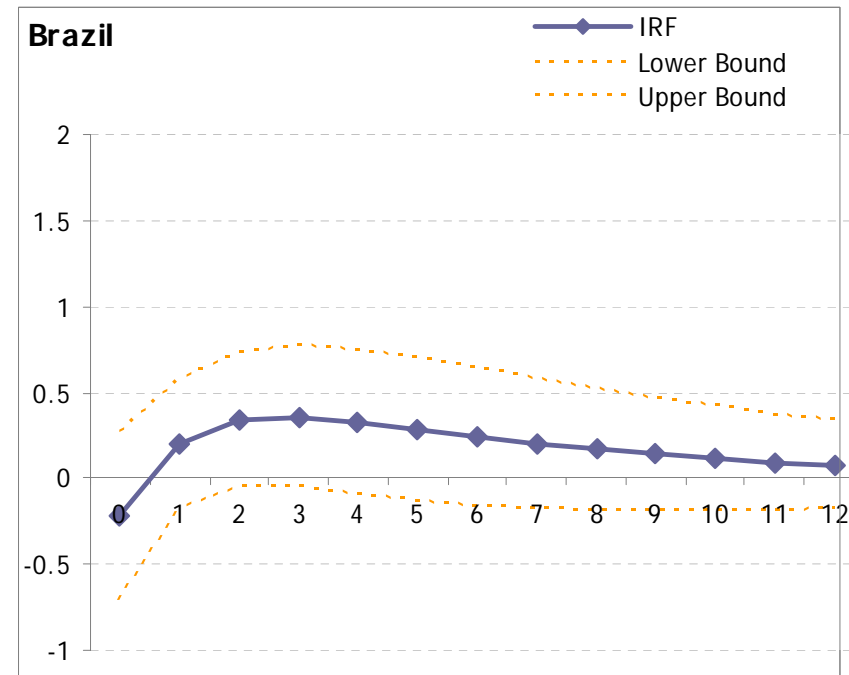
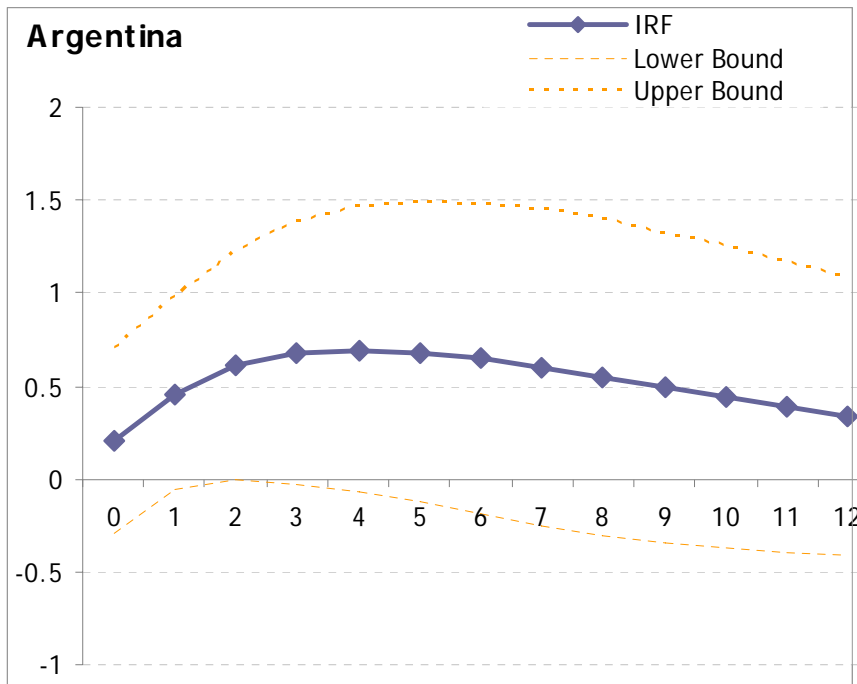
Estimaciones VAR sugieren impacto diferenciado, con efectos leves para algunos países ...

Función de impulso respuesta de una desviación estándar del crecimiento en EEUU



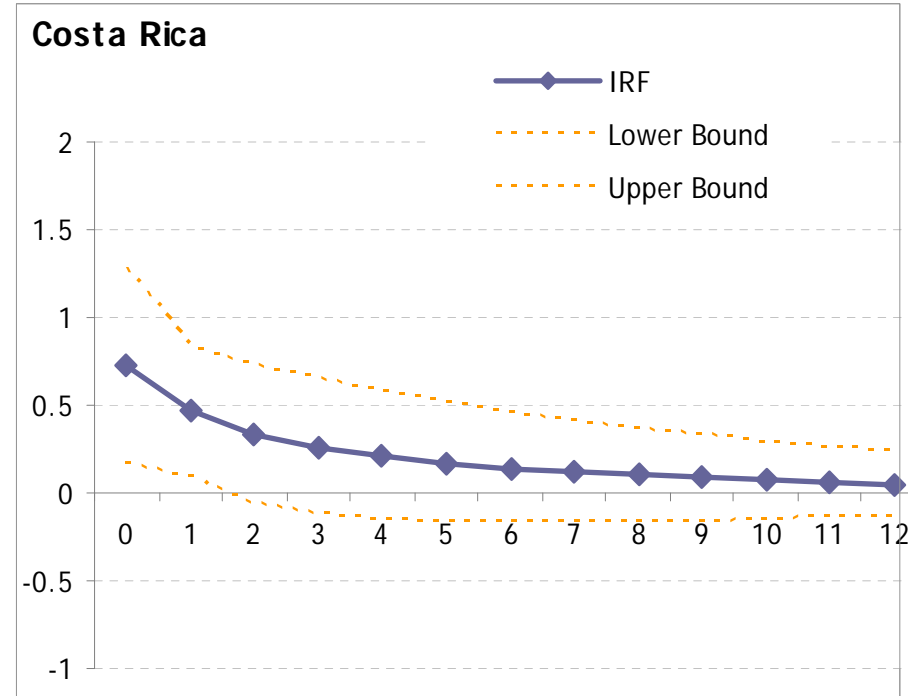
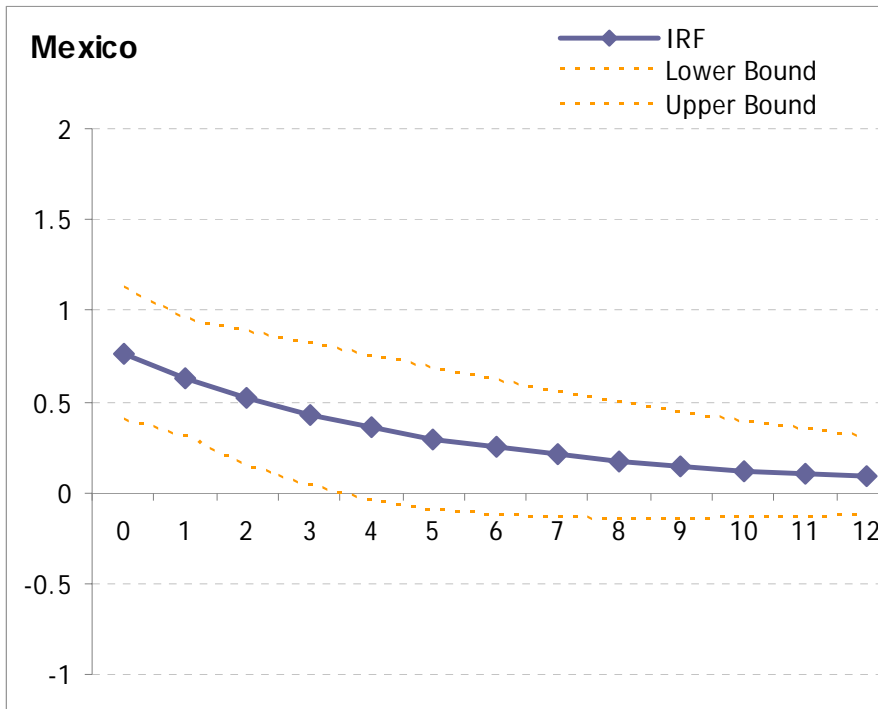
... efectos modestos (por vía de desbordamientos) para otros países ...

Función de impulso respuesta de una desviación estándar del crecimiento en EEUU



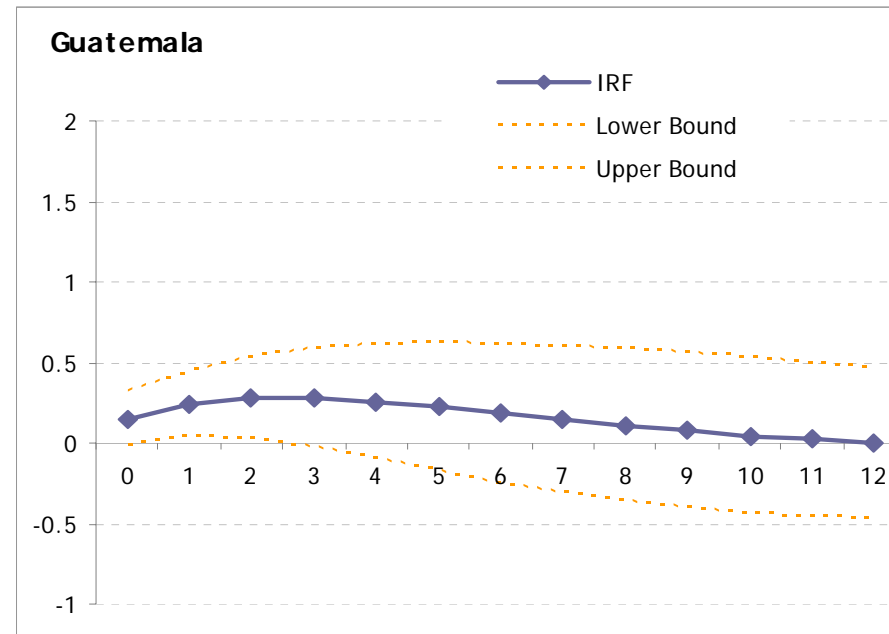
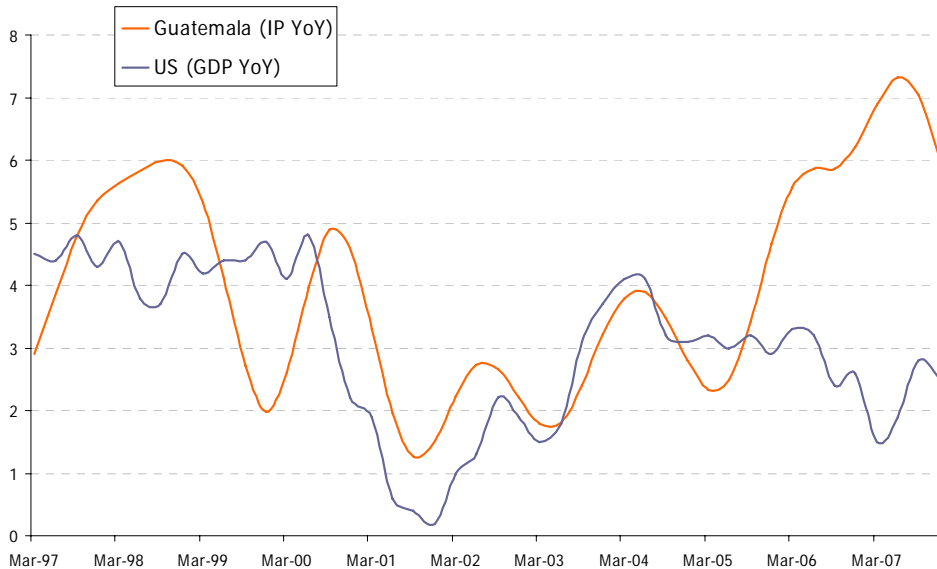
... y efectos directos fuertes para los países más vinculados a EEUU

Función de impulso respuesta de una desviación estándar del crecimiento en EEUU



En el caso de Guatemala, el efecto sobre el IPI sería de mediana intensidad

Guatemala & U.S. Growth Performance
% variation YoY



Capacidad de ajuste en la región

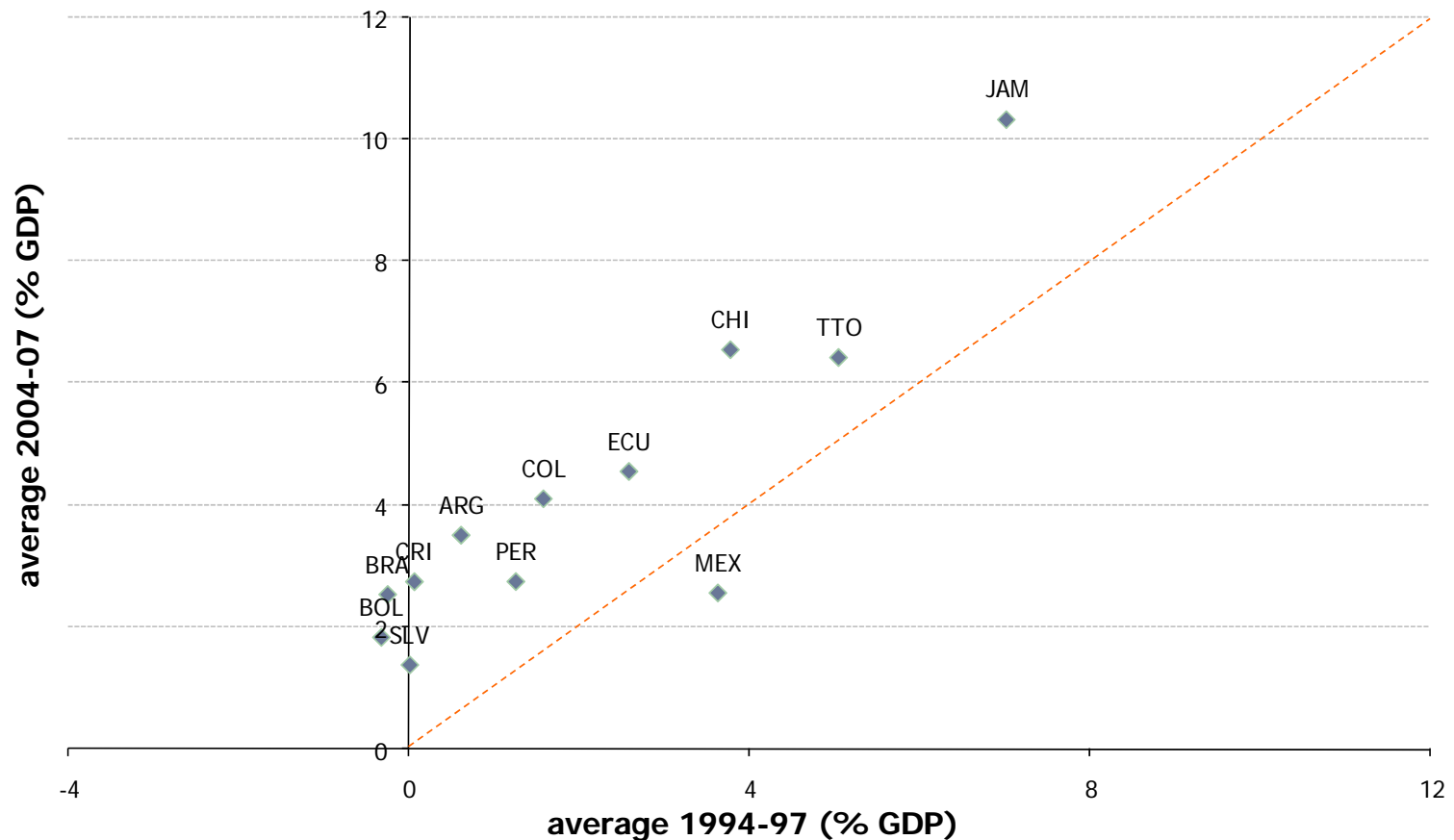
La región está mejor posicionada esta vez, pero hay factores que podrían restringir el espacio para política monetaria contra-cíclica

Latinoamérica es menos vulnerable a choques financieros que en el pasado

- Un sistema inmunológico más fuerte ...
 - Colchones de liquidez en moneda dura
 - Balances fiscales y externos más fuertes
 - Marcos de política monetaria y cambiaria más robustos
 - Menores riesgos de refinanciamiento, moneda y tasa de interés en las carteras de deuda pública
 - Incremento significativo de fondos prestables en los mercados locales
 - → Bajos requisitos de financiamiento externo
- ... ha reducido el *beta* de la región, en promedio

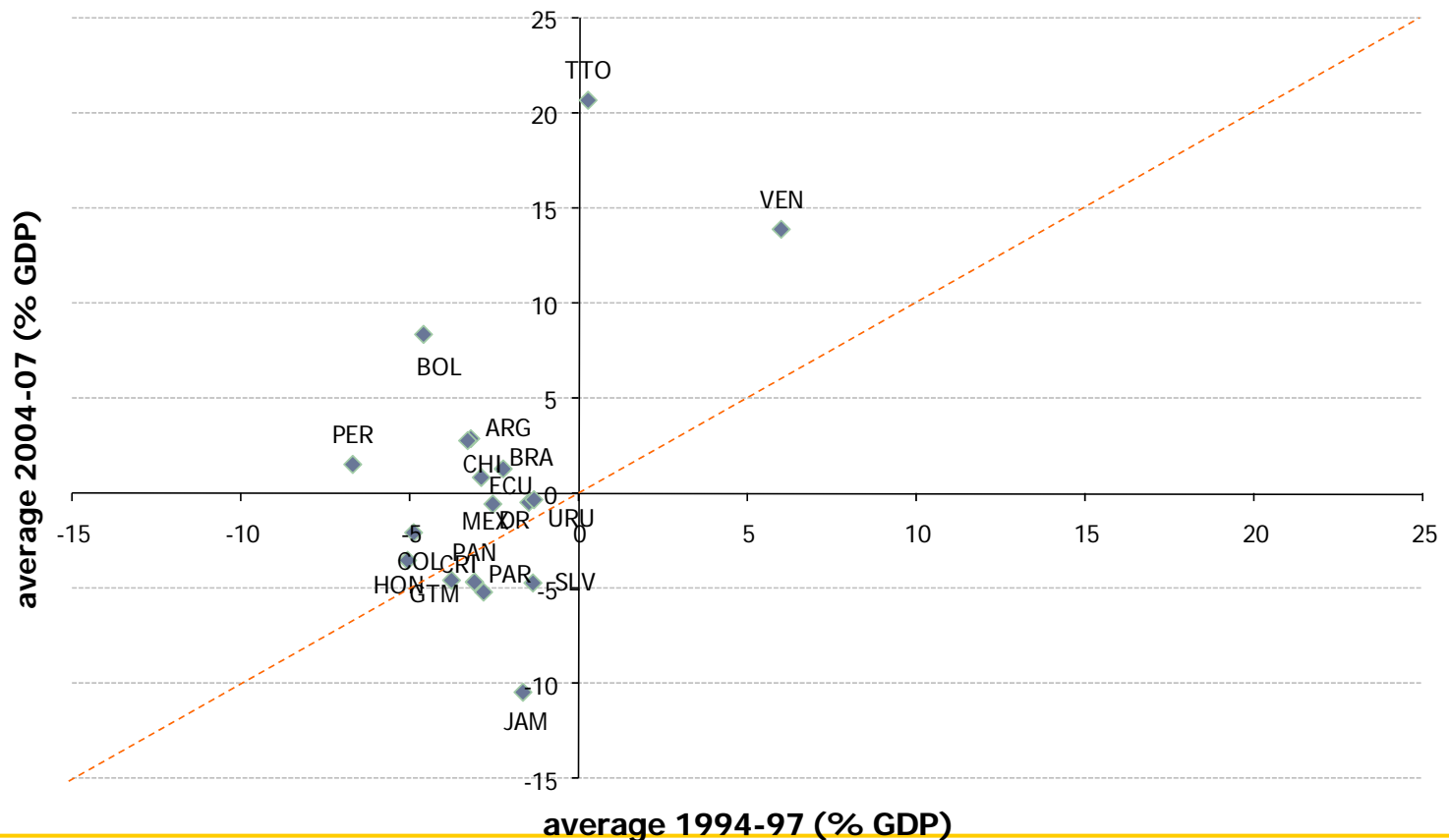
Mejor sistema inmunológico: Balances fiscales más fuertes

Latin American Primary Fiscal Balances
% GDP



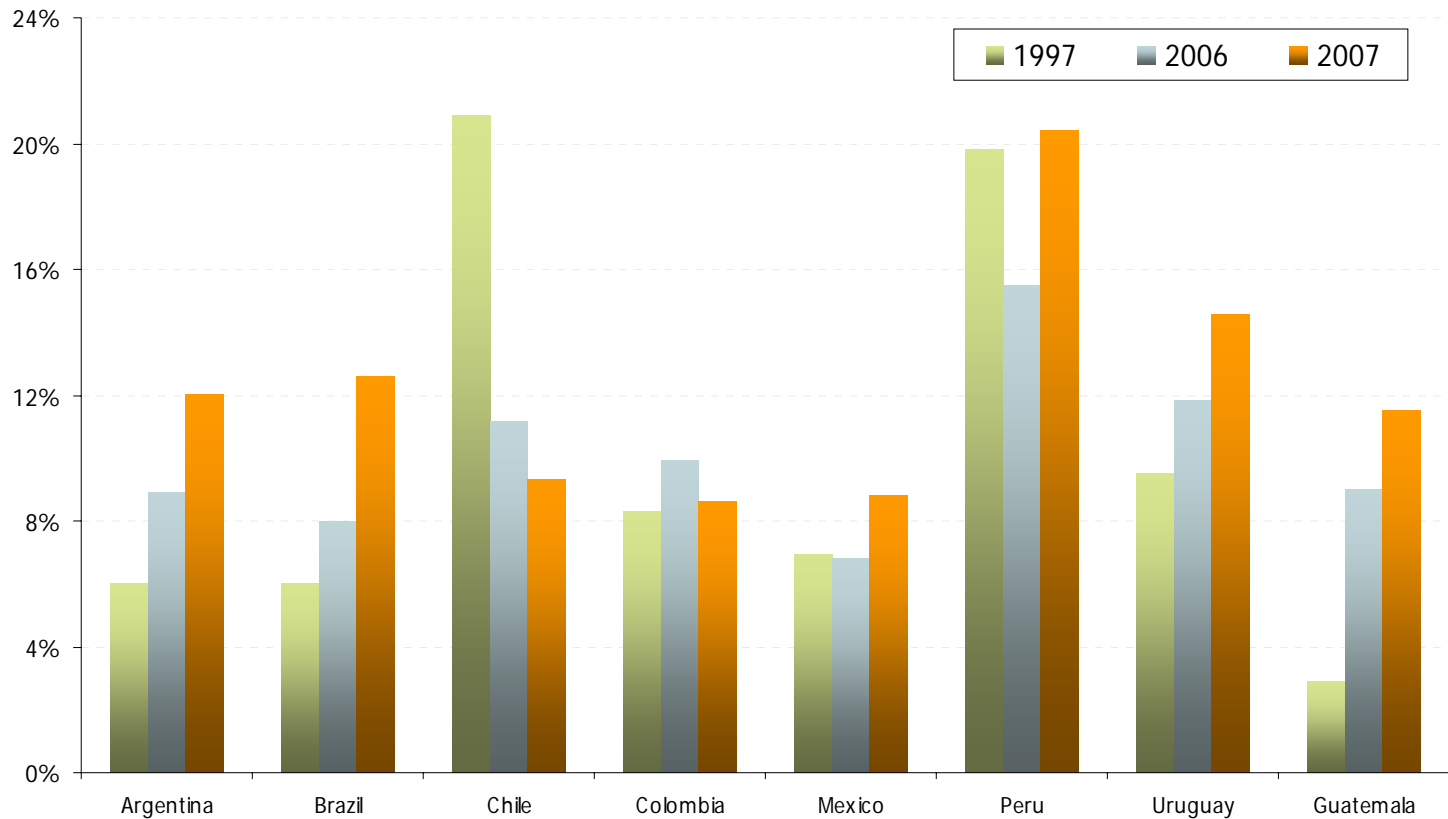
Mejor sistema inmunológico: Menores déficit o superávit en cuenta corriente

Latin American Current Account Balances
% GDP



Mejor sistema inmunológico: Mayores colchones de liquidez en moneda dura

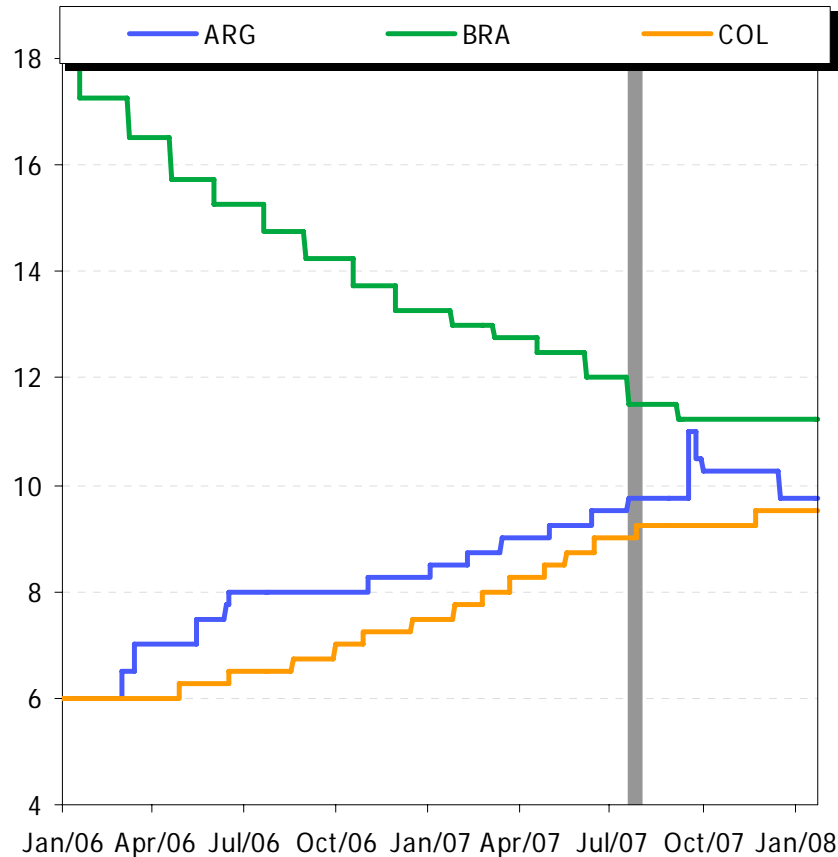
Net International Reserves Ratio
(Central Banks Foreign Assets minus Non Monetary Liabilities) - in % GDP



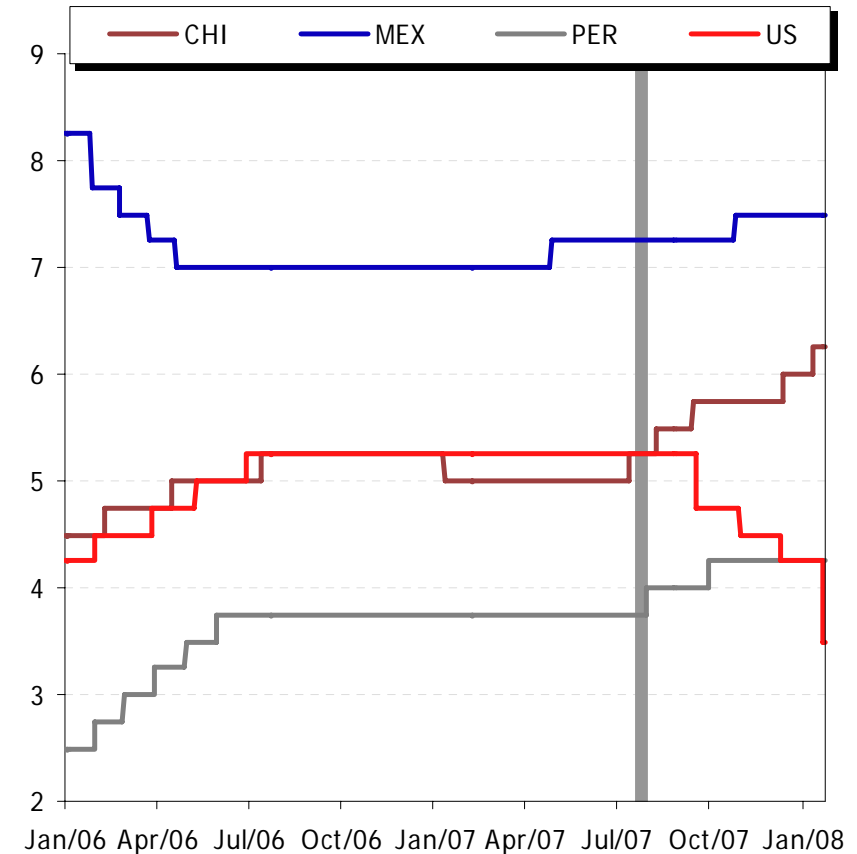
DataSource: Central Banks. International Reserves: Foreign Assets. Non Monetary Liabilities: Central Bank Short Term Debt in Local Currency.

Mejor sistema inmunológico: Política monetaria contra-cíclica

Policy Interest Rates
in %



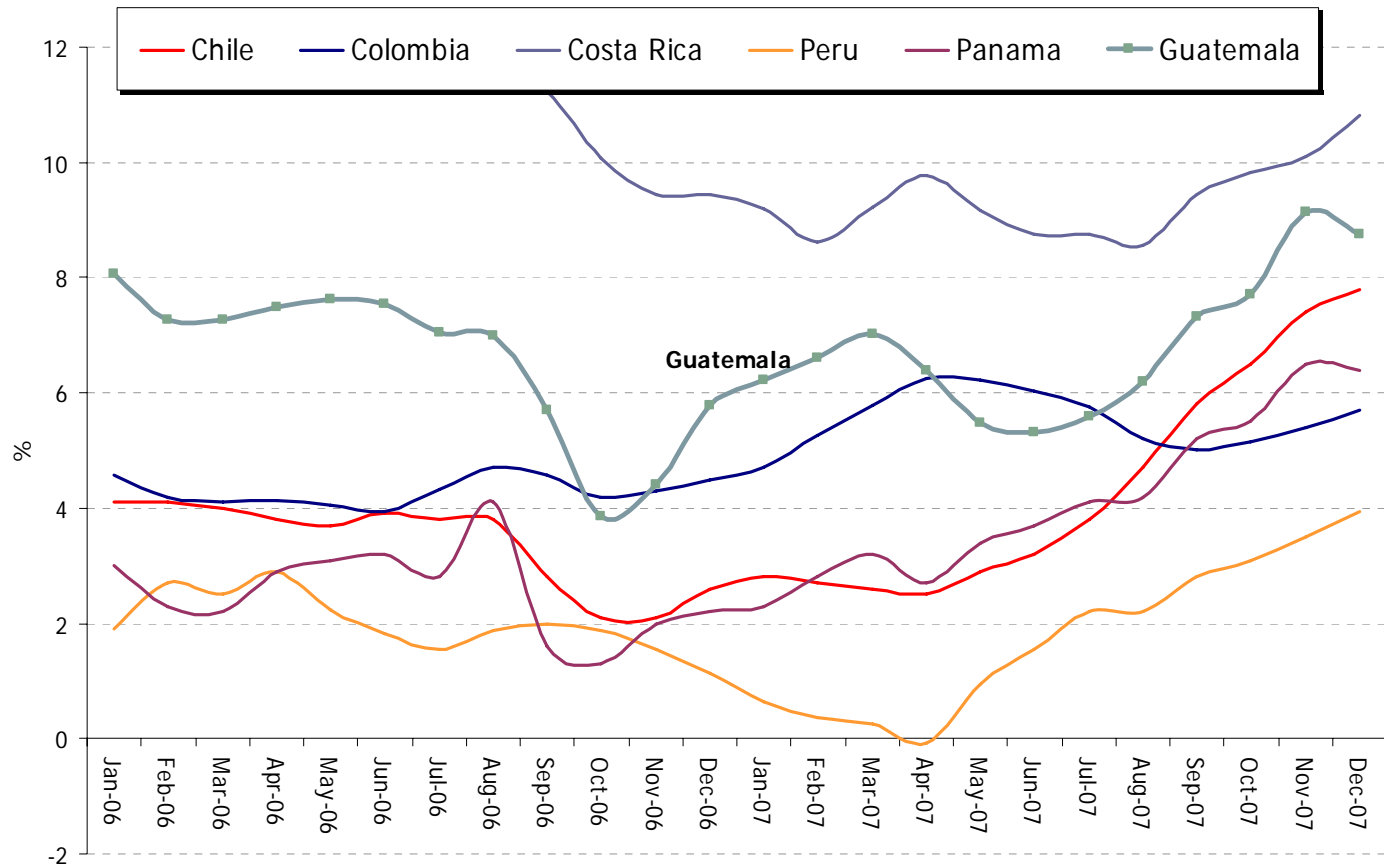
Policy Interest Rates
in %



Pero el repunte de la inflación puede reducir el rango de maniobra para política monetaria ...

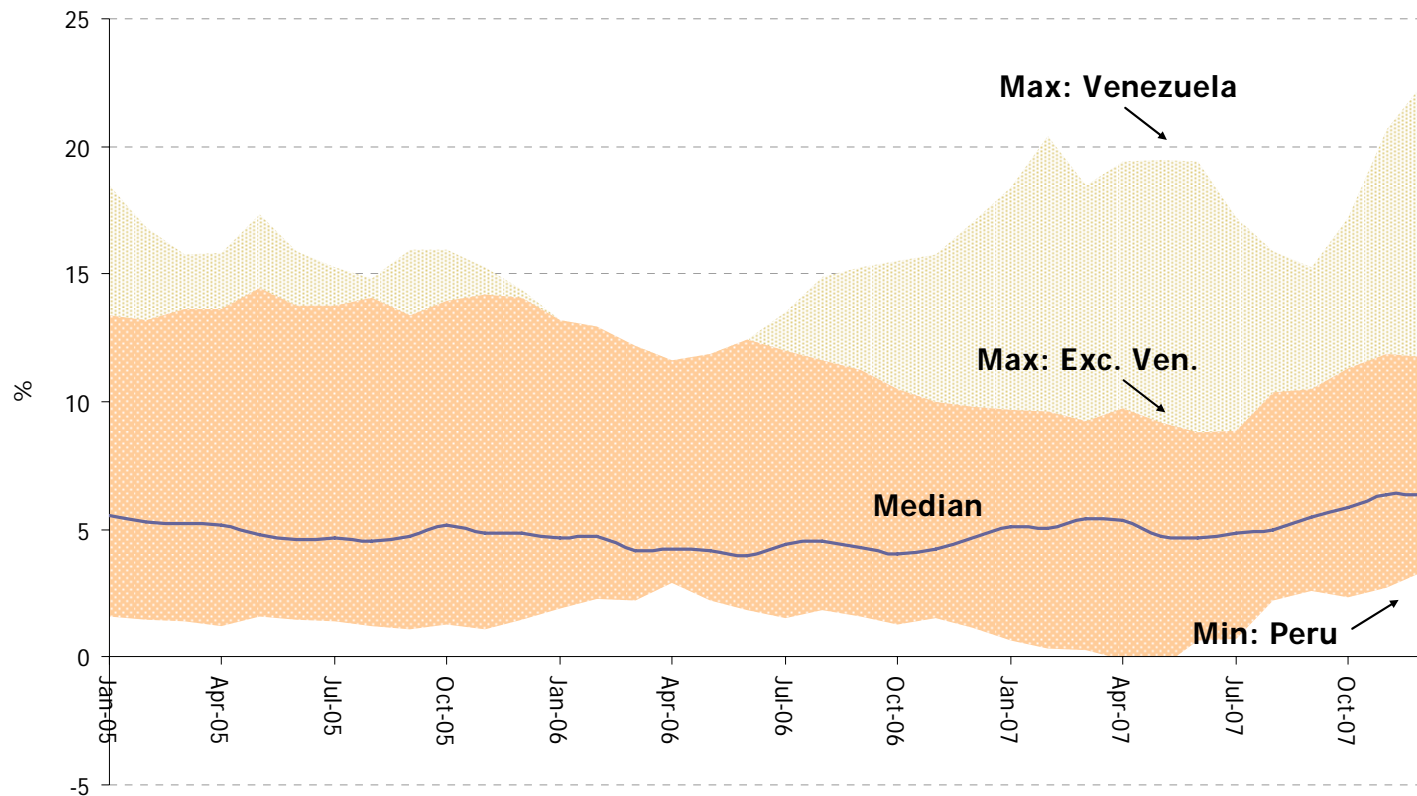
Latin America Inflation Rates

% YoY



El repunte de inflación es generalizado en la región ...

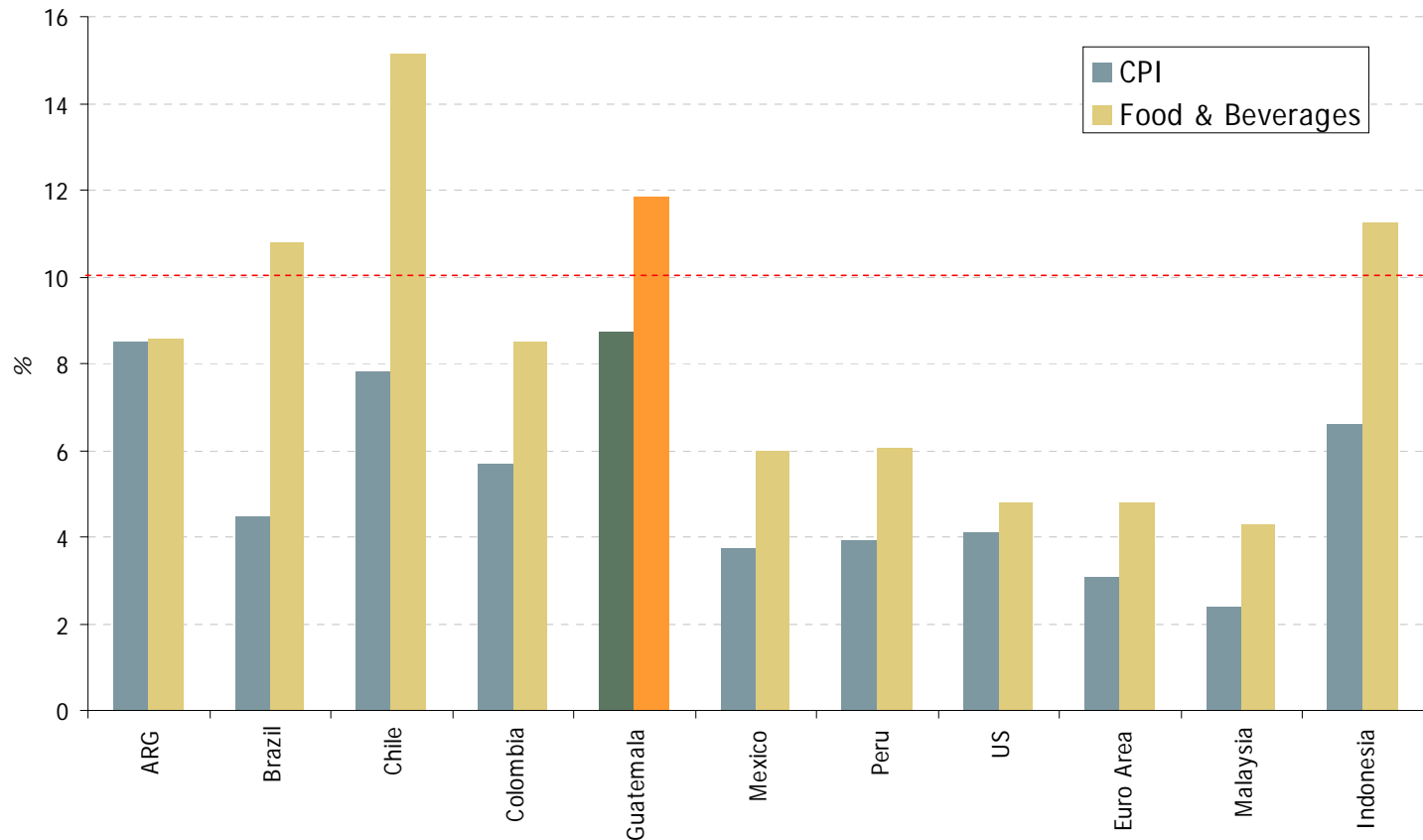
Latin America: Cross-Country Inflation Distribution
% YoY change



Source: National Authorities. Countries: Bolivia, Brazil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Mexico, Panama, Peru, Trinidad & Tobago, Uruguay, Venezuela.

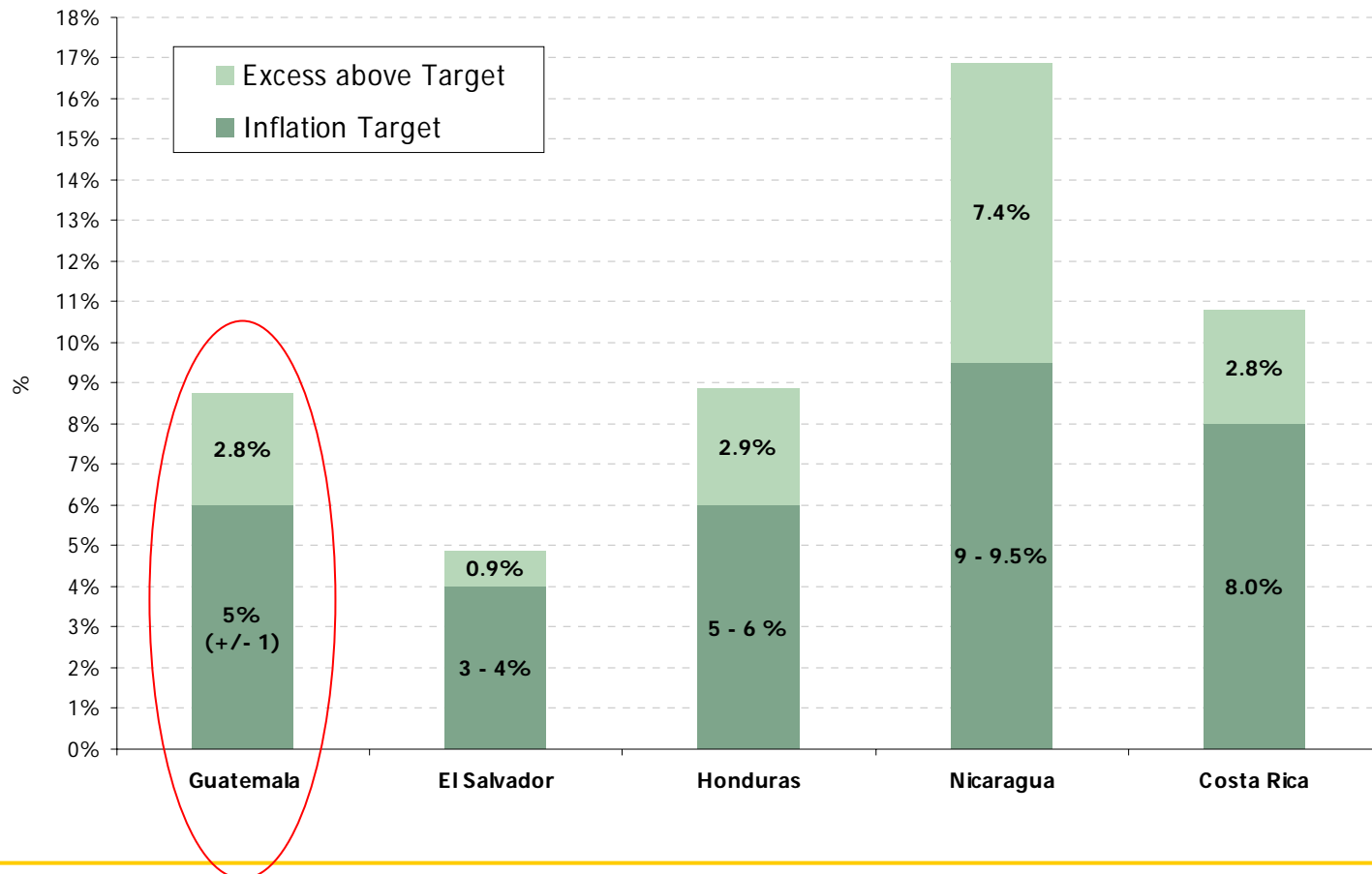
... y refleja el aumento de los precios de granos en le mercado mundial ...

Latin America - 2007 Inflation & Food Prices
% variation YoY



... lo que ayuda a explicar el incumplimiento con las metas de inflación, incluso en Centroamérica

Central America Inflation Targeting & Actual Inflation
up to December 2007 - in % YoY



Además ...

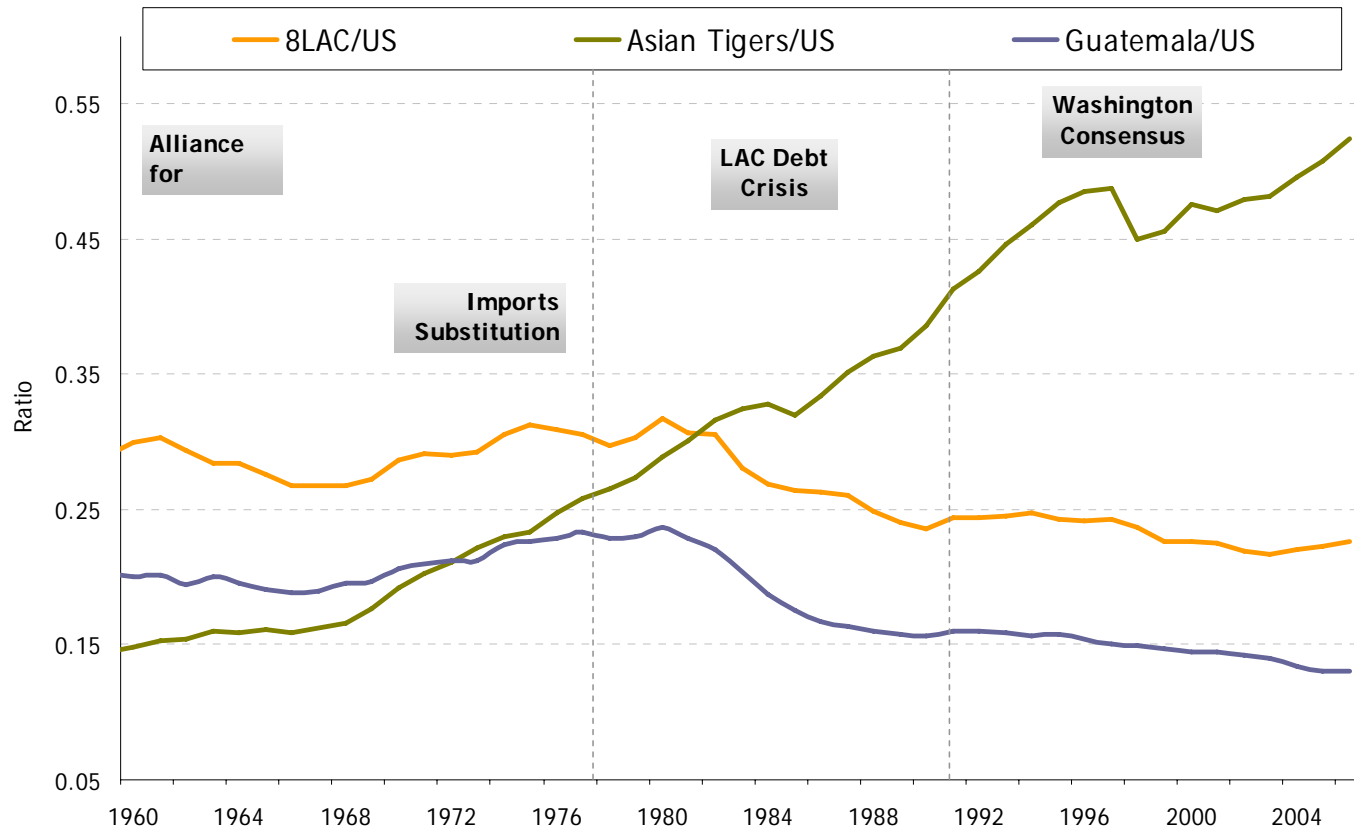
- Las posiciones fiscales subyacentes se están debilitando en algunos países ...
 - Crecimiento rápido del gasto al tiempo en que ingresos empiezan a desacelerarse o caer
- ... lo que podría coartar el espacio para política fiscal contra-cíclica
- Muchos países de la región solo pueden hacer un uso limitado del tipo de cambio para amortiguar choques
 - La flexibilidad cambiaria funciona mejor en el contexto de mercados de deuda en moneda nacional relativamente profundos

Más allá del ciclo

¿Podrá América Latina elevar la tasa de crecimiento de largo plazo?

El ingreso *per capita* de la región no ha entrado en una tendencia hacia la “convergencia”

Long Run Growth Picture across the World
GDP per capita: LAC/US

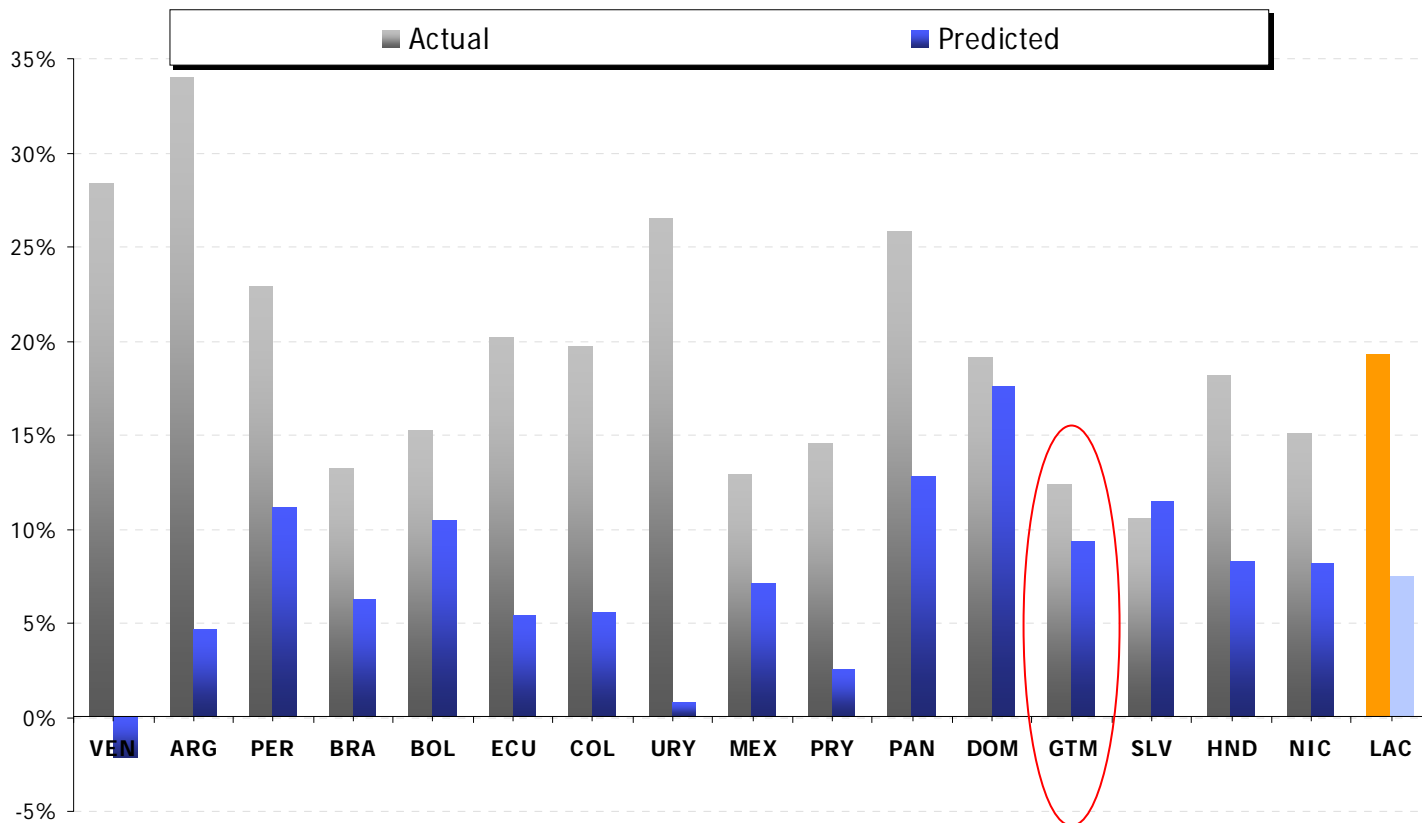


Source: Angus Maddison Historical Statistics for the World Economy. The unit is 1990 International Geary-Khamis dollars. WDI - World Bank.

Una buena parte del robusto crecimiento reciente de la región se debe a factores exógenos

Long Run Cumulative Growth- Actual and Predicted

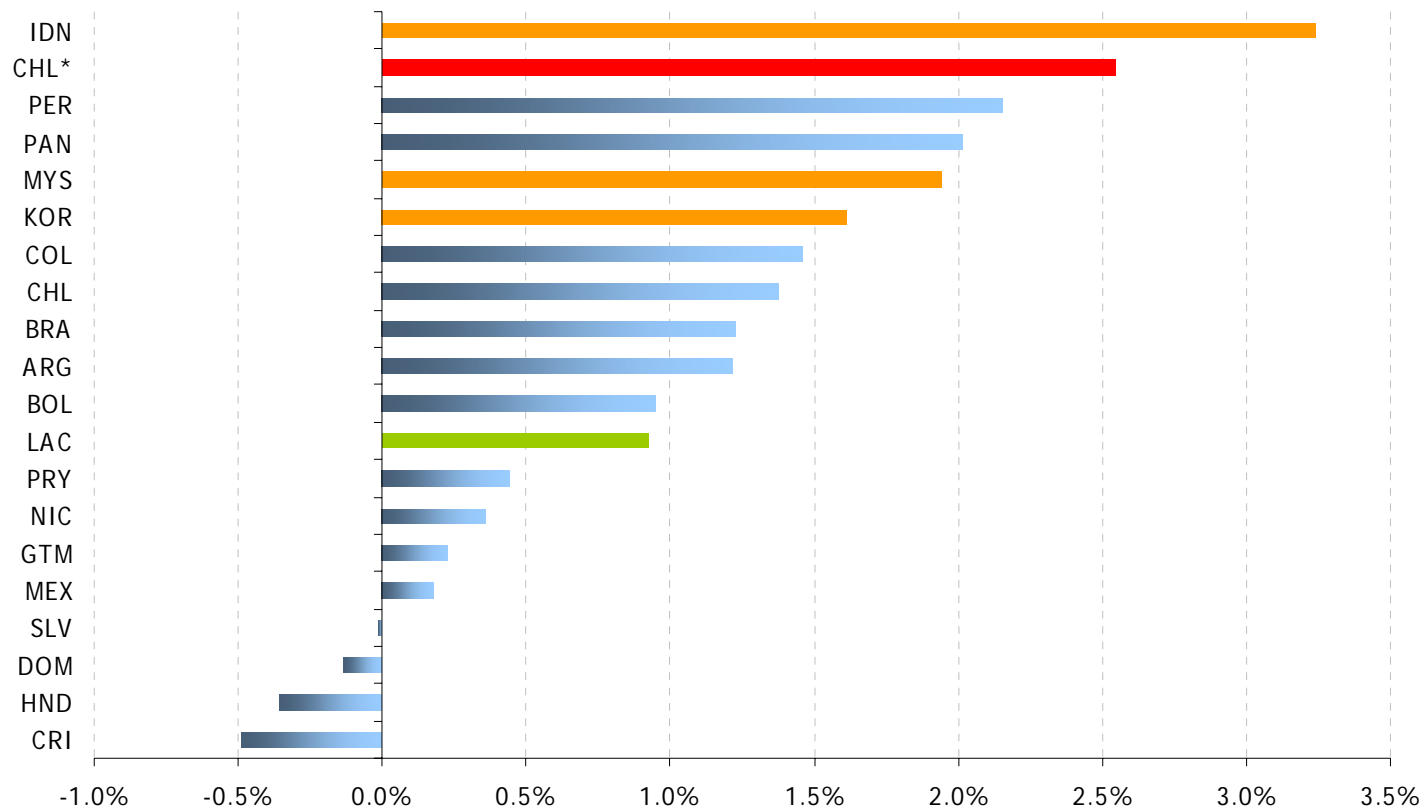
% variation 2002/06



Source: WDI - Regression: $\text{dlog}(\text{gdp}) = f(\text{dlog}(\text{ToT}), \text{dlog}(\text{Ind.Prod.G7}), \text{dlog}(\text{US5Y}), \text{dlog}(\text{HighYield}))$; 1991-2002. Predicted: setting external factors to zero

El crecimiento de la productividad en Latinoamérica en años recientes ha sido relativamente bajo

Productivity Growth
average of productivity growth for 2001-2006



Source: Summers, Heston: WDI. *Chile average : 1991-2000

GRACIAS