

# Mercados Emergentes: ¿Crecimiento más rápido y sostenido en el futuro?

**Alberto M. Ramos**

Senior Vice-President

Goldman Sachs Economic Research

IV Seminario LarrainVial

*Mercados Emergentes: ¿Es Diferente Esta Vez?*

Santiago, Chile - 19 de Junio, 2007

# **Contexto Global Benigno/Favorable para Mercados Emergentes**

## *Desaceleración con Desvinculación:* Perspectivas globales positivas para LatAm y Mercados Emergentes

En 2007, la economía mundial habrá completado 5 años ininterrumpidos de fuerte crecimiento (por encima de 4%), lo que convierte al ciclo económico 2003-07 en el más vigoroso de las últimas tres décadas.

Nuestra visión macro-global prevé una desaceleración moderada en el crecimiento mundial al pasar de 4.9% en 2006 a 4.4% en 2007, debida principalmente al debilitamiento de la demanda interna en EU. La India y China, dos potentes miembros de los BRICs, contribuirán con aproximadamente una tercera parte del crecimiento del PIB mundial—por encima de las contribuciones sumadas de EU, Japón y la UE.

Para EU, nuestro pronóstico económico y financiero prevé (1) una transición en el crecimiento de un nivel superior a la tendencia en 2005 a un nivel inferior a la tendencia en 2007, causada por una corrección en la actividad inmobiliaria; y (2) estabilidad en la tasa de fondos federales de los EU hasta finales de 2008 (con un sesgo hacia la relajación monetaria).

## Contexto favorable para la toma de riesgos

La desaceleración global es armoniosa en el sentido de que la economía global continuará registrando tasas de crecimiento superiores a la tendencia y se observa un patrón de desvinculación: la desaceleración esperada en EU será contrarrestada parcialmente por impulsos positivos en el resto del mundo, principalmente una mayor aceleración de la demanda doméstica en la UE, Japón y los BRICs.

Dicho contexto es también *armonioso* porque contribuye a reducir los desequilibrios globales y a extender el ciclo de crecimiento actual en medio de presiones inflacionarias suaves y condiciones financieras globales aún favorables: en suma, un contexto propicio para activos de riesgo y mercados emergentes en general.

## Desvinculación del crecimiento global: buenas noticias para el precio de las materias primas

Arista positiva de la desvinculación *Mundo-versus-EU*: la desaceleración económica en EU afectará el volumen de exportaciones y precios unitarios de los productos básicos de Latinoamérica en menor medida que lo observado en el 1980-90s. Durante los últimos años, los precios de las materias primas, así como los términos de intercambio y los volúmenes de exportación regionales, han sido menos sensibles al ciclo económico en EU de lo que solían ser, debido al surgimiento de China y otras economías de rápido crecimiento como importadores principales de materias primas y recursos naturales.

La correlación entre los precios de las materias primas y la producción industrial en EU cayo durante los últimos años a solo 0.1%, desde el 0.5% que registro de mediados de los 80s a mediados de los 90s.

Dado que la demanda global se mantendrá fuerte e impulsada por regiones donde la producción es intensiva en materias primas—mayores tasas de crecimiento en sectores como construcción e infraestructura—los precios de las materias primas se mantendrán bien cotizados.

## LatAm está bien aislada del estrechamiento de las condiciones financieras globales

La rotación del crecimiento económico en direcciones alternativas a EU y tasas interés más altas fuera de EU, tendrán menor impacto sobre la región que en ciclos pasados. El volumen de exportaciones hacia EU disminuirá, pero la reducción en los flujos comerciales tendrá un menor impacto porque la desaceleración en EU se concentre en el sector de la construcción: el sector prototipo de no-comerciables con baja intensidad de importaciones.

Tasas de interés más elevadas (fuera de EU) también tendrán un menor impacto que en el pasado porque la mayoría de los países son ahora menos vulnerables gracias a mayores reservas, menores pagos por servicio de deuda y mayores ingresos permanentes por exportaciones. Además, muchos países cambiaron de regímenes de tipo de cambio fijo/semi-fijo a administrado/flotante (estabilizadores automáticos a choques internos y externos). En sólo 4 años, las cuentas externas pasaron de ser una fuente de vulnerabilidad a fuente de resistencia macro (absorción choques) en caso de que la aversión al riesgo aumente y se contraigan los flujos de capital. Al interior del grupo de mercados emergentes, créditos más vulnerables a un cambio en el sentimiento de mercado están fuera de la región.

# Menor vulnerabilidad de las perspectivas de LatAM a las dinámicas externas

## Dos corolarios principales guían nuestro análisis/opinión:

- Las **perspectivas para la región se han desvinculado del ciclo económico en EU**, ya que el crecimiento global y las dinámicas de los precios de las materias primas están ahora menos correlacionadas con el crecimiento económico en dicho país.
- Las perspectivas para **las condiciones financieras globales son ahora menos críticas** gracias a la solidez de las cuentas externas y la fortaleza general de los balances soberanos y corporativos.

## GDP Growth: GS vs Consensus

% yoy	2005	2006	2007		2008	
			GS	Consensus*	GS	Consensus*
US	3.2	3.3	<b>2.1</b>	2.1	<b>2.6</b>	2.8
Japan	1.9	2.2	<b>2.4</b>	2.2	<b>2.6</b>	2.2
Euroland	1.6	2.8	<b>2.8</b>	2.5	<b>2.4</b>	2.2
UK	1.9	2.8	<b>2.8</b>	2.7	<b>2.6</b>	2.3
Europe	2.0	3.1	<b>3.0</b>	2.7	<b>2.6</b>	2.5
Switzerland	1.9	2.7	<b>2.0</b>	2.2	<b>1.8</b>	2.0
China	10.4	10.7	<b>10.8</b>	10.3	<b>10.0</b>	9.8
India	9.0	8.8	<b>8.0</b>	8.1	<b>7.8</b>	7.8
BRICs	9.0	9.3	<b>9.2</b>	8.9	<b>8.7</b>	8.5
Advanced Economies	2.6	3.2	<b>2.6</b>	2.5	<b>2.8</b>	2.7
World	4.4	4.9	<b>4.4</b>	4.3	<b>4.4</b>	4.3

\* Consensus Economics May 2007

## Inflation: GS vs Consensus

% yoy	2005	2006	2007		2008	
			GS	Consensus*	GS	Consensus*
US	3.4	3.2	<b>2.7</b>	2.4	<b>2.2</b>	2.3
Japan	-0.3	0.1	<b>-0.1</b>	0.1	<b>0.5</b>	0.5
Euroland	2.2	2.2	<b>2.0</b>	1.9	<b>1.9</b>	1.9
UK	2.1	2.3	<b>2.2</b>	2.3	<b>1.9</b>	1.9
Europe	2.2	2.2	<b>2.2</b>	2.0	<b>2.0</b>	2.0
Switzerland	1.2	1.1	<b>0.6</b>	0.5	<b>1.2</b>	1.1
China	1.8	1.5	<b>3.6</b>	2.8	<b>2.6</b>	3.0
India	4.4	5.3	<b>5.1</b>	5.6	<b>5.0</b>	5.4
BRICs	3.8	3.4	<b>4.3</b>	4.0	<b>3.8</b>	4.0
Advanced Economies	2.3	2.3	<b>2.1</b>	1.9	<b>1.9</b>	1.9
World	3.3	3.2	<b>3.1</b>	2.9	<b>2.9</b>	2.9

\* Consensus Economics May 2007

## Global Macroeconomic Framework

	2005	2006F	2007F	2008F	06Q1	06Q2	06Q3F	06Q4F	07Q1F	07Q2F	07Q3F	07Q4F
<b>Real GDP Growth (% , yoy)</b>												
United States	3.2	3.3	2.1	2.6	3.7	3.5	3.0	3.1	1.9	2.0	2.1	2.2
Euroland	1.6	2.8	2.8	2.4	2.4	2.9	2.8	3.3	3.0	2.8	2.9	2.5
Japan	1.9	2.2	2.5	2.5	3.0	2.1	1.4	2.2	2.6	2.6	2.9	2.1
World Economy	4.4	4.9	4.5	4.4	5.0	5.0	4.7	4.9	4.5	4.5	4.5	4.3
<b>CPI Inflation (% , yoy)</b>												
United States	3.4	3.2	2.7	2.2	3.7	4.0	3.4	2.0	2.4	2.5	2.4	3.4
Euroland	2.2	2.2	2.0	1.9	2.3	2.5	2.1	1.8	1.9	1.9	2.0	2.3
Japan	-0.3	0.1	-0.1	0.5	-0.1	0.2	0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.1
<b>Interest rates (% , e.o.p)</b>												
Fed Funds	4.16	5.24	5.25	5.25	4.59	5.00	5.25	5.24	5.26	5.25	5.25	5.25
UST 10-Year	4.47	4.56	4.90	5.20	4.72	5.11	4.72	4.56	4.56	4.90	4.90	4.90
Euro yield 10-year	3.30	3.97	4.65	4.70	3.78	4.08	3.69	3.97	4.09	4.50	4.60	4.65
<b>Exchange Rates (e.o.p)</b>												
US\$/EUR	1.24	1.27	1.34	1.35	1.20	1.27	1.27	1.32	1.32	1.35	1.35	1.35
JPY/US\$	111	117	117	113	117	115	117	117	117	115	118	118

Source: Goldman Sachs Economic Research Group.

# AMERICA LATINA

**Frente A Una Oportunidad Histórica de  
Romper con la Mediocre Performance  
Económica del Pasado**

# Los Vientos Externos Favorables Se Mantienen

**Pasado Reciente**: Gran reducción de la vulnerabilidad externa en 2003-06 en un contexto de crecimiento e inversión aún mediocres.

**Futuro**: Ambiente externo extraordinariamente favorable presenta oportunidad única de implementar reformas y elevar la tasa de crecimiento económico potencial.

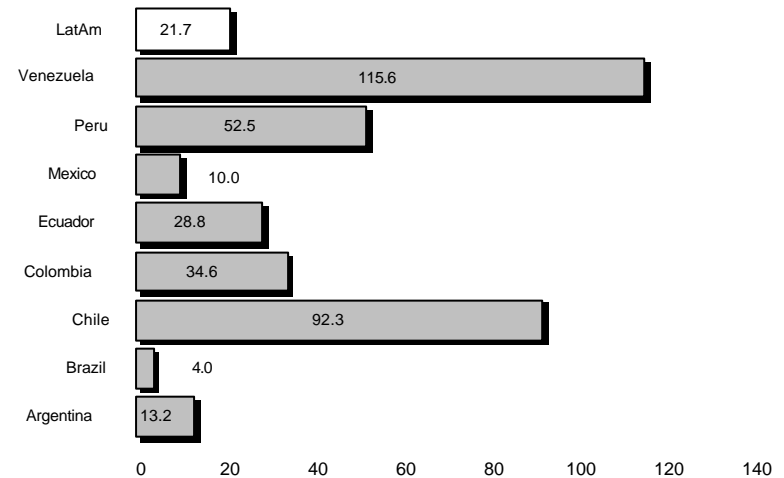
## LatAm: Beneficiada por Un Entorno Externo Extraordinariamente Favorable

- Desde 2003, América Latina se ha beneficiado de una combinación poco frecuente de factores externos altamente favorables → Ello le ha permitido a la región crecer por encima de su tasa potencial, fortalecer sus cuentas externas, mejorar su situación fiscal y sus ratios de endeudamiento, acumular un monto significativo de reservas internacionales, y consecuentemente reducir considerablemente su vulnerabilidad ante shocks externos y su dependencia del financiamiento externo.
- El entorno externo favorable contribuyó a la apreciación de las monedas regionales, mejorando los balances del gobierno y las compañías privadas y reduciendo los spreads de la deuda externa a valores mínimos históricos. La significativa reducción de la vulnerabilidad externa ha sido reconocida por las agencias calificadoras de riesgo a través de mejoras en las calificaciones crediticias.
- El desafío actual de los gobernantes regionales es aprovechar esta oportunidad única y dejar definitivamente atrás las frustraciones del pasado.

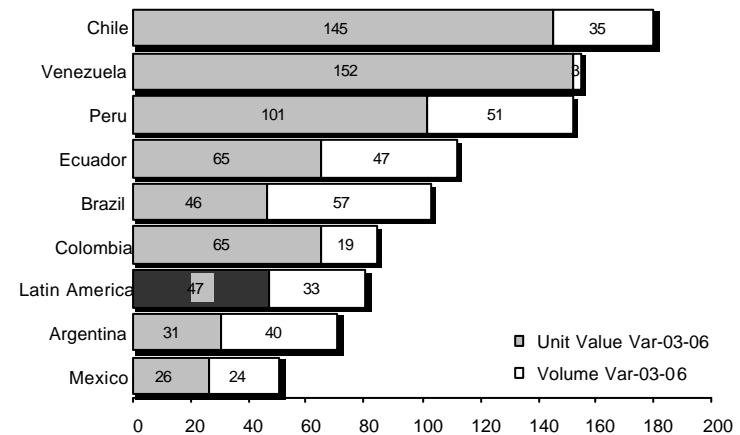
# Significativa Mejora en los Términos del Intercambio desde 2003

- El ajuste externo iniciado en 2003 tuvo lugar sobre la base de un significativo incremento en los precios de los commodities.
- Sin embargo, más allá de las mejoras en los precios, ha habido también un incremento robusto de las exportaciones en términos de volumen.

Variation in Terms of Trade from 2003 to 2006

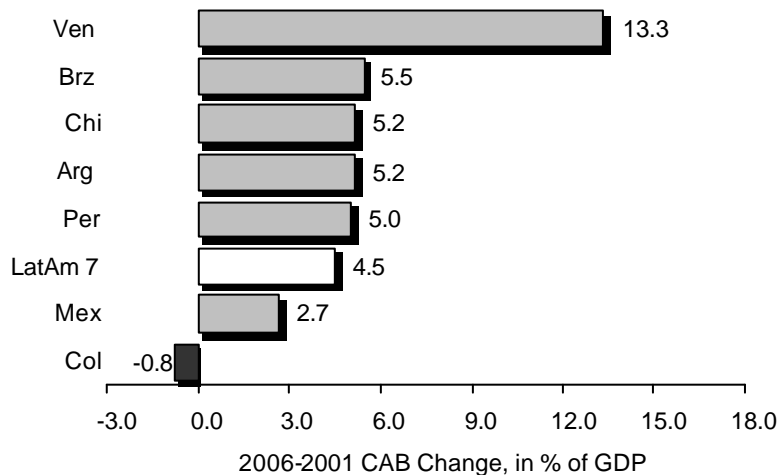


Export Growth 2003-06  
(Price and Volume Decomposition)

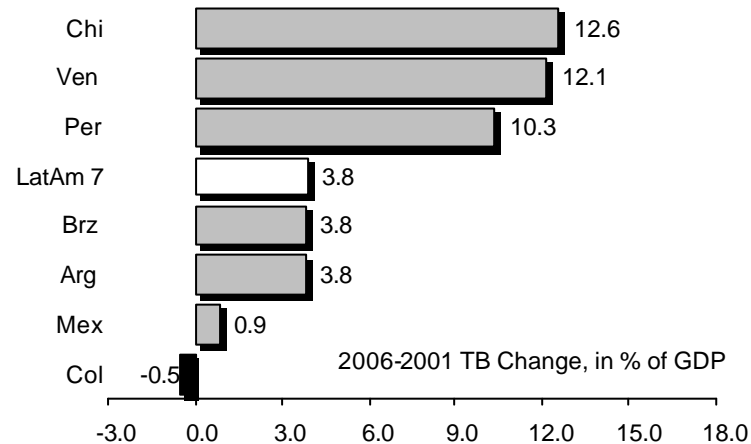


# Los Exportadores de Petróleo y Metales Han Sido los Principales Beneficiarios

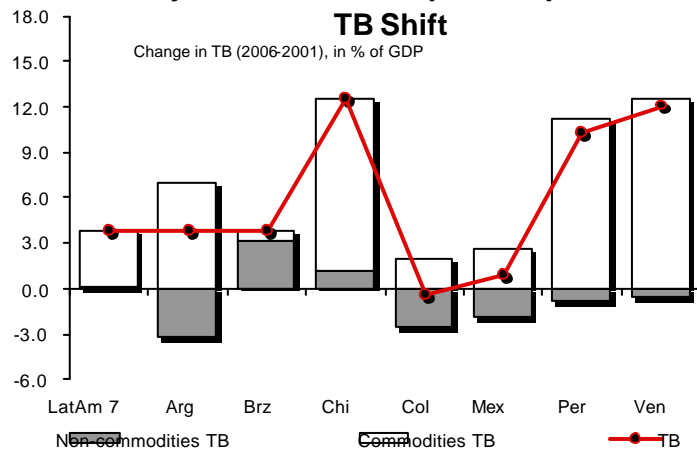
**Current Account Balance Improved Almost Everywhere**



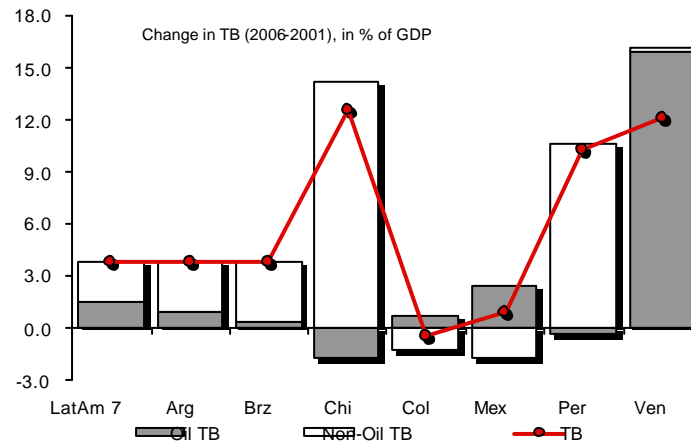
**Trade Balance Improved Across The Region**



**Primary Goods Based Exports Explain 98% of TB Shift**



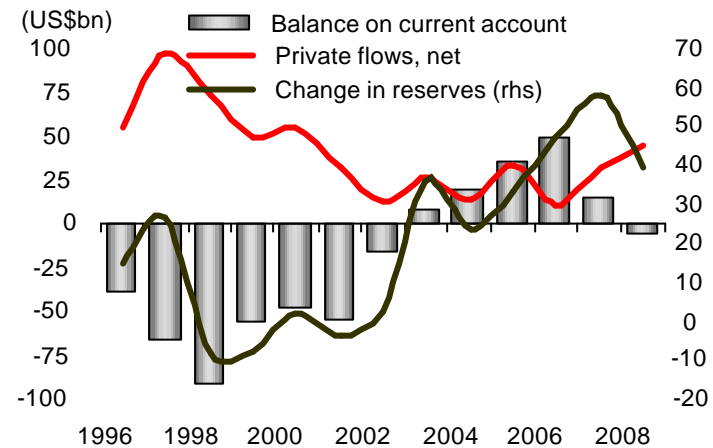
**Oil Explains 42% of TB Shift**



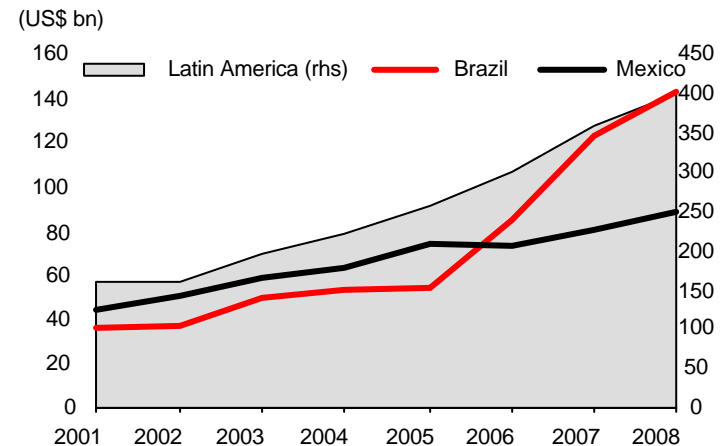
# Marcada Reversión En las Cuentas Externas

- La cuenta corriente se tornó superavitaria en 2003, por primera vez en 35 años. El superávit creció cada año hasta el 2006.
- La reversión de la cuenta corriente obedeció al cambio de la balanza comercial desde un déficit de US\$10bn en 2001 a un superávit de casi US\$100bn en 2006. Adicionalmente, las remesas familiares crecieron desde un nivel de US\$26bn en 2001 a US\$55bn en 2006.

**LatAm Exporting Savings (Curr Acc Surplus)**



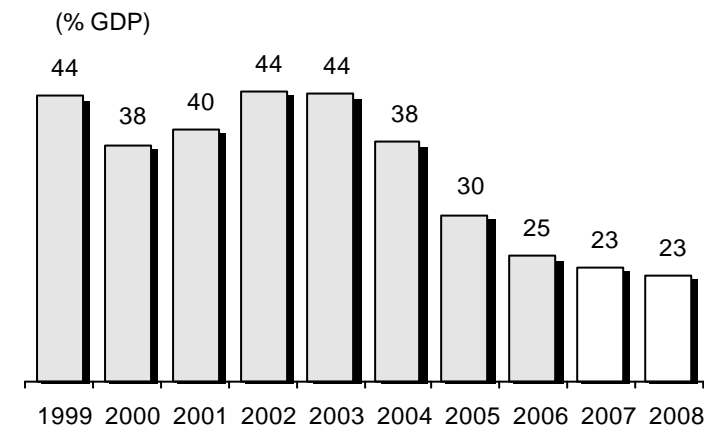
**Significant Accumulation of International Reserves**



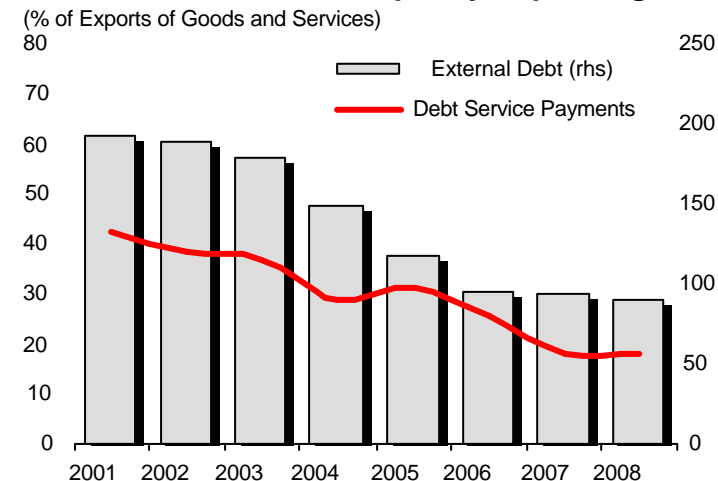
# La Capacidad de Pago Externa Mejoró

- La capacidad de pago externa de la región mejoró marcadamente.
- ... producto del boom de las exportaciones, el incremento de las reservas internacionales y las mejoras en el perfil del endeudamiento logradas a través de operaciones de recompra de deuda y manejo de pasivos.

**Total External Debt Declining**



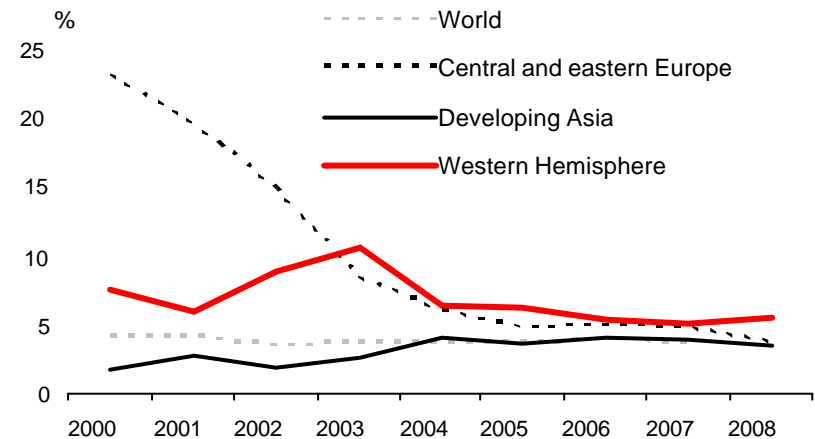
**External Debt Service Capacity Improving**



# La Inflación Está Bajo Control

- La inercia inflacionaria ha sido doblegada.
- La feliz combinación de inflación en descenso y mayor crecimiento se reflejó en los mercados domésticos de activos (acciones y renta fija).

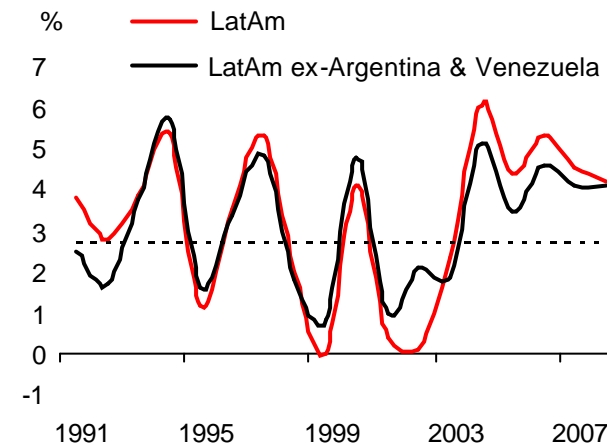
**Inflation Dynamics Under Control**



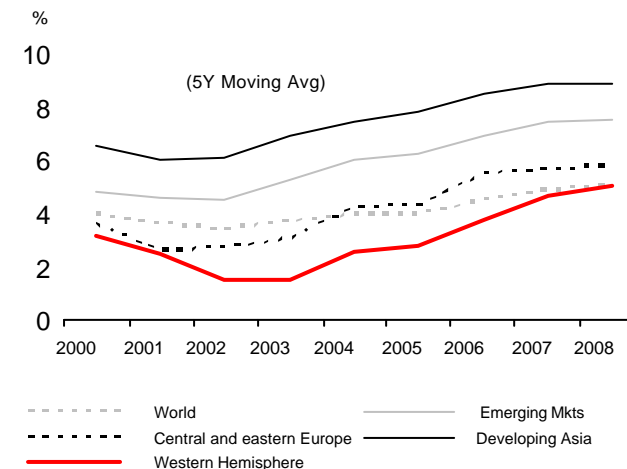
# Creciendo Por Encima de la Tasa Potencial en 2004-06

- La historia económica de América Latina se caracteriza por la presencia de ciclos de expansión y contracción marcados (boom-bust), resultando en una tasa de crecimiento promedio mediocre.
- La performance de crecimiento de 2004-06 (promedio anual de 4.9%) es sustancialmente mejor que el 2.7% (promedio anual) de las últimas dos décadas, pero todavía considerablemente inferior a la performance del promedio de los mercados emergentes (7.5%) y las economías emergentes de Asia (8.8%).

**Above-Par Real GDP Growth During 2004-06**



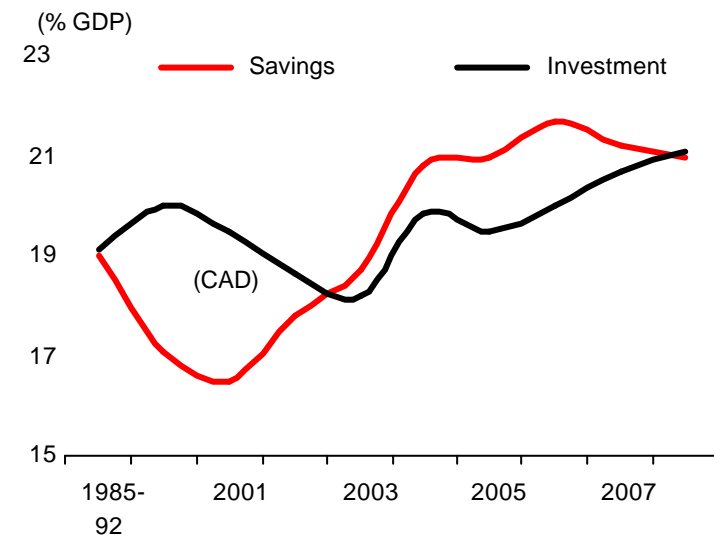
**Disappointing Real GDP Growth Performance**



# La Tasa de Inversión Aumentó Menos que el Ahorro

- La significativa transferencia de riqueza producida por la mejora en los términos del intercambio dio lugar a un aumento en la tasa de ahorro doméstica de 4.9 puntos porcentuales del PIB desde 2001.
- El incremento de la tasa de ahorro se tradujo en un incremento muy moderado de la tasa de inversión (+ 1.0% del PIB). En su mayoría, el mayor ahorro se canalizó hacia el exterior (es decir, se exportó a medida que la cuenta corriente de la balanza de pagos se tornó crecientemente superavitaria).

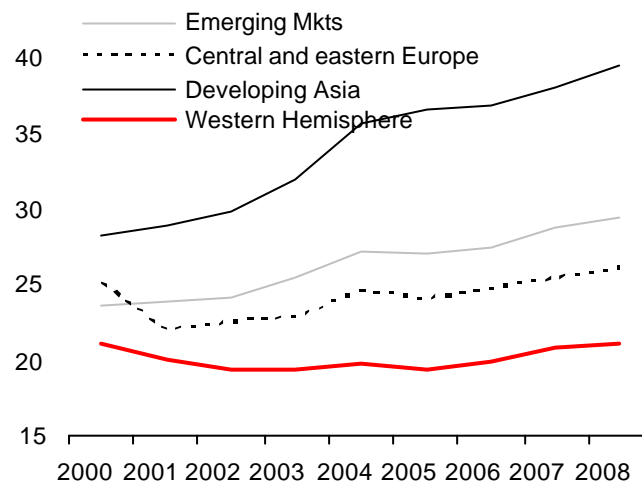
Latin America Savings and Investment



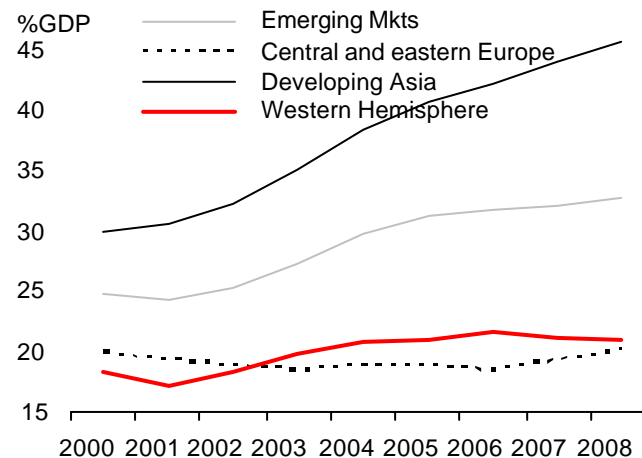
# Las Tasas de Ahorro e Inversión Son Aún Bajas

- La tasa de inversión de América Latina (21% del PIB) es aún baja cuando se la compara con otras regiones emergentes del mundo (por ejemplo, con el 36% del PIB de Asia o el 25% del PIB de Europa del Este).
- Por lo tanto, no debe sorprender que, a pesar de su reciente aceleración, la tasa de crecimiento económico de la región sea aún menor que la de otras regiones dinámicas del mundo.

## Very Low Investment Ratio



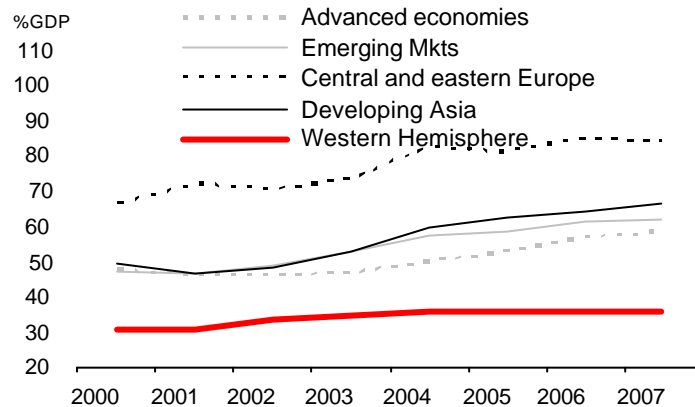
## Very Low Domestic Savings Ratio



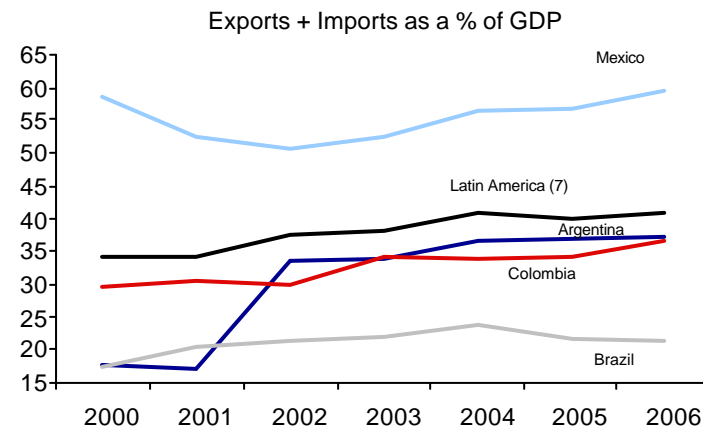
# América Latina Es Aún Relativamente Cerrada Al Comercio Externo

- La apertura comercial, a través de la reducción de los aún altos aranceles (extra-zona) de los bloques comerciales regionales, contribuiría a producir un salto tecnológico y productivo en economías que necesitan elevar sus niveles de inversión y atraer más capitales extranjeros para financiar su desarrollo.
- Es imperativo continuar invirtiendo en educación para elevar el nivel del capital humano.
- Un mayor nivel de educación reduciría la inclinación hacia el populismo o plataformas políticas altamente heterodoxas, que han afectado y continúan afectando el desarrollo económico de la región.

## LatAm Still Very Closed to Trade



## Trade Openness is Still Low



**Consolidated Latin America Aggregate Selected Economic Indicators**

	2004	2005	2006F	2007F	2008F
<b>I. Economic Activity and Prices</b>					
Nominal GDP (US\$bn)	1955	2395	2782	3121	3380
Real GDP growth (% yoy) 1/	6.2	4.3	5.3	4.5	4.1
CPI Inflation (% yoy)	6.9	5.6	4.8	5.4	5.2
<b>II. External Sector</b>					
Current Account (US\$bn)	24.3	39.8	52.2	27.4	6.0
Trade Balance (US\$bn)	71.4	95.0	113.5	82.8	59.0
Gross International Reserves (US\$bn)	205.9	235.3	283.2	340.2	353.2
Change in Reserves (US\$bn)	22.1	29.4	47.9	57.0	13.0
Direct Foreign Investment	57.5	65.3	64.0	60.8	61.4
<b>III. Public Finance and Indebtness</b>					
Primary Fiscal Balance (%GDP)	2.9	3.3	3.4	2.9	2.6
Overall Fiscal Balance (%GDP)	-0.7	-0.8	-0.5	-0.5	-0.7
Total Public Sector Debt (%GDP)	43.1	38.4	36.9	35.8	34.5
Total External Debt (%GDP)	37.3	27.4	22.9	20.5	19.1


1/ Calculated using nominal GDP weights

Source: National Authorities and Goldman Sachs estimates and forecasts.

---

Goldman, Sachs & Co.

One New York Plaza | 45th Floor | New York, NY 10004

 212.357.5768 |  212.346.4402

 [alberto.ramos@gs.com](mailto:alberto.ramos@gs.com)

**Alberto M. Ramos**

Vice President | Senior Economist

**Goldman  
Sachs**

---

Disclosures applicable to research with respect to issuers, if any, mentioned herein are available through your Goldman Sachs representative or at <http://www.gs.com/research/hedge.html>.

Copyright 2006 The Goldman Sachs Group, Inc. All rights reserved.

This material should not be construed as an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. We are not soliciting any action based on this material. It is for the general information of clients of The Goldman Sachs Group, Inc. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. Before acting on any advice or recommendation in this material, clients should consider whether it is suitable for their particular circumstances and, if necessary, seek professional advice. The price and value of the investments referred to in this material and the income from them may go down as well as up, and investors may realize losses on any investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. The Goldman Sachs Group, Inc. does not provide tax advice to its clients, and all investors are strongly advised to consult with their tax advisers regarding any potential investment. Certain transactions - including those involving futures, options, and other derivatives as well as non-investment-grade securities - give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. The material is based on information that we consider reliable, but we do not represent that it is accurate or complete, and it should not be relied on as such. Opinions expressed are our current opinions as of the date appearing on this material only.

We endeavor to update on a reasonable basis the information discussed in this material, but regulatory, compliance, or other reasons may prevent us from doing so. We and our affiliates, officers, directors, and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material, may from time to time have "long" or "short" positions in, act as principal in, and buy or sell the securities or derivatives (including options) thereof of companies mentioned herein. For purposes of calculating whether The Goldman Sachs Group, Inc. beneficially owns or controls, including having the right to vote for directors, 1% of more of a class of the common equity security of the subject issuer of a research report, The Goldman Sachs Group, Inc. includes all derivatives that, by their terms, give a right to acquire the common equity security within 60 days through the conversion or exercise of a warrant, option, or other right but does not aggregate accounts managed by Goldman Sachs Asset Management. No part of this material may be (i) copied, photocopied, or duplicated in any form by any means or (ii) redistributed without The Goldman Sachs Group, Inc.'s prior written consent.

The Global Investment Research Division of Goldman Sachs produces and distributes research products for clients of Goldman Sachs, and pursuant to certain contractual arrangements, on a global basis. Analysts based in Goldman Sachs offices around the world produce equity research on industries and companies, and research on macroeconomics, currencies, commodities and portfolio strategy.

This research is disseminated in Australia by Goldman Sachs JBWere Pty Ltd (ABN 21 006 797 897) on behalf of Goldman Sachs; in Canada by Goldman Sachs Canada Inc. regarding Canadian equities and by Goldman Sachs & Co. (all other research); in Germany by Goldman Sachs & Co. oHG; in Hong Kong by Goldman Sachs (Asia) L.L.C.; in India by Goldman Sachs (India) Securities Private Ltd.; in Japan by Goldman Sachs Japan Co., Ltd, in the Republic of Korea by Goldman Sachs (Asia) L.L.C., Seoul Branch; in New Zealand by Goldman Sachs JBWere (NZ) Limited on behalf of Goldman Sachs; in Singapore by Goldman Sachs (Singapore) Pte. (Company Number: 198602165W); and in the United States of America by Goldman, Sachs & Co. Goldman Sachs International has approved this research in connection with its distribution in the United Kingdom and European Union. This material has been issued by The Goldman Sachs Group, Inc. and/or one of its affiliates and has been approved for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 by Goldman Sachs International, which is regulated by the Financial Services Authority, in connection with its distribution in the United Kingdom, and by Goldman Sachs Canada, in connection with its distribution in Canada. Goldman Sachs International and its non-US affiliates may, to the extent permitted under applicable law, have acted on or used this research, to the extent that it relates to non-US issuers, prior to or immediately following its publication. Foreign-currency-denominated securities are subject to fluctuations in exchange rates that could have an adverse effect on the value or price of, or income derived from, the investment. In addition, investors in securities such as ADRs, the values of which are influenced by foreign currencies, effectively assume currency risk. In addition, options involve risk and are not suitable for all investors. Please ensure that you have read and understood the current options disclosure document before entering into any options transactions.

Further information on any of the securities mentioned in this material may be obtained on request, and for this purpose, persons in Italy should contact Goldman Sachs S.I.M. S.p.A. in Milan or its London branch office at 133 Fleet Street; persons in Hong Kong should contact Goldman Sachs (Asia) L.L.C. at 2 Queen's Road Central; persons in Australia should contact Goldman Sachs JBWere Pty Ltd. (ABN 21 006 797 897), and persons in New Zealand should contact Goldman Sachs JBWere (NZ) Ltd. Persons who would be categorized as private customers in the United Kingdom, as such term is defined in the rules of the Financial Services Authority, should read this material in conjunction with the last published reports on the companies mentioned herein and should refer to the risk warnings that have been sent to them by Goldman Sachs International. A copy of these risk warnings is available from the offices of Goldman Sachs International on request. A glossary of certain of the financial terms used in this material is also available on request. Derivatives research is not suitable for private customers. Unless governing law permits otherwise, you must contact a Goldman Sachs entity in your home jurisdiction if you want to use our services in effecting a transaction in the securities mentioned in this material.