

Situación Latinoamérica

Cuarto trimestre de 2014

Unidad de Coordinación Latam

- **Bache en el crecimiento en Latam en 2014 y 2015.** La región crecerá 0,9% y 1,8%, respectivamente, por la desaceleración de la demanda interna y un entorno exterior menos favorable. La Alianza del Pacífico crecerá 2,8% y 3,8% en 2014 y 2015.
- **Los bancos centrales muestran un sesgo más laxo** respecto a hace tres meses, dada la mayor debilidad cíclica, salvo en el caso de Brasil. Con todo, se esperan presiones alcistas sobre los tipos de interés en 2015, al hilo de la recuperación y de la subida de tipos por parte de la Fed.
- **Los tipos de cambio en la región continuarán depreciándose en 2015** en un entorno de menores precios de materias primas y el aumento de tasas de interés por parte de la Fed.
- **La perspectiva fiscal empeora** con la desaceleración de la demanda interna. **Los déficits exteriores se mantienen altos**, pero empezarán a reducirse en 2015. Ambos déficits siguen siendo, en general, sostenibles.

Índice

1 Resumen	3
2 Lenta recuperación global, con mayor volatilidad financiera	5
3 Vuelve la volatilidad a los mercados de América Latina	7
Recuadro 1. Movimientos recientes y perspectivas del precio del petróleo	11
4 América Latina crecerá 0,9% y 1,8% en 2014 y 2015, con mucha heterogeneidad	15
5 Bancos centrales con un sesgo más laxo que hace tres meses	23
Recuadro 2. El uso de políticas macroprudenciales en América Latina: qué, cómo y por qué	28
Recuadro 3: Las reglas de Taylor y los tipos de interés de equilibrio de corto plazo en América Latina	32
6 Empeoran las perspectivas sobre saldos fiscales, dada la debilidad cíclica	35
7 Déficits exteriores elevados en Latam, pero flexionarán a la baja a partir de 2015	38
8 Tablas	41

Fecha de cierre: 12 de noviembre de 2014

1 Resumen

Sigue aumentando el crecimiento mundial, aunque lentamente. La economía mundial siguió creciendo moderadamente en el tercer trimestre, de modo que el crecimiento mundial sería del 3,2% en 2014 y 3,7% en 2015. En este entorno, la política monetaria en la mayoría de países sigue orientada al soporte de la actividad, mientras que la fiscal tendrá un tono menos restrictivo que en el pasado reciente en EEUU, la eurozona o incluso en China, país donde se esperan medidas adicionales de soporte al crecimiento. Anticipamos que el crecimiento en China debería ajustar sólo levemente del 7,2% en 2014 al 7% en 2015.

También aumentan las tensiones y la volatilidad financiera en los mercados internacionales. En un contexto de anticipación de las primeras subidas de tipos de interés por parte de la Fed a mediados de 2015 y la divergencia de las políticas monetarias con el BCE y el Banco de Japón, también se produjo un fuerte aumento de las tensiones financieras internacionales en economías desarrolladas y en las emergentes.

La volatilidad también regresó a los mercados en América Latina, ante la mayor proximidad de las subidas de tipos de interés por parte de la Fed. La mayor volatilidad y la desaceleración de la actividad económica generaron fuertes correcciones en el precio de los principales activos (diferenciales soberanos, bolsas y tipos de cambio) en los últimos tres meses. Asimismo, este entorno de volatilidad y debilidad macroeconómica propiciaron una desaceleración de los flujos de entrada de capitales de corto plazo, si bien no llegó a generar una reversión. La principal excepción a las pérdidas se produjo en la bolsa mexicana, sin duda por la mayor influencia del ciclo alcista en EEUU.

La volatilidad en los mercados de América Latina muy probablemente seguirá hacia adelante. Los mercados seguirán muy pendientes del proceso de normalización de la política monetaria de la Fed. A pesar de que esperamos una mayor relajación monetaria en Europa y no esperamos una moderación significativa adicional de China, estimamos que el efecto de la contracción monetaria por parte de Fed debería predominar para marcar unas condiciones financieras menos holgadas para América Latina.

Los precios de las materias primas corrigieron fuertemente a la baja en los últimos meses. Los precios del cobre, de la soja y del petróleo, aunque se mantienen en niveles relativamente elevados en términos históricos, se han corregido a la baja un 6%, 15% y 28% en los últimos tres meses. En particular, en el caso del petróleo confluyó un sorpresivo aumento de la oferta con una menor demanda, si bien la estructura de costes de la industria impediría caídas adicionales del precio y apoyaría un regreso a niveles alrededor de 100 dólares por barril en el medio plazo (Recuadro 1).

La actividad económica en la región continuó debilitándose en los últimos trimestres, especialmente por la desaceleración del consumo e inversión. Durante el 2014 los datos de crecimiento han sorprendido consistentemente a la baja, por choques de oferta negativos, si bien hacia la mitad del año la moderación también se produce por una menor demanda interna. En este declive de la demanda interna ha jugado un papel importante el aumento de la incertidumbre (por el entorno exterior o, en algunos casos, por procesos electorales o medidas de política económica) que ha lastrado la confianza de empresas y hogares. Dentro de la demanda interna el componente de inversión ha sido el más afectado.

Sin embargo, en el promedio de la región es probable que ya se haya dejado atrás lo peor de la desaceleración. Así, a partir del tercer trimestre ya hemos empezado a ver una recuperación de las tasas de crecimiento, impulsadas tanto por un aumento del crecimiento mundial, así como por el mayor ritmo de inversión pública, especialmente en los países de la Alianza del Pacífico (México, Colombia, Perú y Chile).

La región pasaría de un crecimiento de 0,9% en 2014 al 1,8% en 2015. Estas tasas de crecimiento son 0,7 puntos porcentuales menores que las previstas hace tres meses, por un panorama interno y externo

menos favorable al anticipado en agosto. El crecimiento iría convergiendo en los siguientes años a niveles cercanos al 3,5%, más en línea con nuestras estimaciones del potencial de la región.

El crecimiento en la región seguirá marcado por la fuerte heterogeneidad, destacando los países de la Alianza del Pacífico. Será notable el fuerte aumento del crecimiento en 2015 que esperamos en Perú (más de 2 pp por encima del de 2014), México y Chile (alrededor de 1 pp adicional) a los que se unirá el mantenimiento del fuerte dinamismo de 2014 en Paraguay y Colombia. De este modo, los países de la Alianza del Pacífico serán los que mostrarán un mayor crecimiento en la región en 2015, con un promedio de 3,8%, más del doble del de América Latina. En particular estimamos un crecimiento en 2015 de 4,8% en Perú y Colombia, 4,2% en Paraguay, 3,5% en México y 3,1% en Chile. Esto contrasta con un magro crecimiento de 1,3% en Brasil, en un año que se espera que sea de ajuste de sus políticas.

La inflación se mantendrá dentro de los rangos meta de los bancos centrales, en 2015, salvo en Uruguay. La debilidad cíclica ha quitado algo de presión a la inflación se mantiene en el límite superior —o incluso por encima— del rango objetivo de los bancos centrales por choques de oferta. Hacia adelante, la convergencia hacia las metas de inflación estará apoyada en buena medida por la debilidad cíclica. La principal excepción será Uruguay —donde la inflación seguirá por encima del rango meta— y Brasil, donde será difícil que baje del 6% al continuar presionada por los precios administrados y la depreciación del tipo de cambio.

Los bancos centrales de la región muestran un sesgo más laxo que hace tres meses, con la excepción de Brasil. Estimaciones de reglas de Taylor para la región respaldan una postura relativamente laxa de los bancos centrales en América Latina, salvo en México (Recuadro 3). En línea con este sesgo anticipamos más recortes de tipos de interés en Perú y Chile y un alza menos intensa de tipos de interés en Colombia en 2015. Las estimaciones de reglas de Taylor para la región también muestran que el proceso de subida de tipos de interés por parte de la Fed en 2015 será un factor importante detrás del aumento de tipos de interés oficiales que esperamos en la región. La gran excepción a este patrón más laxo es Brasil, donde se adelantarían las subidas de tipos de interés que esperábamos a mediados de 2015, si bien este tono más restrictivo se ve en parte compensado con el uso de medidas macroprudenciales, cada vez más utilizadas dentro de las herramientas de política económica en la región (Recuadro 2).

Los tipos de cambio se depreciarán en la región, con intensidades muy heterogéneas, presionados por la subida de tasas de interés de la Fed y los menores precios de las materias primas. Estas presiones a la depreciación deberían ser más suaves en los países andinos, e incluso existe cierto margen para la apreciación temporal del tipo de cambio en Chile ante eventuales liquidaciones de fondos públicos en dólares para financiar un mayor déficit fiscal. También deberían ser presiones suaves en México, beneficiado por el ciclo alcista en EEUU. Sin embargo las presiones a la depreciación serán más acentuadas en Brasil, Uruguay y Argentina, donde la inflación es significativamente más elevada y el tipo de cambio real se vería muy atrasado si el nominal no acompaña por lo menos al ritmo de los precios internos.

La debilidad cíclica empeora las perspectivas fiscales de la región, pero mejora las de los saldos externos. La menor actividad económica y la reducción del precio de las materias primas han afectado a los ingresos públicos en la mayoría de los países, a lo que se suma el aumento del gasto público en algunos de ellos, como Brasil y Argentina. Así, se esperan cuentas fiscales, en general, más deficitarias en 2014 y 2015 que las anticipadas hace tres meses. Por el lado externo, la disminución de los términos de intercambio y algunos problemas de oferta en el sector exportador tienden a empeorar los déficits exteriores, pero se han visto más que compensados en Chile y Argentina por una menor demanda interna. Los indicadores de vulnerabilidad externa de la región siguen estando muy acotados dados los niveles de reservas y la proporción de financiación de largo plazo de los déficits exteriores.

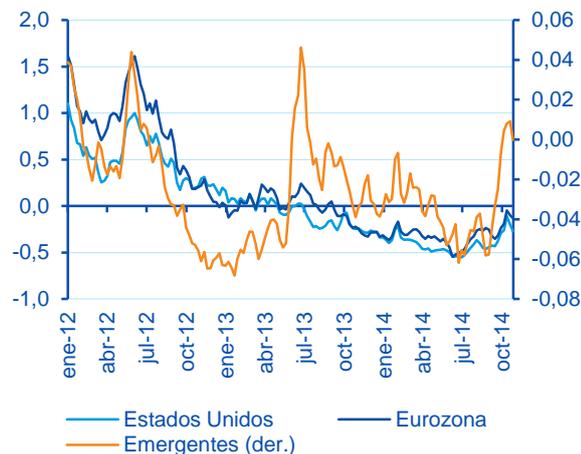
2 Lenta recuperación global, con mayor volatilidad financiera

Sigue aumentando el crecimiento mundial, que cerraría en 3,2% en 2014 y 3,7% en 2015. Pero también aumentan las tensiones financieras y los riesgos geopolíticos

La economía mundial siguió creciendo en el tercer trimestre, como muestran las variaciones positivas del volumen de comercio mundial de bienes o de la producción industrial hasta agosto. Sin embargo, el crecimiento trimestral es muy moderado, especialmente en las economías más desarrolladas y, dentro de estas, más en Japón o la eurozona que en EE.UU.

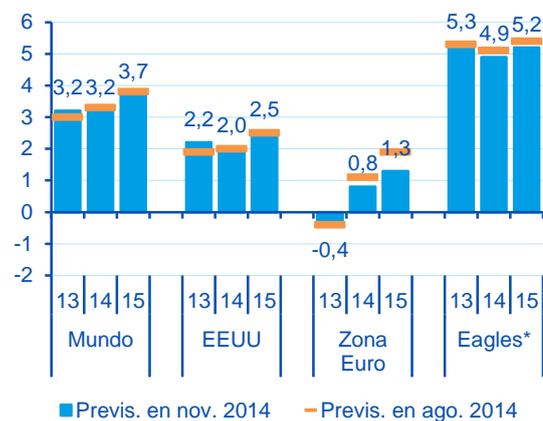
Los indicadores de confianza del mes de septiembre siguen siendo consistentes con la expansión de la actividad manufacturera, aunque hace algunos meses que, como poco, dejaron de mejorar en las principales áreas económicas. Una señal adicional de la fragilidad de la recuperación cíclica en marcha la da el repunte desde mediados de septiembre de los indicadores de tensiones en los mercados financieros, que se han situado en el caso de las economías emergentes en niveles no vistos desde mayo de 2013 (Gráfico 2.1). Entonces el mercado descontó una rápida retirada de los estímulos de la Fed que finalmente no se produjo y que sigue pendiente. Al tiempo, en las últimas semanas se multiplican los eventos de riesgo geopolítico y se acumulan las sorpresas negativas sobre el consenso en los indicadores de actividad, especialmente en la eurozona o en América del Sur.

Gráfico 2.1
Índice BBVA de Tensiones en los mercados financieros



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Previsiones de crecimiento del PIB (%)



*EAGLES es el grupo de economías emergentes que más contribuirán al crecimiento del PIB mundial en los próximos 10 años. Grupo compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Turquía y México.
Fuente: BBVA Research

Con todo, lo más probable es que el crecimiento mundial haya mejorado del segundo al tercer trimestre, al pasar de 0,6% trimestral a un 0,8% estimado, respectivamente. Estas cifras tendrían en todo caso un sesgo bajista dado que los indicadores de actividad industrial y del comercio mundial en septiembre aún podrían moderarse y puede que los efectos de la volatilidad financiera sobre la confianza de los agentes sean más persistentes de lo que prevemos. Además, están también los riesgos geopolíticos asociados a la situación

en Siria e Irak o al frágil acuerdo entre Ucrania y Rusia, que siguen viviendo entre sanciones que ya impactan la actividad de sectores relevantes como el energético ruso.

En este entorno, la política monetaria sigue orientada al soporte de la actividad, mientras que la política fiscal tendrá un tono menos restrictivo en 2014-15 que en el pasado reciente en EE.UU. y en la eurozona. Incluso en China junto a la consolidación presupuestaria en los gobiernos locales, se considera que a nivel nacional se pueden implementar medidas adicionales de soporte al crecimiento en caso de ser necesario.

Finalmente, hay que destacar el descenso de los precios del petróleo como factor favorable para las expectativas de crecimiento global —aunque no para los países exportadores— en la medida en la que sea resultado de un choque positivo de oferta.

El crecimiento en EE.UU. se mantiene en línea con lo esperado, siendo previsible que se alcance el 2,5% en 2015

Tras el inesperado y transitorio descenso de la actividad en el 1T14, los indicadores de actividad, gasto y empleo se han ido recuperando de modo que en el segundo semestre del año es previsible un ritmo de aumento del PIB cercano al 2,5%, que permitiría alcanzar el 2% promedio para el conjunto de 2014 (Gráfico 2.2). El papel de la Fed, que enfatiza la cautela, la paciencia antes de actuar ante los signos de mejora de la economía, sigue siendo un soporte del escenario de recuperación cíclica en EE.UU. apoyado por la sólida creación de empleo y el aumento de la riqueza de las familias.

En China se mantienen las perspectivas previas, pero con un sesgo bajista por el entorno externo y medidas de control del sistema bancario en la sombra.

En el 3T14 el PIB siguió desacelerándose, hasta el 7,3%, resultado de la moderación de la actividad doméstica, sobre todo en la constructora e inmobiliaria, pero parcialmente compensada por un inesperado e intenso repunte de las exportaciones. Se mantienen las perspectivas de crecimiento de 2014 en el 7,2%. Con todo, los sesgos del escenario de crecimiento en China (7,0%) siguen siendo bajistas a partir de 2015, precisamente por el freno que puede suponer la demanda externa procedente de Europa y por el ajuste en marcha en el sector inmobiliario en un entorno de elevado apalancamiento y de medidas de control del sistema bancario menos regulado.

China se enfrenta a la gestión de la desaceleración en marcha mientras reduce los riesgos financieros y recompone el crecimiento hacia la demanda doméstica. En este escenario, las autoridades seguirán dispuestas a intervenir para que la desaceleración no se intensifique más de lo conveniente, por debajo de los objetivos establecidos. Así, es previsible una flexibilización adicional de la política monetaria (con recortes en el ratio de reservas o inyección de liquidez), una política fiscal expansiva en el gobierno central (aunque con consolidación en gobiernos locales) y la continuidad en la ejecución de reformas estructurales.

En la eurozona la recuperación será aún más lenta de lo previsto

El estancamiento del PIB en el segundo trimestre, con comportamientos más débiles en general en las economías más grandes, ha supuesto la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área para 2014 y 2015 (Gráfico 2.2). El impacto de la crisis entre Ucrania y Rusia se está dejando sentir en el comercio y los indicadores de confianza de las economías del centro de Europa, incluyendo Alemania. El BCE ha seguido actuando, con medidas orientadas a acercar las expectativas de inflación al objetivo de estabilidad de precios, del que se han venido alejando desde 2012. A este objetivo ha de contribuir, en el escenario más probable, la depreciación del euro, consistente con las diferentes expectativas de actuación de la FED y del BCE, con una retirada de estímulos en el primer caso y un aumento de su balance en el segundo.

3 Vuelve la volatilidad a los mercados de América Latina

La proximidad del inicio de las subidas de tipos de interés por parte de la Fed aumenta la volatilidad de los mercados en Latam y genera correcciones de precios de los activos

Hace tres meses, en la edición anterior de nuestro Situación Latinoamérica, destacábamos el optimismo que dominaba los mercados financieros de la región en aquel momento, que contrastaba con la desaceleración prácticamente generalizada de la actividad económica en los principales países de América Latina, y alertábamos del riesgo de una corrección a la baja del precio de los principales activos financieros de la región.

Dicha corrección se ha materializado en los últimos meses, acabando con el desacoplamiento observado anteriormente entre el tono de los mercados financieros y el de la actividad económica, que ha continuado moderándose en los últimos meses.

Por detrás de la caída en el precio de los activos latinoamericanos en los últimos meses está, no sólo la desaceleración de la actividad, sino también un entorno exterior menos favorable, dada la reducción del precio de las materias primas y la proximidad del inicio de las subidas de los tipos de interés en EE.UU.

Desde finales de julio hasta el cierre de octubre, el diferencial soberano de América Latina subió 75 puntos base, significativamente más que en Europa Emergente (+25p.b.) y en Asia Emergente (+8p.b.). Esta corrección ha puesto fin a un período de diferenciación positiva de América Latina respecto a estas dos otras regiones emergentes (Gráfico 3.1), a pesar del impacto negativo que las dudas sobre la economía china tiene sobre los países asiáticos y del efecto pernicioso de las tensiones entre Ucrania y Rusia sobre los países del este europeo.

Gráfico 3.1
Diferenciales soberanos en mercados emergentes (EMBI, índice enero 2013=100)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

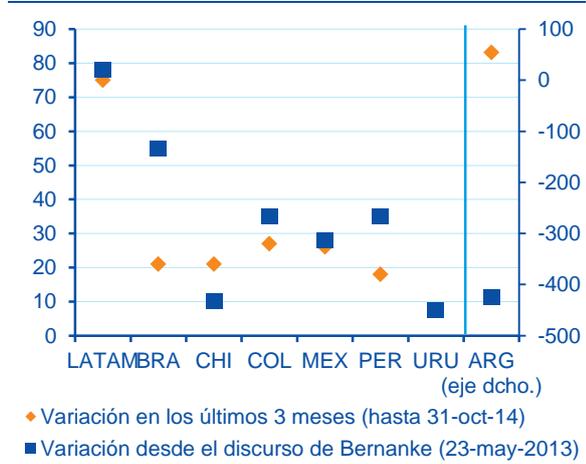
Gráfico 3.2
Evolución de cotizaciones bursátiles en mercados emergentes (MSCI, índice enero 2013=100)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

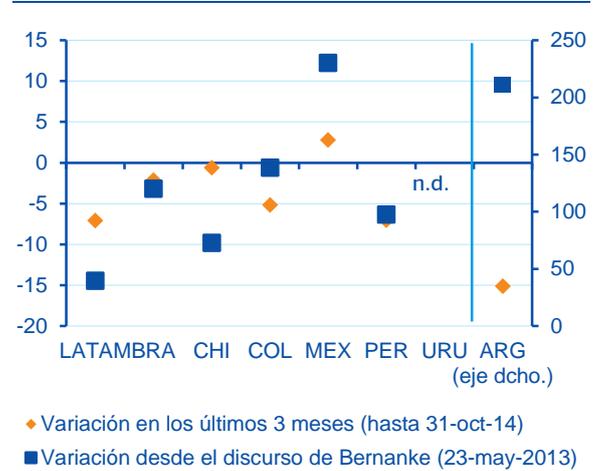
En el mismo período, el indicador bursátil MSCI de América Latina retrocedió un 7%, caída equivalente a la observada en los países de la Europa Emergente y más significativa que la caída de 2% registrada en Asia Emergente (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.3
Evolución de los diferenciales soberanos en América Latina (EMBI, puntos básicos)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 3.4
Evolución de las cotizaciones bursátiles en América Latina (variación %, en moneda local)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

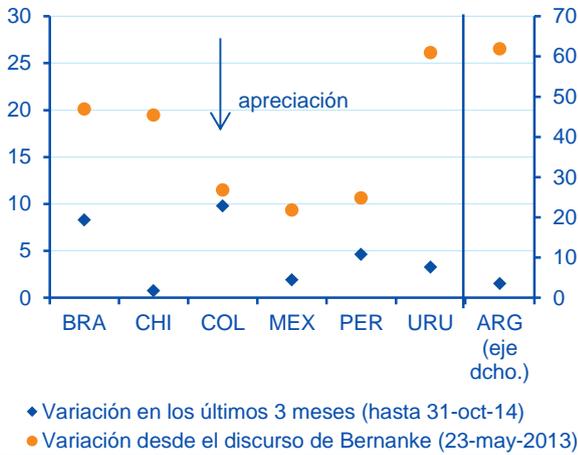
Los movimientos de aumento de los diferenciales soberanos y reducción de las cotizaciones bursátiles en los últimos tres meses han sido generalizados (Gráficos 3.3 y 3.4). Entre las únicas excepciones está la bolsa mexicana, que ha logrado subir un 3%. Pese a las turbulencias financieras, que sí han determinado un aumento del riesgo soberano mexicano, la recuperación de la actividad económica en EE.UU. (ver sección 2) ha apoyado al mercado bursátil de México.

Asimismo, la dirección e incluso la relativa similitud del tamaño de las pérdidas, sugiere la predominancia de los factores globales —normalización de la política monetaria por la Fed y caída de los precios de las materias primas—, a pesar de que también han sido muy relevantes otros factores de corte regional (la intensidad de la desaceleración de la demanda doméstica y la reacción de las políticas económicas) o incluso local (incertidumbre política por elecciones presidenciales en Brasil y Uruguay y los efectos de la falta de acuerdo con los *holdouts* en Argentina).

Las divisas latinoamericanas también han pasado por una corrección a la baja desde el final de julio, con pérdidas entre el 1%, en el caso de Chile, y el 10%, en el caso de Colombia (Gráfico 3.5). Esta pérdida de valor ha reducido el grado de sobrevaloración de algunas divisas, como el Real brasileño y el Nuevo Sol peruano y ha movido o mantenido a otras en un rango de ligera subvaloración con respecto a su nivel de equilibrio, como es el caso de las divisas de Argentina, Chile, Colombia y México.

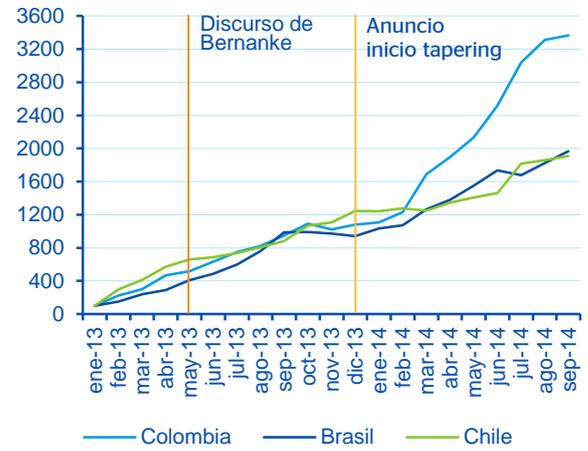
En este entorno, no sorprende el hecho de que los flujos de capitales hacia los países de la región se hayan, en algunos casos, moderado (Gráfico 3.6). Sin embargo, los países de la región siguen atrayendo capitales externos, consecuencia de las múltiples oportunidades de inversión en estas economías, en especial en un contexto de abundancia de liquidez en los mercados globales.

Gráfico 3.5
Evolución de los tipos de cambio en América Latina (variación %)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 3.6
Flujos de cartera de no-residentes (datos acumulados de las balanzas de pagos, índice enero 2013=100)



Fuente: estadísticas nacionales y BBVA Research

Con pocas excepciones, como la bolsa mexicana y argentina, el precio de los activos financieros latinoamericanos se encuentra actualmente bastante por debajo de los niveles observados en mayo de 2013, cuando, tras el discurso del entonces presidente de la Fed, Ben Bernanke, los mercados empezaron a descontar los efectos de la retirada de los estímulos monetarios en EE.UU. Las ganancias registradas entre febrero y junio se han revertido en los últimos tres meses.

La volatilidad seguirá hacia adelante, en un entorno de divergencia de las políticas monetarias entre las principales economías desarrolladas

Es difícil descartar que la volatilidad financiera continúe en los próximos meses ya que los mercados estarán muy pendientes del proceso de normalización de la política monetaria por la Fed y, consecuentemente, de los datos de actividad de EE.UU. que deben determinar la velocidad de dicho proceso.

Además, los mercados seguirán atentos y sujetos a los impactos del proceso de relajación de la política monetaria en la Unión Europea y de la gestión de la desaceleración de la actividad en China (véase la sección 2 para más detalles).

En todo caso, a pesar de que esperamos una mayor relajación monetaria en Europa y no esperamos una moderación significativa adicional de China, estimamos que el efecto de la contracción monetaria por parte de Fed debería predominar, por lo que en neto, las condiciones financieras internacionales para la región serán menos holgadas en el 2015 de lo que fueron en el pasado reciente.

Con todo, la percepción de que la actividad económica tiende a recuperarse y la visión de que el precio de algunos activos ya esté por debajo de los niveles de equilibrio tienden a limitar el espacio para correcciones adicionales en el futuro.

Los precios de las materias primas se ajustan fuertemente a la baja en un entorno de aumento de oferta y débil demanda

Como hemos destacado anteriormente, otro factor fundamental para el análisis del comportamiento de los activos de la región es el precio de las materias primas. Así, las recientes correcciones en los mercados financieros de América Latina están también asociadas con la caída del precio de algunas materias primas relevantes.

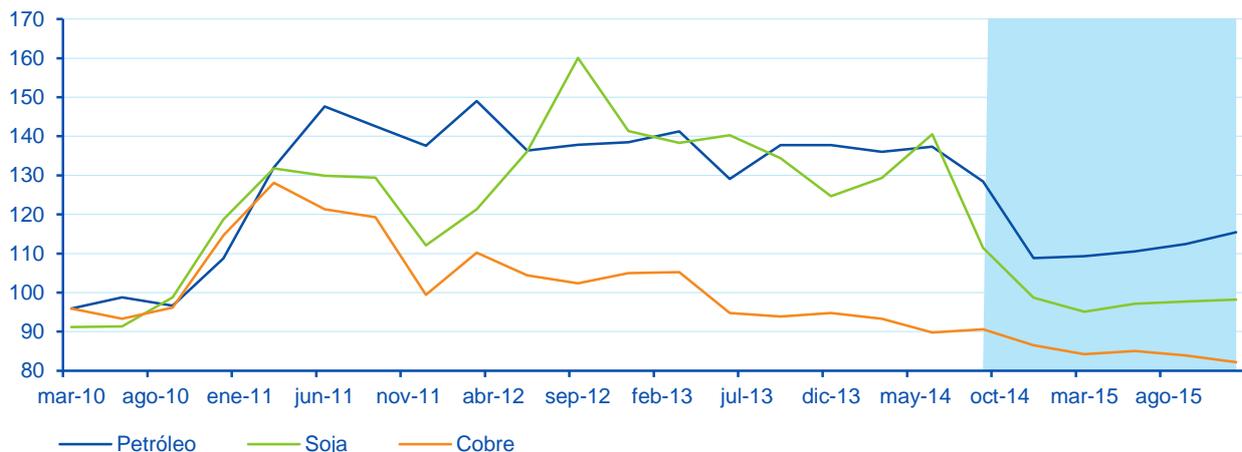
Los precios actuales del cobre, de la soja y del petróleo, aunque se mantienen en niveles relativamente elevados en términos históricos, se encuentran en su nivel más bajo de los últimos años (Gráfico 3.7). En los últimos tres meses, los precios de estas materias primas se han corregido a la baja, respectivamente, un 6%, 15% y 28%.

Además de una moderación de la demanda, en gran parte determinada por la desaceleración de la economía china (especialmente de la inversión, que es más intensiva en metales y energía), la caída del precio de estos productos refleja la apreciación del dólar y el aumento de la oferta. Con respecto a este último factor, destacamos la excepcionalmente elevada cosecha de soja en EE.UU. en la campaña 2013/2014 y las perspectivas de buenas cosechas en Brasil y Argentina. En el caso del petróleo, el incremento no anticipado en la producción de Libia y la abundante oferta de crudo en USA, en este último caso proveniente del desarrollo de los yacimientos no convencionales de shale-oil (véase el Recuadro 3.1 para más detalles sobre la evolución y las perspectivas para el precio del petróleo).

Esperamos caídas adicionales de los precios de los metales y de la soja en el corto plazo. Esta caída continuaría el próximo año en el caso del cobre, que se acercaría al nivel que estimamos sea el de equilibrio, mientras que el precio de la soja se mantendría relativamente estable, todavía por debajo de su nivel de equilibrio por un exceso de oferta que perduraría hasta el próximo año. Por su parte, los costes de producción de petróleo marcarían un suelo a la cotización del crudo alrededor de los niveles actuales, a partir de los cuales esperamos un recuperación gradual hacia niveles de alrededor de 100 dólares por barril de Brent en dos años. (Gráfico 3.7 y tablas de previsiones al final de este informe).

Gráfico 3.7

Latam: Precios de las principales materias primas (índice promedio 2010 = 100)

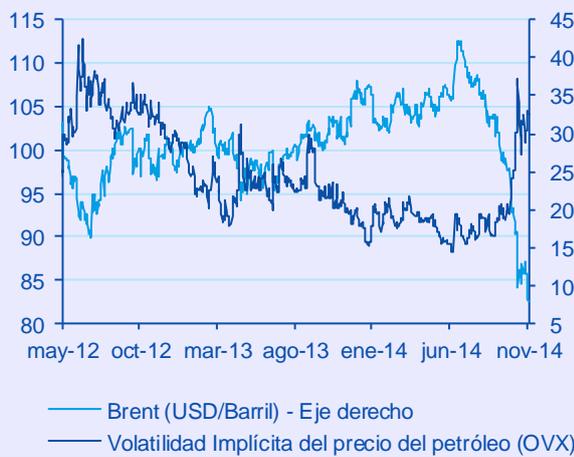


Fuente: BBVA Research

Recuadro 1. Movimientos recientes y perspectivas del precio del petróleo

Desde mediados de junio de este año se ha producido una caída continuada de los precios del petróleo, que han acumulado, hasta inicios de noviembre una reducción del 28% (Gráfico R.1.1), un ajuste de una magnitud y rapidez sólo superada en el pasado reciente por la caída de precios del petróleo en 2008, tras el inicio de la crisis global.

Gráfico R.1.1
Precio del petróleo Brent (USD/barril) y volatilidad implícita (índice OVX)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico R.1.2
Precio del petróleo Brent en diferentes divisas (índice enero 2014=100)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

¿Cuáles son los factores que han condicionado el descenso del precio del petróleo en los últimos meses?

En primer lugar, los factores financieros han jugado un papel relevante. Por un lado la apreciación del tipo de cambio del dólar (en la que se cotizan la mayoría de materias primas) tiende normalmente a presionar a la baja a los precios. Pero ese efecto no puede explicar más allá de un 15% de la caída observada en dólares, pues medido en otras monedas se ha observado una caída menor pero aún sustancial del precio del crudo (Gráfico R.1.2). El aumento de la volatilidad en los mercados financieros (Gráfico 2.1) también ha contribuido más recientemente a la caída del precio, como en el resto de activos financieros.

Con todo, son los fundamentos de oferta y demanda —y las expectativas sobre los mismos— los que han tenido un efecto crucial sobre el precio del crudo en los últimos meses.

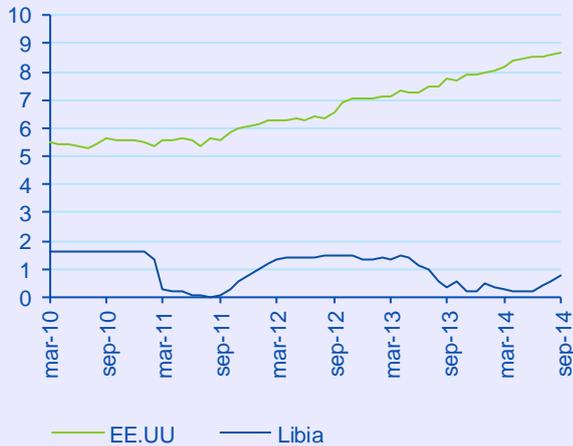
Por el lado de la oferta, se ha producido un fuerte —y en cierta medida inesperado— aumento de la producción. La fuente principal ha sido la mayor oferta de crudo no convencional en los EEUU en los últimos dos años, más allá de lo anticipado (gráfico R.1.3). Pero más recientemente también se ha producido un aumento de la oferta en algunos países donde sorpresivamente las tensiones geopolíticas no han seguido lastrando la producción. Ese es el caso de Rusia, Irak, y en particular Libia (gráfico R.1.3). Esto lleva a un fuerte aumento de la oferta de crudo en 2014, especialmente fuera de la OPEP, no anticipado hace seis meses (gráfico R.1.4).

A este resurgimiento de la oferta se suma el recorte de las previsiones de crecimiento de la demanda por parte de la Agencia internacional de la Energía (AIE), en consonancia con la revisión a la baja de las previsiones del crecimiento mundial a lo largo de este año.

Todo esto deja un panorama para 2014 donde el fuerte aumento de la producción fuera de la OPEP supera con creces el incremento esperado de la demanda (Gráfico R.1.4) disminuyendo la

capacidad de la OPEP para influir sobre el precio del crudo.

Gráfico R.1.3
Producción de petróleo crudo en EEUU y Libia (millones de barriles diarios)



Fuente: BBVA Research y Energy Information Administration (EIA)

Gráfico R.1.4
Incremento anual de la oferta no-OPEP y de la demanda mundial de crudo (mb/d)



Fuente: BBVA Research e IEA

Con todo, la incertidumbre sobre la evolución futura de los precios también se ha incrementado significativamente, como refleja el fuerte aumento de la volatilidad implícita en las opciones sobre el precio del petróleo (índice OVX, Gráfico R.1.1), a niveles no observados desde 2012, en ese momento en medio de la fuerte incertidumbre acerca del futuro de la Unión Monetaria Europea.

¿Cómo afectan los precios actuales a los productores de petróleo crudo?

La fuerte caída de precios —y la perspectiva de que pueda ser persistente— desincentivaría la nueva inversión en el sector de *shale oil*, principal contribuyente al incremento de la oferta de crudo no-OPEP en los últimos cuatro años.

Los precios actuales aún estarían por encima, pero muy cerca de los costes operativos de los productores ya establecidos de crudo no convencional (*shale oil*, concentrados en EEUU). Con todo, los precios actuales no serían suficientes para cubrir los costes de nuevos operadores que quieran entrar en el mercado, por lo que no justificarían nuevas inversiones en el sector de *shale oil*. Si se tiene en cuenta que el agotamiento de un pozo de *shale oil* se produce más rápidamente que el de un pozo convencional (la tasa de declino es superior al 80% al final de dos años de operación, frente a 20% para un pozo convencional), un escenario sin nuevas inversiones implica un rápido aplanamiento o reducción de la producción de *shale oil* en EE.UU..

Por otro lado, a los precios actuales la mayoría de miembros de la OPEP (incluido Arabia Saudí, el productor clave del cartel) no alcanza a cubrir su gasto público (expandido en años recientes para placar las presiones derivadas de la primavera árabe) o a cerrar su déficit exterior. Aunque la mayoría de países tienen reservas suficientes para sostener los precios actuales durante un tiempo prolongado, no se puede considerar ésta como una situación de equilibrio de largo plazo.

Con todo, las señales recientes apuntarían a una falta de consenso en el seno de la OPEP para un recorte inmediato de la producción en su reunión de finales de noviembre de este año.

¿Qué se puede esperar de los precios del petróleo hacia adelante?

De la discusión anterior se desprende que la estructura de costes de la industria impone un límite inferior a los precios del crudo que, dada la tecnología actual, debería situarse alrededor de 80 dólares por barril de Brent, niveles en los que precisamente parecen haberse estabilizado las

cotizaciones en la última semana de octubre y la primera de noviembre.

Con todo, en el medio plazo, el mencionado desincentivo a las inversiones en el sector de *shale oil* debería favorecer un menor incremento de la oferta no-OPEP, más en línea con el incremento de la demanda global, que se aceleraría con la recuperación del crecimiento mundial. Esto es precisamente lo que se espera ya a partir de 2015 (gráfico R.1.4), lo que devolvería a la OPEP buena parte de su capacidad de influir sobre los precios, perdida en 2014. Con todo, la probable falta de acuerdo en OPEP para un recorte inmediato de producción haría que el aumento de precio sea gradual, hacia un precio de equilibrio no muy lejano a los 100 dólares por barril en el transcurso de los próximos dos años (gráfico R.1.5).

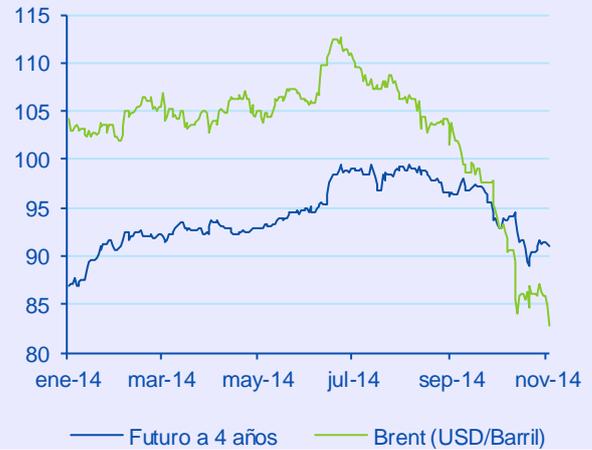
Gráfico R.1.5
Previsión de precio del barril de Brent (USD)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

En parte, los mercados estarían reflejando este regreso gradual a niveles de equilibrio similares a los observados antes de la caída reciente. Por ejemplo, resulta interesante notar que, a lo largo de los últimos meses, los precios de los futuros a 4 años o más no han experimentado una variación tan sustancial como el precio al contado, situándose en niveles por encima de 90 dólares por barril, similares a los de inicio de 2014 (gráfico R.1.6).

Gráfico R.1.6
Precio en dólares del petróleo Brent: contado y futuro a 4 años



Fuente: BBVA Research

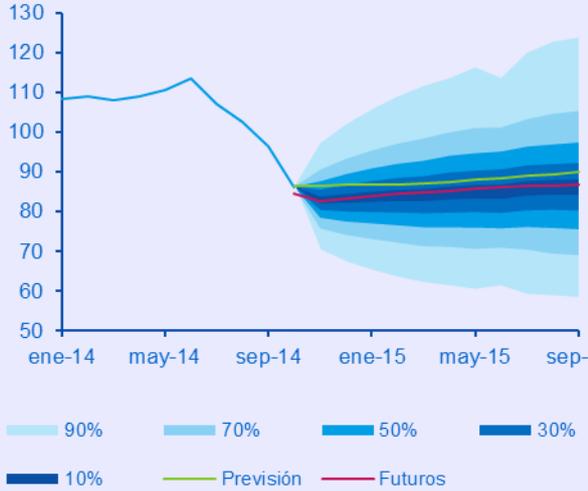
Mucha incertidumbre y riesgos equilibrados sobre nuestra previsión de precios

Un elemento a destacar es que estas previsiones están sujetas a una fuerte incertidumbre, mayor de la usual, reflejado en el mencionado aumento de la volatilidad implícita en los contratos de opciones (índice OVX). Esto genera, en consecuencia, unos intervalos de confianza muy amplios alrededor de la senda de contratos de futuros o de nuestra previsión (gráfico R.1.7).

Con todo, como el Gráfico R.1.7 muestra, los riesgos alrededor de la previsión de precios están relativamente equilibrados. Por una parte, existen riesgos al alza sobre la senda de precios del gráfico R.1.5 derivados de la posibilidad de que la OPEP llegue a un acuerdo para recortar la producción en 1 millón de barriles diarios en la reunión del 27 de noviembre, lo que haría que el precio del petróleo Brent regresara rápidamente al entorno de 100 dólares por barril. Otro riesgo al alza proviene de un fuerte recorte de la inversión —mayor al esperado— en el sector de *shale oil* ante la disminución de la rentabilidad. Por último, lo sorprendente en los últimos meses es que las tensiones geopolíticas en importantes áreas productoras no se hayan traducido en recortes de la producción.

Gráfico R.1.7

Previsiones del precio del petróleo Brent (USD) e intervalos de confianza*



* Intervalos de confianza obtenidos a partir de contratos de opciones sobre petróleo crudo, al 5 de noviembre de 2014
Fuente: BBVA Research

Estos riesgos al alza se ven prácticamente compensados con los riesgos a la baja sobre los precios. En el medio plazo estos riesgos a la baja se centrarían en la posibilidad de que se llegue a un acuerdo que reduzca o elimine las sanciones a Irán y la reducción de las tensiones geopolíticas en otras áreas productoras. En el largo plazo, los riesgos a la baja sobre la senda de precios se centran en la posibilidad de que los avances tecnológicos permitan operar rentablemente los yacimientos de *shale-oil* por debajo de 80 dólares por barril.

4 América Latina crecerá 0,9% y 1,8% en 2014 y 2015, con mucha heterogeneidad

La demanda interna se debilita en los últimos trimestres, especialmente por la desaceleración del consumo y la inversión

En los últimos trimestres, la moderación en la demanda interna de la región ha sido evidente: el crecimiento interanual ha pasado de 2,4% en 2013 a 0,5% en la primera mitad de 2014 y también en el tercer trimestre (Gráfico 4.1). Es importante recordar que luego de la recesión estadounidense de 2009, y acompañado del auge en las materias primas de finales de los 2000 e inicios de esta década, la demanda interna fue en buena medida el motor de crecimiento de la región, con variaciones del orden de 4% anual, mientras que el producto crecía en torno a 2,5%. Estos buenos momentos han quedado atrás y el 2014 nos ha sorprendido continuamente a la baja en datos de actividad, donde han predominado los choques de oferta negativos pero aunque hacia la mitad del año la moderación también se produce claramente por una menor demanda interna. Los factores de oferta han condicionado y retrasado algunos de los proyectos claves en la industria y con ello generaban cuellos de botella, y, como destacaremos más adelante, existe alguna evidencia en el sentido de ineficiencias en la ejecución de la inversión pública que también ha retrasado proyectos de infraestructura relevantes. En el agregado, parece probable sin embargo, que se haya superado el mínimo en términos de variación interanual en el segundo trimestre y que a partir del tercero podamos contar con mejores tasas de crecimiento, impulsadas en buena medida por la inversión, tanto pública como privada.

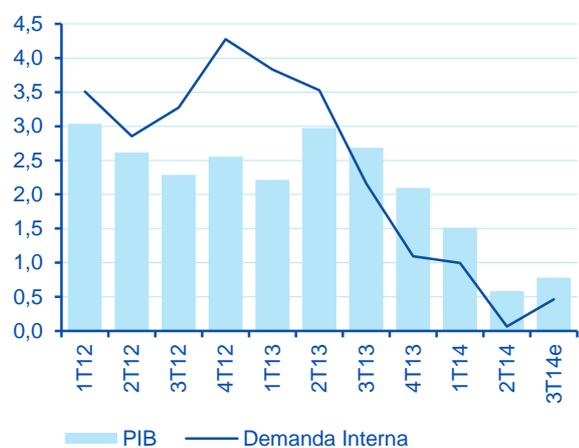
Cabe mencionar que la moderación e incluso caída en la demanda interna ha sido particularmente importante en Argentina, Brasil y Chile, y en algún grado en Perú. Destacan los dos primeros donde el ajuste se ha profundizado a lo largo del año, mientras que en Chile la demanda interna ha mostrado crecimiento casi nulo respecto al año previo. En Perú, la moderación ha sido notoria pero aún en terreno positivo. Por su parte, mientras que en Colombia este indicador se ha moderado aún implica crecimientos respecto a 2013 del orden de 6%, en Uruguay (4% a/a). Por su parte, en México y Paraguay, tras un fuerte deterioro en el primer semestre, los indicadores recientes apuntan a que habrá un repunte importante en el tercer trimestre (Gráfico 4.2).

La moderación en el crecimiento de la demanda interna ha sido consecuencia de una combinación de factores donde destacan un aumento de la incertidumbre, que ha deteriorado la confianza de hogares y empresas, moderaciones cíclicas en sectores clave, a los que se agregan choques de oferta negativos en un entorno de externo de moderación.

En particular, en el caso de Argentina, la incertidumbre asociada con la resolución de la crisis de los *holdouts* generó alerta e incertidumbre entre inversionistas, lo que también ha ocurrido vinculado al tema electoral en el caso de Brasil, situación exacerbada aquí por problemas de gestión de las políticas públicas. En el caso de Chile la incertidumbre se vinculó al anuncio de la reforma tributaria. Esta incertidumbre condujo a no pocos agentes a postergar proyectos de inversión. Por otra parte, estamos ante un deterioro cíclico en la mayoría de países (Chile, Brasil, Perú, Argentina), a lo que se une el que en casos como Brasil y en menor medida Chile y México las empresas mantienen un grado de apalancamiento elevado (la deuda corporativa representa en torno a 49% del PIB en el caso de Brasil, que encabeza la lista), lo que se ha traducido en menores posibilidades de gasto. Por otra parte, en algunos países el espacio para adoptar políticas contra cíclicas ha sido limitado. En el caso de México la reforma tributaria ha implicado cambios en precios relativos y en Chile ha coincidido el fin de ciclo minero, situaciones que han restado en alguna medida incentivos a la inversión, situación que contemplamos en nuestro escenario base también para Colombia hacia el próximo año. Por su parte, en el caso de Perú los constantes retrasos en la plena

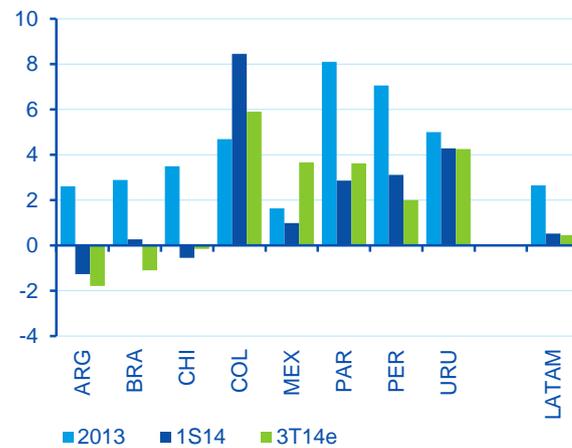
operatividad de proyectos de relevancia como la mina de Toromocho se han traducido en decaimiento de la producción minera, así como el minado en zonas de bajo rendimiento por el lado de Antamina, la mayor mina de cobre, situación que se mantendrá hasta bien entrado el año 2015. Por el lado del gasto hemos observado también algunos retrasos en la ejecución presupuestaria, particularmente en Perú, México Chile y Paraguay, donde la plena ejecución es clave en el perfil de mejora estimado. Adicionalmente cabe mencionar que la debilidad del mercado laboral ha jugado también un papel importante en economías como México y Chile, donde la calidad de los nuevos empleos creados tiende a ser baja, deprimiendo la masa salarial. Situación similar ocurre en países con elevada inflación (Argentina, Brasil y Uruguay), por el impacto sobre los salarios reales. Esta situación ha incidido ya en la baja dinámica del consumo privado, lo que ha tendido a generalizarse: el consumo privado que llegó a crecer en promedio de la región a tasa de 2,6 en 2013 lo ha hecho a tasa de 1,6% en lo que va de 2014.

Gráfico 4.1
Latam: Demanda interna y PIB (Var % a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.2
Latam: Demanda interna (Var % a/a)



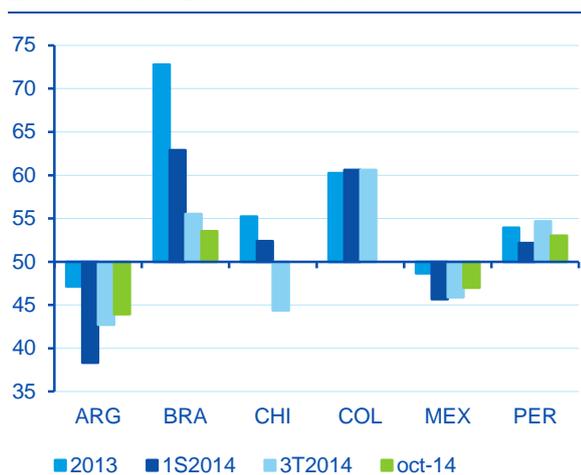
Fuente: BBVA Research

Los indicadores de confianza en la región, que apuntaban a un panorama de optimismo relativo en el 2013, han pasado a percepciones negativas en la mayoría de los países. Llama particularmente la atención el caso de caída en la confianza del consumidor en Argentina, Brasil, Chile y México (ver Gráfico 4.3); donde ha sido clave la moderación en la masa salarial tanto por empleo (Chile) como por salarios reales (México, Argentina, Chile). Cabe mencionar en varios de estos casos, notoriamente en México y Chile, y en menor medida Perú, que la aparente resistencia mostrada por indicadores de empleo (bajas tasas de desempleo que se ubican en el orden de 5% en los dos primeros, 6% en Chile y Perú) reflejan niveles de subempleo y empleo en el sector informal (casos de México, Perú) y en el caso de Chile, autoempleo, elevados y en algunos casos en crecimiento y en definitiva, de escasa calidad del empleo. En el caso de Brasil, la resistencia del empleo a pesar de la desaceleración tiene más que ver con la reducción en la oferta laboral y la moderación en la confianza se relaciona en mayor medida con incertidumbre política. Salvo Colombia y, en menor medida, Perú, el saldo en confianza de los hogares es de pesimismo.

Por el lado del productor (Gráfico 4.4), la confianza también ha caído. Destacan los casos de Brasil y Chile, para los que incluso los datos más recientes, de octubre, apuntan a que el pesimismo ha continuado. En el caso de Brasil, como se comentó antes, el pesimismo ha estado ligado al tema electoral, exacerbado por el contexto de tasas de interés elevadas, mientras que en el caso de Chile, los productores manufactureros han mostrado cautela en torno al marco regulatorio a enfrentar en los siguientes trimestres; particularmente a preocupación en torno a la reforma laboral que podría elevar los costos de despido/contratación que puedan inhibir el despido, situación compartida con Brasil. En ambas economías es notoria también la

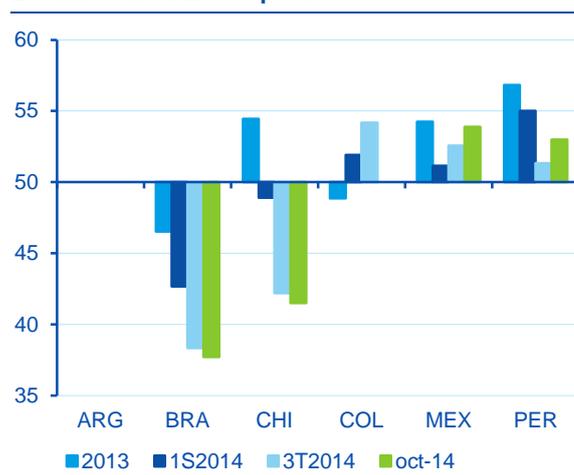
moderación en el crecimiento del crédito en los últimos trimestres. Situación contraria y de creciente optimismo ha ocurrido en Colombia y México, donde la consolidación en el crecimiento de Estados Unidos será definitiva para el auge en inversiones y crecimiento de las manufacturas. Cabe mencionar, sin embargo, que los niveles de violencia e inseguridad, de acuerdo con los especialistas consultados por el Banco de México, son el principal obstáculo para el crecimiento del país.

Gráfico 4.3
Latam: Confianza del consumidor



* Chile y Colombia disponibles hasta septiembre.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.4
Latam: Confianza del productor



* Colombia disponible hasta septiembre.
Fuente: BBVA Research

La inversión es el componente con mayor deterioro, en parte por la subejecución de la inversión pública en algunos países

La inversión es con diferencia el componente de la demanda responsable de la mayor parte del deterioro en la actividad en los últimos trimestres en la región; este componente se ha contraído en torno a -2,3% anual en la primera mitad del año y nuestras estimaciones apuntan a que lo seguirá haciendo hasta llegar al -3.3% en el tercer trimestre. Conviene mencionar que parte importante de la desaceleración obedece a la inversión pública, particularmente en Chile, Perú, México y Paraguay. En estos países hay indicios de que ha habido problemas de saturación de proyectos, elevado número de procesos, así como una insuficiente capacidad del personal; motivos que han redundado en cuellos de botella para la ejecución de algunos proyectos de inversión.

Una vez más existe una importante heterogeneidad entre países (Gráfico 4.5), aunque las contracciones han sido particularmente importantes en Brasil, Chile y Perú y se ha moderado fuertemente en Argentina. En el extremo contrario tenemos a Colombia y Uruguay con tasas crecientes de inversión y se prevé que este componente repunte fuertemente en México.

Cabe recordar que la inversión en infraestructura es clave en nuestro escenario central para detonar el crecimiento en el futuro. La región cuenta, en general, con recursos y un marco regulatorio favorable para generar importantes proyectos de obra de coparticipaciones público-privadas. Según estimaciones del FMI, entre las economías desarrolladas el incremento en inversión pública (sola o en asociaciones público-privadas), equivalente a 1% del PIB se traduce en 0,4% de mayor producto en el mismo año y en hasta 1,5% al cabo de cuatro años. Aunque el efecto estimado es algo menor entre economías emergentes (entre

0,5 y 0,9 en el medio plazo), se confirma el que la inversión pública es un factor clave detrás del aumento en la productividad de los factores¹.

Hasta ahora, sin embargo, Brasil encabeza la lista de países en cuanto a nivel de contracción de la inversión, tanto en la primera parte de 2014 como lo esperado hacia el tercer trimestre, en gran parte debido al impacto de la fuerte reducción de la confianza de los empresarios en la economía. Por su parte, en el caso de Chile la formación de capital llegó a caer 8% en términos reales en el segundo trimestre del año y estimamos que hacia el tercero se contraiga también (en el orden de 4%). En este sentido, la lenta ejecución de la inversión pública ha jugado un papel importante ya que a la caída en la inversión en maquinaria y equipo se ha sumado la menor inversión en construcciones, lo que se vincula en buena medida a la lenta ejecución presupuestaria.

Por su parte, en Perú, la inversión se ha desacelerado influido tanto como parte de un fenómeno global (menores rentabilidades esperadas por precios declinantes de las materias primas, grandes corporaciones mineras apalancadas y costos energéticos y salariales que han subido significativamente), como por factores idiosincráticos (inestabilidad social en las zonas adyacentes a los proyectos y trabas burocráticas para solicitar permisos de exploración). En México, la caída en la inversión ha sido marginal pero plantea un reto importante en algunos sectores, notoriamente el de la construcción con retrocesos de más de dos años. En este sentido, cabe recordar que la contribución al crecimiento del PIB de la inversión pública ha sido negativa en doce de los últimos trece trimestres (se considera la variación anual), y ha implicado pérdida de 0.4 p.p. de crecimiento en la primera mitad del año; esto a pesar del ambicioso Plan Nacional de Infraestructura anunciado en junio pasado².

Mención aparte en todos los indicadores de demanda interna merece el caso de Colombia, donde la economía ha experimentado apenas una moderación suave, y más acorde con el crecimiento potencial y se ha caracterizado a lo largo del año por mantener un elevado ritmo de crecimiento de la actividad, desacoplándose así de los otros andinos. El consumo privado ha liderado la expansión de la demanda interna, con una expansión del orden de 5.3%, algo por arriba del año pasado, esta expansión se basa en crecimiento fuerte del empleo y particularmente en el sector formal. Por su parte, la inversión se ha expandido en la primera mitad del año a ritmo de 13,2% a/a, más que doblando la tasa de crecimiento del año previo. En este caso la inversión en infraestructura ha sido clave y lidera con creces la región. Cabe mencionar en este sentido el ambicioso plan de infraestructuras vial “de cuarta generación” (4G) que contempla una inversión histórica en el sector³.

Por su parte, las exportaciones no terminan de recuperarse

En cuanto al panorama externo, estamos ante una situación donde la moderación continúa, lo que a su vez se refleja en que las exportaciones no terminen de recuperarse, aunque cabe decir que en varios casos exacerbadas, como se mencionó, por factores de oferta (Colombia, Perú, Chile, Brasil), más que una debilidad de la demanda externa (Gráfico 4.6).

Cabe destacar la bajada en el precio de las materias primas, particularmente en los casos de petróleo y soja, como ya se mencionaba en la sección 3. Los menores precios de estas dos materias primas se han

1: “Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effects of public investment”. Capítulo 3 del World Economic Outlook, Octubre 2014. Las estimaciones entre economías emergentes varían de acuerdo a la metodología empleada; hay tres principales. La primera examina los episodios de variables macro luego de épocas de auge de inversión pública, sin estimar efectos causales; este enfoque apunta a una elasticidad de entre 1 y 1.3 en el mediano plazo. El segundo enfoque consiste en estimar impactos de política fiscal con base en información previa y generar así choques exógenos a la inversión pública. El efecto estimado aquí está entre 0.25% en el corto plazo que llega a 0.5% en el mediano. Por último, en países de ingresos bajos donde créditos de organismos internacionales financian una parte importante del gasto público, estos desembolsos se usan como variable instrumental en la medición de la elasticidad; efecto estimado en torno a 1% en el mediano plazo.

2: El Programa Nacional de Infraestructura 2014-2018 el más ambicioso. BBVA Research, junio 2014

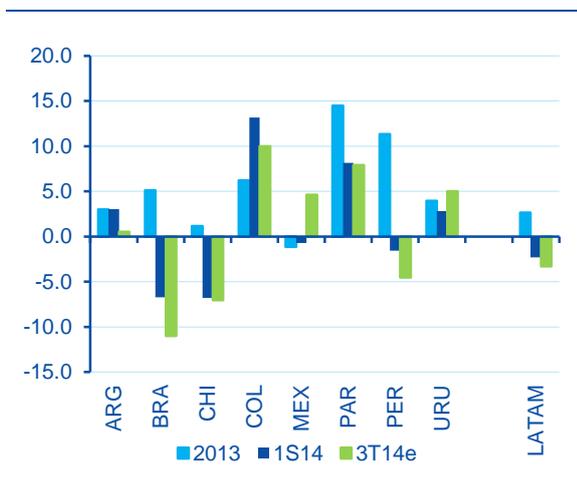
3: El Plan 4G consta de cerca de 30 proyectos anunciados, e involucran la intervención de 8 mil kilómetros de carreteras y una inversión de cerca de USD25bn. Ver: [Recuadro 2 del Situación Colombia 3T](#), [Concesiones viales de cuarta generación \(4G\)](#).

traducido un menor valor de las exportaciones de varios países de la región, notoriamente Argentina, Colombia y México.

En cuanto a los factores de oferta cabe señalar algunos como la menor ley del mineral en Perú, cierre de una importante mina productora de oro, y una nueva postergación en la entrada en operación de la mina de Toromocho; adicionalmente, cabría mencionar problemas de plagas y clima que afectaron la producción agrícola (café y arroz, respectivamente). Por su parte, en el caso de Colombia destacaron choques de oferta negativos en la producción de petróleo y carbón. Mención aparte merece el caso de Uruguay, ya que el país se ha beneficiado de algunos productos clave, como la exportación de carne bovina que ha conseguido compensar la baja en precios de la soja (materia prima que se mantiene como principal producto exportado por el país) y trigo, situación que estimamos actúe negativamente hacia el próximo año. En el caso de México las exportaciones han mantenido un perfil creciente, muy vinculado al sector clave que es el automotriz y también a otros productos como aparatos electrodomésticos. Cabe recordar que cerca del 80% de las exportaciones de México se dirigen a EEUU, y que la situación geográfica y costo de los insumos constituyen la principal ventaja competitiva del país.

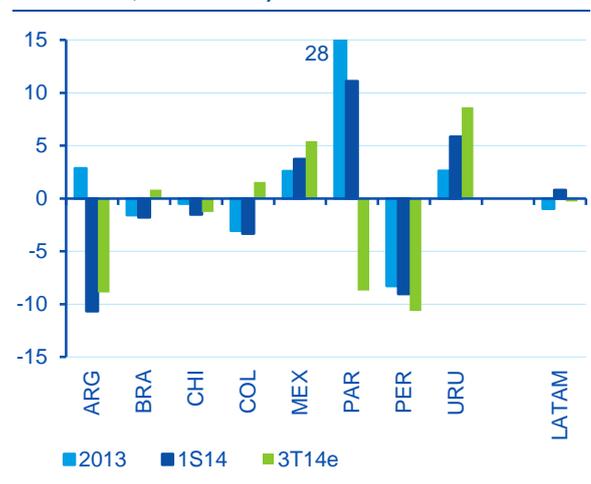
Cabe decir que el crecimiento de exportaciones no tradicionales no apunta a que la moderación externa, que si bien existe, sea el principal problema en el caso de las exportaciones en la mayoría de países. Esta moderación ha sido un efecto en general secundario en la región, aunque no se puede dejar de lado que sus efectos han sido notorios en, por ejemplo las economías de Brasil y Argentina que se tienden a retroalimentar. Por su parte, la moderación en el crecimiento de China y la lenta recuperación de Estados Unidos también han implicado efectos no despreciables, en el primer caso por sus efectos sobre el precio de materias primas y en el segundo por la demanda de manufacturas que tuvo efectos puntuales en la primera parte del año.

Gráfico 4.5
Latam: inversión Var % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.6
Latam: exportaciones Var % a/a, (valores nominales, en dólares)



Fuente: BBVA Research

Las previsiones de crecimiento de América Latina en 2014 y 2015 se revisan a la baja en 0,7 puntos porcentuales, por un panorama interno y externo menos favorable al anticipado hace tres meses

Con los factores de demanda interna y externa mencionados anteriormente, es fácil adivinar que el crecimiento ha sorprendido a la baja en las variaciones publicadas respecto al segundo trimestre - y en

algunos casos acompañado de revisiones a la baja en datos previamente publicados del primer trimestre -, lo que nos ha conducido a realizar una nueva revisión al crecimiento esperado para 2014 y 2015: desde expansiones del orden de 1,6% y 2,5%, hasta crecimientos del orden de apenas 0,9% en 2014 y 1,8% en 2015 (ver gráfico 4.7)., salvo en los casos de Colombia y Uruguay comentados más arriba, donde las sorpresas han sido incluso a la alza, o el caso de México donde los datos observados han estado en línea con el estimado, y cuya revisión importante fue hecha hace un trimestre (desde 3,5% hasta 2,5% actual).

Como se mencionó, si bien las revisiones han sido casi en todos los países de la región, destacan por su magnitud para 2014 los casos de Perú (de 4,1% previo a 2,6% actual), Chile (de 3,1% previo a 1,9% actual), Brasil y Paraguay (de 1,3% a 0,2% el primero, y de 4,9% a 3,8% el segundo), mientras que en Colombia y México mantenemos crecimiento esperado de hace tres meses (4,9% y 2,5%) y Uruguay aumenta su estimado desde 2,7% hasta 3,4%.

En Perú y Chile, el crecimiento esperado para 2014 supone una fuerte moderación respecto a las expansiones observadas en los últimos años: entre 2010 y 2013 el Producto creció en el orden de 6,7% en Perú y 5,3% en Chile. Supone además un lento avance del consumo privado, con expansión menor en el segundo trimestre que en el primero y reconoce que la inversión será el componente con peor dinámica: estimamos que la desaceleración será mayor en Perú, mientras que en el caso de Chile, habrá de mejorar únicamente hacia el último trimestre del año, vinculada sobre todo a la ejecución del presupuesto fiscal.

Conviene destacar la sorpresa negativa en el caso de Brasil, que fue mayúscula, además de que se revisó el primer trimestre, y ha tenido dos trimestres consecutivos con caída en términos trimestrales, lo que lo colocó técnicamente en recesión. Hacia el tercer trimestre, todos los indicadores disponibles apuntan a que se habrá superado esa etapa aunque de forma débil (nos referimos a la variación trimestral) y más relacionado con la fuerte caída de los meses previos que a una mejora genuina o con un cambio de tendencia.

En el caso de Paraguay, si bien el crecimiento esperado para este 2014 se ubicará en 3,8%, casi un punto por debajo de la proyección inicial, cabe recordar que esta expansión se debe tomar como una vuelta al crecimiento más acorde al potencial, luego de un extraordinario 2013 (14,4%), y se habrá visto afectado por problemas de ejecución de la inversión y menor demanda de Argentina y Brasil.

Por su parte Colombia se continuará el buen crecimiento hacia el resto del año de la inversión residencial y particularmente en infraestructuras que se beneficiarán de la buena ejecución de los proyectos de obras públicas, mientras que el consumo tenderá a observar alguna corrección más acorde con el crecimiento potencial. En tanto las exportaciones tenderán a mejorar aunque cabe decir que a menor ritmo de lo estimado inicialmente, lo que se compensará con el crecimiento en inversión.

Con todo, se podemos decir que si bien en la región se ha dejado atrás el peor momento de la moderación, la magnitud de las sorpresas de la primera parte del año así como el ritmo esperado de recuperación, particularmente de la demanda interna no serán suficientes como para alcanzar los niveles de crecimiento estimados hace un trimestre. Cabe mencionar en este sentido el margen de aplicación de políticas contracíclicas que en la mayoría de casos ha sido escaso.

Hacia 2015 será clave considerar en el plano externo que si bien la economía China no presenta cambios en el crecimiento esperado, sí lo habrá en su composición: mayor consumo privado y menor inversión, lo que tendrá impacto negativo sobre la región. A esto hay que añadir el efecto esperado del retiro paulatino del estímulo cuantitativo en EEUU y con ello el alza esperada en tasas de interés en aquel país. Pese a estos factores considerados en nuestro escenario base, seguimos anticipando un aumento en el crecimiento de la región desde el bache que habrá supuesto el 2014 hacia niveles más en línea con el potencial hacia 2016: serán clave en este sentido por una parte el empuje de la inversión pública y por otro la consolidación

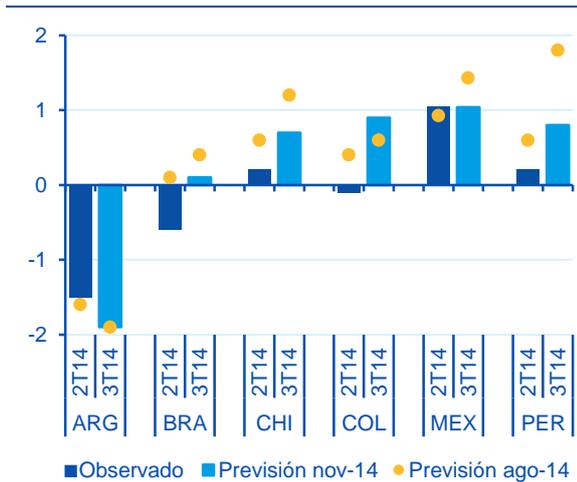
en el crecimiento mundial en el contexto de tipos de cambio más depreciados lo que apuntalará al sector exportador (ver gráfico 4.8).

La magnitud de la corrección en el crecimiento bien por sorpresas en la primera parte del año, bien por menores perspectivas de recuperación hacia el futuro, implican también corrección hacia 2015, particularmente importantes en los casos de Chile y Perú (desde 4,3% estimado hace un trimestre hasta 3.1% estimado ahora; desde 5.9% hasta 4.8% en Perú). En Brasil y Paraguay el ajuste también es a la baja aunque mucho menor (de 3 y 1 pp respectivamente), mientras que en el resto de países de la región no cambiamos el pronóstico.

Cabe mencionar que en Chile el presupuesto enviado por el ejecutivo contempla crecimiento importante (del orden de 9,8%) del presupuesto para 2015, donde las áreas prioritarias serán educación, salud y protección social. El escenario base contempla un incremento importante en la inversión pública, lo que tiene como riesgo bajista alguna nueva dilación en la ejecución presupuestaria. Por su parte, en Perú la actividad se beneficiará en 2015 de factores como el repunte en minería en los proyectos de Antamina y Toromocho y concesiones recientes de varios proyectos de infraestructuras. Brasil por su parte contempla un escenario de lenta recuperación de la actividad: sea cual sea el resultado electoral, es probable un ajuste fiscal y monetario que dejarán poco espacio para ejercer políticas anticíclicas. Por su parte en Paraguay hacia 2015 las aún lentas dinámicas en el crecimiento de sus vecinos Argentina y Brasil, principales socios comerciales del país influirán para que el crecimiento sea algo más moderado que en el pasado; aunque destacará en este caso el crecimiento de la inversión siendo así la demanda interna el motor del crecimiento.

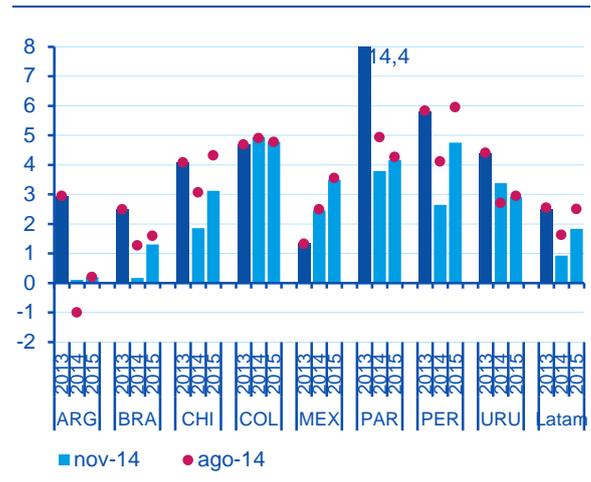
En el caso de Colombia vale la pena mencionar que el escenario contempla alguna una moderación en la inversión, particularmente la privada a raíz de la reforma tributaria actualmente en el Congreso, en la medida que implica mayor carga tributaria para empresas grandes.

Gráfico 4.7
Latam: crecimiento del PIB t/t% esperado vs observado



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.8
Latam: crecimiento del PIB Var % a/a



Fuente: BBVA Research

Por último, en México estimamos que la generalización en el crecimiento de la manufactura se dará en la medida en que la recuperación en EEUU se consolide al tiempo que el proceso de formalización del empleo continúe, y con ello repunte el crecimiento en salarios reales. El escenario contempla asimismo que las reformas estructurales recientemente aprobadas, en las que destaca la efectuada en el sector energético habrán de empezar a rendir algunos frutos hacia la segunda parte de 2015. Merece la pena recordar

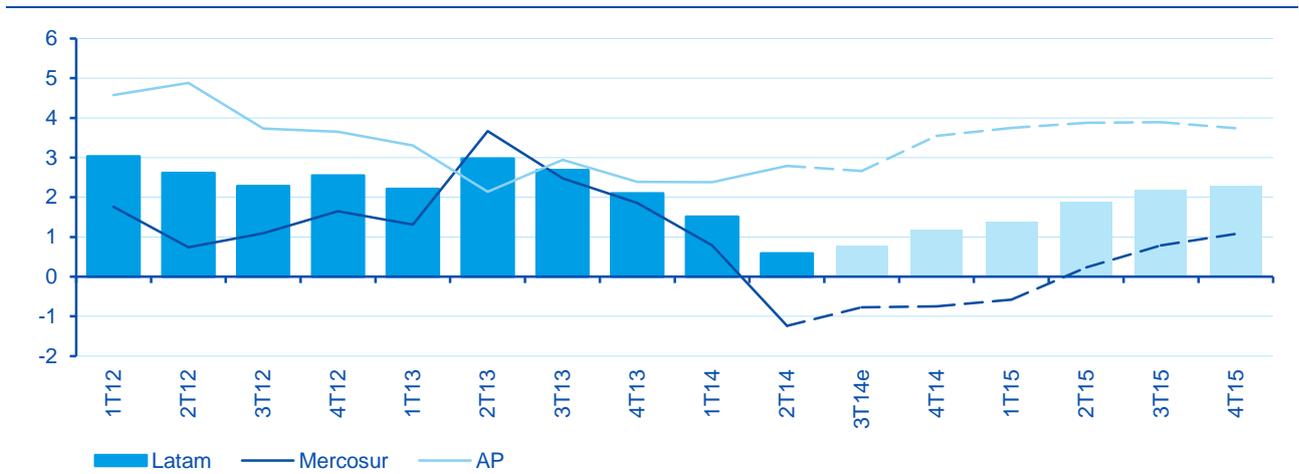
empero, que pese al ambicioso paquete de reformas aprobadas, los beneficios alcanzables podrían estar limitados mientras no se haga un ejercicio de fortalecimiento de las instituciones y del estado de derecho, lo que implicará también un esfuerzo por generar mayor competencia en numerosos mercados y combate serio a la corrupción e inseguridad.

Los países de la Alianza del Pacífico seguirán siendo los más dinámicos, creciendo muy por encima del promedio de la región en 2014 y 2015

Con todo, continuarán destacando por su crecimiento las economías del bloque de Alianza del Pacífico, en contraste con las de Mercosur. Estimamos que el crecimiento en el primer grupo llegue a 2,8% y 3,8% en 2014 y 2015 respectivamente, tres décimas menos que lo estimado hace un trimestre. Por su parte el bloque Mercosur se contraerá en 2014 en el orden de -0.5% y crecerá 0.4% en 2015, casi un punto porcentual menos que lo estimado hace un trimestre.

Colombia, Perú y Paraguay serán las economías con mayor crecimiento en la región: destaca particularmente la velocidad de recuperación en el caso de Perú y Chile, con algo más de 2 pp en el primer caso y 1,3 pp mayor en 2015 que en 2014, reflejo de los buenos fundamentales de la economía; es así que los países andinos se destacan una vez más por haber alcanzado a través de políticas ortodoxas, fortaleza en los fundamentales que han dotado de mayor resistencia a sus economías.

Gráfico 4.9
Latam: Crecimiento del PIB (%a/a)



Fuente: BBVA Research,

5 Bancos centrales con un sesgo más laxo que hace tres meses, salvo en Brasil

La debilidad cíclica quita presión a la inflación, que sin embargo se mantiene en el límite superior –o incluso por encima- del rango objetivo de los bancos centrales por factores de oferta

La moderación de la actividad económica y la desaceleración de los precios de las principales materias primas han contribuido a que la inflación se mantenga bajo control en la mayor parte de los países de la región. Sin embargo, la depreciación reciente de los tipos de cambio, así como otros factores idiosincráticos, han venido dificultando que la inflación converja al objetivo central de los distintos bancos centrales de la región, con la excepción de Paraguay donde la inflación se encuentra actualmente un poco por debajo del objetivo de 5% (Gráfico 5.1).

Pese a que en Colombia la actividad económica no se haya desacelerado como en otros países de la región, la inflación todavía se encuentra cerca del objetivo central de 3%, en cierta medida beneficiada por menores presiones de los precios de los alimentos.

En Brasil, México, Chile y Perú la inflación se ha movido al alza en los últimos meses y actualmente se encuentra ligeramente por encima del techo de los respectivos rangos objetivos (6,5% en Brasil, 4,0% en México y Chile y 3% en Perú). En Brasil, las presiones recientes han venido principalmente de los precios administrados, dado el poco espacio fiscal para mantener los subsidios y controles anunciados en el pasado, y por el impacto de la depreciación del cambio sobre algunos bienes transables. Tanto en México como en Chile los precios sufrieron un impacto negativo debido a los cambios en los niveles impositivos implementados a lo largo del primer semestre del año. Adicionalmente, en Chile la subida de la inflación en los últimos meses fue también consecuencia del debilitamiento de su moneda. Así como en los otros tres países, también en Perú las presiones que muy recientemente llevaron a la inflación a superar el rango objetivo están más relacionadas con temas de oferta que de demanda.

Finalmente, en Uruguay la inflación se mantiene por encima del techo del rango objetivo de 7% pese a la tendencia a la baja observada desde el inicio del año cuando se redujeron el IVA a ciertos productos de la canasta básica y también algunas tarifas de empresas públicas, principalmente en el sector eléctrico y telecomunicaciones.

La inflación se mantendrá dentro de los rangos meta de los bancos centrales en 2015, salvo en Uruguay

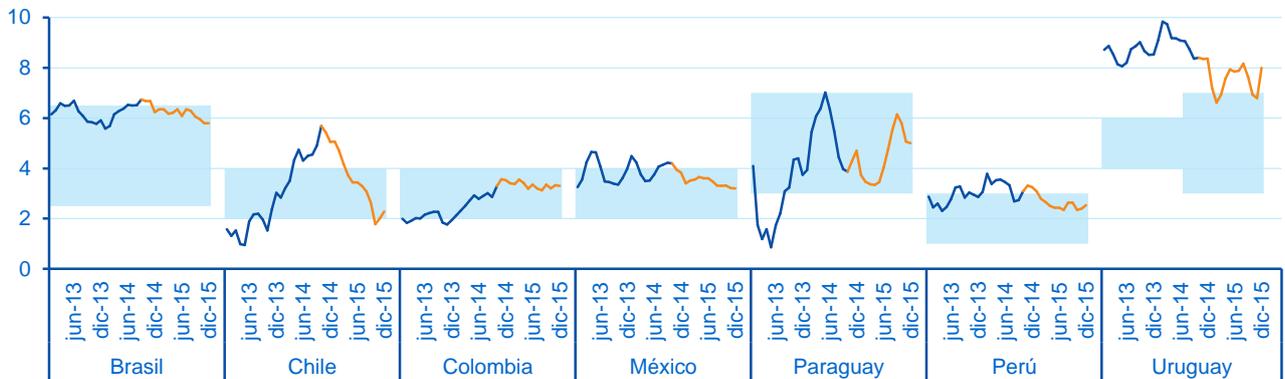
A pesar de los diferentes puntos de partida, la inflación debe converger a los objetivos de los bancos centrales a lo largo de los próximos meses, con la principal excepción de Uruguay donde la inflación debe mantenerse alrededor de 8%, por encima del techo del rango objetivo, recientemente elevado a 7% (Gráfico 5.1).

Esta convergencia debe ser especialmente marcada en Chile, donde la inflación debe cerrar 2015 en 2,3%, en la parte baja del rango objetivo, tras alcanzar 5,1% en diciembre de 2014. Tanto la moderación de la actividad, que en ambos años crecerá por debajo de su potencial, como una cierta apreciación del tipo de cambio en 2015 deben ser los principales determinantes de esta esperada desaceleración.

El menor ritmo de crecimiento económico también debe contribuir a que la inflación en Perú se siga moderando desde el 3,3% proyectado para el cierre de este año hacia el 2,5%, a fines de 2015. La

esperada depreciación del tipo de cambio será compensada por la caída de algunos importantes insumos importados, como alimentos y petróleo.

Gráfico 5.1
Latam: inflación (%a/a) y rango objetivo de los bancos centrales



Fuente: BBVA Research

En México la reducción de la inflación ocurrirá a pesar de la proyectada aceleración de la actividad, en gran parte debido a que en el próximo año el efecto de la reforma tributaria se disipará, las tarifas de telecomunicaciones serán afectadas favorablemente por la reciente reforma del sector y el ajuste de los precios de la gasolina será más suave que en años anteriores. Además, en el corto plazo ya hay señales de menor presión de los precios agropecuarios. Así, la inflación debe cerrar este año en 3,8% y luego ceder hasta el 3,2% al final de 2015.

Mientras que en los otros tres países de la Alianza del Pacífico la tendencia de la inflación será bajista a partir del final de este año, en Colombia la perspectiva es de estabilidad, lo que no necesariamente es una mala noticia dado que en este país la inflación se encuentra en estos momentos más cerca del objetivo central establecido por la autoridad monetaria. La previsión es que la inflación alcance el 3,5% y el 3,3% al final de 2014 y 2015, respectivamente, estimativas que ya incorporan una menor probabilidad de ocurrencia del fenómeno El Niño y consecuentemente un escenario más favorable para el precio de los alimentos.

La dinámica de los precios en Brasil será menos benigna que en los países de la Alianza del Pacífico. La inflación debe pronto volver al amplio rango de inflación (2,5% - 6,5%), pero no alcanzará niveles significativamente inferiores al 6% al continuar presionada por los precios administrados y el efecto de la depreciación del tipo de cambio sobre los bienes transables. En concreto, debe cerrar 2014 en 6,2% y 2015 en 5,8%. Por su parte, en Argentina se mantendrán tasas de inflación elevadas en 2014 y 2015.

En comparación con nuestras previsiones de hace tres meses, las proyecciones de inflación para finales de 2015 se han reducido en los cuatro países de la Alianza del Pacífico (Chile: -0,7p.p., México: -0,3p.p., Perú: -0,2p.p. y Colombia: -0,1p.p.). En los demás países miembros del Mercosur, las previsiones para Argentina y Uruguay se han ajustado al alza, mientras que las de Brasil y Paraguay se han mantenido inalteradas.

Los bancos centrales de la región muestran un sesgo más laxo que hace tres meses, con la excepción de Brasil. En 2015 se esperan presiones alcistas sobre los tipos de interés oficiales

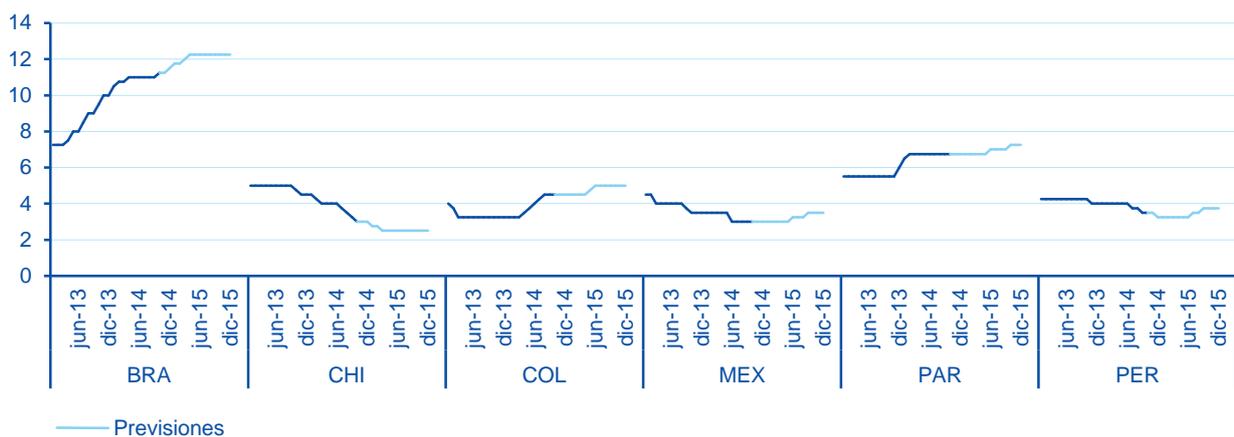
En los últimos meses el proceso de relajación gradual de las condiciones monetarias ha continuado en Chile y se ha iniciado en Perú, fruto en ambos casos de la moderación de la demanda interna y del relativo anclaje de las expectativas de largo plazo. Los tipos de política monetaria se encuentran ahora en 3% en el primer caso y en 3,5% en el segundo, en comparación con, respectivamente, 4,5% y 4,0% al inicio del año (Gráfico 5.2).

En México, los tipos de interés se han mantenido en 3% en los últimos meses tras el recorte anunciado al final del primer semestre del año.

Algo diferente se ha observado recientemente en Colombia, donde el Banco de la República ha elevado los tipos de interés oficiales hasta el 4,5%, todavía por debajo del nivel considerado neutral, debido a las mayores presiones de demanda en comparación con otros países de la región. En todo caso, también en Colombia el sesgo acomodaticio es ahora más evidente que antes. Así, es probable que el ajuste alcista esperado el próximo año, en un entorno de crecimiento interno robusto y normalización de la política monetaria en EE.UU., sea de 50 puntos-base, en lugar de 75p.b. como esperábamos anteriormente. Por lo tanto, los tipos de interés oficiales cerrarían 2015 en 5,0% con un sesgo a que no haya incremento ante un empeoramiento de las condiciones externas (términos de intercambio).

También en otros países de la región nuestras previsiones actuales reflejan este sesgo acomodaticio. Así, en Chile esperamos dos recortes adicionales de 25p.b. que dejarían la tasa de política monetaria en 2,5% al inicio de 2015, nivel que se mantendría desde entonces hasta el final del año. En Perú también esperamos que el ciclo bajista continúe en los próximos meses, con un recorte adicional de 25p.b., que dejaría los tipos en 3,25%, nivel que se mantendría hasta que las presiones relacionadas al aumento de los tipos por la Fed propicien un aumento de los tipos de interés hasta el 3,75% durante el segundo semestre de 2015.

Gráfico 5.2
Latam: Tasa de Política Monetaria, %



Fuente: BBVA Research

La gran excepción a este tono más laxo es Brasil, donde la autoridad monetaria sorprendió al aumentar los tipos de interés en 25p.b. en octubre y donde se espera que lo haga otra vez más en diciembre, lo cual dejaría los tipos de interés en 11,50%. A pesar de que en este caso el tono de la política monetaria haya sido más restrictivo de lo que esperaba, la moderación de la actividad no dejó de afectar las decisiones

monetarias. En concreto, ha resultado en una reducción de los encajes bancarios y requerimientos de capital con vistas a la aceleración del crédito (para una revisión y una discusión de la adopción de medidas macroprudenciales en la región, véase el Recuadro 5.1). En todo caso, el ajuste alcista de los tipos de interés debe continuar al inicio de 2015 hasta que los tipos SELIC alcansasen el 12,25%.

Las perspectivas de estabilidad en el corto plazo de los tipos en México se mantienen. Sólo en el segundo trimestre del próximo año Banxico debe tomar una postura más agresiva y empezar a subir los tipos de referencia. Prevemos que cierren 2015 en 3,5%, tras un ajuste acumulado de 50p.b.

Por tanto, se espera que en el 2015 las presiones oriundas de la normalización de la política monetaria en EE.UU. contribuyan significativamente a que se inicien nuevos ciclos de endurecimiento de las condiciones monetarias en prácticamente todos los países de la región, incluyendo Paraguay, donde tras un largo período de estabilidad de los tipos a 6,75% se espera un ajuste de 50p.b. Asimismo, en algunos casos, la relativa debilidad de la actividad reducirá las presiones alcistas sobre los tipos de interés (véase el Recuadro 2 para más detalles).

Los tipos de cambio de la región se depreciarán en 2015, con intensidades muy heterogéneas, presionados por la subida de tasas de interés de la Fed y menores precios de las materias primas

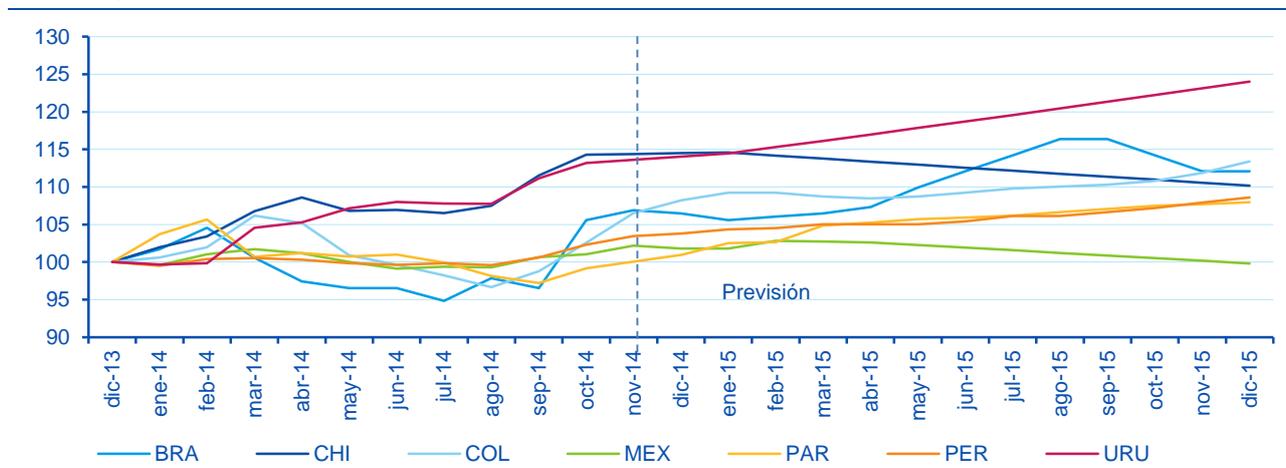
Como se ha comentado en la sección 3, los tipos de cambio se han debilitado de manera generalizada en los países de la región en los últimos meses, como consecuencia de la mayor fortaleza del dólar en los mercados globales y del deterioro de los términos de intercambio provocada por la caída del precio de las materias primas (Gráfico 5.3).

Hacia adelante, la menor liquidez global, la dinámica de los precios de las materias primas y unos déficits por cuenta corriente aún elevados mantendrán la presión bajista sobre los tipos de cambio de la región. Estas presiones deberían ser relativamente suaves en el caso de los tres países andinos, donde esperamos que el tipo de cambio se mantenga al final de 2014 próximo a los valores observados recientemente. En comparación con el valor que esperamos para el cierre de 2014, el tipo de cambio al final de 2015 debe depreciarse algo (4.5%) en Perú y Colombia (4,8%) e incluso apreciarse (4.0%) en Chile. Estas perspectivas están respaldadas por la relativa robustez esperada de la demanda interna en estos países al final del próximo año. Además, en el caso de Chile, eventuales liquidaciones de dólares del fisco para soportar el gasto comprometido ante menores ingresos efectivos apoyarían la perspectiva de apreciación el próximo año.

Así como en los andinos, también en México las presiones relacionadas a la normalización del tipo de cambio tienden a ser menores debido a los efectos positivos –mayores que en otros países de la región– que una recuperación de la actividad en EE.UU. tienen sobre el país. Así, el tipo de cambio debería cerrar el 2014 en 13,3 pesos por dólar y alcanzar 13,0 al final de 2015.

Se espera una depreciación más fuerte de las monedas en Brasil y Uruguay, lo que no debería sorprender considerándose que en estos dos países, así como en Argentina, la inflación es significativamente más alta. Además, la fuerte pérdida de competitividad en Brasil requiere una depreciación del cambio para que, a través de un desempeño más positivo de las exportaciones, la actividad económica pueda gradualmente recuperarse. Esperamos que el real brasileño cierre 2014 en 2,45, previsión que incorpora un impacto limitado pero positivo decurrente de la reducción de la incertidumbre política tras las elecciones, y alcance 2,6 en diciembre de 2015. En Uruguay, las previsiones son de un cambio a 24,4 y 26,6 al cierre de 2014 y 2015, respectivamente.

Gráfico 5.3
Latam: Tipo de cambio, índice enero 2012 = 100



Fuente: BBVA Research

Recuadro 2. El uso de políticas macroprudenciales en América Latina: qué, cómo y por qué

Los países de América Latina han ido adoptando una serie de medidas macroprudenciales en los últimos años para reducir los riesgos financieros y macroeconómicos en un contexto donde el robusto crecimiento interno y el exceso de liquidez en los mercados mundiales han ejercido presiones sobre el precio de los activos de la región, como en los precios de la renta variable y la renta fija, el tipo de cambio, etc. Además de ser una reacción ante las turbulencias externas e internas, el creciente uso de las políticas macroprudenciales también es consecuencia de que en la región se han adoptado las nuevas recomendaciones regulatorias, en línea con la reciente evolución del marco macroprudencial a nivel mundial. Por último, el sesgo intervencionista mostrado por los reguladores en algunos países de la región también ha influido en el frenesí que se ha desatado recientemente en el terreno macroprudencial. Así, en pocas palabras, el entorno macro-financiero, la actualización de las recomendaciones regulatorias a nivel global y, en determinadas jurisdicciones, el sesgo intervencionista, han sido los tres principales factores, muy interconectados, que han conformado la adopción de políticas macroprudenciales en América Latina. Como veremos más adelante, la importancia de cada uno de estos tres factores varía considerablemente entre los distintos países.

La Tabla 1 muestra que los países de América Latina han utilizado una serie de herramientas macroprudenciales, clasificadas en tres grupos para facilitar el análisis: "relacionadas con el crédito", "relacionadas con la liquidez" y "relacionadas con el capital". Además, muestra que hay una notable heterogeneidad entre los distintos países, tanto en términos de frecuencia e intensidad como en lo que se refiere a los instrumentos específicos utilizados.

Según la información que hemos recogido en los principales países de América Latina, Brasil es el país donde se han utilizado políticas macroprudenciales con mayor frecuencia e

intensidad. En nuestra opinión, esto se debe a que los tres factores principales para la adopción de medidas macroprudenciales a los que nos hemos referido anteriormente son aplicables al caso de Brasil. Dicho de otro modo, el uso de este tipo de políticas en este caso se debe a (i) la necesidad de reaccionar ante las turbulencias globales e internas y de gestionar los riesgos financieros y macroeconómicos, como los riesgos relacionados con una fuerte apreciación del tipo cambiario, el exceso de entradas de capital, etc; (ii) la decisión de implementar internamente el nuevo conjunto de recomendaciones regulatorias desarrollado a nivel mundial, principalmente las recomendaciones de Basilea y (iii) el sesgo intervencionista de los reguladores internos.

Entre las herramientas principales utilizadas en Brasil están los encajes bancarios. En los últimos años, se han modificado con frecuencia dichos encajes. Estos fueron reducidos, por ejemplo, cuando la crisis del 2008-2009 golpeó el país y, muy recientemente, a mediados de 2014, a consecuencia de las preocupaciones de la autoridad monetaria sobre una excesiva moderación de los mercados de crédito locales (es decir, debido al factor (i) según la taxonomía que hemos adoptado en este informe). Por otra parte, se han utilizado los encajes bancarios de manera recurrente debido a que, a pesar de las reducciones anunciadas recientemente, las reservas de los bancos en el banco central son muy significativas (en torno al 7% del PIB y más del 20% de los depósitos en las instituciones financieras) y, por lo tanto, conforman un instrumento poderoso para gestionar el nivel de liquidez interna. Además de los encajes, los parámetros relacionados a los descalses de monedas y las posiciones financieras en divisas extranjeras también han variado con frecuencia recientemente, en línea con las presiones sobre el real brasileño (factor (i)) pero también con el tono intervencionista de las autoridades reguladoras (factor (iii)). Por último, los requerimientos de capital impulsados por los

factores (i), (ii) y (iii), así como los requerimientos mínimos de préstamos a determinados sectores, impulsados por el factor (iii) y por el factor (ii), también han tenido protagonismo.

En Argentina, las políticas macroprudenciales también han establecido unos requerimientos mínimos de préstamos a algunos segmentos específicos, como los proyectos de inversión y las empresas micro, pequeñas y medianas. Además, a diferencia de la mayoría de los países de la región, es obligatorio que los bancos argentinos tengan un colchón de capital adicional del 75% por encima de los requerimientos de capital normales para poder distribuir dividendos.⁴ Estas medidas se han complementado con límites a los préstamos en moneda extranjera y a la tenencia de activos extranjeros netos por parte de los bancos. Algunas medidas macroprudenciales también han sido impulsadas por la necesidad de manejar los riesgos financieros y macroeconómicos. En este sentido, destacamos el uso de los encajes bancarios. Por último, cabe observar que Argentina está dando actualmente algunos pasos para implementar los acuerdos de Basilea III, que darán forma a futuras políticas macroprudenciales, especialmente a aquellas relacionadas con los requerimientos de capital. La regulación del capital en línea con Basilea III ya se ha implementado, pero la regulación sobre la liquidez y el apalancamiento se anunciarán en breve.

La necesidad de gestionar las políticas macroeconómicas y financieras y de reducir las presiones creadas por el robusto crecimiento interno y el exceso de liquidez global fue probablemente el principal factor a la hora de dar forma a la agenda macroprudencial en los andinos (Chile, Colombia y Perú), en Uruguay y Paraguay. Aunque la adopción de las mejores prácticas mundiales para definir las políticas

macroprudenciales internas fue en general una cuestión importante, especialmente en Perú y Colombia, donde se está adoptando la normativa sobre capital y liquidez de Basilea III, no todos los países han anunciado que vayan a seguir las recomendaciones de los acuerdos de Basilea III.

En estos países, el activismo en el campo macroprudencial ha sido menos intenso que en Brasil y Argentina. En los casos de Perú y Paraguay ha sido prácticamente inexistente, mientras en Perú, y en menor grado en Colombia y Uruguay, ha sido más intenso. En el caso peruano, los reguladores se han centrado en gestionar las condiciones de liquidez mediante el uso de los encajes bancarios y el establecimiento de requerimientos de capital anticíclicos. En Colombia se ha puesto la atención en ajustar los requerimientos de capital y en limitar la concentración de la exposición de los bancos⁵. En Uruguay y Paraguay, además de la utilización de los encajes bancarios como una herramienta importante para la gestión de la liquidez, hay que señalar que las autoridades reguladoras se han concentrado en las medidas relacionadas con el capital, como el ajuste de los requerimientos de capital y las provisiones. En Chile, donde el papel que desempeña la política macroprudencial sigue siendo limitado, el foco se ha puesto sobre las políticas relacionadas con la liquidez.

Por último, la agenda macroprudencial de México está marcada sobre todo por la implementación de la normativa recomendada a nivel mundial. En este sentido, la atención se ha centrado en adoptar requisitos de capital y de liquidez en línea con Basilea III y en implementar estructuras institucionales y de gobernanza para la supervisión y gestión de los riesgos sistémicos.

4: Los otros tres países de América Latina que limitan la distribución de beneficios son Brasil, México y Perú. Sin embargo, en Brasil y México ocurre solamente en algunas circunstancias excepcionales, mientras que en Perú hay un techo pero no un suelo: las entidades financieras tienen que distribuir al menos un 5% de sus beneficios entre los trabajadores.

5: Todos los países de la región, con la excepción de Chile, limitan de algún modo la concentración de la exposición de los bancos (véase la Tabla R.2.1).

La regulación mexicana también ha sido impulsada por la actualización del primer marco introducido tras la crisis de Tequila en 1995; se han hecho cambios recientes en el régimen de saneamiento del crédito (el país ha abandonado un marco de pérdidas soportadas por otro basado en las pérdidas previstas) y en las normas que rigen las cuestiones relacionadas con los préstamos (y el préstamo a partes dominantes), por nombrar tan solo dos aspectos. Estas intervenciones tienen mucha repercusión dada la importancia del crédito bancario dentro del conjunto del sistema financiero.

Otro elemento importante de la política macroprudencial ha sido el establecimiento de un Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero⁶, concebido como un "lugar" de intercambio de información entre todas las autoridades cuyo mandato es la supervisión financiera. Su objetivo es identificar a tiempo los riesgos sistémicos y coordinar las medidas para atajarlos de acuerdo con los poderes y responsabilidades de cada uno de sus miembros. El Consejo se encarga de elaborar un informe anual sobre sus actividades y sobre la estabilidad financiera del país. La última reforma financiera permite el intercambio de información entre las autoridades, tanto en el contexto del Consejo como de forma personalizada, estableciendo así las bases para un hacer un seguimiento eficaz de los riesgos sistémicos.

En comparación con otros países de América Latina, el reciente crecimiento económico de México no ha sido especialmente elevado, ni se ha visto impulsado por el auge global de las materias primas; además, el impacto del exceso de liquidez mundial sobre los activos y los mercados de crédito internos no ha sido significativo, ya que las entradas de capital extranjero no se han canalizado a través del sistema bancario. Estas circunstancias han provocado poca preocupación por el

sobrecalentamiento de la economía, burbujas y posibles desalineamientos del tipo cambiario; preocupaciones que a su vez parecen haber impulsado el uso de varias herramientas macroprudenciales en el resto de la región

Por último, el tono no intervencionista de las autoridades reguladoras de México ha contribuido a un uso comparativamente más bajo de las políticas macroprudenciales y a una particularidad: se ha optado por elegir cuándo intervenir, estableciendo un régimen de incentivos en vez de imponer límites y cuotas

Conclusión

En línea con lo que venía sucediendo en los países desarrollados y en otras regiones emergentes, las autoridades reguladoras de América Latina han ido incorporando cada vez más políticas macroprudenciales a su caja de herramientas. Sin embargo, como señalábamos anteriormente, hay una gran heterogeneidad entre los distintos países de la región, pues el impacto de las turbulencias globales y regionales cambia notoriamente en cada uno de ellos. Se ha adoptado la normativa mundial, principalmente Basilea III, a distintas velocidades y los reguladores locales muestran distintas preferencias en cuanto al grado de intervención y a la voluntad de utilizar políticas macroprudenciales como sustituto de los instrumentos tradicionales de la política monetaria. Vale la pena mencionar que en el caso de América Latina, los bancos centrales no han propuesto la utilización de la política monetaria con fines macroprudenciales. Creemos que esto es un hecho positivo, teniendo en cuenta el pasado inflacionario de la mayoría de los países de la región. Además, es importante destacar que la atención de la política macroprudencial en América Latina se ha centrado tanto en el capital como en la liquidez y, en menor medida, en los mercados de crédito, lo que no significa que las

6: Previamente conocido como Consejo de Estabilidad Financiera (establecido por decreto presidencial en 2010), el Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero se relanzó en la reforma financiera de 2014. En él se aglutinan el Secretario de Hacienda, el Gobernador del Banco de México, los presidentes de la Comisión Bancaria y de Valores, del Fondo de Pensiones, de la Comisión de Seguros y Fianzas y el director del Instituto para la Protección al Ahorro Bancario.

autoridades reguladoras no se hayan afrontado a los riesgos relacionados con la excesiva expansión del crédito en los últimos años. De cara al futuro, se prevé que en la mayoría de los

países de América Latina la regulación macroprudencial seguirá siendo una alternativa de política importante en los próximos años.

Tabla R.2.1

Políticas macroprudenciales en América Latina: instrumentos utilizados y priorizados por las autoridades reguladoras*

	ARG	BRA	CHI	COL	MÉX	PAR	PER	URU
Relacionadas con el crédito								
Límites sobre la exposición al sector inmobiliario								
Límites sobre la exposición a otros sectores	X							X
Límites sobre la concentración de la exposición	X	X		X	X	X	X	X
Cuotas específicas para hacer préstamos a sectores privados	X	X					X	
Límite superior sobre la relación entre el importe del préstamo y el valor del bien		X	X	X				
Límite superior sobre las relaciones entre la deuda o préstamo y la renta				X			X	
Límites sobre la proporción de préstamos sobre depósitos	X							
Techo sobre el crédito o el crecimiento del crédito								
Límites sobre los préstamos en moneda extranjera	X							
Relacionadas con la liquidez								
Uso activo de los requisitos de reservas sobre los depósitos	X	X				X	X	X
Requisitos de liquidez	X	X	X	X	X		X	X
Límites sobre el desajuste entre las posiciones abiertas de divisas netas y la divisa	X	X	X	X	X	X	X	X
Límites sobre el desajuste de los plazos		X	X	X	X		X	X
Relacionadas con el capital								
Requerimientos de capital anticíclicos							X	
Provisionamiento dinámico/variable en el tiempo				X		X	X	X
Límites sobre la distribución de beneficios	X	X			X			
Ratios de capital y apalancamiento	X	X	X	X	X	X	X	X

* La celda correspondiente se rellena con una "X" cuando la autoridad reguladora utiliza los instrumentos y se resalta en gris cuando la autoridad reguladora ha desarrollado o utilizado la medida con más intensidad.

Fuente: BBVA Research

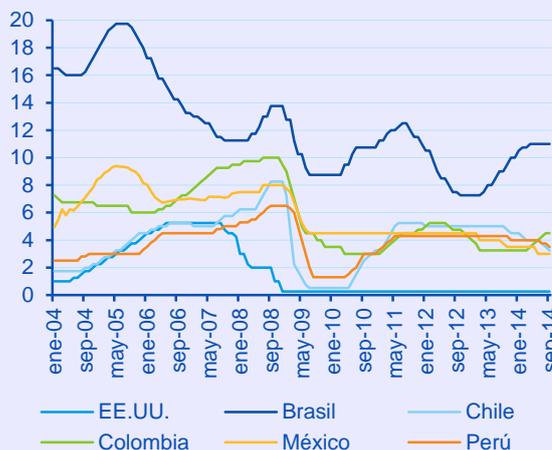
Recuadro 3: Las reglas de Taylor y los tipos de interés de equilibrio de corto plazo en América Latina

A partir del año 2000, la política monetaria en América Latina ha convergido en gran medida a una política de “inflation targeting”, caracterizada por la fijación de un objetivo de inflación de medio/largo plazo. A pesar de que no ha habido muchos ciclos monetarios bajo dichos regímenes éstos han tenido suficiente recorrido como para intentar describir empíricamente el actual comportamiento de las autoridades monetarias ante distintos tipos de presiones (Gráfico R.3.1).

Estimación empírica de las reglas de Taylor para América Latina

Extendiendo el marco tradicional de reglas de Taylor (Clarida et al, 1998⁷), construimos reglas lineales para explicar el tipo de interés oficial en cinco bancos centrales de la región con objetivos de inflación: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. En estas reglas, los tipos de interés responden a tres variables macroeconómicas: la brecha en actividad (relativa a la producción de largo plazo), la brecha en las expectativas de inflación (relativa al objetivo de inflación) y la brecha en el tipo de cambio del dólar estadounidense (relativa al tipo de cambio de equilibrio de largo plazo). Siguiendo la metodología estándar en este tipo de ejercicios, incluimos un rezago del tipo de interés oficial: en otras palabras, suponemos que las autoridades monetarias no ajustan automáticamente el tipo de interés dictado por dichas brechas, pero lo hacen sólo parcialmente, tomando en cuenta el nivel de tipos en el que se encuentran actualmente. Este gradualismo de la política monetaria genera por ende dos valores relevantes: un tipo de interés de equilibrio de corto plazo, en el cual centraremos nuestra atención más abajo, y un tipo de interés “efectivo” o de “ajuste parcial”.

Gráfico R.3.1
Tipos de interés de referencia en EE.UU., Brasil, Chile, Colombia, México y Perú



Fuente: Bloomberg

Los modelos respaldan la reciente postura relativamente laxa de los bancos centrales en América Latina, salvo en México

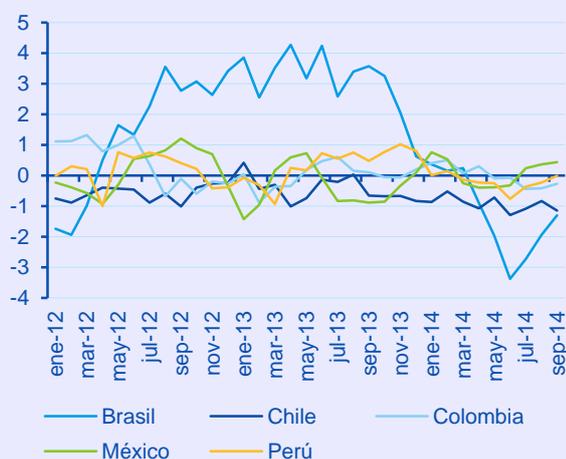
El Gráfico R.3.2 muestra un índice de política monetaria para los cinco países latinoamericanos antes mencionados. Este índice retrata la brecha entre el tipo de interés de corto plazo estimado y el tipo de interés efectivo en cada país. Un signo positivo indica por ende presiones a subir los tipos de interés, mientras que un signo negativo indica presiones a bajarlos. Queda en evidencia que, de acuerdo con nuestro modelo, Chile mantiene en el corto plazo presiones a continuar bajando tipos, mientras que en Colombia también existen presiones a la baja, aunque decrecientes y poco significativas. Por otro lado, Perú muestra claramente estar en equilibrio tras dejar un periodo de presiones a la baja, mientras que México ya está comenzando a evidenciar presiones al alza, pero aún poco significativas. Brasil también muestra presiones a la baja, aunque decrecientes, de acuerdo con el modelo.

7: Clarida, Richard, Jordi Gali, and Mark Gertler. 1998. “Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence.” *European Economic Review* 42:1033–67.

De manera general, los modelos estimados respaldan la postura relativamente laxa adoptada actualmente por la mayoría de los países de la región (para más detalles, véase la sección 5 del presente informe). En el caso de Brasil, el modelo no respalda el reciente endurecimiento de la política monetaria, lo que sugiere que el banco central puede estar empezando a dar más peso a la inflación que a la actividad en comparación con lo que hizo en los últimos años (que es lo que queda reflejado en el modelo y por tanto en el tipo de interés estimado).

Gráfico R.3.2

Índice de presiones a tipos de política monetaria



Fuente: BBVA Research

La Tabla R.3.1 especifica el tipo de presión doméstica que estaría actuando sobre el banco central de cada uno de los países bajo análisis, ya sea de expectativas de inflación, de actividad y/o de tipo de cambio. Adicionalmente, incluye el tipo de presión que prevemos para la primera mitad del 2015. Así vemos que en Chile las

presiones a la baja son principalmente generadas por una débil actividad. Presiones que esperamos que decaigan en el mediano plazo (aunque en neto sean remplazadas por presiones inflacionarias a la baja). En Perú, pese a la presión alcista relacionada con la depreciación del tipo de cambio, el sesgo bajista de la actividad debería prevalecer. En Colombia y México esperamos que resurjan presiones al alza por el lado de la actividad. Finalmente, en Brasil las presiones oriundas de inflación y tipo de cambio deberían ganar importancia a partir de ahora, predominando sobre las de actividad.

La evidencia empírica indica que la subida de tipos de interés por parte de la Fed presionaría al alza a los tipos de interés en América Latina

Dada la inminencia de un ajuste alcista de los tipos de interés en EE.UU., utilizamos nuestros modelos para intentar capturar el impacto sobre los tipos de interés locales de una subida de los tipos de interés por la Fed⁸. De los cinco países, las reglas de Taylor en Brasil, Chile, Colombia y México parecen responder a la política monetaria de EE.UU., ya sea a la masa monetaria de la Fed o a los tipos de interés “sombra” controlados por su comité de política monetaria (FOMC)⁹. Así, nuestros modelos evidencian que, en general, el impacto de la política monetaria de EEUU es directo, es decir, una política restrictiva de la Fed conlleva a subidas del tipo de interés local¹⁰. Por tanto, esta evidencia apoya la visión de que la normalización de la política monetaria por la Fed en el 2015 contribuirá a que al menos parte de los países de la región ajusten sus tipos de interés al alza.

8: En el período considerado para la mayor parte de los países, del año 2004 al 2014, ha habido un solo ciclo monetario en EEUU –véase el Gráfico R.3.1-, lo que recomienda cautela a la hora de analizar los resultados de los modelos.

9: Ya que por varios años los tipos de la Fed se han encontrado acotados por la imposibilidad de tener tipos negativos, existen mediciones “sombra” que intentan determinar el tipo de interés negativo equivalente a las políticas monetarias extraordinarias que se han implementado en su lugar (ver Wu y Xi, “Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound”, working paper, 2014).

10: Este efecto puede estar relacionado con consideraciones de estabilidad financiera en el mediano plazo (salidas de capital en un entorno global de mayor aversión al riesgo que pueden generar círculos viciosos de aun mayores devaluaciones que causan/son causadas por un desajuste y deterioro de los balances de bancos y empresas).

Tabla R.3.1

Fuentes domésticas de presión sobre la política monetaria

	Actual			Mitad de 2015		
	Inflación	Actividad	Tipo de Cambio	Inflación	Actividad	Tipo de Cambio
Brasil	++	--		+	-	+
Chile	++	--		-	-	
Colombia					+	
México					+	
Perú		-	+		-	+

Fuente: BBVA Research

6 Empeoran las perspectivas sobre saldos fiscales, dada la debilidad cíclica

Empeoran las perspectivas sobre los saldos fiscales en la región en 2014, en línea con una demanda interna menos boyante y menores precios esperados para las principales materias primas

El contexto de constante moderación de la demanda interna (salvo Colombia y Uruguay) ha afectado también los saldos fiscales en la mayoría de países. Por un lado, la menor actividad económica y la reducción del precio de las materias primas han afectado negativamente a los ingresos públicos en la mayoría de países. A esto se sumó, en el caso de Argentina y Brasil, un aumento del gasto público, especialmente el relacionado con el gasto social (subsidios y transferencias). Por el contrario, en el caso de Perú, Chile, México y Paraguay el efecto neto sobre los saldos fiscales se ha visto amortiguado por dificultades en la ejecución del gasto público presupuestado —especialmente el destinado a la inversión pública— lo que, sin embargo, ha contribuido a su vez a la desaceleración en curso, como se comentaba en el capítulo 4. De este modo, comparado con nuestras proyecciones de hace tres meses, se esperan cuentas fiscales en general más deficitarias en 2014 y 2015 en la mayoría de países en proceso de desaceleración (Gráfico 6.1)

Por el lado de los ingresos, Argentina es una de las economías más fuertemente afectadas por unos precios de soja menores a los previstos, lo que junto con la acusada moderación en la demanda interna impactará significativamente en la recaudación tributaria. En Brasil ante los menores ingresos públicos impactados por la moderación económica se han aumentado los recursos vía ingresos extraordinarios en la forma de dividendos de empresas públicas o renegociación de deudas fiscales, por ejemplo.

Por su parte, varios países de la región sentirán, en mayor o menor medida, los efectos de reformas tributarias recientemente implementadas o en proceso de aprobación. En el caso de Chile y México, la recaudación tras sus reformas tributarias será menor a lo esperado inicialmente, mientras que sí se espera un aumento importante de la recaudación en el caso de Paraguay (con la incorporación de tributación proveniente del sector agrícola y la introducción del impuesto a la renta) y en Colombia (con la propuesta de extensión del impuesto al patrimonio y del impuesto a las transacciones y el aumento del impuesto sobre la renta).

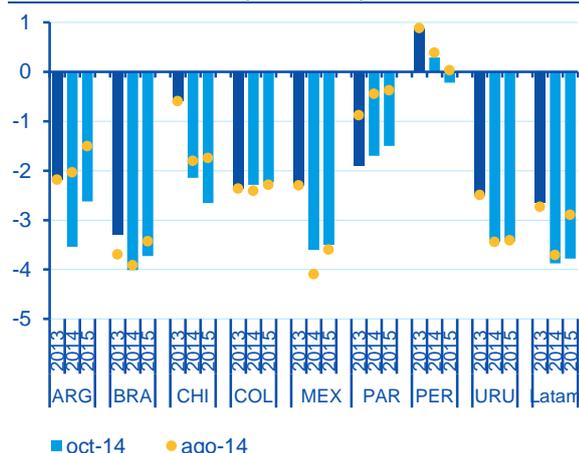
Por el lado del gasto, vemos tendencias divergentes en el contexto del actual bache en la actividad económica. Algunos países como Argentina, Brasil, Uruguay y Colombia han continuado apoyando la actividad desde el sector público, pero con estrategias diferentes, primando el gasto corriente en los tres primeros casos y la inversión pública (principalmente infraestructuras) en el caso de Colombia. Por su parte, Chile ha visto una moderación no deseada de su gasto público en la primera parte del año, con una subejecución del presupuesto que ya se empieza a corregir en el cuarto trimestre del año, a la vez que se prevé un aumento considerable (cerca de 9%) en el gasto en 2015. Por último, la subejecución del presupuesto, especialmente el destinado a inversión pública, es un problema más acuciante en el caso de Perú y Paraguay —y, en menor medida, México—, donde se alcanzan ratios de ejecución que rondan solamente el 60-70% de lo presupuestado.

Es importante destacar que esta subejecución de la inversión presupuestada no es un problema de falta de recursos financieros, sino evidenciaría una creciente dificultad del sector público de gestionar un volumen cada vez mayor de inversiones. El crecimiento en términos reales de la inversión pública ha tendido a ser mayor que el crecimiento del producto en la mayoría de los países mientras que los recursos destinados a

la administración pública no se ha acelerado en la misma proporción –destacan Perú y Uruguay- (Gráfico 6.2). Así, se trataría de un problema de falta de capacidad de gestión en el sector público, lo que ha generado cuellos de botella y retrasado proyectos de inversión viables y socialmente rentables.

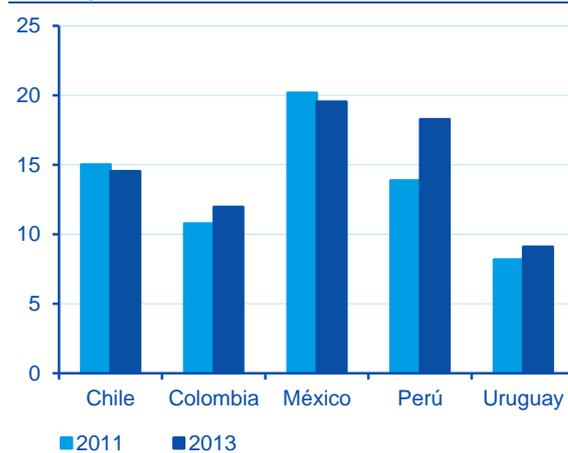
Resulta de especial importancia alertar en el contexto de moderación de la región sobre el eventual riesgo de caer en la tentación de generar un impulso fiscal a través de políticas expansivas de gasto corriente difícilmente reversible y con el que por el contrario, se traduzca en un aumento de la deuda pública. En este sentido es oportuno mencionar el caso de México donde en 2013 destacó el subejercicio del gasto público, tras de lo cual la reforma tributaria tuvo escasos efectos recaudatorios y por el contrario impactó negativamente al ingreso disponible de familias y empresas. A partir de la reforma fiscal de 2013 no solo no ha disminuido sino que ha aumentado la deuda del sector público, desde 40.4% del PIB hasta 42,3% estimada en 2018. Mientras que por otro lado el ambicioso “Plan Nacional de Infraestructura” presentado a mediados de año con el que se pretende ejercer más del doble de recursos que el sexenio anterior, no se ha traducido aun en incremento en la inversión pública y los dos puntos adicionales de crecimiento potencial aún están lejos de materializarse¹¹ y por el contrario, como se mencionó en la sección de actividad, la contribución de la inversión pública es negativa y del gasto público decreciente.

Gráfico 6.1
Latam: Saldo Fiscal (% del PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6.2
Ratio de Inversión pública a empleados en el sector público



Fuente: BBVA Research

De este modo, tomando la dinámica de ingresos y gastos, esperamos un cierto deterioro de nuestras perspectivas fiscales respecto a lo proyectado hace tres meses (Gráfico 6.1). El principal cambio de previsiones se concentra en Argentina, Paraguay y Chile, lastrado por la aceleración del gasto primario en el primer caso, la inflexibilidad del gasto corriente en el segundo y los efectos de una desaceleración de actividad mayor a la esperada en el caso de Chile. En el caso de Brasil, previsiblemente no se cumplirá con la meta fiscal en 2014, sin embargo el próximo año habrá un esfuerzo para alcanzarla, además de que probablemente se haga también un esfuerzo a favor de la transparencia fiscal. Por su parte, en México para cumplir la regla de presupuesto equilibrado el ejecutivo redefinió el balance fiscal dejando de incluir el gasto en algunas entidades: pese a que el déficit fiscal se estima en 3.6% del PIB en 2014 (3.5% en 2015), se cumple con el “presupuesto balanceado”.

Colombia y Paraguay destacan por una trayectoria decreciente del déficit público ya en 2014, que no se esperaría para el resto de la región hasta 2015, a medida que la desaceleración se revierta. En el primer

¹¹ Observatorio Inmobiliario México: El Programa Nacional de Infraestructura 2014-2018 el más ambicioso, de cumplirse impactaría favorablemente la economía

caso, se cumplirá la regla fiscal -establecida en 2011 y que indica que desde 2013 el déficit estructural del gobierno nacional debe tener una trayectoria decreciente y que sea un máximo de 2,3% del PIB— a través de nuevas fuentes de ingresos incorporadas en la reforma tributaria. En el caso de Paraguay las previsiones de déficits están en línea con la Ley de responsabilidad fiscal recientemente aprobada.

Perú es el único país grande de la región que destaca por proyectar balance superavitario en cuentas fiscales en 2014 (y ligeramente deficitario en 2015). Lo anterior será resultado en buena medida de mayores ingresos por el pago de impuestos por ganancias de capital producto de operaciones extraordinarias de no residentes, mientras que el nivel de gastos no se acelera en parte por la subejecución del presupuesto público mencionada anteriormente. Cabe destacar que la deuda pública seguirá cayendo hacia niveles de alrededor del 18% del PIB en 2018, aun considerando las operaciones de endeudamiento público para el financiamiento de grandes obras de infraestructura.

7 Déficits exteriores elevados en Latam, pero flexionarán a la baja a partir de 2015

Dos fuerzas contrapuestas: la disminución de los términos de intercambio y algunos problemas de oferta en el sector exportador tienden a empeorar los déficits exteriores, pero se han visto más que compensados en Chile y Argentina por una menor demanda interna

En el tercer trimestre continuó el deterioro en los términos de intercambio en la región en relación a lo observado el año anterior. Aunque no se tienen datos para todos los países, el deterioro ha sido generalizado en la primera mitad del año y ha continuado en Brasil y Colombia, mientras que ha sido algo menor en México y Perú (Gráfico 7.1). Este deterioro ha venido afectando la cuenta corriente de la balanza de pagos, cuyo saldo deficitario se prevé en torno al 2,5% del PIB, prácticamente igual al observado el año pasado y tenderá a disminuir hacia 2015 a medida que las condiciones externas tiendan a mejorar.

Como se mencionó anteriormente en la sección de actividad, el contexto externo dominado por la moderación en China, lenta recuperación en EEUU y diversos problemas de oferta han afectado el volumen de las exportaciones de bienes en la región. A esto se añaden factores de oferta que han implicado caída en el precio de materias primas clave como la soja –debido a una cosecha récord en este cultivo– lo que ha afectado particularmente a Argentina, Paraguay y Uruguay. Por su parte la lenta recuperación de EEUU ha implicado también una cierta recuperación de las exportaciones manufactureras de México y Colombia, mientras que los problemas de oferta han tenido efectos perjudiciales en exportaciones mineras de Perú y Chile.

Por otra parte, producto de la fuerte moderación en demanda interna, las importaciones de bienes también han disminuido compensando parcialmente la caída en exportaciones, de manera que salvo en algunos casos (Chile, Uruguay), el saldo por cuenta corriente se mantiene en niveles prácticamente iguales a los de hace un trimestre. En Chile, la moderación en demanda interna ha implicado una caída drástica en importaciones, que pasaron de un crecimiento de 0.3% a/a en 2013 a caer -9,3% en el 3T14. En este caso y dadas las perspectivas cambiarias, estimamos que la recomposición del crecimiento hacia 2014 y 2015 será muy importante, restando significativamente peso a la demanda interna a favor de la demanda externa neta, con lo que hemos ajustado el balance estimado por cuenta corriente desde -2,3% y -2,8% del PIB estimados para 2014 y 2015 respectivamente, hasta -0.2 y -0.1% estimados ahora (ver gráfico 7.2).

En el caso de Uruguay las exportaciones pasan por un buen momento y la demanda interna mantiene un buen crecimiento, que ha influido en el repunte de las importaciones de bienes: desde una ligera caída de -0.2% en 2013 hasta 6% en la primera mitad del año, lo que ha implicado que revisemos ligeramente el déficit estimado en cuenta corriente para 2014. Hacia 2015, el inicio de la plena capacidad productora de la planta de celulosa Montes de Plata apuntalará las exportaciones, por su parte cabe recordar además que Uruguay es un importador neto de petróleo con lo que una senda descendiente como ha sido el caso en este combustible es un factor a favor del saldo comercial uruguayo. Con todo, aunque menor que hace un trimestre, el saldo por cuenta corriente de Uruguay permanece como el más elevado junto al de Perú, con un saldo del orden de 4.5%.

Por el contrario, en el caso de Colombia, la buena dinámica de la demanda interna sostiene un fuerte dinamismo de las importaciones, lo que continuará presionando a los saldos externos, como ya anticipábamos hace tres meses.

Por último, resulta destacable el caso de Brasil, donde a pesar de la depreciación reciente del tipo de cambio se mantendrán unos déficits exteriores elevados, por el efecto negativo de la desaceleración en Argentina, unos peores términos de intercambio y los continuados problemas de falta de competitividad del sector exportador.

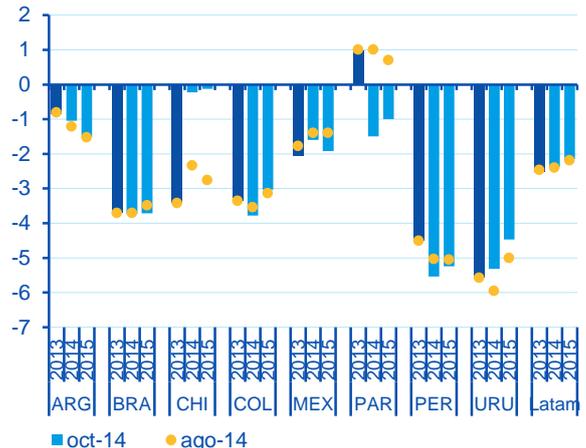
Gráfico 7.1
Latam: términos de intercambio (índice primer trimestre 2011=100)



Fuente: BBVA Research y Haver

* De Argentina y Chile solo existen datos hasta el 2T14; se incluye estimación para Chile en el 3T14

Gráfico 7.2
Latam: Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)

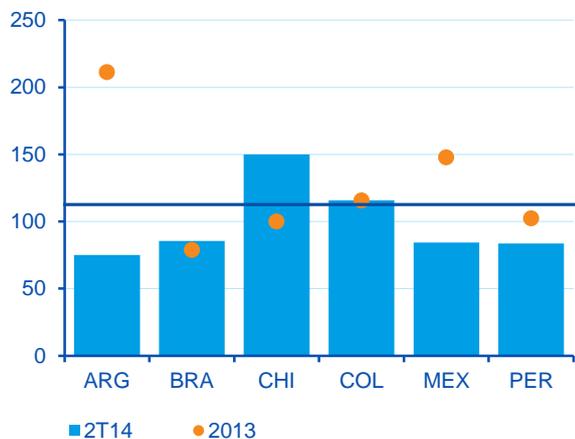


Fuente: BBVA Research

La vulnerabilidad exterior de la región se mantiene acotada, dada una financiación de los déficits exteriores relativamente estable, y en general, adecuado acervo de reservas

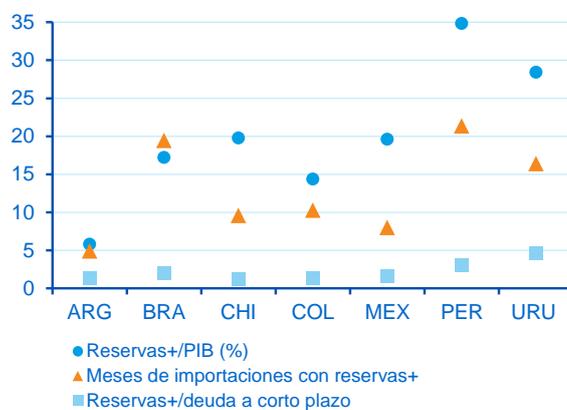
Conviene destacar que los déficits por cuenta corriente continúan siendo financiados por inversión extranjera directa de largo plazo, aunque lo han hecho en menor proporción en algunos casos (Argentina, México, Perú, ver gráfico 7.3) a lo observado hasta 2013. Por su parte el incremento en inversión directa ha incidido positivamente en mejorar el nivel de reservas internacionales que continúa siendo adecuado bajo diversas métricas de vulnerabilidad como reservas en término de deuda de corto plazo y meses de importaciones que cubren las reservas internacionales (gráfico 7.4), destacando particularmente los países de la Alianza del Pacífico. Conviene decir sin embargo, que un deterioro adicional en los términos de intercambio continuará siendo un factor de riesgo que puede afectar también el atractivo de la región para los flujos de IDE.

Gráfico 7.3
Latam: % de Déficit en Cuenta Corriente Financiado con IED



Fuente: BBVA Research

Gráfico 7.4
Latam: medidas de vulnerabilidad



Fuente: BBVA Research

* Reservas internacionales incluyen Líneas de Crédito Flexible (LCF) del FMI para México y Colombia, y fondo soberano en el caso de Chile.

8 Tablas

Tabla 1
PIB (% a/a)

	2011	2012	2013	2014*	2015*
Argentina	8,6	0,9	2,9	0,1	0,2
Brasil	2,7	1,0	2,5	0,2	1,3
Chile	5,8	5,4	4,1	1,9	3,1
Colombia	6,6	4,0	4,7	4,9	4,8
México	4,0	3,7	1,3	2,5	3,5
Paraguay	4,3	-1,2	14,4	3,8	4,2
Peru	6,5	6,0	5,8	2,6	4,8
Uruguay	7,3	3,7	4,4	3,4	2,9
Mercosur	3,6	1,3	2,3	-0,5	0,4
Alianza del Pacífico	5,0	4,2	2,7	2,8	3,8
América Latina	4,2	2,6	2,5	0,9	1,8

*Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 2
Inflación (% a/a, promedio)

	2011	2012	2013	2014*	2015*
Argentina	9,8	10,0	10,6	25,2	25,9
Brasil	6,6	5,4	6,2	6,3	6,1
Chile	3,3	3,0	1,8	4,4	3,3
Colombia	3,4	3,2	2,0	2,9	3,3
México	3,4	4,1	3,8	4,0	3,4
Paraguay	8,3	3,7	2,7	5,2	4,5
Peru	3,4	3,7	2,8	3,3	2,6
Uruguay	8,1	8,1	8,6	8,9	7,5

*Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Tipo de cambio (vs. USD, promedio)

	2011	2012	2013	2014*	2015*
Argentina	4,13	4,55	5,48	8,15	11,02
Brasil	1,68	1,96	2,18	2,34	2,59
Chile	484	486	495	569	581
Colombia	1848	1798	1869	1977	2123
México	12,4	13,2	12,8	13,2	13,2
Paraguay	4188	4417	4312	4464	4717
Peru	2,75	2,64	2,70	2,83	2,98
Uruguay	19,2	20,2	20,4	23,2	25,6

*Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Tipo de interés (% , promedio)

	2011	2012	2013	2014*	2015*
Argentina	13,34	13,85	16,92	22,86	26,00
Brasil	11,71	8,46	8,44	11,00	12,15
Chile	4,75	5,02	4,90	3,69	2,54
Colombia	4,10	4,94	3,35	3,98	4,81
México	4,50	4,50	3,94	3,21	3,23
Paraguay	8,49	6,00	5,54	6,73	6,96
Peru	4,04	4,25	4,21	3,77	3,46
Uruguay	18,95	18,59	17,70	21,22	18,66

*Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Cuenta corriente (% PIB, a final de periodo)

	2011	2012	2013	2014*	2015*
Argentina	-0,8	-0,2	-0,9	-1,0	-1,5
Brasil	-2,1	-2,4	-3,7	-3,7	-3,7
Chile	-1,2	-3,4	-3,4	-0,2	-0,1
Colombia	-2,9	-3,1	-3,2	-3,8	-3,0
México	-1,1	-1,3	-2,1	-1,6	-1,9
Paraguay	0,4	-0,9	1,0	-1,5	-1,0
Peru	-1,9	-3,3	-4,5	-5,5	-5,2
Uruguay	-2,9	-5,3	-5,6	-5,3	-4,5
Mercosur	-0,6	-1,4	-2,4	-2,5	-2,1
Alianza del Pacífico	-1,5	-2,0	-2,7	-2,2	-2,3
América Latina	-1,0	-1,6	-2,5	-2,4	-2,2

*Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

Balance fiscal (% PIB, a final de periodo)

	2011	2012	2013	2014*	2015*
Argentina	-1,6	-2,4	-2,2	-3,5	-2,6
Brasil	-2,6	-2,5	-3,3	-4,0	-3,7
Chile	1,3	0,6	-0,6	-2,1	-2,7
Colombia	-2,9	-2,3	-2,4	-2,3	-2,2
México	-2,5	-2,6	-2,3	-3,6	-3,5
Paraguay	0,7	-1,7	-1,9	-1,7	-1,5
Peru	2,0	2,3	0,9	0,3	-0,2
Uruguay	-0,9	-2,8	-2,5	-3,4	-3,4
Mercosur	-2,5	-2,9	-3,3	-4,7	-4,5
Alianza del Pacífico	-1,7	-1,7	-1,8	-2,8	-2,8
América Latina	-2,1	-2,4	-2,7	-3,9	-3,8

*Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 7

Previsión de Materias primas

	2011	2012	2013	2014*	2015*
Petróleo (Brent USD/Barril) (fp)	109,4	110,1	109,5	86,5	91,8
Petróleo (Brent USD/Barril) (prom)	111,3	111,6	108,5	101,5	89,0
Soja (USD/ton) (fp)	431,6	544,0	480,0	380,0	378,0
Soja (USD/ton) (prom)	484,2	537,8	517,5	462,0	373,5
Cobre (USD/libra) (fp)	3,9	3,4	3,6	3,2	3,0
Cobre (USD/libra) (prom)	4,0	3,6	3,3	3,1	2,9

*Previsiones

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este

documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

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

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

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

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

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Coordinación Latam

Economista Jefe

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

Escenarios Financieros
Alejandro Neut
robertoalejandroneut@bbva.com

Pablo Urbiola
pablo.urbiola@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Jorge Redondo
jorge.redondo.caballero@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech Vilariño
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

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

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan M. Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sánchez-Caro
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 – 7ª planta
28046 Madrid
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com