

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight sans-serif font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación América Latina 3T18

Julio 2018

Creando Oportunidades

Mensajes clave

- **El crecimiento global continúa, pero se intensifican los riesgos.** El crecimiento es robusto en EE.UU. por el estímulo fiscal y estable en China, pero se reduce en Europa. Los riesgos globales se intensifican, por la posibilidad de una guerra comercial y el endurecimiento de las condiciones de financiación internacional
- **América Latina recupera el crecimiento pero de forma muy heterogénea.** El crecimiento pasará de 1,2% en 2017 a 1,3% en 2018 y 2,1% en 2019. Revisamos a la baja el crecimiento en Argentina y Brasil, afectados por la volatilidad financiera y otros factores locales. En contraposición, revisamos al alza el crecimiento en México, Colombia y Perú, por los buenos datos de crecimiento a inicios de 2018
- **Los bancos centrales en América del Sur (salvo Argentina) iniciarán el ciclo de subidas de tipos de interés en 2019, ante una inflación controlada y la recuperación de la demanda interna.** Argentina y México retomarán los recortes de tipos de interés en el corto plazo, a medida que los riesgos inflacionarios se reduzcan
- **Aumentan los riesgos asociados con el proteccionismo y el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales.** En cuanto a los riesgos internos, los principales son el ruido político en Brasil, tensiones sociales en Argentina y el posible retraso en la inversión pública y privada en varios países

Índice

- 01** Entorno global: El crecimiento mundial continúa, pero se intensifican los riesgos
- 02** América Latina: Recuperación heterogénea



01

**Entorno global:
el crecimiento mundial continúa,
pero se intensifican los riesgos**

El crecimiento global continúa, pero los riesgos se intensifican

01



El ritmo de expansión global se mantiene, pero menos sincronizado
El crecimiento es robusto en EE.UU. por el estímulo fiscal y estable en China, pero se reduce en Europa

02



Mayor proteccionismo

Por el momento, su impacto en el crecimiento es limitado, pero podría ser mayor si se implementaran las medidas en discusión

03



Aumento del precio del petróleo

Mayor inflación y lastre sobre el crecimiento en los países importadores de petróleo

04



Distinto ritmo de normalización monetaria en Europa y Estados Unidos

Fortalecimiento del dólar y endurecimiento de las condiciones financieras globales

05



Más volatilidad en los mercados emergentes

Mayores tensiones financieras por el aumento del coste de financiación y de las amenazas proteccionistas

06



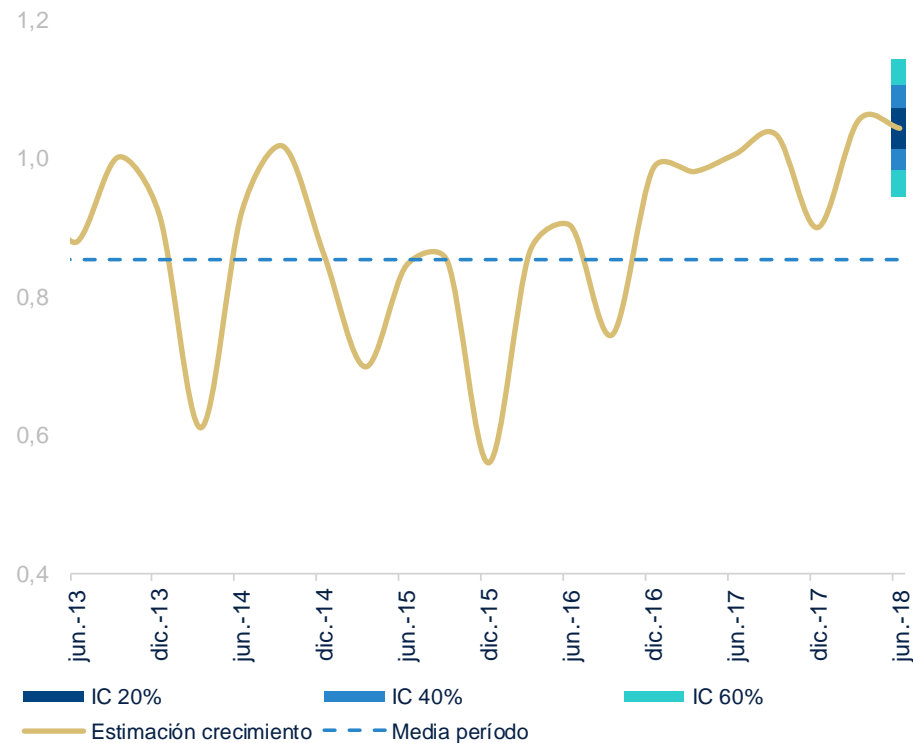
Los riesgos globales se intensifican

A la posibilidad de una guerra comercial se unen los mayores riesgos en las economías emergentes y en Europa

Economía global robusta a pesar de la creciente incertidumbre

Crecimiento del PIB mundial

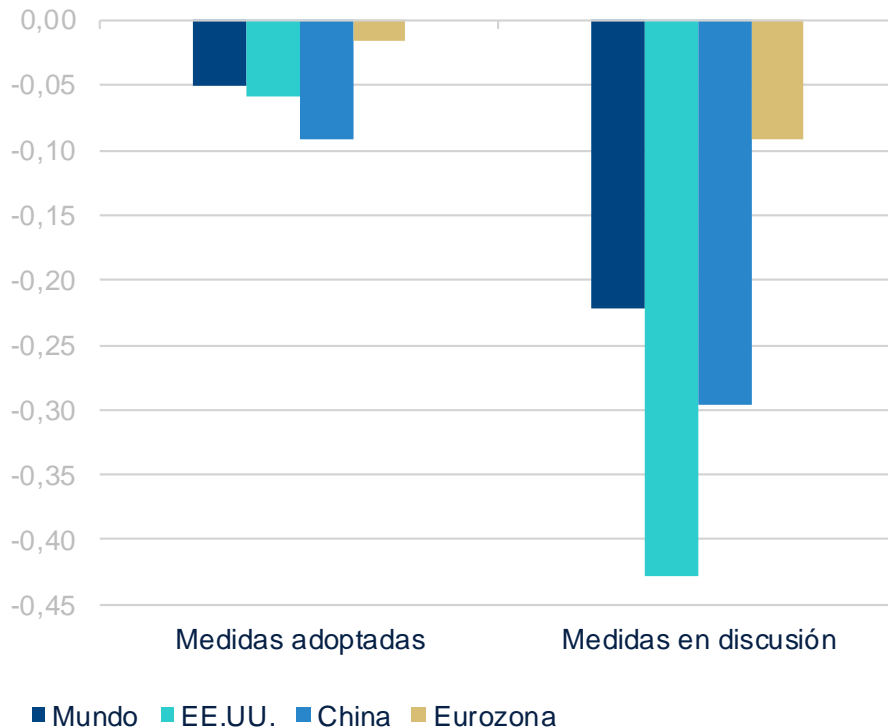
(Previsiones basadas en BBVA-GAIN, % t/t)



- El crecimiento mundial continúa, apoyado en el consumo privado y la inversión, pero con **diferencias crecientes por regiones**
- El comercio mundial continúa mostrando una **tendencia positiva**, aunque pierde impulso y todavía no refleja la escalada proteccionista
- Los indicadores de **confianza muestran cierta moderación**, pero siguen en niveles elevados

Efecto reducido de las subidas arancelarias aprobadas, pero significativo si se implementan las que están en discusión

Efecto en el crecimiento del PIB de subidas de aranceles de EE.UU. y de la respuesta de otros países (2018-19, pp)



Medidas anunciadas: incremento aranceles al 25% para el acero, 10% para aluminio y 25% a importaciones chinas por valor de USD50mM

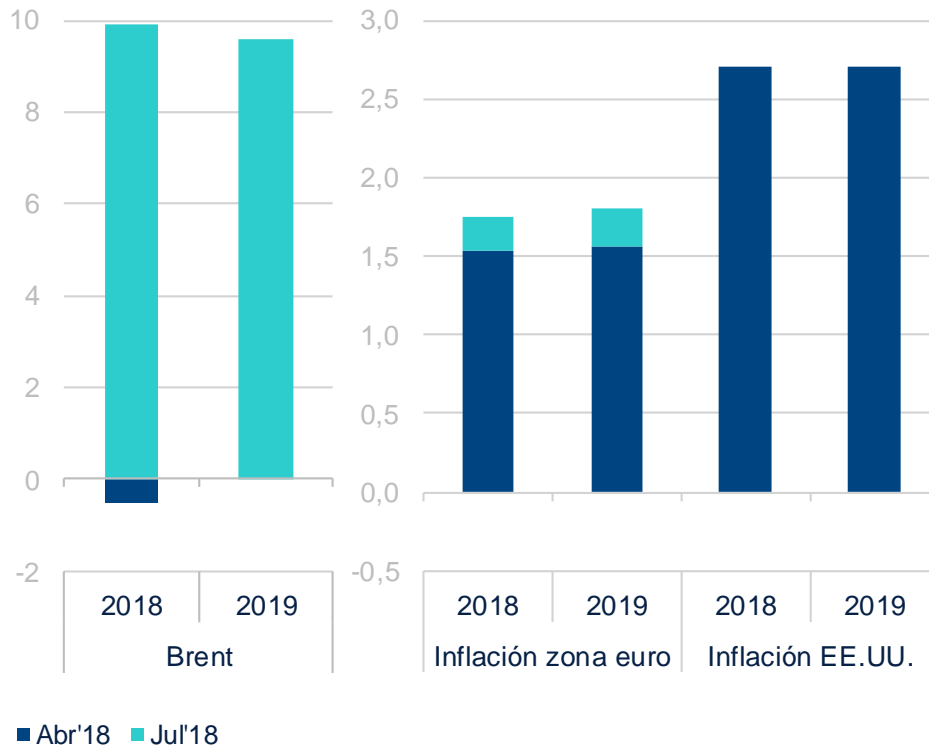
Medidas en discusión: subida de aranceles hasta el 20% para los automóviles e importaciones chinas por valor de USD200mM

Fuente: BBVA Research

- Las subidas arancelarias aprobadas por EE.UU. tendrían un **impacto directo reducido**. Los **efectos indirectos**, vía confianza económica y canal financiero, podrían notarse en 2S18
- Con una **escalada proteccionista**, el efecto negativo en crecimiento también **sería significativo en EE.UU.**
- El efecto, menor en Europa, **diferiría por países** y afectaría, sobre todo, a Alemania y los países del este
- El **crecimiento del PIB global podría reducirse alrededor de 0,2pp** sólo por el canal comercial

El aumento del precio del petróleo presionará la inflación al alza y podría lastrar el crecimiento

Revisión al alza del precio del petróleo e inflación (%)



- El incremento responde a una **reducción de la oferta**. El precio se mantendrá relativamente estable en 2018 y 2019
- **Mayor inflación en la zona euro**, aunque por debajo del objetivo, mientras que **la inflación subyacente aumentará gradualmente desde niveles muy bajos**
- En **EE.UU.** el impacto será menor, pero **la inflación se mantendrá por encima del objetivo en 2018-19**
- **Se refuerza la estrategia de salida de la Fed y el BCE**

Fed y BCE retornan a la política monetaria convencional a ritmos distintos



Balance

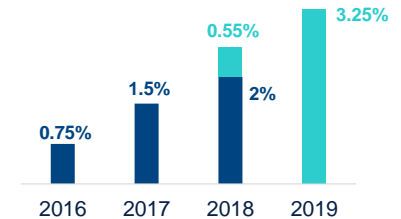


Tipos de interés



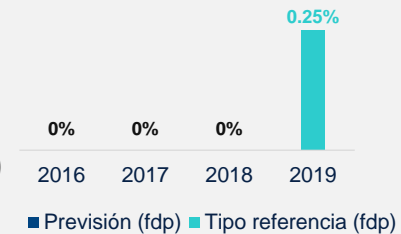
- Reducción de 450 mM USD en 2018

- Acelera el ritmo de subidas en 2018



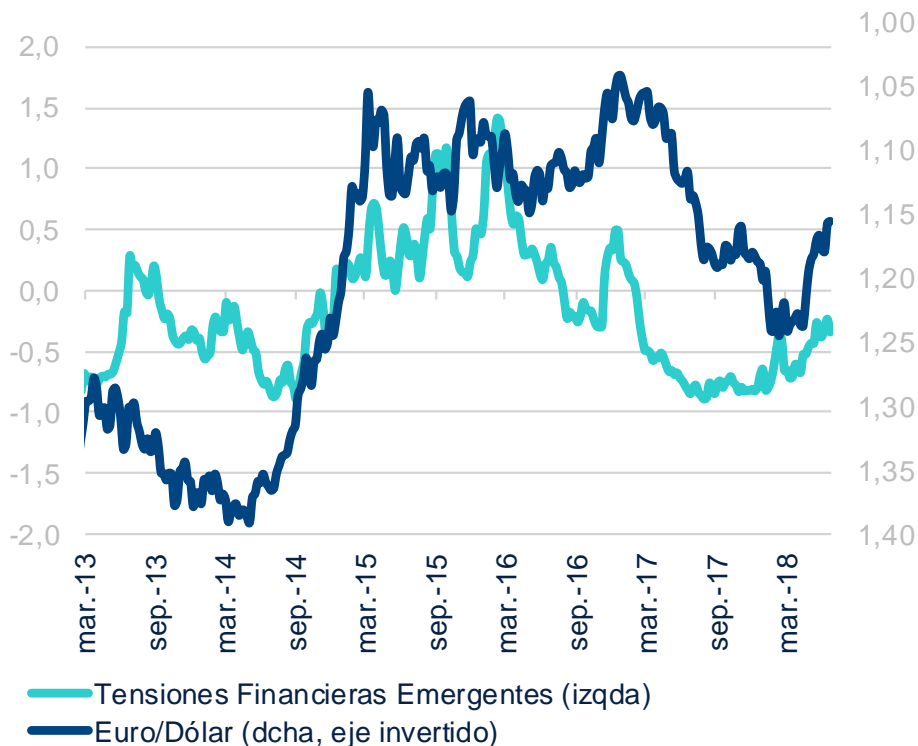
- Fin paulatino del QE, entre septiembre y diciembre de 2018

- Retraso de las subidas de tipos hasta septiembre 2019



La fortaleza del dólar y los mayores tipos de interés provocan un ajuste en los mercados emergentes

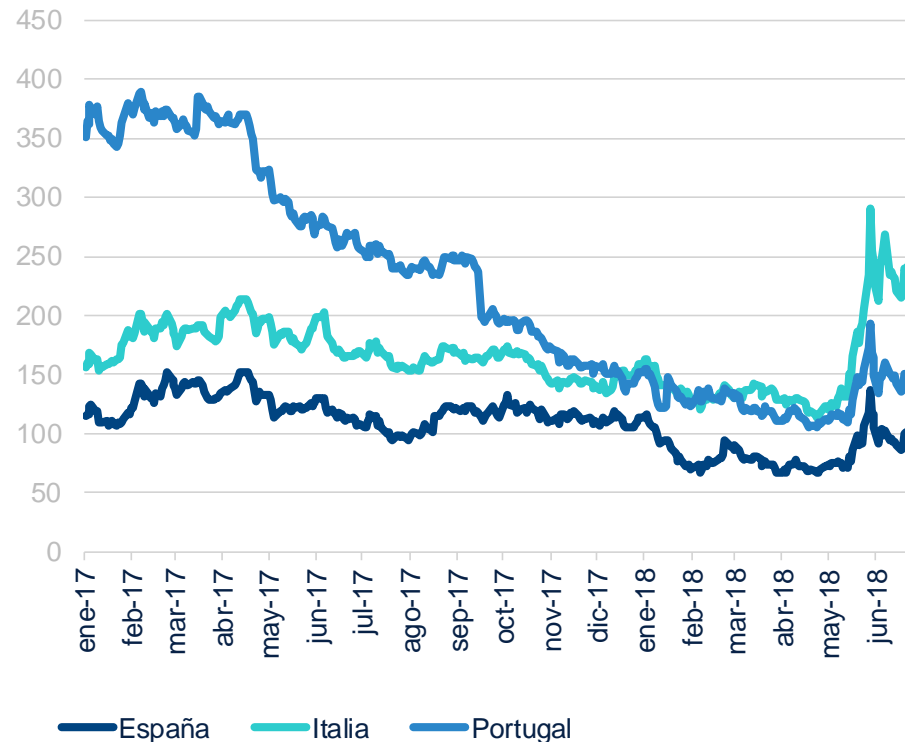
Tipo de cambio dólar-euro e índice BBVA de tensiones financieras en mercados emergentes



- Los países más vulnerables son los que tienen un mayor déficit comercial y mayores necesidades de financiación externa
- Giro hacia un endurecimiento de la política monetaria en emergentes (salvo China) para evitar una mayor depreciación de sus divisas
- El aumento de las tensiones financieras también refleja la intensificación de la disputa comercial

La incertidumbre política en Italia y Alemania debilita al euro y amplía las primas de riesgo periféricas

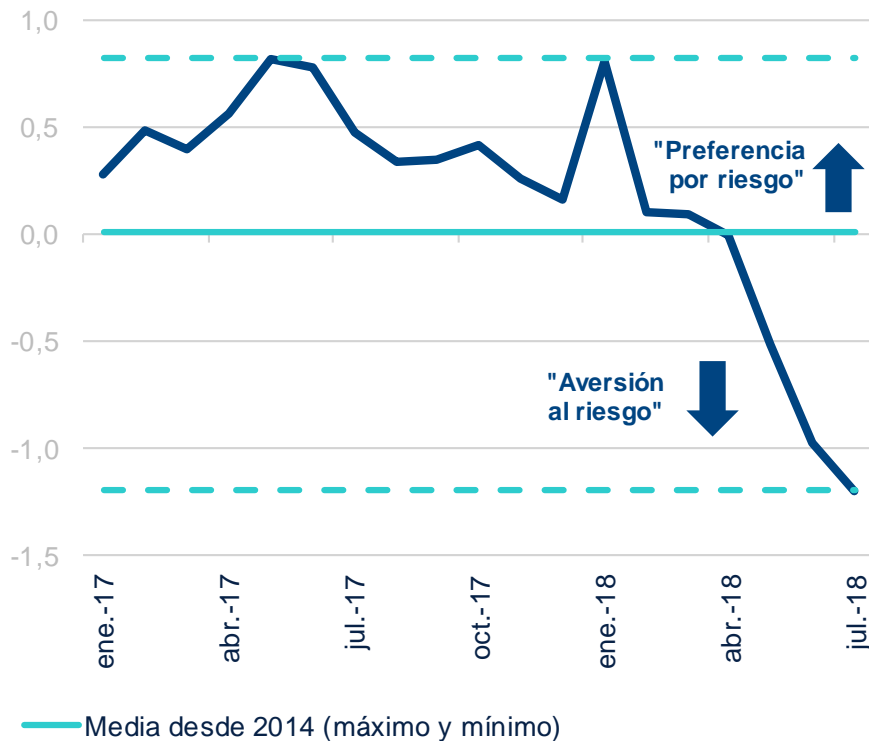
Prima de riesgo Italia, España y Portugal
(pb)



- La reaparición del riesgo en la periferia está ligada, sobre todo, a la incertidumbre política en Italia, que ralentiza el avance en la integración europea
- Aunque la prima de riesgo italiana se amplió significativamente, el contagio al resto de países de la periferia fue moderado...
- ... lo que no impidió un efecto refugio en bonos alemanes y estadounidenses y una depreciación fuerte del euro

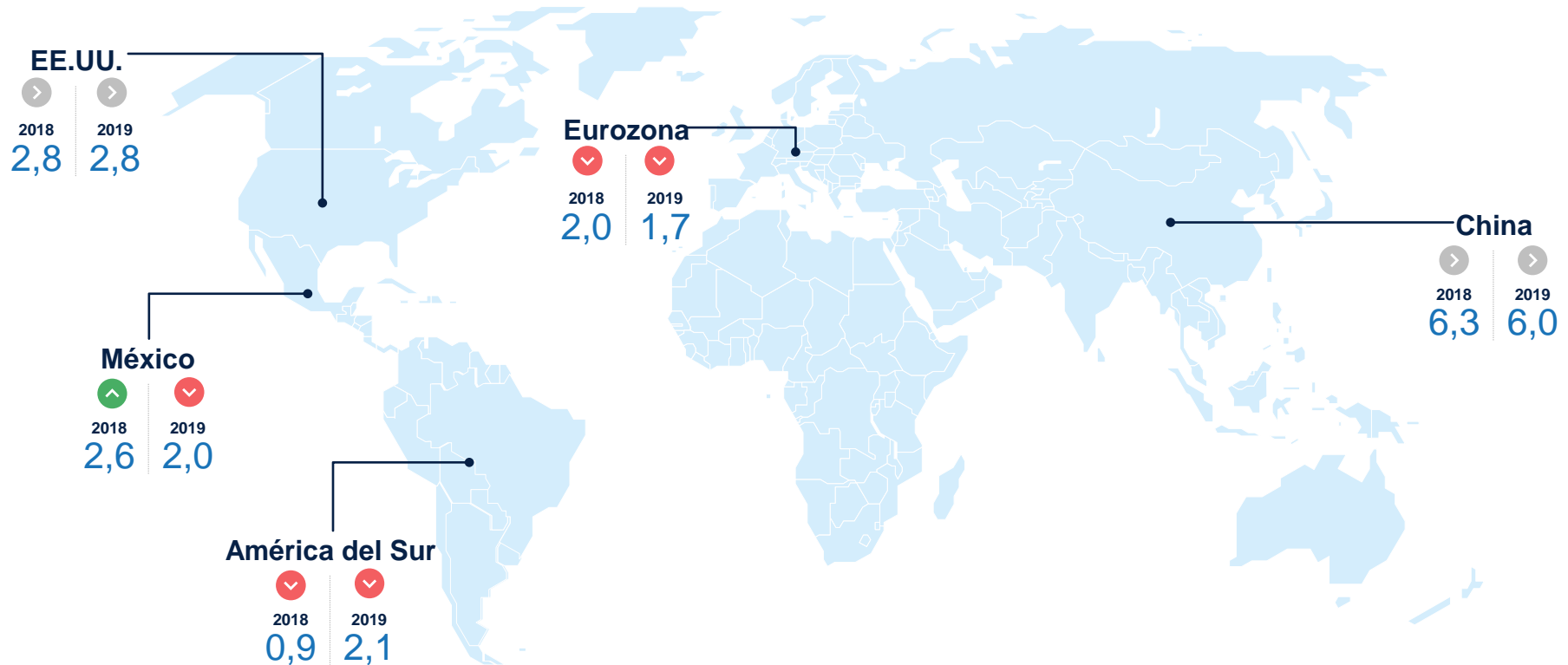
El proteccionismo y los factores políticos propician una creciente aversión al riesgo

Indicador de apetito/aversión al riesgo



- El sentimiento de los inversores ha transitado de un régimen de toma de riesgo (e incluso cierta complacencia) a otro de **aversión al riesgo**
- El cambio está provocando una **rotación de flujos entre activos**: desde mercados emergentes a desarrollados, y desde renta variable a fija
- Las **tensiones comerciales** pueden llevar a un entorno de **huida hacia la calidad**

Crecimiento estable en EE.UU., pero desaceleración en otras áreas



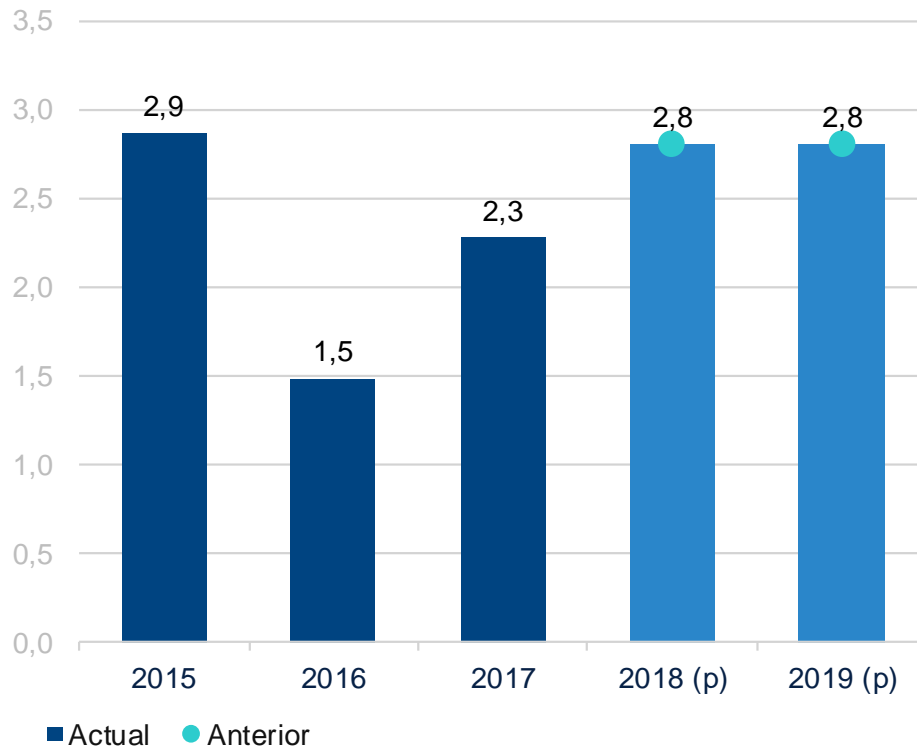
- ▲ Sube
- ▶ Se mantiene
- ▼ Baja



EE.UU.: Crecimiento apoyado por los estímulos fiscales, pero aproximándose al fin de la fase expansiva

EE.UU.: Crecimiento del PIB

(% a/a)



- El crecimiento se ha acelerado en el primer semestre favorecido por el estímulo fiscal y la mejora del mercado de trabajo
- Las tensiones comerciales podrían pesar en la producción y en la demanda global
- La absorción de la capacidad ociosa de la economía anticipa el final de la fase expansiva del ciclo
- La inflación superará temporalmente el objetivo de la Fed por los mayores precios de la energía, pero las expectativas de inflación siguen ancladas

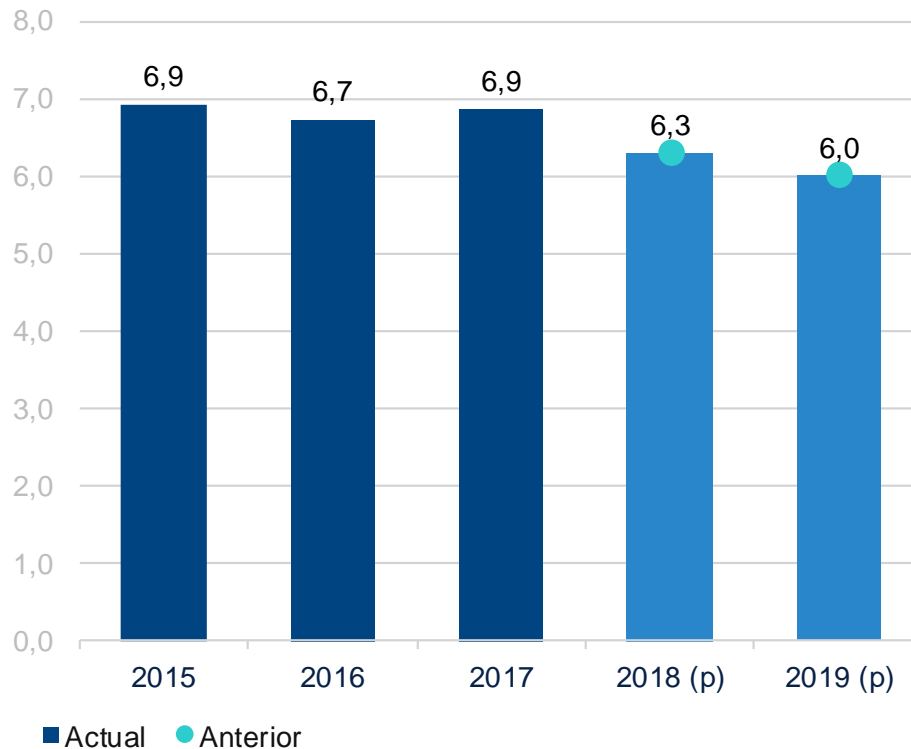
(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de BEA

China: Moderación suave del crecimiento gracias a mayores estímulos

China: Crecimiento del PIB

(% a/a)



(p) Previsión.

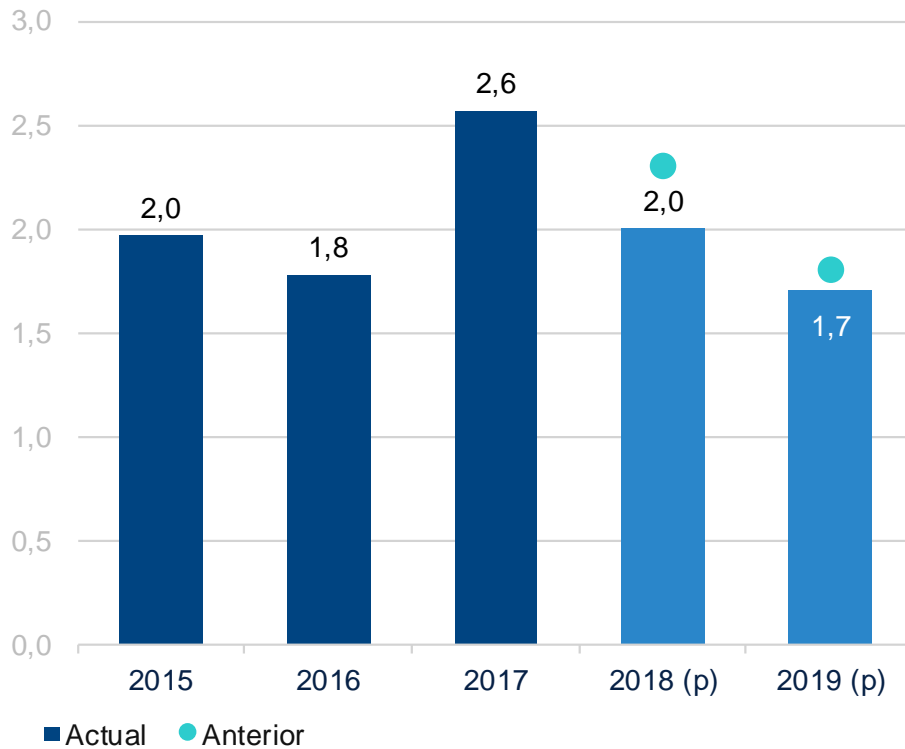
Fuente: BBVA Research a partir de CEIC

- La ralentización del crecimiento continuará en la segunda mitad del año, aunque los datos hasta ahora son algo más positivos de lo esperado
- Siguen las políticas para atajar las vulnerabilidades financieras, pero suavizadas con medidas de estímulo fiscal y monetario para sostener el crecimiento
- El proteccionismo amenaza la sostenibilidad de las exportaciones, así como la reestructuración de la economía

Eurozona: Rápida transición hacia tasas de crecimiento más moderadas

Eurozona: Crecimiento del PIB

(% a/a)



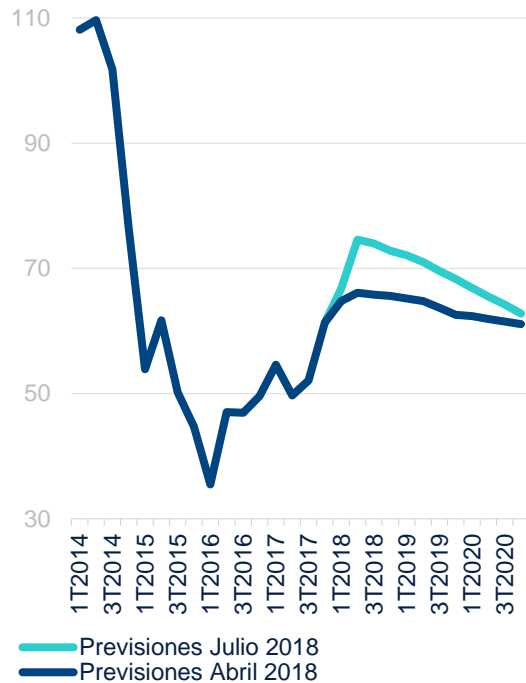
(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

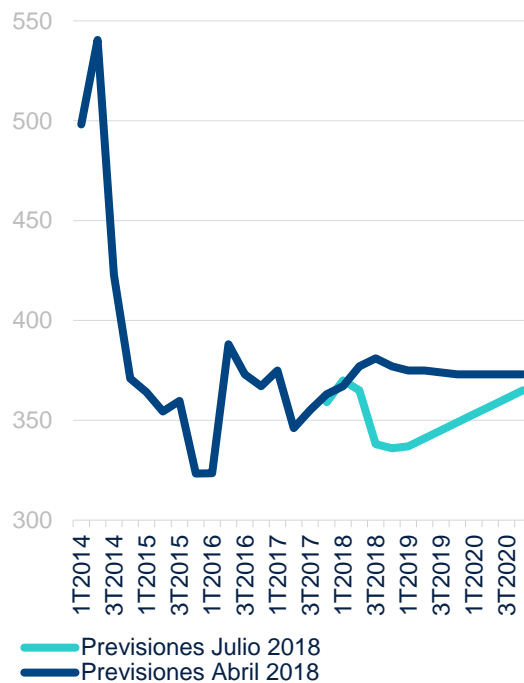
- El aumento de la incertidumbre y los mayores precios del petróleo repercuten sobre la actividad, pero la demanda doméstica sigue siendo sólida
- La depreciación del euro y la demanda global continuarán apoyando las exportaciones
- Las políticas económicas serán algo más acomodaticias: tipos bajos por más tiempo y relajación fiscal en algunos países
- A pesar del rebote de la inflación en el corto plazo, la tasa subyacente sólo aumentará gradualmente, sobre todo en 2019

Precio del petróleo al alza por factores geopolíticos. Cobre en camino de una moderación gradual de precios

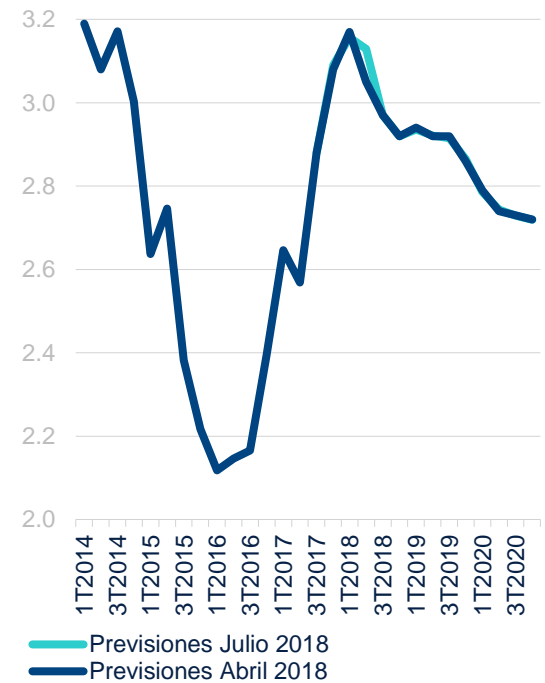
Petróleo Brent (USD/b)



Soja (USD/tm)



Cobre (USD/lb)

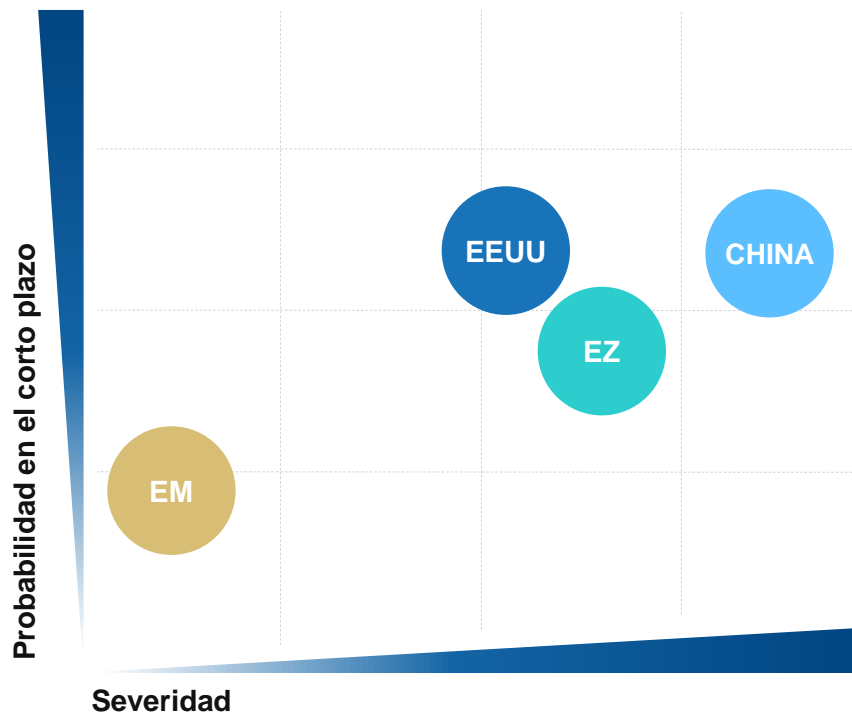


Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Precio del petróleo revisado al alza por factores geopolíticos (Irán y Venezuela). Empezarán a flexionar a la baja a medida que se recupera la capacidad de exportación en EEUU y se estabiliza la demanda

Continuamos anticipando una corrección gradual del precio del cobre a medida que se reduzcan las posiciones especulativas y se modera el crecimiento en China.
Fuerte corrección del precio de la soja por la buena cosecha en EEUU y la guerra comercial EEUU-China

Riesgos globales: El principal es una guerra comercial, pero también aumentan los asociados a las economías emergentes y a Europa



CHINA

- **Alto endeudamiento:** más contenido pero todavía elevado
- **Proteccionismo:** al alza (represalias) con posible impacto sobre las políticas domésticas (estabilidad financiera, reformas)

EE.UU.

- **Proteccionismo:** al alza
- **Salida de la Fed:** elevado. Subidas agresivas de tipos ante un aumento transitorio de la inflación
- **Signos de sobrevaloración en algunos activos financieros**

EUROZONA

- **Incertidumbre política:** al alza, liderado por Italia. *Brexit:* riesgo de una salida brusca
- **Proteccionismo:** al alza con foco en el sector de automóviles
- **Salida del BCE:** a la baja (retraso de las subidas de tipos)

ECONOMÍAS EMERGENTES

- Al alza. Los riesgos globales y las vulnerabilidades domésticas de algunos países elevan el riesgo de una crisis sistémica



02

América Latina: Recuperación heterogénea

Los mercados financieros en América Latina respondieron de forma heterogénea frente al aumento de tipos de interés en EEUU

Precios de activos financieros: Cambio porcentual en los últimos tres meses hasta el 17 de julio*



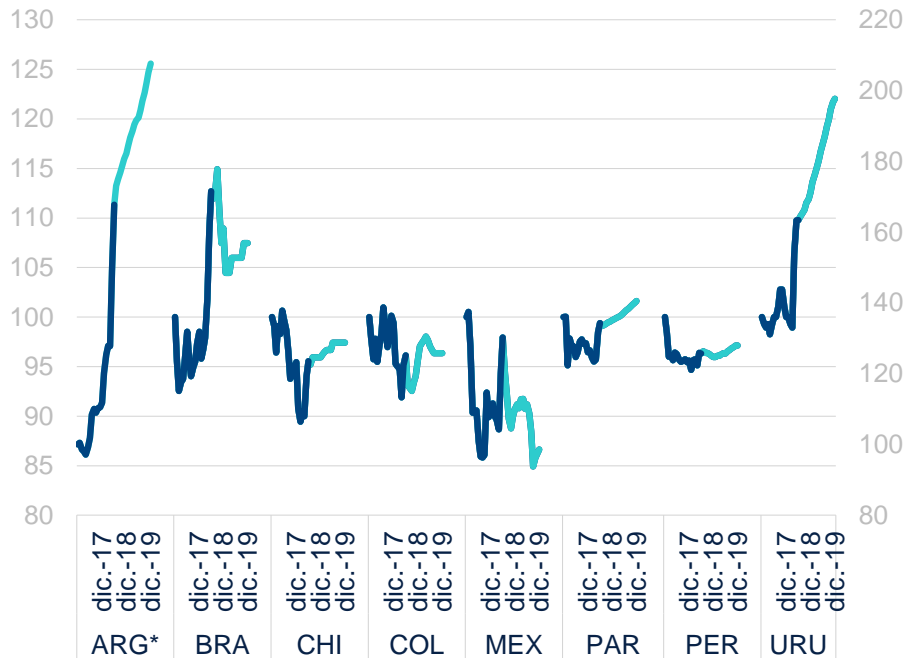
- Volatilidad global en mercados afecta especialmente a Argentina y Brasil con fuertes depreciaciones de sus tipos de cambio y ajustes en los precios de sus activos
- Los mercados en México se vieron más influidos por las perspectivas de la ratificación del TLCAN 2.0
- Resto de países de la región resistieron relativamente bien la subida de tipos de interés en EEUU
 - Recuperación del crecimiento
 - Aumento de precios de materias primas

(*) Variaciones entre el 1 de Abril y el 12 de julio. Tipo de cambio: moneda local/dólar. En este caso, aumentos indican depreciaciones. Prima de riesgo país: EMBI. Fuente: BBVA Research, Haver Analytics y DataStream

Hacia adelante, anticipamos depreciaciones graduales de los tipos de cambio en 2018 y 2019 en la mayoría de países, con la principal excepción en Brasil y México, donde se podría apreciar en 2019

Tipos de cambio frente al dólar

(Índice dic 2016 = 100; aumento indica depreciación frente al dólar)



*eje derecho

— Observado — Previsión

(*) Variaciones entre el 31 de diciembre y el 5 de abril. Tipo de cambio: moneda local/dólar.

En este caso, aumentos indican depreciaciones. Prima de riesgo país: EMBI.

Fuente: BBVA Research, Haver Analytics y DataStream

■ Moderada depreciación de los tipos de cambio hacia adelante, en un contexto de:

- Aumento de los tipos de interés por parte de la Fed, frente al fin del ciclo de bajadas en Latam
- Moderación de los precios de las materias primas

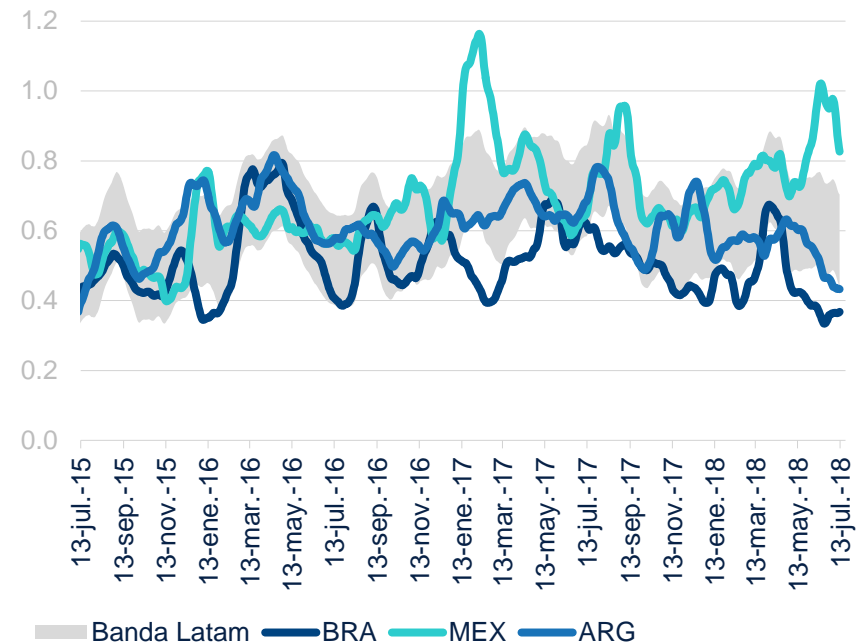
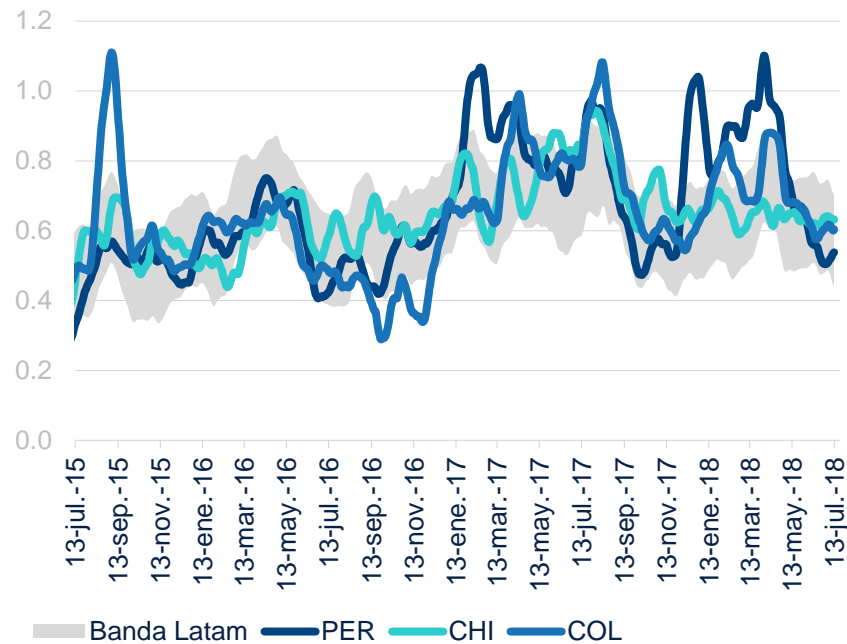
■ Excepción en Argentina, donde anticipamos una depreciación nominal más en línea con la inflación, de modo de no erosionar excesivamente la competitividad ganada.

■ En México el peso podría apreciarse en 2019 si no se materializan los riesgos relativos a la negociación del NAFTA y a medida que disminuye el ruido político

Las tensiones políticas han amainado en la mayoría de países, tras los periodos electorales. Riesgo de un aumento en Argentina y Brasil

Latam: Índices de tensiones políticas

(Tono de comunicación sobre política en los medios de prensa ponderado por la cobertura mediática. Media móvil de 30 días)



Índice de tensiones políticas mide el tono de las noticias sobre política en medios de prensa, ponderado por la cobertura mediática de temas políticos.

Fuente: BBVA Research y Gdelt

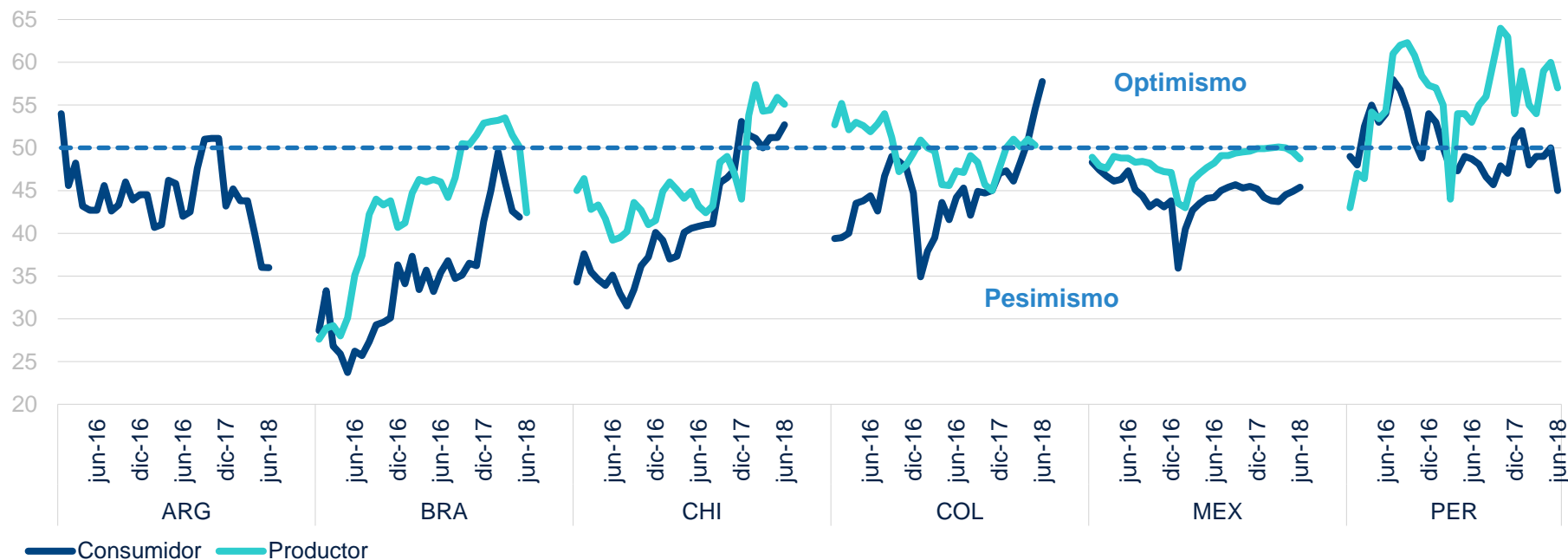
Las tensiones políticas amainaron en Chile y Perú tras el cambio de gobierno, y en Colombia tras el proceso electoral. Las tensiones políticas en México también empiezan a aminorar tras las elecciones

Las tensiones políticas en Argentina y Brasil se mantienen moderadas en los últimos días. Pero el riesgo de un repunte es elevado en Brasil, antes de las elecciones presidenciales. Asimismo, las tensiones sociales podrían aumentar en Argentina

Los indicadores de confianza continuaron mejorando en la región. Excepción: Argentina y Brasil, por la volatilidad en los mercados y las protestas

Latam: Índices de confianza de hogares y empresas

(valores sobre 50pts indican optimismo)



Fuente: BBVA Research y Haver

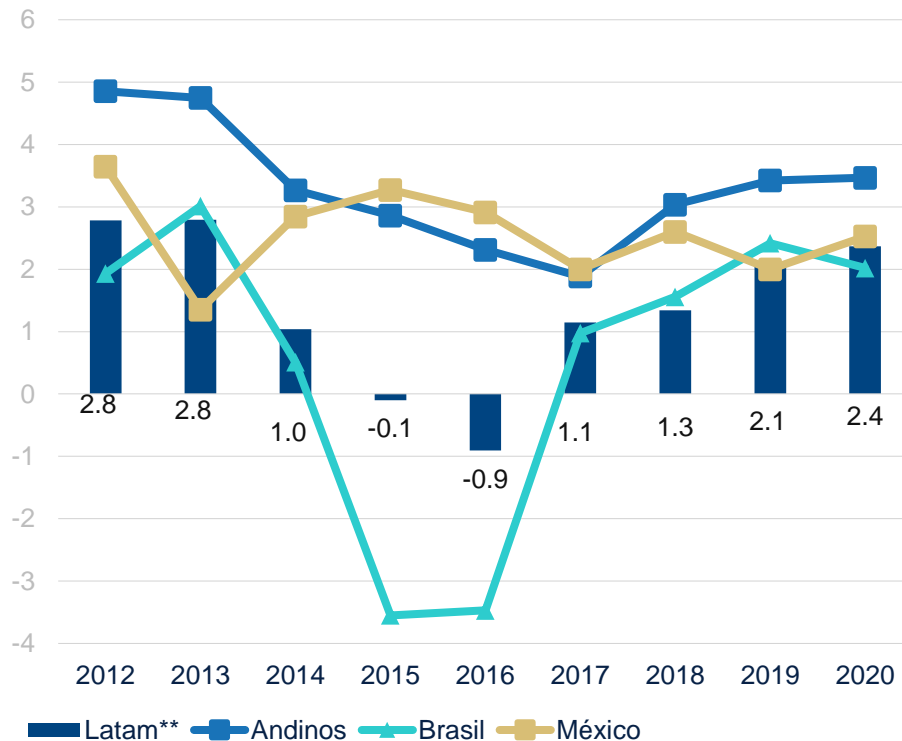
La confianza se reduce fuertemente en Argentina y Brasil. En Argentina, por la depreciación del tipo de cambio y el aumento de los precios regulados. En Brasil, por el ruido político, la inestabilidad de los mercados y el paro de transportistas

En los países Andinos se recuperan las confianzas al hilo de mayores precios de las materias primas, la recuperación del crecimiento, una menor inflación y la disminución del ruido político

Crecimiento heterogéneo en la región, que alcanzaría cerca de su potencial en 2020

Latam: Crecimiento del PIB

(% a/a)



- Crecimiento continúa aumentando en los últimos meses, especialmente en los países andinos en línea con la recuperación de las confianzas y un entorno externo favorable
- Crecimiento en 2018 y 2019, apoyado en dos factores:
 - El sector externo: con un mayor crecimiento mundial y precios favorables de las materias primas
 - El impulso de la inversión, privada y pública
- Crecimiento será menor que el de otras regiones emergentes como Asia o Europa del Este

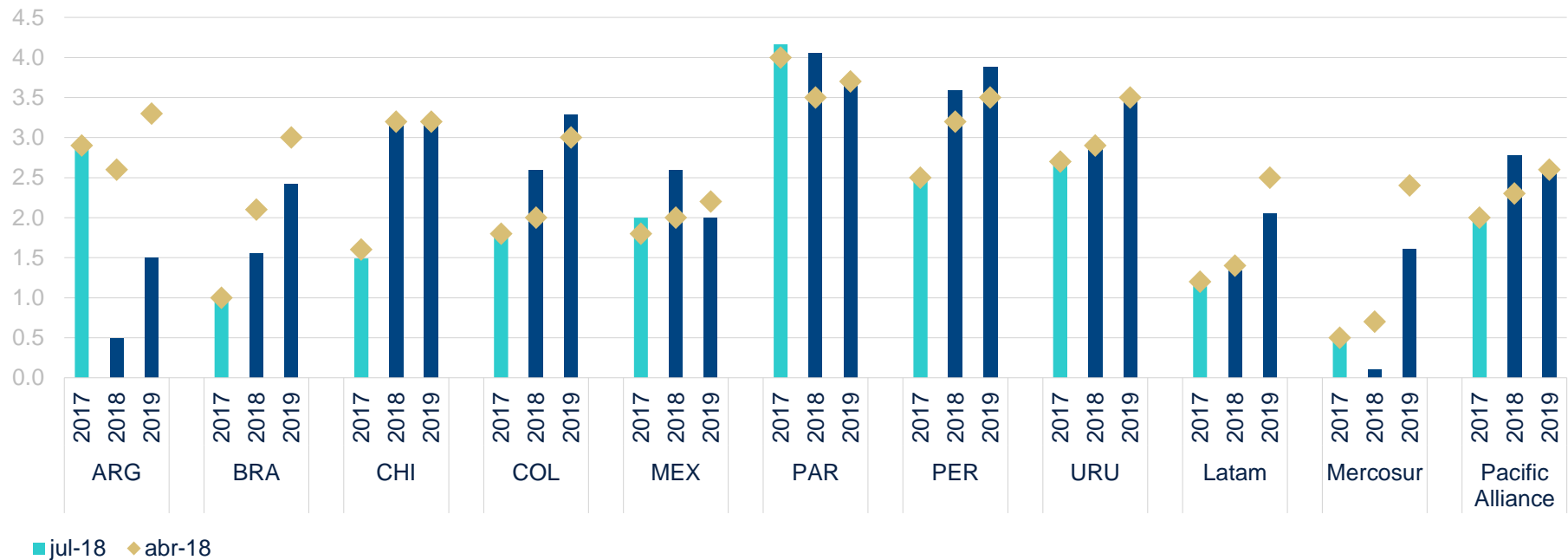
(*) Promedio ponderado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela

Fuente: BBVA Research

Revisión a la baja de las previsiones de crecimiento en Argentina y Brasil, por la volatilidad financiera y factores locales. Revisión al alza en México, Perú y Colombia ante los buenos datos de inicio de año

Países Latam: Crecimiento del PIB

(%)



Fuente: BBVA Research y Haver

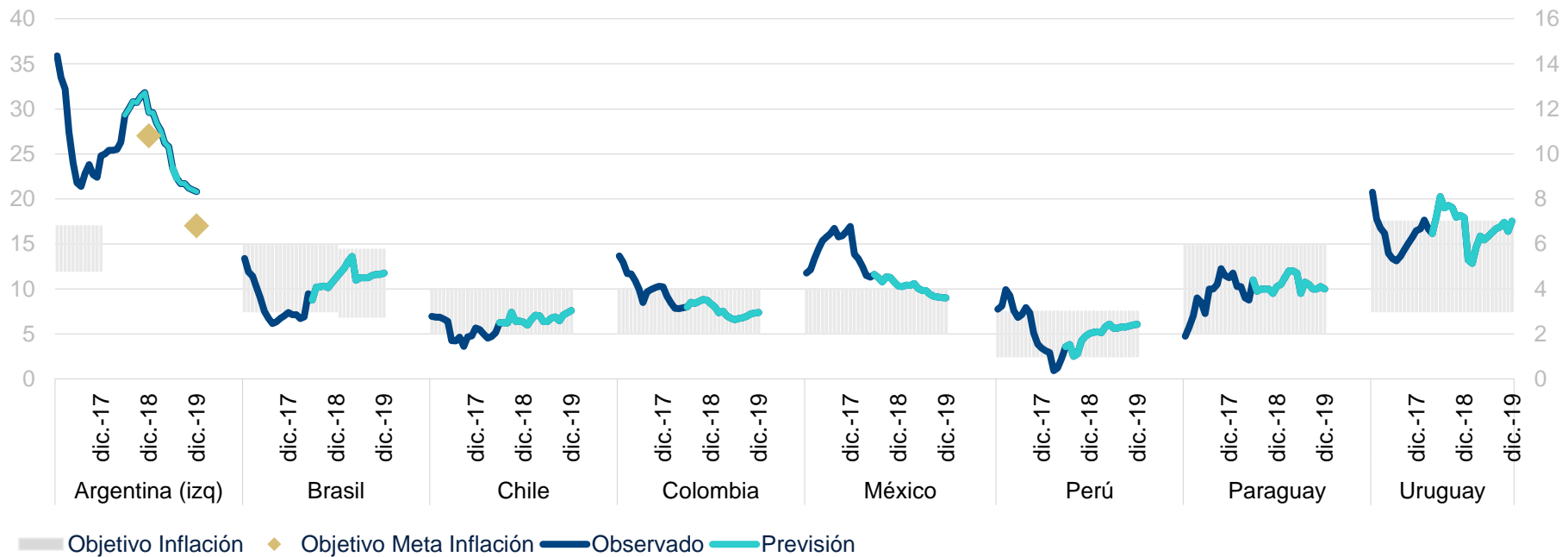
Revisión a la baja de las previsiones en Argentina (crisis cambiaria y políticas fiscales y monetarias más restrictivas) y Brasil (huelga de transportes, un gobierno más débil e incertidumbre política)

Previsiones de crecimiento se revisan al alza en Colombia, Perú y México, por los buenos datos del primer semestre. Además, los mayores precios del petróleo favorecen a Colombia, así como nuevos proyectos mineros en Perú

Presiones inflacionistas contenidas, salvo en Argentina. La inflación en México disminuye más lento de lo anticipado

Latam: Inflación y rangos objetivo de los bancos centrales (%)

(%)



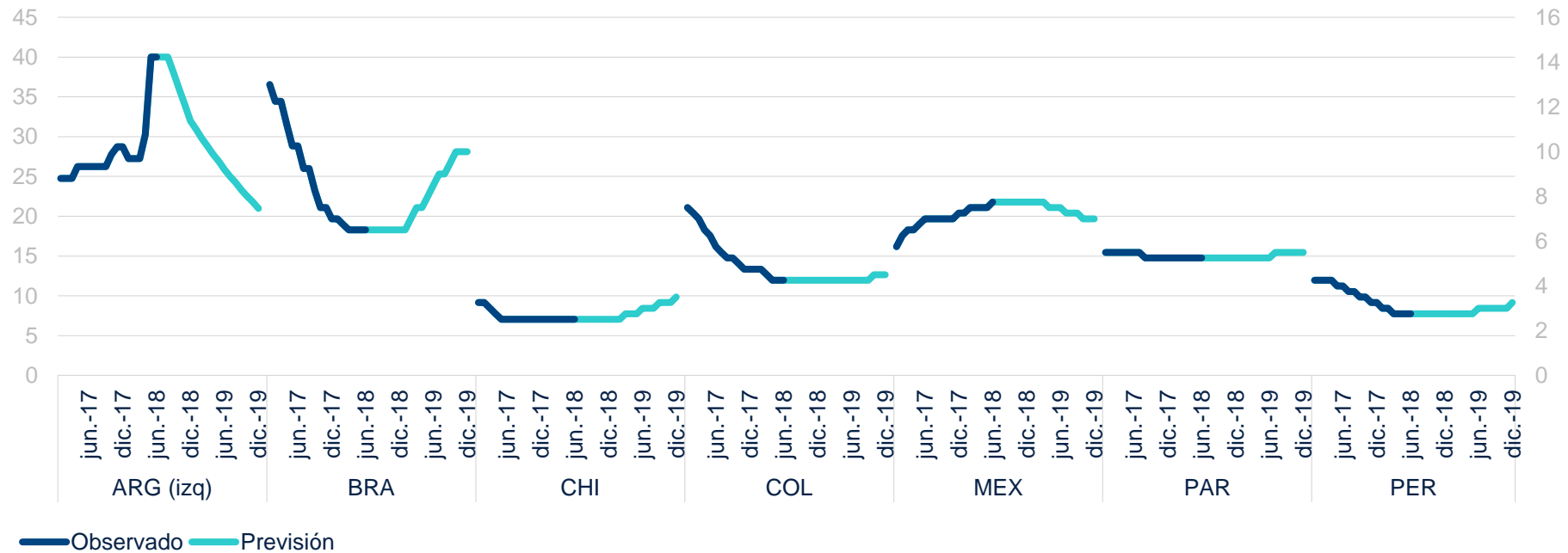
Fuente: BBVA Research

Presiones inflacionistas acotadas en los países Andinos, a pesar de la depreciación del tipo de cambio y cierta recuperación de la demanda interna

En contraposición, la inflación en Argentina aumenta significativamente, por el efecto de la depreciación del tipo de cambio. En México se reduce, pero más lentamente de lo anticipado.

Bancos centrales en América del Sur iniciarán subidas de tipos de interés en 2019 (excepto Argentina)

Latam: Tipos de interés oficiales (%)



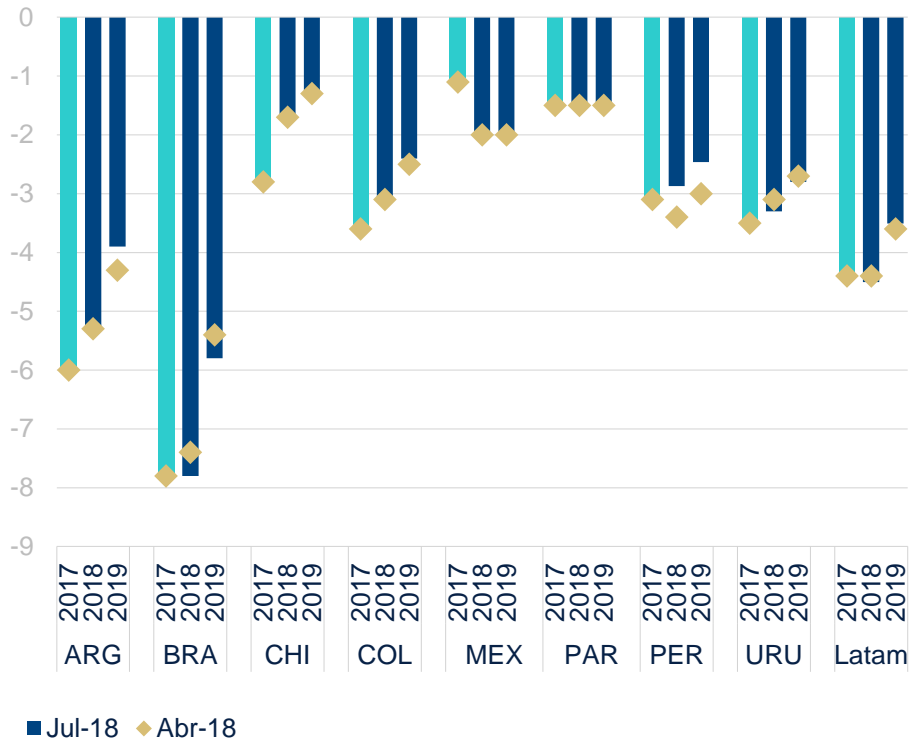
Fuente: BBVA Research y Haver

Con la inflación dentro de los objetivos de los bancos centrales, además de la recuperación del crecimiento y los aumentos de los tipos de interés por parte de la Fed, los bancos centrales en América del Sur empezarán a aumentar los tipos de interés en 2019

Las excepciones son Argentina y México. En Argentina los tipos de interés reiniciarán el descenso a medida que los riesgos inflacionarios y cambiarios se reduzcan a finales de 2018. En México, se retomarían los recortes de tipos de interés a inicios de 2019

La mejora del crecimiento y mayor precio de materias primas apuntala la reducción de los déficits públicos. Ajuste fiscal más rápido en Argentina y Perú, y menos ambicioso en Brasil

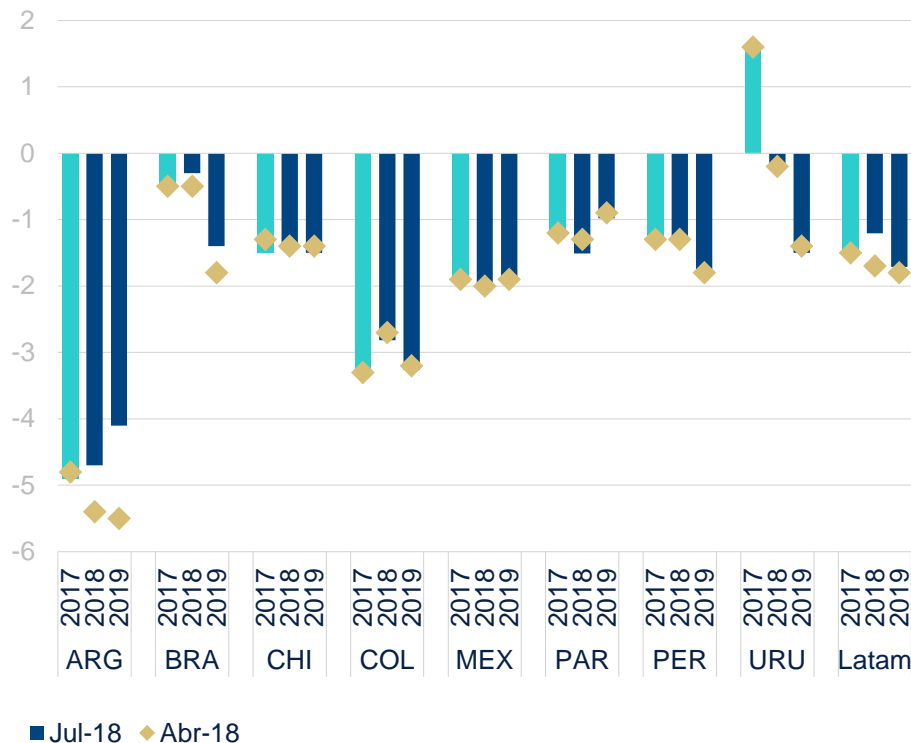
Latam: Saldos fiscales
(% PIB)



- **Empeoran las perspectivas fiscales en Brasil**, por la revisión a la baja del crecimiento y poco espacio para ajuste del gasto sin reformas ambiciosas (que se ven ahora más lejanas)
- **Ajuste fiscal primario más rápido en Argentina**, en el marco del acuerdo con el FMI. Con todo, el déficit nominal no se ajusta mucho a la baja por el aumento de la carga de intereses de la deuda
- **Menor déficit esperado en Perú** por el impacto del mayor crecimiento y el aumento reciente de impuestos al consumo. **En Colombia, las cuentas públicas se verán más presionadas en 2019**, por menores ingresos tributarios y efectos base sobre el gasto

El aumento del crecimiento y las importaciones presionará a los saldos externos. Ajuste monetario y fiscal en Argentina disminuirá el déficit externo

Latam: Saldos por cuenta corriente (% PIB)



- Se ampliarían los déficits exteriores en 2018 en varios países. El aumento de las exportaciones no compensará el dinamismo de las importaciones por el crecimiento de la demanda interna
- Déficit externo en Argentina disminuirá hacia adelante por el ajuste del tipo de cambio y la reducción de las importaciones
- En Colombia, el déficit externo aumentaría en 2019 por el mayor crecimiento y los menores precios del petróleo, pero aún será financiado enteramente por inversión directa extranjera

Principales riesgos externos al alza, salvo China ...

01



Proteccionismo e impacto sobre los flujos comerciales globales

02



Endurecimiento de las condiciones de financiación internacional

03



Apalancamiento y desaceleración brusca en China

... y se mantienen los riesgos internos, con heterogeneidad por países

04



Ruido político: riesgo al alza en Brasil, a la baja en Colombia, Chile y México

05



Retraso de la inversión, privada y pública.

06



Incapacidad de impulsar reformas y potenciar la productividad

Mensajes clave

- **El crecimiento global continúa, pero se intensifican los riesgos.** El crecimiento es robusto en EE.UU. por el estímulo fiscal y estable en China, pero se reduce en Europa. Los riesgos globales se intensifican, por la posibilidad de una guerra comercial y el endurecimiento de las condiciones de financiación internacional
- **América Latina recupera el crecimiento pero de forma muy heterogénea.** El crecimiento pasará de 1,2% en 2017 a 1,3% en 2018 y 2,1% en 2019. Revisamos a la baja el crecimiento en Argentina y Brasil, afectados por la volatilidad financiera y otros factores locales. En contraposición, revisamos al alza el crecimiento en México, Colombia y Perú, por los buenos datos de crecimiento a inicios de 2018
- **Los bancos centrales en América del Sur (salvo Argentina) iniciarán el ciclo de subidas de tipos de interés en 2019, ante una inflación controlada y la recuperación de la demanda interna.** Argentina y México retomarán los recortes de tipos de interés en el corto plazo, a medida que los riesgos inflacionarios se reduzcan
- **Aumentan los riesgos asociados con el proteccionismo y el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales.** En cuanto a los riesgos internos, los principales son el ruido político en Brasil, tensiones sociales en Argentina y el posible retraso en la inversión pública y privada en varios países

Previsiones de crecimiento en América Latina

PIB (% a/a)	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
Argentina	2.7	-1.8	2.9	0.5	1.5
Brasil	-3.5	-3.5	1.0	1.6	2.4
Chile	2.3	1.3	1.5	3.2	3.2
Colombia	3.0	2.0	1.8	2.6	3.3
México	3.3	2.9	2.0	2.6	2.0
Paraguay	3.0	4.0	4.2	4.1	3.7
Perú	3.3	4.0	2.5	3.6	3.9
Uruguay	0.4	1.7	2.7	2.9	3.5
Mercosur	-2.6	-3.9	0.5	0.1	1.6
Alianza del Pacífico	3.1	2.7	2.0	2.8	2.6

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight sans-serif font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación América Latina 3T18

Julio 2018

Creando Oportunidades