

Situación Latinoamérica

Primer trimestre de 2015

Unidad de Coordinación Latam

- El crecimiento en Latam aumentará pero lentamente, lastrado por unos menores precios de las materias primas. La actividad en la región aumentaría del 0,8% en 2014 a 1,5% y 2,4% en 2015 y 2016, de la mano del mayor crecimiento mundial y mayor inversión pública en los países andinos. La Alianza del Pacífico crecerá 3,6% y 3,8% en 2015 y 2016.
- Los bancos centrales siguen mostrando un sesgo más laxo por la debilidad cíclica y podrían incluso desacoplarse de la subida de tipos de la Fed, salvo en México. Este desacoplamiento impactaría negativamente en la entrada de flujos de capitales a la región.
- Los menores precios de las materias primas empeoran el panorama fiscal y de la cuenta corriente en la región. Además, pesarán negativamente sobre las perspectivas de la inversión directa extranjera en el sector primario-exportador.
- Todos estos factores presionarán hacia la depreciación de los tipos de cambio en la región en 2015 y 2016. Con todo, el acotado descalce cambiario en el sector privado en la región permitirá que el tipo de cambio actúe como un amortiguador, más que un propagador de los *shocks* externos.

Índice

1 Resumen	3
2 Entorno global: divergencias crecientes entre las principales áreas económicas	5
3 Las materias primas y la Fed presionan a los mercados latinoamericanos	7
Recuadro 1. El impacto en América Latina de la caída de los precios del petróleo	12
Recuadro 2. El impacto de la subida de tipos de interés por parte de la Fed sobre los flujos de capitales a América Latina	15
4 El crecimiento en América Latina aumentará lentamente, del 0,8% en 2014 al 2,4% en 2016	18
5 Déficits exteriores elevados en Latam empeoran con la caída de precios de las materias primas	22
6 Demanda interna menos boyante y ajuste en precios de materias primas presionan a los saldos fiscales en algunos países	25
7 Bancos centrales, con un sesgo más laxo, podrían desacoplarse de la Fed en 2015, salvo en México	27
Recuadro 3. Riesgo limitado de los descalces cambiarios en el sector corporativo en América Latina	32
8 Tablas	35

Fecha de cierre: 15 de febrero de 2015

1 Resumen

El crecimiento mundial seguirá aumentando en 2015 y 2016, aunque lentamente y de forma muy heterogénea. En particular, anticipamos un crecimiento global que pasaría del 3,3% en 2014 al 3,6% en 2015 y 3,8% en 2016. Las economías desarrolladas, de la mano de EE.UU, aumentarán su contribución al dinamismo mundial, mientras China continuará desacelerándose de forma controlada.

Una de las principales novedades del panorama económico en los últimos meses ha sido la corrección a la baja del precio de las materias primas, que impulsó la volatilidad en los mercados financieros de la región. La caída ha sido especialmente intensa en el caso del petróleo, y se anticipa persistente en los próximos trimestres. Tendrá un impacto negativo pequeño en el crecimiento de la región en su conjunto, pero será muy desigual por países y significativamente negativo en el caso Colombia, o México o Brasil (Recuadro 1). Esta corrección de los precios de las materias primas también impactó en la disminución de los precios de los activos en la región, así como en la depreciación de los tipos de cambio, a la que también contribuyó la expectativa del aumento de los tipos de interés por parte de la Fed a mediados de 2015. Hacia delante, anticipamos que la volatilidad en los mercados financieros continuará, en un entorno de divergencia entre las políticas monetarias de EE.UU y la zona del euro.

En este contexto externo menos favorable, revisamos a la baja las previsiones de crecimiento de América Latina, que esperamos que vayan aumentando lentamente, del 0,8% en 2014 al 1,5% en 2015 y 2,4% en 2016. Esta revisión a la baja se concentra especialmente en Brasil y Colombia. En el primer caso por factores como el ajuste macroeconómico puesto en marcha por la nueva administración de Dilma Rousseff, la crisis energética y la caída de los términos de intercambio, mientras que en el caso de Colombia se produce por la reducción del precio del petróleo. Con todo, tanto el aumento del crecimiento mundial —y, especialmente, el dinamismo en EE.UU— como el fuerte impulso a la inversión del sector público en los países andinos (Colombia, Perú y Chile) serán los principales factores detrás de la recuperación del crecimiento regional en los próximos dos años.

América Latina seguirá mostrando mucha heterogeneidad, destacando el mayor crecimiento de la Alianza del Pacífico (México, Colombia, Perú y Chile) frente al promedio regional. En particular, anticipamos un aumento del crecimiento de la Alianza desde el 2,6% en 2014 al 3,6% en 2015 y 3,8% en 2016, más en línea con su potencial. De hecho ya se habría observado un aumento del dinamismo en la Alianza del Pacífico en el cuarto trimestre de 2014. Esto contrasta con el práctico estancamiento de Mercosur en 2014, que se espera continúe durante 2015 y la primera mitad de 2016. Por países, serán precisamente los de la Alianza del Pacífico y Paraguay los que mostrarán un mayor dinamismo en 2015. Destacará, en particular, el fuerte aumento del crecimiento en Perú (2,4 puntos porcentuales más que en 2014), México (1,4pp adicionales) y Chile (1,3pp). Por otro lado, aunque el crecimiento en Colombia será 1,2 pp menor que en 2014 seguirá siendo uno de los más dinámicos de la región (ver tablas de previsiones en la sección 8 para el detalle de las previsiones por país).

Los menores precios de las principales materias primas de exportación condicionan un empeoramiento tanto de los saldos fiscales como externos en la región. Con mucha heterogeneidad, la caída de precios del petróleo afecta negativamente el saldo exterior en Colombia, Brasil y México, pero es un elemento positivo en Argentina, Perú, Chile, Uruguay y Paraguay. Con todo, la caída de precio de otras materias primas —especialmente los metales— ahonda en efecto negativo en Brasil y modera el efecto positivo en Chile y Perú. Los déficits exteriores de la región empezarán a mejorar ya en 2015 y 2016 a pesar de unos peores términos de intercambio y de un crecimiento más moderado en China. En general, la vulnerabilidad exterior de la región se mantiene acotada, si bien aumenta por la menor inversión directa extranjera (en buena medida por las perspectivas de menores precios de las materias primas), que en

muchos países ya no llega a cubrir completamente las necesidades de financiación externa como en el pasado reciente. Por el lado fiscal, tanto los menores precios de las materias primas como la debilidad de la demanda interna también pesarán sobre los ingresos fiscales. Con todo, algunos países que han implementado reformas tributarias (Chile, Colombia) como otros que aprovecharían la coyuntura para una reducción de los subsidios a la energía (Argentina) o un ajuste generalizado de precios administrados (Brasil) amortiguarían parte de este efecto.

En general, la presión sobre la inflación disminuye en la región, en los países cuyos bancos centrales mantiene objetivos de inflación, por la debilidad cíclica y por la caída de los precios del petróleo. La principal excepción será Brasil, donde el ajuste fiscal en marcha implica también un aumento de los precios administrados, que se suma al traspaso a los precios de la fuerte depreciación experimentada en los últimos trimestres. También en Uruguay se mantendrán tasas de inflación por encima o en la parte alta del rango objetivo del Banco Central. Por último, en Colombia se observará una cierta presión sobre la inflación en el corto plazo como consecuencia del traspaso de la fuerte depreciación experimentada en los últimos meses, aunque se espera una convergencia al objetivo de inflación a finales de 2015 y en 2016. En general, las expectativas de inflación permanecerán bien ancladas, especialmente en los cuatro países de la Alianza del Pacífico.

Por su parte, salvo en México, los bancos centrales tendrán un sesgo más laxo en sus políticas monetarias, por la debilidad cíclica y, en los países andinos, también por la menor presión de la inflación. De este modo, anticipamos que se producirían reducciones adicionales de los tipos de interés oficiales en 2015 en Colombia, Perú y Chile, en un contexto de demanda interna aún débil, producción por debajo del potencial y escasas presiones sobre la inflación. La situación es distinta en Brasil, donde el tono de la política monetaria es más restrictivo que hace tres meses, en un esfuerzo por recuperar la credibilidad de sus políticas económicas, pero en todo caso tampoco en ese país se anticipan aumentos de los tipos de interés en consonancia con el aumento esperado por parte de la Reserva Federal en el tercer trimestre de este año. La principal excepción a este desacoplamiento en las políticas monetarias frente a la Reserva Federal sería México, donde la sincronización del ciclo económico con el de EE.UU llevaría a un ajuste monetario paralelo.

Este desacoplamiento de las políticas monetarias respecto a la Reserva Federal sería uno de los factores que contribuirá a una depreciación de los tipos de cambio en la región en 2015 y 2016. La subida de tipos de interés por parte de la Fed tendrá como consecuencia una reducción de los flujos de capitales a la región y presiones sobre los tipos de cambio de América Latina, incluso si coincide con un programa de expansión cuantitativa por parte del Banco Central Europeo (Recuadro 2). A pesar de esto, la disposición de los bancos centrales a desacoplarse de la senda de tipos de interés de la Reserva Federal en 2015 obedecerá no sólo a la desaceleración y el anclaje de la inflación mencionados anteriormente, sino también a una mayor disposición a permitir que el tipo de cambio sirva de ajuste y amortiguador frente al shock externo. Esta mayor disposición a permitir ajustes del tipo de cambio se deriva de unos reducidos coeficientes de traspaso de una depreciación a la inflación, así como la visión de que un debilitamiento del tipo de cambio no generaría pérdidas excesivamente grandes al sector corporativo no financiero que se pueda haber endeudado en moneda extranjera. Con todo, la falta de información completa (especialmente, pero no exclusivamente, en Perú y Colombia) sobre el grado de exposición al tipo de cambio del sector corporativo no financiero aconseja cierta cautela sobre este punto de posible vulnerabilidad en la región (Recuadro 3).

2 Entorno global: divergencias crecientes entre las principales áreas económicas

El crecimiento mundial aumentaría al 3,6% en 2015 y 3,8% en 2016

La economía mundial creció en el cuarto trimestre de 2014 a un ritmo similar al tercero, cercano al 0,8% trimestral. El dinamismo de EE.UU. habría compensado la debilidad de la recuperación de Japón y del área del euro y la desaceleración progresiva de China y de otras economías emergentes. Así, estimamos que el PIB mundial habría crecido 3,3% en 2014, una décima más que en 2013, con las economías desarrolladas incrementando ligeramente su aportación respecto a los tres años previos y las emergentes continuando su desaceleración.

Una de las novedades en el panorama económico global en los últimos meses es la intensa caída del precio de petróleo y su impacto desigual sobre los países según sean importadores o exportadores netos. Cabe esperar que el balance global del abaratamiento del petróleo sea positivo en términos de crecimiento, en la medida en que la liberación de rentas de hogares y empresas en las economías importadoras (es el caso de EE.UU., el área del euro y China) compense la caída de la actividad de los principales países productores. Por otro lado, la corrección del precio del petróleo también acentúa el riesgo de un escenario de inflación demasiado baja en algunas regiones desarrolladas, por lo menos hasta finales de 2015.

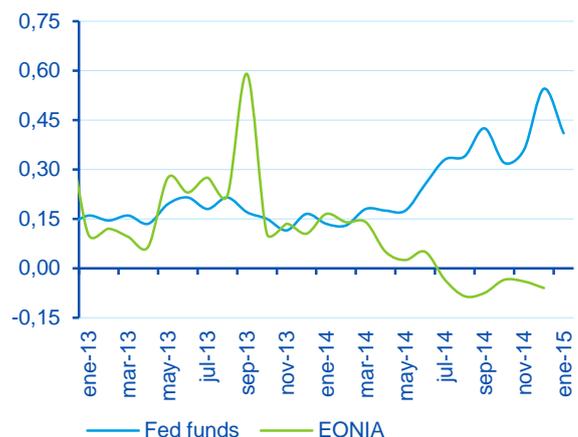
El repunte de la volatilidad en los mercados financieros, hasta cotas de mediados de 2013 según los índices BBVA de tensiones financieras (Gráfico 2.1), es otro de los elementos destacados del trimestre, común a países emergentes y desarrollados como consecuencia de dos factores: (i) las dudas sobre el desempeño económico de muchas economías emergentes; y (ii) la incertidumbre en torno al ciclo de subidas de tipos de interés de la Fed.

Gráfico 2.1
Índice de Tensiones Financieras BBVA Research



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 2.2
Expectativas de política monetaria: tipos de interés forward a 12 meses vista, %



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

En este contexto de baja inflación y crecimiento económico moderado, las políticas monetarias mantienen el tono acomodaticio aunque con sesgos diferenciados si atendemos a la posición de la Fed y el Banco de Inglaterra, por un lado, y a la del BCE o el Banco Central de China, por otro (Gráfico 2.2).

De este modo, la mejora del crecimiento mundial se mantendrá en 2015 y 2016, superando el 3,5% en promedio, pero también habrá una diferenciación relevante entre áreas dados los efectos asimétricos del descenso del precio de las materias primas y de la divergencia de políticas monetarias en el bloque desarrollado, los dos eventos que marcan a priori las perspectivas del escenario económico global.

Con todo, y pese al soporte que ofrecerán las políticas económicas y el descenso del precio del petróleo, los riesgos para el crecimiento mundial en 2015 siguen siendo bajistas. Al recrudecimiento de las tensiones geopolíticas, se unen los vinculados a la efectividad de las políticas monetarias para incrementar las expectativas de inflación y establecer, en el caso particular de la Fed, una estrategia de retirada de estímulos que no deteriore las condiciones de financiación de las economías emergentes hasta un grado tal que frene su crecimiento.

Estados Unidos consolida la recuperación y la Fed se prepara para subir los tipos de interés.

EE.UU. ha recuperado el dinamismo a lo largo de 2014, basado en la fortaleza de la demanda doméstica. Y también la caída del precio del petróleo. Hacia delante, el crecimiento podría repuntar hasta el 2,9% en 2015 lo que, junto con una baja inflación acentúa el dilema de la FED a la hora de iniciar el proceso de normalización monetaria. En este contexto, nuestra previsión de la primera subida de los tipos de interés por parte de la Fed se mantiene para el tercer trimestre.

Continúa la controlada desaceleración de la actividad en China

En China, la lenta desaceleración de la actividad ha continuado, con un crecimiento estimado de 7,2% en el cuarto trimestre, el ritmo de avance más contenido desde 2009, por la pérdida de pulso de la inversión en capital fijo, el deterioro de la competitividad exterior que arroja la apreciación del yuan y el ajuste del sector inmobiliario.

Aunque se mantiene la previsión de crecimiento para 2015 en el 7%, los riesgos están claramente sesgados a la baja fruto de la magnitud de los desequilibrios financieros acumulados, la incertidumbre sobre la evolución del mercado inmobiliario, y las dudas sobre la capacidad de las políticas para acompasar la corrección de los desequilibrios existentes con la liberalización económica en marcha. Es importante recordar que las autoridades han empezado a mostrar una mayor tolerancia a la desaceleración económica, siempre que se mantenga un aumento de empleo consistente con el comportamiento de la población activa.

Por último, continúan las presiones a la baja sobre la inflación en Europa

La eurozona es, entre las grandes áreas económicas, aquella que concentra la mayor probabilidad de enfrentarse a un escenario de inflación demasiado baja durante un período prolongado de tiempo. A las sorpresas negativas en los registros de precios al consumo, se suma un perfil de recuperación económica moderada, en línea con lo esperado. En particular, se anticipa un crecimiento del 0,8% en 2014, que aumentaría al 1,3% para 2015, apoyada en la caída del precio del petróleo, la depreciación acumulada por el euro en los últimos meses y la relajación de las condiciones monetarias derivada de la actuación del BCE. Entre los principales focos de riesgo bajista está un recrudecimiento de las tensiones en el área de influencia de Rusia. Un segundo factor de riesgo es la incertidumbre que generan las divergencias entre algunas autoridades nacionales y las instituciones de la unión sobre cuál es la combinación más apropiada de reformas de oferta, ritmo de consolidación fiscal y apoyo del BCE para favorecer el crecimiento. Finalmente, otro riesgo es que sigan cayendo las expectativas de inflación a medio plazo, desincentivando el consumo a corto plazo y, con ello, retroalimentando dicha caída.

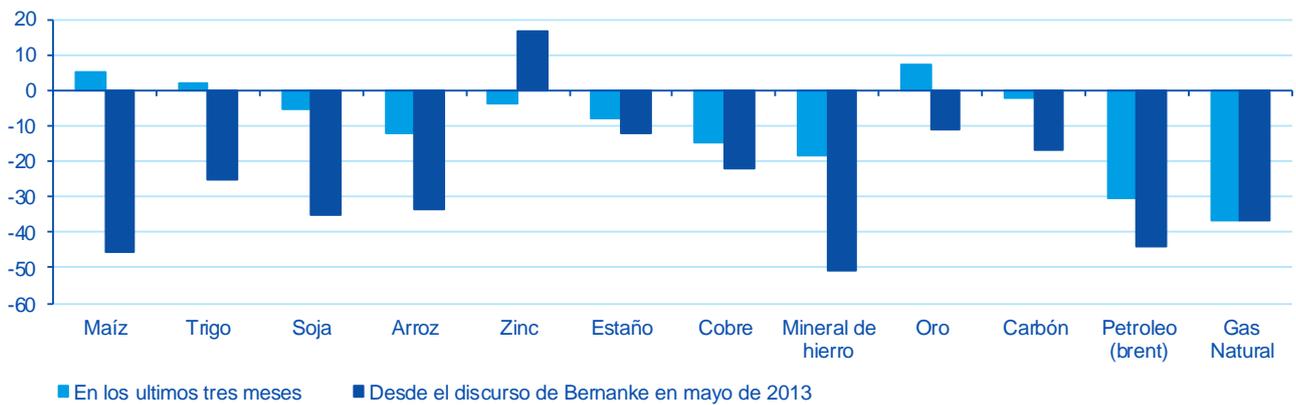
3 Las materias primas y la Fed presionan a los mercados latinoamericanos

Fuerte volatilidad y corrección a la baja en los precios de las principales materias primas, especialmente del petróleo

Los precios de las materias primas han pasado por una abrupta corrección a la baja en los últimos meses (gráfico 3.1). Las caídas en los últimos tres meses han sido en general más suaves en el caso de los productos agrícolas, como la soja (-5%) y más marcadas en el caso de algunos metales como el cobre (-15%) y el mineral de hierro (-18%) y, principalmente, del gas natural (-36%) y del petróleo (-30%).

El ajuste en los últimos tres meses es especialmente significativo pues se suma a las caídas de precios anteriores acumuladas desde el primer semestre de 2013.

Gráfico 3.1
Precios de las materias primas (variación %)



Fuente: Bloomberg

La moderación del crecimiento global y en consecuencia de la demanda por materias primas es una de las llaves para entender las correcciones a la baja del precio de los productos básicos en los mercados globales. Es particularmente importante la moderación, más fuerte de lo esperado, del crecimiento de China, donde además la transición hacia un modelo menos centrado en la inversión y más en el consumo genera un impacto negativo adicional sobre la demanda (especialmente de metales y energía).

Asimismo, las materias primas han estado siendo presionadas a la baja por la reciente valorización del dólar, por un efecto de denominación.

Finalmente, hay importantes factores idiosincráticos que ayudan a entender las trayectorias recientes del precio de cada producto. En el caso del petróleo, la fuerte caída del precio en los últimos meses está también relacionada con el robusto crecimiento de la oferta de shale-oil (el petróleo de esquistos bituminosos) en EE.UU y la sorprendentemente baja elasticidad de la producción a las tensiones geopolíticas, así como a la reticencia de Arabia Saudita a reducir su producción frente a la caída de precios.

En el caso de la soja, otro de los más relevantes productos para los países de la región (particularmente para Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay), los precios reflejan también las pasadas buenas cosechas en Estados Unidos, Argentina y Brasil, que han ayudado a dejar la relación entre existencias y consumo en niveles elevados.

En el caso de dos de los metales más importantes para los países de la región, el cobre y el mineral de hierro, el ajuste está en gran parte determinado por la moderación de la demanda china antes mencionada, pero una oferta relativamente robusta en consecuencia de los elevados precios observados en el pasado y la reducción del valor del flete también juegan un papel importante en la reciente dinámica de precios.

Entre los pocos productos cuyos precios no acumulan pérdidas en los últimos meses está el oro, uno de los productos más importantes en la canasta de exportaciones de Perú, en parte debido a su papel como activo refugio.

Gráfico 3.2

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



Fuente: BBVA Research

Hacia adelante, lo más probable es que las presiones bajistas pierdan fuerza y en algunos casos incluso se revertan. En el mercado de petróleo, la reciente reducción de precios debe reducir la inversión en el sector, permitiendo que a medio plazo los precios se recuperen. Los altos costes de producción afrontados por parte significativa de los productores también apoyan la expectativa de elevación gradual y moderada de los precios. El repunte del precio del petróleo en las últimas semanas refuerza esta visión. Nuestro escenario base para el crudo es de precios convergiendo a 70 dólares por barril al fin de 2015 y a prácticamente 80 dólares al fin de 2016. Con respecto al cobre y a la soja, pensamos que la moderación china seguirá impactando sus precios en 2015 y 2016, generando correcciones a la baja adicionales en el precio del cobre, aunque no tan fuertes como las vistas recientemente, y una convergencia más gradual de lo previsto hacia los niveles de largo-plazo (gráfico 3.2 y tablas de previsiones en la sección 8). En los tres casos, especialmente en el del petróleo, hemos revisado nuestras previsiones a la baja en comparación con hace tres meses.

De una manera general, los movimientos recientes en los precios de las materias primas generan un entorno más desafiador para los países de la región. A pesar de que, en general, los efectos del escenario menos favorable a la región sean afrontables, sigue existiendo el riesgo de que una moderación adicional de los precios impacte en las economías latinoamericanas con más severidad, dada su sensibilidad con respecto a los mercados de materias primas (véase el Recuadro 1 para más detalles sobre el caso específico del precio del petróleo).

La proximidad del inicio de las subidas de tipos de interés por parte de la Fed también presiona a los precios de los activos

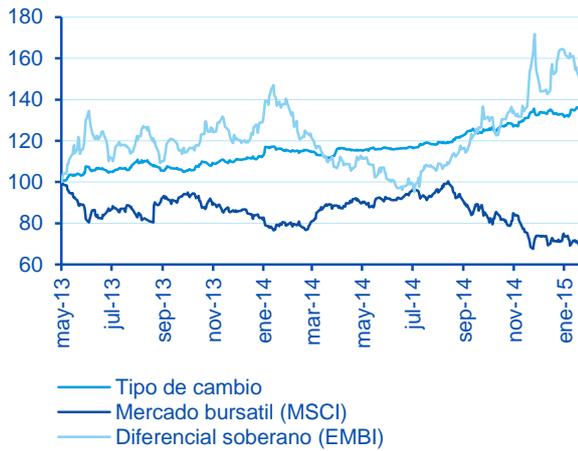
Como se ha destacado en la sección 2, las turbulencias en los mercados financieros globales han aumentado en los últimos tres meses, dando continuidad a los movimientos observados desde mediados de 2014.

En este entorno, y considerando que la moderación de la actividad es un fenómeno generalizado también en la región y que el ajuste del precio de las materias primas es una mala noticia para América Latina, no resultan sorprendidas las recientes turbulencias y las pérdidas de valor observadas en los principales activos latinoamericanos (gráfico 3.3).

El diferencial soberano de la región aumentó prácticamente 80 puntos básicos en los últimos tres meses y ahora acumula una subida de más de 180 p.b. desde mayo de 2013, cuando tras el discurso del anterior presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke los mercados empezaron a reflejar el inicio del *tapering* y de la normalización de la política monetaria en EE.UU. (gráfico 3.4).

Gráfico 3.3

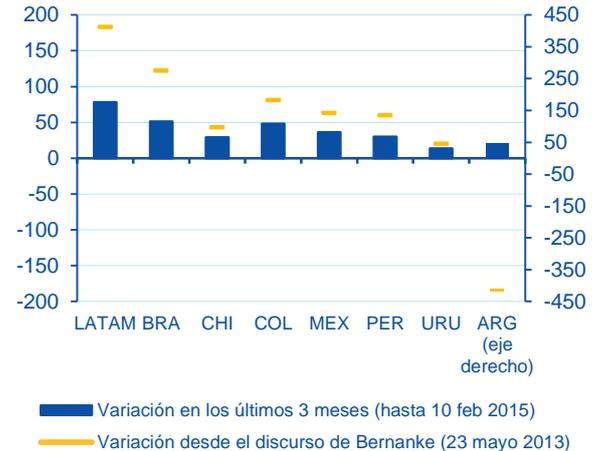
Latam: Cotizaciones bursátiles, diferenciales soberanos (EMBI) y tipos de cambio (índice enero 2013=100)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 3.4

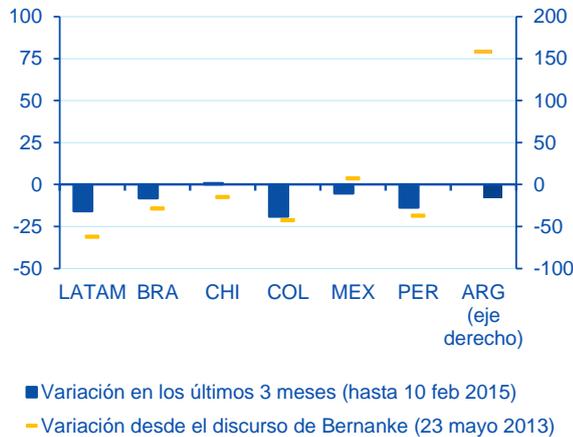
Evolución de los diferenciales soberanos en América Latina (EMBI, puntos básicos)*



* Datos de Argentina en el eje derecho.
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

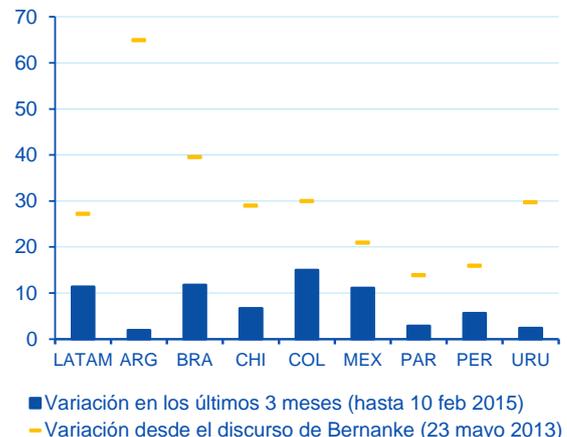
El indicador bursátil MSCI para América Latina muestra pérdidas de aproximadamente 15% en los últimos tres meses, que se suman a pérdidas similares desde mayo de 2013 (gráfico 3.3). La evolución de las divisas refleja un movimiento similar: pérdidas en los últimos tres meses -6%- que añaden al deterioro observado desde mayo de 2013 hasta entonces -28%- (gráfico 3.5).

Gráfico 3.5
Evolución de las cotizaciones bursátiles en América Latina (variación %, en moneda local)*



Datos de Argentina en el eje derecho.
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 3.6
Evolución de los tipos de cambio en América Latina (variación %)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Los datos por país revelan que el deterioro, tanto en los últimos tres meses, como desde mayo de 2013, ha sido generalizado. Ningún país ha escapado a las correcciones bajistas en el precio de sus activos. Sin embargo, los más castigados han sido Brasil y Colombia. En el primero, la mayor apertura financiera es un elemento a tener en cuenta ya que hace que el país esté más expuesto a las turbulencias globales. En todo caso, el principal elemento que hace que las pérdidas sean particularmente relevantes en Brasil son el fuerte deterioro del entorno macroeconómico doméstico, marcado por el estancamiento de la economía y por una inflación todavía muy elevada, por no mencionar el empeoramiento de las cuentas externas y fiscales. En Colombia las mayores correcciones atienden a factores distintos, en especial su mayor exposición a uno de los productos cuyo precio se contrajo de manera más fuerte y abrupta, el petróleo (Recuadro 1).

Por otro lado, si bien no ha estado exento de la tendencia bajista generalizada, el impacto sobre México ha sido menor, seguramente porque el país es el que más directamente se ve beneficiado por la recuperación en marcha de la actividad económica en EE.UU.

Los flujos de capitales hacia la región se han moderado y en algunos casos incluso se ha observado salidas netas, en línea con el tono más negativo revelado por los mercados financieros de la región en los últimos meses.

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

Hacia adelante, tanto la esperada recuperación de la actividad económica, como las en algunos casos excesivas correcciones a la baja, apoyan una visión de recuperación del precio de los activos. Sin embargo, los mercados seguirán pendientes de la política monetaria en EE.UU., en particular de los datos de actividad, que en última instancia determinarán la velocidad de la normalización monetaria, y es probable que la volatilidad continúe elevada –o incluso aumente– a medida que se acerque el momento del aumento de tipos de interés por la Fed, que estimamos sea el tercer trimestre del año.

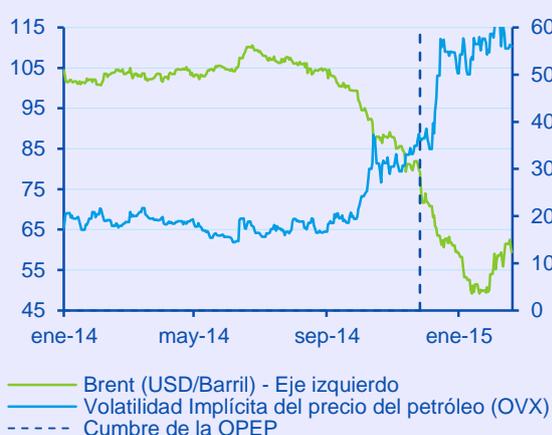
Aunque las medidas de estímulo adoptadas por el Banco Central Europeo puedan ayudar a minimizar el impacto del ciclo de endurecimiento monetario en EE.UU. sobre los países de América Latina, las estimaciones muestran que no compensarán completamente el impacto de las acciones de la Fed sobre la región. En particular, estimamos que la subida de tipos de interés por parte de la Fed tenga un efecto negativo sobre los flujos de capitales hacia la región (Recuadro 2) y, por ende, sobre el precio de los activos en América Latina.

Finalmente, los bancos centrales de América Latina pueden contribuir al ambiente volátil en la medida en que decidan atender a las condiciones domésticas y se desacoplen, aunque temporalmente, de la subida de tipos de interés por parte de la Fed (véase la sección 7 para más detalles sobre política monetaria en la región).

Recuadro 1. El impacto en América Latina de la caída de los precios del petróleo

El precio del petróleo se ha ajustado un 45% desde julio de 2014 (Gráfico R.1.1), por una combinación de revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento mundial, así como por sorpresas por la parte de la oferta, incluyendo un crecimiento sostenido de la producción en EE.UU (shale-oil) y el inusualmente escaso impacto de las tensiones geopolíticas en áreas productoras clave como Libia, Irak y Siria. Estos efectos se acentuaron, además, con la negativa de la OPEP (especialmente Arabia Saudí) a reaccionar a la caída de precios recortando su producción de crudo en la reunión del cartel el 27 de noviembre. En su conjunto, estimamos que entre 1/3 y 1/4 de la caída de los precios se puede atribuir a una menor demanda global, mientras que la mayor parte del resto se debe a una sorprendentemente robusta oferta del sector.

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



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Más recientemente, el precio del petróleo se ha recuperado levemente desde los mínimos alcanzados en enero, a raíz de los primeros datos de disminución de la inversión en el sector, las tensiones financieras en empresas del sector de shale-oil en EE.UU y el cierre de parte de las posiciones cortas en crudo, que se habían multiplicado a finales de 2014.

La incertidumbre sobre el precio del crudo también se ha disparado notablemente, lo que refleja riesgos significativos sobre los precios tanto al alza como a la baja. En efecto, el índice OVX de volatilidad implícita ha continuado aumentando y se sostiene en máximos no vistos desde el desplome de precios en 2008 (Gráfico R.1.1) lo que muestra incertidumbre sobre la dirección futura de los precios, tanto al alza como a la baja (véase el Recuadro 1 del Situación Latinoamérica del cuarto trimestre de 2014 para más detalles).

Nuestro escenario central de previsión de precios del petróleo apunta a una subida muy gradual de los precios, en la medida que la inversión en el sector se vaya moderando y la producción se desacelere (especialmente en shale-oil, con tasas de declino por perforación muy pronunciadas). Así, anticipamos precios promedio para 2015 de alrededor de 65 dólares por barril, que aumentaría a 75 dólares en promedio para 2016, tendiendo a 90 dólares en el largo plazo, en línea con la estructura de costes del sector, incluyendo una prima de riesgo más alta de modo permanente para financiar inversión en el sector de shale-oil.

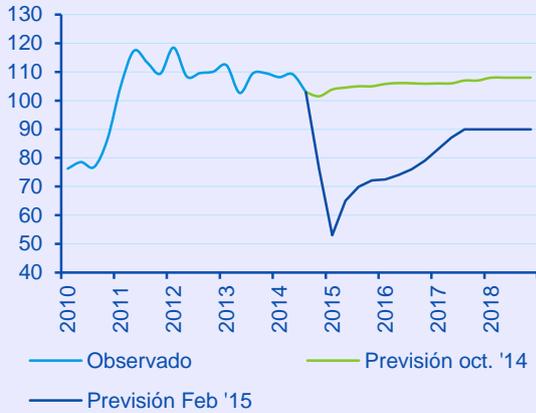
Respecto a nuestra previsión de precios del petróleo en octubre pasado (precios estables alrededor de 105 dólares por barril de Brent en 2015 y 2016) nuestro nuevo escenario base representa un precio promedio casi un 40% más bajo en 2015 y casi un 30% más reducido en 2016 (Gráfico R.1.2 y Tabla R.2.1).

El impacto de la nueva senda de precios del petróleo en el crecimiento e inflación en América Latina

Una reducción de precios del petróleo generada especialmente por el lado de la oferta tiene un efecto positivo sobre el crecimiento mundial, en la medida que reduce los costes de las empresas y aumenta la renta disponible de las familias, lo que favorece la inversión y el consumo. En particular, estimamos que la nueva senda prevista de precios debería impulsar el crecimiento mundial en 0.4 puntos porcentuales en 2015 y 2016.

Gráfico R.1.2

Previsiones BBVA Research del precio del petróleo Brent (USD/b, promedios trimestrales)



Fuente: BBVA Research y Haver

Tabla R.1.1

Previsiones BBVA Research del precio del petróleo Brent (USD/b, promedio anual)

Año	Previsión en octubre 2014	Previsión en febrero 2015
2014	105	99
2015	105	65
2016	106	75
2017	107	88
2018	108	90

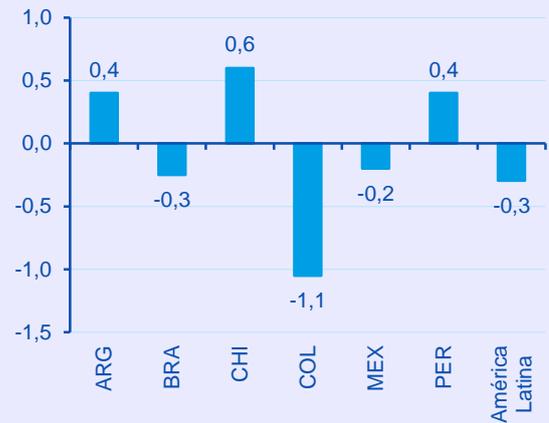
Fuente: BBVA Research

En el caso de América Latina, esperamos un impacto positivo en Chile, Perú y —en menor medida— en Argentina (Gráfico R.1.3), los principales importadores de crudo de la región. En los dos primeros casos el efecto positivo en el crecimiento (cerca de 0,5pp adicionales en promedio en 2015-16) deriva directamente de una mejora de sus términos de intercambio (manteniendo constante el precio de otras materias primas). Tanto Chile como Perú experimentarían significativas reducciones en sus tasas de inflación (Gráfico R.1.4) y menores presiones a la depreciación de sus tipos de cambio, lo que podría también llevar a políticas monetarias más laxas por parte de sus respectivos

bancos centrales. En el caso de Argentina, el impacto positivo en el crecimiento se produciría principalmente por un alivio de la restricción externa a medida que las importaciones de crudo disminuyen.

Gráfico R.1.3

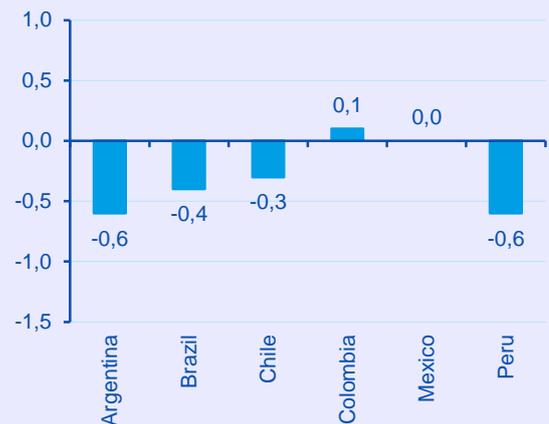
Impacto en el crecimiento de la nueva senda de precios del petróleo prevista en febrero 2015 frente a la de octubre 2014 (pp, promedio 2015-16)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico R.1.4

Impacto en la inflación de la nueva senda de precios del petróleo prevista en febrero 2015 frente a la de octubre 2014 (pp, promedio 2015-16)



Fuente: BBVA Research y Haver

En cualquier caso, el efecto positivo de una rebaja del precio del petróleo para los países importadores (como los tres mencionados antes) aumenta en la medida que el país sea más dependiente de flujos de corto plazo para cubrir

sus necesidades de financiación exterior. En este sentido, el impacto positivo del menor precio del crudo en países como Perú o Chile, —que cubren una parte importante de su déficit por cuenta corriente a través de IED— es menor que, por ejemplo, el caso de Turquía, que combina una alta importación de crudo y alta dependencia de los flujos de capitales de corto plazo para financiar un abultado déficit exterior. En este último caso, la reducción del precio del petróleo contribuiría a la reducción de una importante vulnerabilidad externa.

Los países grandes de América Latina —México y Brasil— soportarán un impacto negativo significativo por el menor precio del petróleo, que también afectará fuertemente a Colombia. En el caso de Colombia, el crecimiento se vería reducido en alrededor de 1pp en 2015-16 debido al efecto de menores exportaciones y —desde 2016— menores ingresos tributarios. Asimismo, el fuerte impacto depreciatorio sobre el tipo de cambio más que compensará el empuje a la baja sobre la inflación por el menor precio de los combustibles, para dejar la inflación casi inalterada.

En el caso de México, el impacto en crecimiento es moderadamente negativo (-0,2pp en 2015-16) en la medida que el efecto negativo sobre la recaudación fiscal y la IED en el sector petrolero se ven parcialmente compensados por el mayor crecimiento en EE.UU (donde el crecimiento aumentaría en 0,3pp en 2015-16). Asimismo, el peso mexicano mostraría una cierta tendencia depreciatoria que promovería el sector exportador.

Finalmente, Brasil no sólo enfrentaría un shock negativo a sus términos de intercambio sino también el impacto sobre la inversión (especialmente en Petrobras) sería sustancial. Por ello, anticipamos un impacto negativo de alrededor de 0,3pp en promedio sobre el ya moderado crecimiento en 2015-16.

En conjunto para la región, el impacto sobre el crecimiento sería moderadamente negativo, alrededor de 0,3pp menor en promedio en 2015-16.

Un punto importante a tener en cuenta es que los efectos descritos en este recuadro solamente tienen en cuenta el impacto del menor precio del petróleo. Ciertamente este es uno de los shocks más importantes en el último trimestre, pero no el único. Por tanto, las nuevas previsiones macroeconómicas para la región tienen en cuenta este shock, pero adicionalmente otros que se han producido en los últimos meses, como por ejemplo una reducción de precio de otras materias primas de exportación (cobre, hierro y soja, por ejemplo), o una mayor desaceleración en China. Asimismo, las previsiones macroeconómicas tendrán que añadir a los efectos mencionados en este recuadro los datos observados a lo largo de este trimestre y nuevas políticas implementadas (como, por ejemplo, las medidas de estímulo fiscal en Perú o la reforma tributaria en Colombia).

Recuadro 2. El impacto de la subida de tipos de interés por parte de la Fed sobre los flujos de capitales a América Latina

La retirada de estímulos monetarios por parte de la Fed tendrá implicaciones importantes en los flujos de capitales a la región, dada su relevancia en la determinación de las condiciones financieras globales. La normalización monetaria de la FED aumentará el atractivo relativo de los activos estadounidenses frente a los latinoamericanos, moderando las entradas de flujos en los siguientes años. Esta dinámica se podría traducir también en ajustes en las cuentas corrientes de los países de la región y volatilidad cambiaria, con implicaciones también sobre crecimiento e inflación.

Para estimar el posible impacto sobre los flujos a la región resulta de poca utilidad recurrir a la historia de episodios recientes de alza en las tasas de interés en EE.UU, en 1994 y 2004. Ambos episodios encontraron a América Latina con unos fundamentales y vulnerabilidad financiera muy diferentes. Al inicio de los años 90s persistían importantes desequilibrios que, por ejemplo, desembocaron en la crisis financiera en Argentina y la de balanza de pagos en México. A inicios de los 2000, sin embargo, la región gozaba ya de mucha mayor estabilidad, con esquemas de objetivos de inflación, política cambiaria flexible y políticas fiscales más prudentes, que permitieron soportar mejor la subida de tipos de interés en 2004.

En un entorno donde la creciente integración y profundidad financiera hace necesario el análisis global, más que regional, modelizamos los efectos que la política monetaria en EE.UU y la zona del Euro tendría en los flujos de capitales en economías emergentes¹. Además, es necesario tener en cuenta la divergencia esperada entre las políticas monetarias de la Fed, -que prepara el inicio de la retirada de estímulos monetarios hacia mediados de este año- y el BCE -que ha anunciado un ambicioso plan de estímulo incluyendo la compra de bonos soberanos.

Los resultados del análisis apuntan a que la retirada de estímulos monetarios se traducirá casi con seguridad en una reducción de los flujos de capital hacia las economías emergentes, entre de las cuales Latam será la más afectada. La magnitud dependerá de la anticipación de los mercados y del aumento de la aversión al riesgo. A pesar del histórico anuncio del BCE, a nivel global predominaría el efecto de la retirada de estímulos por parte de la Fed. La respuesta del BCE tendrá efectos positivos en los países de Europa emergente, en los que podría contrarrestar en alguna medida el impacto de las acciones de la Fed, pero no tanto en otras regiones como América Latina. La salida de flujos de capital en los escenarios en los que la Fed aumenta sus tipos de interés de acuerdo a lo esperado o incluso más agresivamente sería de entre 3,0% y 3,7% del PIB acumulado en tres años, hasta 2017.

Estrategia de modelización

En el modelo se usa una muestra desde el 1T05 hasta el 3T14 para 40 países, con igual representación de desarrollados y emergentes, y se mide el efecto sobre flujos de cartera acumulados como proporción de los activos totales bajo gestión. El modelo combina factores dinámicos (MFD) con la metodología VAR aumentada (FAVAR) para relacionar canales de transmisión de flujos (global, por regiones e idiosincráticos) con variables macroeconómicas.

El modelo consta de dos etapas: la primera etapa -la del Modelo Factorial Dinámico (MFD)- se basa en la hipótesis de que los flujos de cartera obedecen a una estructura no observable de cinco factores dinámicos latentes: factor global, emergente, desarrollado, activo refugio e idiosincrático. En una segunda etapa de la estimación se relacionan estos factores latentes por medio de un FAVAR con variables macroeconómicas permitiendo así dinámicas temporales entre flujos y entorno macro.

1: Este recuadro se basa en el artículo: *Monetary Policy in the North and portfolio flows in the South*, Gonzalo de Cadenas Santiago, Alicia García Herrero, Alvaro Ortiz Vidal Abarca.

En la estimación se encuentra una relación significativa entre factores y medidas de aversión al riesgo global y de mercados emergentes (VIX y EMBI), además de relación de estas variables y variables macro.

Con este modelo, se analizan escenarios que plantean las combinaciones más probables de actuación de la Fed y el BCE². Los escenarios considerados son combinaciones de políticas de la Fed, el BCE y medidas de aversión al riesgo; desde una retirada gradual de estímulos en EE.UU que implicaría aumento en la tasa de referencia a partir de mediados de 2015 hasta un escenario en el cual la Fed decide aplazar y limitar la normalización. En la siguiente tabla se plantean los supuestos de los escenarios; destaca como el escenario más probable (escenario central) el escenario 1, donde la Fed mantiene una salida que implicará llevar la tasa de Fondos Federales a un nivel de 2% a finales de 2016 y el BCE mantiene una política de expansión cuantitativa activa.

Tabla R.2.1
Descripción de los escenarios para el ejercicio de simulación

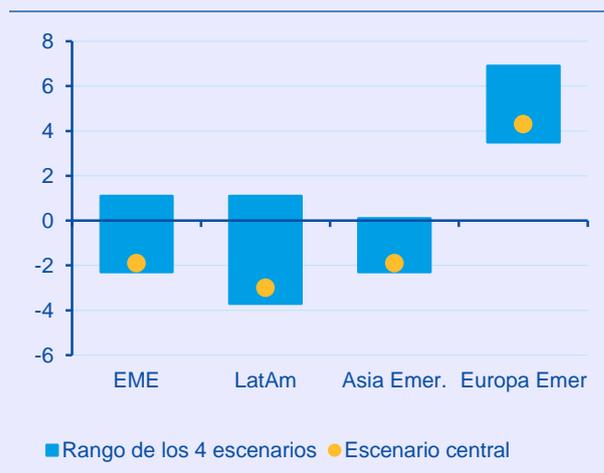
Escenario	FED	BCE	Aversión Global al Riesgo
1	Salida de la Fed y Expansión cuantitativa del BCE	10Y -20 pb por trimestre entre el 4T14 y el 2T15	Vuelven al promedio de largo plazo
2	Sobrerreacción por salida de la Fed y Expansión cuantitativa del BCE	10Y -20 pb por trimestre entre el 4T14 y el 2T15	Pico como en la crisis del Euro que se desvanece un trimestre después
3	Sobrerreacción por salida de la Fed y BCE con mayor Exp. Cuantitativa	10Y -50 pb en 2 trimestres	Pico como en la crisis del Euro que se desvanece un trimestre después
4	Retraso en salida de la FED y BCE con Exp. Cuantitativa	10Y -50 pb en 2 trimestres	No aumenta el apetito por riesgo

Fuente: BBVA Research

Los resultados

Salvo en el escenario en el que la Fed actúa con rezago (escenario 4), en el resto de escenarios los resultados apuntan a la retirada de flujos en emergentes que irían desde 1,9% del PIB acumulado en tres años, hasta 2017, hasta 2,3% del PIB en el peor caso. En los escenarios donde el BCE toma un papel activo con una política de expansión cuantitativa, los efectos negativos sobre los flujos son parcialmente compensados aunque estos efectos son perceptibles únicamente en Europa emergente. A nivel regional Latam es la región más afectada: en el escenario central los flujos se contraerían cerca de 3,0% del PIB en el acumulado hasta 2017 (gráfico R3.1).

Gráfico R.2.1
Efecto acumulado en flujos 2015-2017 como % del PIB



Fuente: BBVA Research

2: En el artículo original (agosto 2014) se planteaban seis posibles escenarios, en los dos primeros el BCE seguía manteniendo una postura reactiva ante movimientos de la Fed. Para este recuadro se exponen solo los escenarios en los cuales el BCE toma un papel activo.

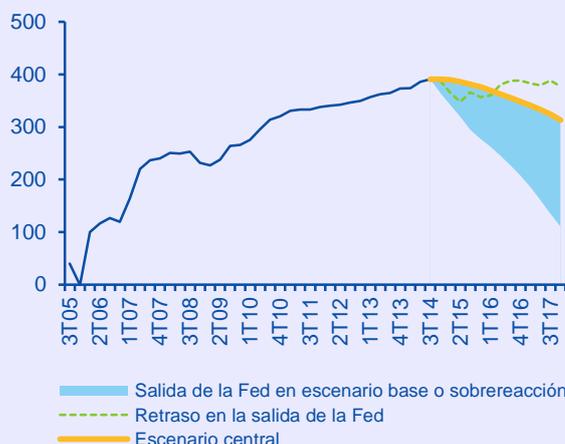
Tabla R.2.2
Flujos de capitales a economías emergentes, simulación de escenarios. Respuesta acumulada como % del PIB

	EME	LatAm	Asia Emer.	Europa Emer.
1	-1,9	-3,0	-1,9	4,3
2	-2,3	-3,7	-2,3	3,5
3	-2,1	-3,4	-2,1	5,9
4	1,1	1,1	0,1	6,9

Fuente: BBVA Research

Destaca la importante heterogeneidad en la región, donde algunos países como Brasil y México gozan de una importante integración de carteras; Brasil además depende altamente de fondos indizados lo que añade volatilidad e importante prociclicidad. Con todo, la salida acumulada de flujos en Latam podría estar entre -3,0% y -3,7% del PIB, si bien en el escenario en el que la Fed retrasara la subida de tipos de interés seguiría produciéndose una entrada de flujos acumulada equivalente al 1,1% del PIB (Tabla II y gráfico R3.2) a lo largo de los siguientes dos años. La salida de flujos se traduciría en depreciaciones en las monedas de la región que a su vez presionará la conducción de la política cambiaria. Los países con mayor integración con el mercado norteamericano y con frágil estructura de financiamiento serán los más afectados.

Gráfico R.2.2
Escenarios de flujos de capital a Latam (flujos acumulados a Latam desde 2005, miles de millones USD)



Fuente: BBVA Research

Conclusiones

La normalización monetaria por parte de la Fed implicará importantes efectos en América Latina, que experimentaría salidas de flujos de capital por cerca de 3,0% del PIB en los próximos dos años.

A pesar de la salida de flujos esperada para la región, cabe recordar que si bien con importante heterogeneidad, la mayor parte de países gozan de fundamentales mucho más sólidos que en el pasado para enfrentar estas salidas. La región acumula reservas internacionales que han permitido enfrentar los choques externos adecuadamente, al tiempo que el esquema de objetivos de inflación y la flexibilidad cambiaria ayudará a amortiguar los efectos sobre el crecimiento. Con todo, este ejercicio muestra hasta qué punto la región perderá uno de los vientos de popa que la acompañaron en los últimos años, resaltando la necesidad de relanzar las fuentes internas de crecimiento a través de las reformas estructurales.

4 El crecimiento en América Latina aumentará lentamente, del 0,8% en 2014 al 2,4% en 2016

La demanda interna del sector privado se debilitó en los últimos trimestres, tanto en consumo como en inversión

Los últimos trimestres de 2014 transcurrieron entre la importante caída en la confianza de consumidores y productores – en Brasil, Chile y México- y la estabilidad en Colombia y Perú, aunque en niveles por debajo de lo observado en 2013 (salvo en Colombia). Las confianzas tendieron a ubicarse en terreno pesimista o muy cerca de ese umbral hacia el final del año (Gráficos 4.1 y 4.2)

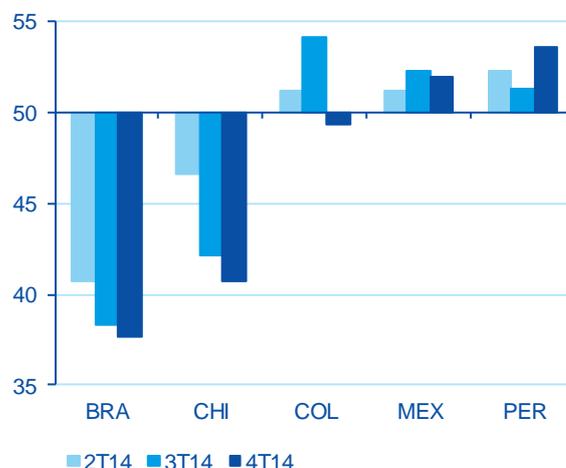
En 2014 confluyeron factores internos y externos que implicaron un importante bache en el crecimiento de la región, aunque con diferencias entre bloques como se describe más adelante. Entre los factores detrás de la fuerte moderación del crecimiento están los relacionados con incertidumbre política en los casos de Argentina, Brasil y Perú; incertidumbre relacionada con políticas económicas como los procesos de reforma tributaria en Colombia y Chile (en este último se agrega además una reforma laboral), el deterioro cíclico y un entorno exterior de moderación del crecimiento en China y la caída en precios de materias primas, con diferentes grados y direcciones de afectación entre los países de la región.

Gráfico 4.1
Latam: confianza de los consumidores (valores sobre 50pts indican optimismo)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 4.2
Latam: confianza de los productores (valores sobre 50pts indican optimismo)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

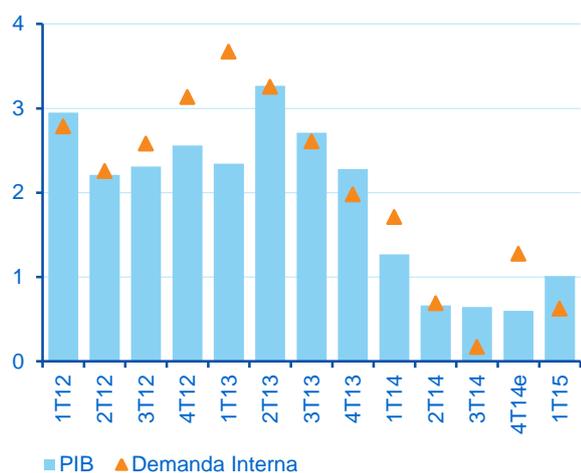
En concordancia, los indicadores de demanda interna mostraron moderación en la mayoría de los países a lo largo de 2014. Así, mientras el crecimiento anual de la demanda doméstica se ubicó en 2013 en 2,9%, el 2014 habrá promediado un 1,0%, con un perfil decreciente durante el año (Gráfico 4.3). Particularmente relevante fue la caída en inversión, mientras que el consumo tuvo una desaceleración suave.

En inversión destacó la caída en Brasil, Chile y Perú, pero un patrón de fuerte empuje en Colombia y México. En el caso de Brasil la caída fue especialmente acusada en maquinaria y equipo; la caída en la inversión total llegó a más de 6% en el año (-9,6% en el 2T14). En Chile destacó el mal desempeño del sector minero relacionado con las dudas sobre el ciclo de precios del cobre, inversión que no fue

compensada por sectores transables³. Por su parte, en Perú influyó la pobre y lenta ejecución de inversión pública a cargo de gobiernos subnacionales. Hacia el último trimestre del año fue clave la ejecución pública en Chile, y en Perú el paquete de medidas anunciadas para alentar el crecimiento, factores que contribuyeron a que el desempeño del año no fuese peor. En Colombia y México la inversión destacó positivamente a lo largo del año. En Colombia estuvo influida por el extraordinario comportamiento de la inversión pública con niveles record de ejecución pero también muy buena inversión privada, y en México particularmente por la recuperación en el sector construcción que comenzó en la segunda mitad del año, luego de varios años estancado.

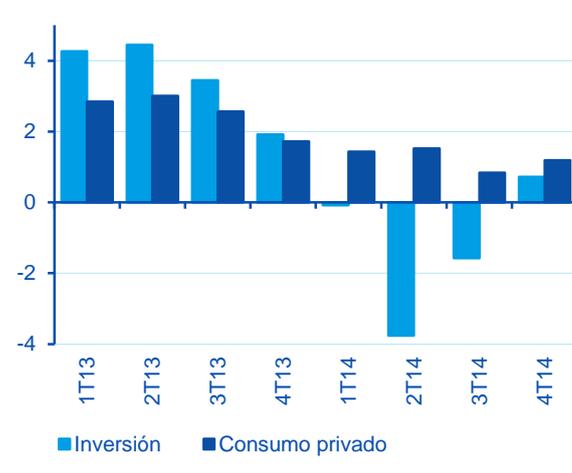
Por su parte, en consumo predominó la tendencia a la moderación en Chile y Perú en línea con un mercado laboral que pierde dinamismo, mientras que en Brasil, Argentina, Colombia y México el mercado laboral mantuvo su resistencia y continuó alentando el consumo de las familias. Hacia el final del año, la caída en el precio de los combustibles implicó un alivio en términos de inflación en la región que a su vez se reflejó en mejora en la masa salarial, tal fue el caso en los andinos, y en menor medida en Brasil, Argentina y Uruguay, aún con importantes presiones inflacionarias.

Gráfico 4.3
PIB y Demanda Interna (Var % a/a)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 4.4
Inversión y Consumo Privado (Var % a/a)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Las exportaciones sufren el impacto de la caída de precios de las materias primas, aunque también persisten algunos shocks de oferta

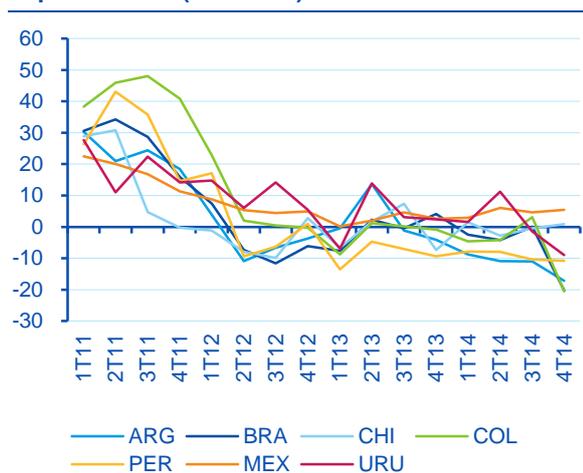
Los indicadores de exportaciones permanecieron débiles y en varios casos se contrajeron a lo largo del año. Esta tendencia se profundizó hacia el último trimestre influido por la caída del precio de las materias primas, lo que afectó particularmente a Colombia y Perú. En ambos casos, a la bajada en el precio de petróleo se le unieron choques de oferta sobre la minería de carbón y en menor medida el petróleo en Colombia, y el retraso en la plena ejecución de los proyectos mineros de Toromocho y Antamina (Gráfico 4.5). La exportación de bienes no tradicionales apunta a que su moderación obedece más bien a efecto precio de materias primas, y no a una debilidad exterior acusada, aunque de momento tampoco un despegue intenso en la demanda estadounidense. Merece la pena mencionar como excepción el repunte en exportaciones en México, en especial en la industria automotriz, con crecimiento anual de 14% en el segundo semestre del año. En contraste, la entrada en recesión de Brasil al inicio del año así como la moderación en el

3: Para una discusión sobre la dinámica de sectores transables no mineros en Chile ver Recuadro 1 del [Situación Chile 1T15](#): "Inversión en sectores no transables"

crecimiento de Argentina fueron factores que se retroalimentaron incidiendo en el refuerzo de la debilidad del sector externo en ambos países.

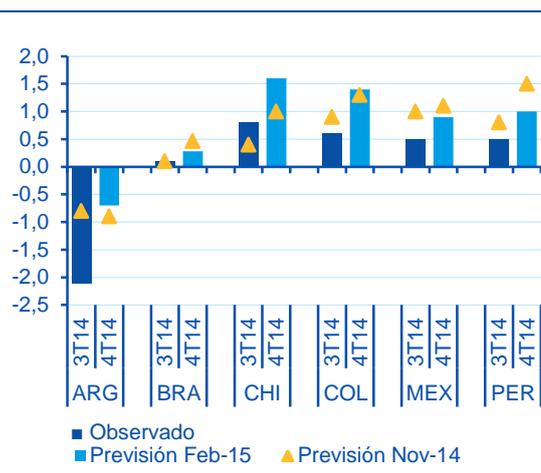
La dinámica menor a la esperada originalmente tanto en componentes de demanda interna como externa implicaron sorpresas negativas sobre el crecimiento previsto en el tercer trimestre así como revisión de las previsiones para el cuarto trimestre de 2014 (Gráfico 4.6).

Gráfico 4.5
Exportaciones (Var % a/a)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 4.6
PIB Var t/t% esperada en noviembre 2014 y febrero 2015



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Las previsiones de crecimiento de América Latina en 2015 y 2016 se revisan a la baja, principalmente por el menor precio de las principales materias primas de exportación

Unos datos peores a los anticipados, pero principalmente la perspectiva de precios de materias primas de exportación menores por periodos prolongados⁴ y en menor medida factores domésticos, han conducido a una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento en 2015 y 2016 de casi todos los países de la región. Recordar en este sentido que en el escenario base el precio de materias primas de exportación se mantendrá en los siguientes años consistentemente por debajo de lo observado hasta ahora, a lo que se añaden factores internos como perspectivas de menor demanda interna en países andinos, incertidumbre en procesos de reforma y programas de ajuste más intenso que lo anticipado en Brasil. Destaca por otro lado que en el caso de Argentina, con revisiones a la alza en 2015 (desde 0,2 esperado un trimestre hasta 1% actual) éstas han estado muy influenciadas por el cambio de año base con el que se realiza la contabilidad nacional⁵, a lo que se añaden mejores perspectivas por el menor precio del petróleo (Gráfico 4.8).

Con todo, seguimos anticipando un aumento en el crecimiento en la región a lo largo de 2015 y 2016, desde el estancamiento observado en 2014 de 0,8% hasta un 1,5% en 2015 y 2,4% en 2016. Para consolidar esta recuperación es clave la recuperación de expectativas de consumidores y productores, en lo que la disminución de precios de energéticos es muy relevante. También será clave particularmente en los países andinos que continúe el estímulo del componente público de la demanda (tener en cuenta que podría

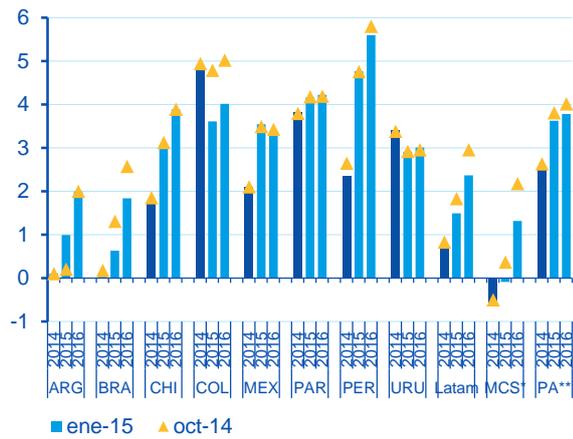
4: Ver recuadro 1 "Simulación de impacto de caída de precio de petróleo", en este mismo número.
5: La contabilidad nacional de Argentina cambió el año base de su elaboración de 1993 a 2004, se ajustaron las variaciones anuales del crecimiento desde ese año y hubo cambios significativos. En cuanto al tamaño del PIB nominal, muestra un nivel superior de cerca de 25% en la nueva serie. Con los nuevos datos, ahora tienen mayor participación los sectores agricultura, minería y manufacturas; mientras que el resto de sectores tienen menor participación con la nueva base

aportar hasta la mitad del crecimiento en casos como Chile), además habrán de resolverse choques por el lado de la oferta que afectaron este año a proyectos como las minas de Toromocho y Antamina en Perú. Será clave además el soporte del crecimiento global, apoyado en mejor crecimiento de EE.UU, en el contexto de tipos de cambio más depreciados, lo que beneficiará particularmente a las exportaciones manufactureras de México y Colombia y contribuirá a contrarrestar el efecto de menor precio del petróleo.

Los países de la Alianza del Pacífico seguirán siendo los más dinámicos, acercándose en 2015 y 2016 a su potencial, salvo en el caso de Colombia, afectado por el menor precio del petróleo.

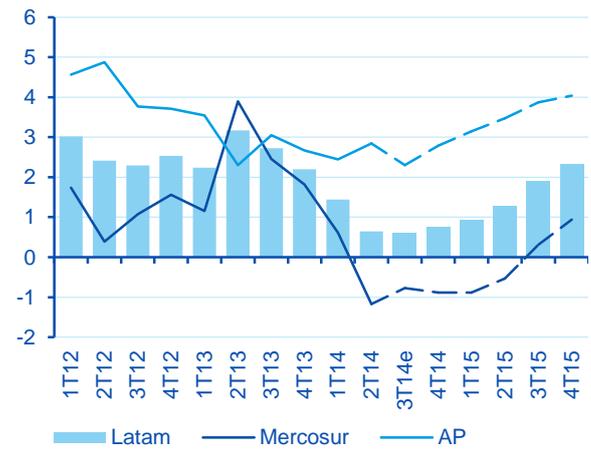
En 2015 continuará destacando la diferencia de crecimiento entre países de la Alianza del Pacífico (3,6%, en torno a su potencial) y Mercosur (-0,1%), luego de 2015 la brecha disminuirá pero se mantendrá una diferencia sustancial. Por países destacarán en crecimiento en 2015 (en ese orden) Perú (4,8%), Paraguay (4,2%), Colombia (3,6%) y México (3,5%). El repunte del crecimiento respecto a 2014 será particularmente importante en Perú (más de 2pp), México (1,4pp) y Chile (1,3 pp), mientras que el ajuste implicará -1,3pp menos en Colombia en comparación con 2014, a pesar de lo cual será uno de los países con mayor crecimiento en la región.

Gráfico 4.7
PIB por país, 2014 2015 y 2016, Var% a/a



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 4.8
PIB Latam y bloques, Var% a/a



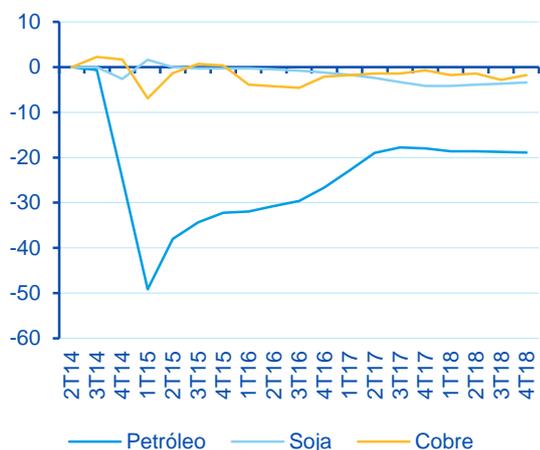
Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

5 Déficit exteriores elevados en Latam empeoran con la caída de precios de las materias primas

Con mucha heterogeneidad, la caída de precios de materias primas implica un efecto neto negativo en la región

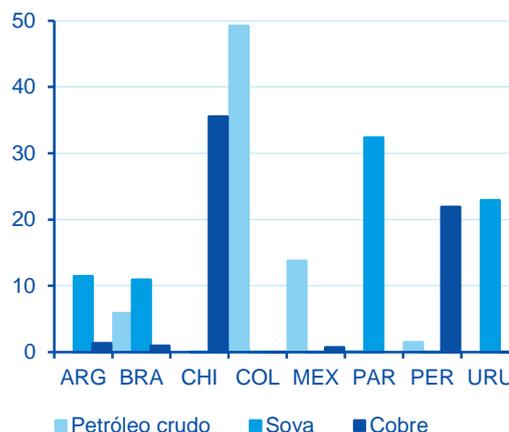
Por una parte la muy fuerte caída en el precio del petróleo respecto al estimado en octubre (Gráfico 5.1) afecta negativamente a los saldos comerciales de países con elevadas exportaciones petroleras como Colombia, Brasil y México (Gráfico 5.2), mientras que beneficia a los importadores netos: Argentina, Chile y Perú. Por su parte la caída en el precio de otras materias primas como soja, cobre y hierro afectan negativamente a Brasil, Chile, Perú, Paraguay y Argentina.

Gráfico 5.1
Precio de materias primas: % de variación respecto a la senda estimada en octubre 2014



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 5.2
Exportaciones de materias primas como % del total

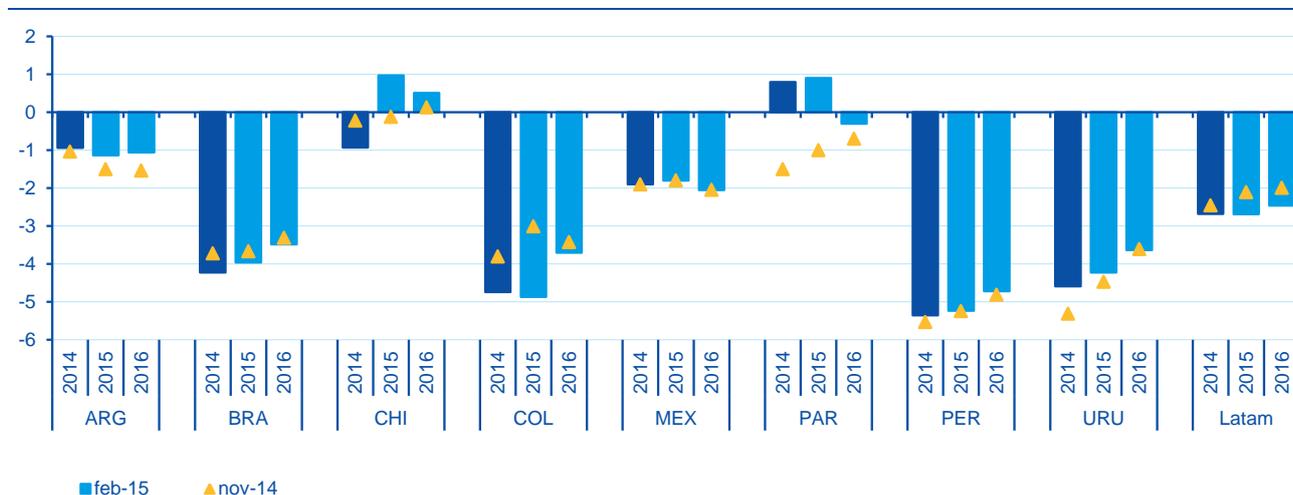


Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Con todo, el efecto neto sobre el saldo exterior es levemente negativo para la región (Gráfica 5.3) con revisiones hacia menor déficit en Argentina, Uruguay y particularmente Chile y Paraguay. En estos países el menor precio del petróleo compensará más allá el efecto negativo proveniente de un menor precio del cobre y soja. Por otra parte, el mayor crecimiento mundial esperado y la depreciación del tipo de cambio hará que las exportaciones continúen contribuyendo positivamente al crecimiento. Por su parte, en Colombia las mayores exportaciones de bienes no tradicionales no alcanzan a compensar la caída del precio de petróleo, y la brecha exterior se hará mayor en 2015. Destaca el caso de México donde la caída en exportaciones petroleras se compensará con exportaciones manufactureras, beneficiándose del mayor crecimiento en EE.UU. En Perú, mantenemos la estimación de cuenta corriente ya que el impacto de los menores precios de petróleo será compensado por los menores precios de cobre y oro.

Los déficits exteriores empezarán a mejorar en 2015, a pesar de los menores términos de intercambio y el crecimiento más moderado en China. Cabe destacar que en algunos casos como Perú y Uruguay aunque con tendencia a la moderación, el nivel de la cuenta corriente continuará siendo un factor de vulnerabilidad en los siguientes años, aunque se mantiene acotada.

Gráfico 5.3
Cuenta Corriente como % del PIB



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

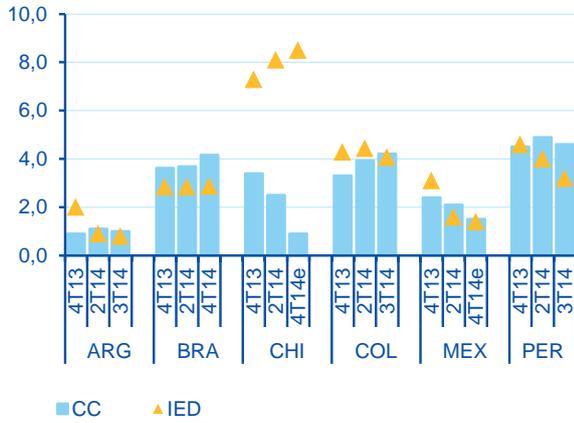
La vulnerabilidad exterior de la región se mantiene acotada aunque en ligero aumento por la menor IED

Si bien la vulnerabilidad de la región se mantiene acotada, destaca que para la mayoría de países de la región (Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú) los déficits externos recientes no han sido financiados enteramente con Inversión Extranjera Directa (Gráfico 5.4). Dadas las condiciones externas actuales es previsible que este siga siendo el caso en 2015, donde el faltante será financiado con capital de portafolio y endeudamiento, o apelando al uso de las reservas internacionales acumuladas en los últimos años. Cabe recordar que los déficits por cuenta corriente de los últimos años han sido resultado de financiamiento de proyectos de inversión productiva, como son el caso de Colombia, Perú y Uruguay con proyectos de infraestructura en el primer caso y mineros en los otros, proyectos que mejorarán la capacidad productiva de estos países y serán clave en la mejora estimada en los déficits exteriores a partir de 2016.

Sin embargo, cabe señalar por una parte que los bajos precios en el sector primario-exportador no auguran una mejor dinámica en inversión directa extranjera para los siguientes años. Por otra, que como se comentó en el Recuadro 2 “Subida de tipos en la Fed y flujos de capitales a Latam”, la región habrá de verse afectada por menores flujos de cartera en los siguientes trimestres. Así, el riesgo de menores entradas se mantiene como una fuente de vulnerabilidad.

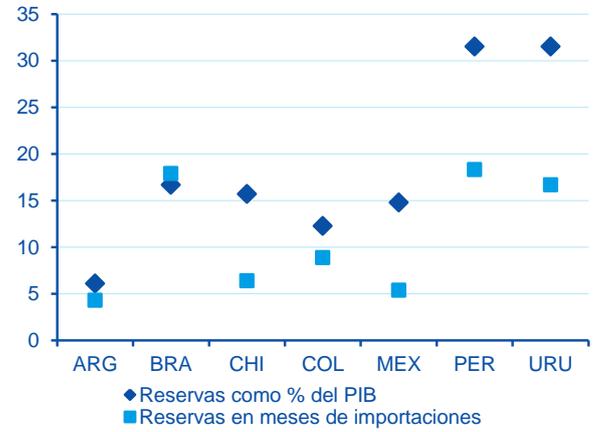
En conjunto, los países de la región se encuentran bien preparados para enfrentar eventuales salidas de reservas internacionales, con lo que la desacumulación esperada no sería comprometedor para la economía; estos niveles se encuentran en niveles aceptables bajo varias métricas (Gráfico 5.5): representan en torno a 15% del PIB y en todos los casos equivalen a arriba de 4 meses de importaciones. Cabe decir también que las reservas internacionales se complementan en algunos casos con líneas de crédito flexibles con el FMI (Colombia y México) y fondos soberanos (Chile y Perú).

Gráfico 5.4
Latam: IED y Cuenta Corriente



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 5.5
Reservas Internacionales en Latam: indicadores de adecuación



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

6 Demanda interna menos boyante y ajuste en precios de materias primas presionan a los saldos fiscales en algunos países

Empeoran las perspectivas sobre los saldos fiscales en la región a partir de 2016 en línea con menores precios esperados para las principales materias primas

La previsión en precios de materias primas afectará también a la previsión de saldos fiscales en la región, sin embargo, el compromiso de los gobiernos para apoyar el crecimiento económico se mantiene, lo que implicará saldos fiscales más presionados en el mediano plazo (Gráfico 6.1).

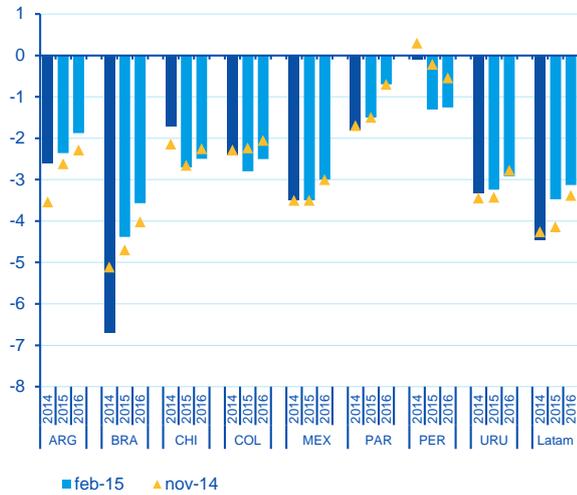
Para el año que acaba de terminar observamos un fuerte deterioro fiscal primario en 2014 en Argentina y Brasil. En el primer caso destaca, sin embargo, que la caída en el precio del petróleo tendrá un efecto positivo ya que implica la necesidad de menores recursos para subsidiar la importación de gas y combustibles. Por otro lado, en Brasil ha sido anunciado un programa de ajuste fiscal que implicará una recuperación gradual del resultado primario a costa de efectos negativos sobre actividad.

Hacia 2015 habrá menos ingresos provenientes del sector exportador de materias primas lo que afectará a Chile Colombia y México, con efectos en 2016 en estos dos últimos casos. Este año habrá menores ingresos tributarios provenientes de la demanda interna que crecerá menos rápido que lo anticipado hace un trimestre. En el caso de Perú se prevén menores ingresos tributarios relacionado con las medidas de apoyo a la economía anunciadas a finales de 2014 (menores tasas impositivas, depreciación acelerada, etc.). En Chile, aumentó la recaudación en el 4T14, en línea con lo proyectado por el gobierno; estimamos una recaudación para 2015 de aproximadamente 1%, no exenta de riesgos, toda vez que gran parte de los mayores ingresos provendrán de menor evasión y el cierre de *loopholes*. En el caso de Colombia, los menores ingresos por materias primas se compensarán por mayores entradas por la reforma tributaria de finales de 2014. En México, los efectos fiscales de los menores precios del petróleo serán mitigados por la estrategia de coberturas del gobierno.

Con todo, los programas de inversión pública (y de asociación pública–privada) serán uno de los pilares del crecimiento, especialmente en los países andinos. Perú anunció un importante programa de impulso fiscal a finales de 2014, Chile aceleró el ritmo de ejecución presupuestaria a finales del año pasado, y en Colombia seguirá el compromiso con el mantenimiento de un gasto público elevado, apoyando entre otros, programas de infraestructura. Este compromiso, de la mano con precios de materias primas permanentemente menores a lo estimado hace un trimestre, implicarán presiones importantes para las finanzas públicas en la región a partir de 2016 (presiones parcialmente compensadas por mejora en la actividad global). Es probable que sean necesarias medidas adicionales como recortes del gasto público (México), reformas tributarias adicionales (Colombia), posible relajamiento de reglas fiscales estructurales (Perú). Cabe recordar que los niveles de endeudamiento público se mantienen en niveles que no afectan la sostenibilidad de las finanzas públicas en los siguientes años, y cuentan con espacio para implementar políticas contracíclicas de ser necesario (Gráfico 6.2).

Gráfico 6.1

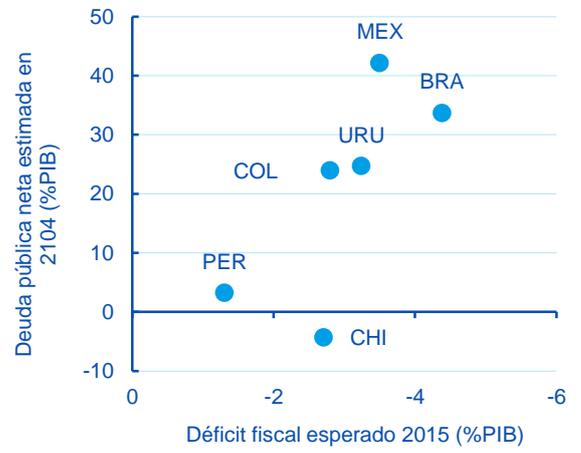
Saldos Fiscales (% del PIB)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 6.2

Déficit fiscal esperado en 2015 y deuda pública neta estimada en 2014 (% del PIB)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

7 Bancos centrales, con un sesgo más laxo, podrían desacoplarse de la Fed en 2015, salvo en México

La presión sobre la inflación disminuye, en general, por la debilidad cíclica y la caída de los precios del petróleo, pero aumenta en Brasil a pesar de la debilidad de su demanda

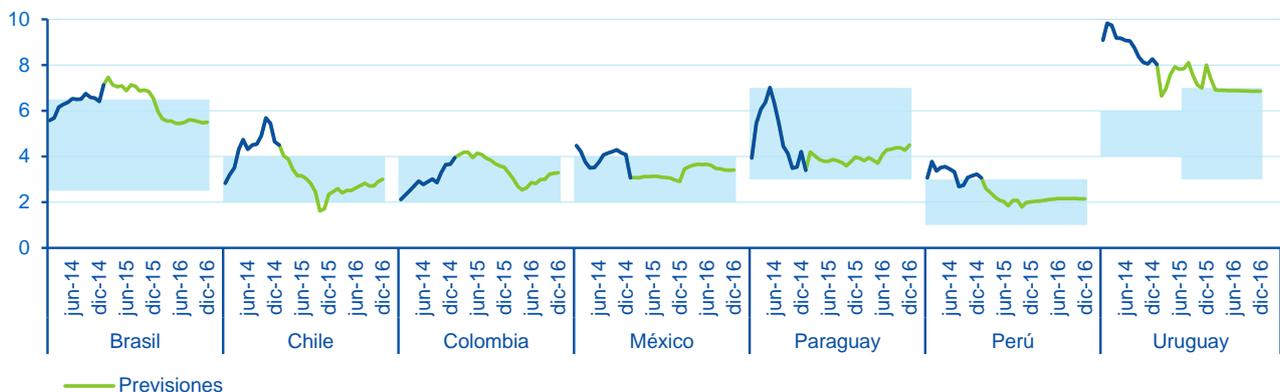
Mientras que el fuerte ajuste a la baja del precio de las materias primas ha afectado negativamente al ritmo crecimiento económico, por otro lado, ha ayudado a quitar presión sobre la inflación. Como se destaca en el Recuadro 1, la caída del precio del petróleo tiene un impacto a la baja sobre los precios internos. Además, este impacto se verá reforzado por la moderación del precio de otras materias primas importantes para los países de la región, en especial de los productos agropecuarios.

Otro factor que ha estado favoreciendo a la inflación en los países de la región es la desaceleración de la actividad económica. Las presiones de demanda son ahora menos fuertes que antes, pese a que en algunos casos el mercado laboral mantiene su dinamismo.

Estos dos factores, el menor precio de las materias primas y moderación del crecimiento, han posibilitado una moderación de las perspectivas de inflación en la mayoría de los países de América Latina, en comparación con nuestras previsiones de hace tres meses. Con todo, los datos de inflación más recientes ponen en evidencia la existencia de algunas presiones al alza, en general no ligadas a factores de demanda. El mejor ejemplo es la depreciación del tipo de cambio, un hecho observado en prácticamente todas las economías latinoamericanas. Sin embargo, en la mayoría de los países, como por ejemplo México y Chile, estas presiones depreciatorias no impidieron una moderación de la inflación en los últimos meses (gráfico 7.1).

Las principales excepciones a esta tendencia bajista en los últimos meses son Colombia y Brasil. En ambos casos, la fuerte depreciación del tipo de cambio, más significativa que en los demás países de la región (gráfico 3.4), juega un papel importante en el deterioro reciente. En todo caso, en Brasil el principal responsable por el repunte de la inflación son los ajustes en los precios administrados por el gobierno, en un entorno en que las restricciones fiscales impiden el mantenimiento de precios a niveles artificialmente bajos.

Gráfico 7.1
Latam: inflación (%a/a) y rango objetivo de los bancos centrales



Fuente: BBVA Research

La inflación convergerá gradualmente a los objetivos de los bancos centrales

Tras las tendencias descritas anteriormente, la inflación se encuentra al inicio de 2015 por encima del intervalo objetivo de los respectivos bancos centrales en Chile, Perú, Brasil y Uruguay. En los dos primeros casos, sin embargo, no sólo la diferencia con respecto al límite superior del rango objetivo es más pequeña, sino que dicho techo es mucho más bajo (4% en Chile y 3% en Perú en comparación con 6,5% en Brasil y 7,0% en Uruguay).

En Colombia, México y Paraguay, en contraste, la inflación se encuentra actualmente dentro de los rangos objetivos. En los tres países los datos más recientes muestran una inflación de alrededor de 3,5%.

Esperamos que en general la inflación converja a los objetivos establecidos por las respectivas autoridades monetarias en el medio plazo (gráfico 7.1). En México esta convergencia estará facilitada por la reducción de los costes de telefonía tras los cambios regulatorios recientes. En Colombia esto debe ocurrir a pesar de que en el corto plazo la inflación se ubicará por encima de 4%, el techo de su rango objetivo. En Brasil y Uruguay, pese a la mayor tolerancia con respecto a la inflación posibilitada por sus más amplios rangos objetivos, esta convergencia será gradual y limitada: en estos dos países los objetivos centrales (4,5% en Brasil y 5% Uruguay) no se cumplirán y la inflación se mantendrá en la parte superior o por encima del rango objetivo.

Nuestras previsiones actuales (ver gráfico 7.1 y tablas de previsiones en la sección 8) son en general ligeramente más bajas que las de hace tres meses, reflejando el entorno más favorable para la inflación. Sólo en dos países, Brasil y Colombia, no hemos mantenido prácticamente estables o recortado nuestras previsiones de inflación. En línea con lo comentado previamente, los ajustes al alza en Brasil y Colombia, concentrados en 2015 (desde 5,8% al 6,5% para el cierre de año en el primero; desde el 3,3% al 3,5% para el mismo período en el segundo), están relacionados a la fuerte depreciación cambiaria y además, en el caso brasileño, por la muy fuerte presión oriunda de los precios administrados.

Así, de una manera general, la inflación permanecerá bajo control y las expectativas de inflación bien ancladas en los países de Alianza del Pacífico y en Paraguay. En Brasil y en Uruguay, pese a la perspectiva de moderación, la inflación seguirá elevada y lograr un mayor anclaje de las expectativas seguirá siendo un desafío para las autoridades económicas.

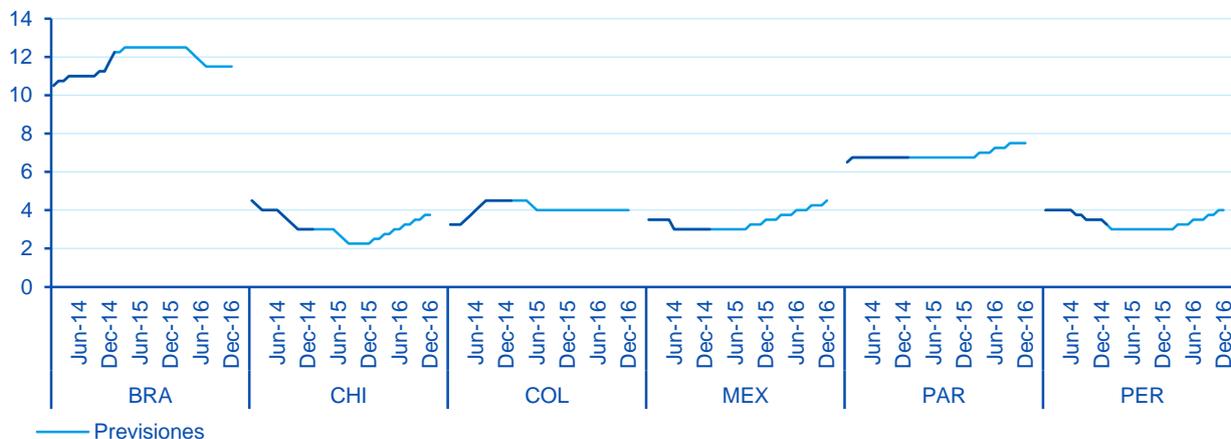
Los bancos centrales de la región revelan un sesgo más laxo pese a la inminente subida de tipos de la Fed

Los tipos de interés se encuentran actualmente por debajo de los valores de hace un año y también de hace seis meses en la mayoría de los países (gráfico 7.2). Las principales excepciones son Colombia y Brasil, además de por las trayectorias alcistas de la inflación en ambos casos, por la mayor resistencia de la actividad económica al entorno actual en el primero y la necesidad de recuperar la credibilidad de la política monetaria en el segundo.

La ralentización de la actividad económica y el entorno más favorable para la inflación quitan presión sobre los bancos centrales de la región. Así, la política monetaria tiene ahora un sesgo más laxo.

El tono más expansivo de los bancos centrales de la región debe implicar bajadas de tipos de interés adicionales a lo largo de 2015 en Perú y Chile. En concreto, esperamos que los tipos de referencia en Perú sean recortados en 25 puntos básicos hasta el 3,0% en el corto plazo mientras prevemos que después de tres recortes de 25 puntos básicos a lo largo del año los tipos de interés alcancen el 2,25% en Chile.

Gráfico 7.2
Latam: Tasa de Política Monetaria, %



Fuente: BBVA Research

Colombia debe unirse pronto – en concreto, durante el segundo trimestre- al grupo de países en el que la política monetaria se hará más expansiva a lo largo de este año en respuesta a las preocupaciones con la moderación de la actividad. Esperamos dos recortes de 25bp y unos tipos de interés a 4,0% por un largo período a partir de entonces.

Así, nuestras previsiones actuales son de tipos de interés a 2,25% en Chile, 3,0% en Perú y 4,0% en Colombia en el cierre de 2015, respectivamente, 25bp, 75bp y 100bp por debajo de lo que preveíamos hace tres meses. Los tres países andinos resistirían, por tanto, al menos en 2015, a la posible ola alcista generada por la subida de los tipos de tipos en EE.UU. en el tercer trimestre del año.

Asimismo, en Paraguay prevemos que los tipos sigan estables en 6,75% a lo largo del año. De la misma manera que las economías andinas, este país tampoco embarcaría en una política de endurecimiento monetario inmediatamente después del aumento de los tipos en EE.UU.

En Brasil, la situación es distinta. El tono es ahora más restrictivo que hace tres meses. Los tipos de referencia deben llegar al menos al 12,50% - 25bp por encima de nuestra previsión anterior. Sin embargo, no habría ajuste de la política monetaria inmediatamente después del inicio de proceso de normalización monetaria en EE.UU.

México será la excepción entre los países que operan regímenes de objetivo de inflación en la región. En este país no anticipamos un desacoplamiento de la política monetaria con EE.UU. Mantenemos nuestra visión de que un ajuste gradual adoptado después del ajuste en EE.UU. lleve la tasa de referencia en México a 3,50%.

El desacoplamiento a corto plazo de la política monetaria con respecto a la política monetaria en EE.UU., esperado en la mayoría de los países de la región, sería posible no sólo gracias a la desaceleración económica, menores presiones de los precios internos y el respaldo de la política monetaria en Europa, sino que también por una aparente menor aversión a que el ajuste se haga a través de los tipos de cambio. Contribuyen a esta menor aversión la percepción de que el impacto una depreciación sobre los precios sería moderado, en especial en un entorno de crecimiento inferior al potencial, y la visión de que un debilitamiento de las divisas no generaría pérdidas excesivamente significativas para el sector corporativo (véase el Recuadro 3) para más detalles sobre este tema).

En todo caso, a la medida que el crecimiento vuelva a recuperar su dinamismo, el proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. prosiga y se empiece a discutir la reducción de los estímulos monetarios en Europa, los tipos de interés se verían más fuertemente presionados al alza. En este probable entorno para 2016, prevemos subidas de tipos de interés adicionales en México (hasta 4,50%) y el inicio de nuevos ciclos de endurecimiento monetario en Chile (hasta 3,75%) y Perú (hasta 4,0%), aunque menos intensos de lo anteriormente previsto. En contraste, la moderación de la inflación y la mayor credibilidad de la política económica deben posibilitar un recorte de los tipos hacia niveles más próximos al de equilibrio en Brasil en 2016.

Los tipos de cambio se mantendrán en niveles más depreciados hacia adelante

Como se ha observado en la sección 3, los tipos de cambio han acumulado depreciaciones significativas en los últimos meses. En prácticamente todos los países de la región, las divisas se encuentran actualmente cerca de los niveles más bajos desde la crisis de Lehman Brothers en 2008-2009.

En el entorno actual, muchos factores favorecen la pérdida de valor de las divisas de la región. Entre ellos, la normalización de la política monetaria en EE.UU. y la apreciación del dólar en los mercados globales, la política monetaria expansiva, la caída del precio de las materias primas y el aumento de los déficits en cuenta corriente.

La importancia de cada uno de estos factores cambia de acuerdo con el país, generando perfiles de depreciación –tanto observados, como esperados- distintos.

En parte de la región, la mejora de los indicadores de actividad económica debe contribuir a que parte de la depreciación acumulada en los últimos meses se revierta a lo largo de 2015 y en 2016 (gráfico 7.3 y tablas de previsiones de la sección 8). Este es el caso de Colombia, México y Chile. En este último, la fuerte corrección de la cuenta corriente, que ya este año debería mostrar un superávit, así como las eventuales liquidaciones de dólares del fisco para soportar el gasto público comprometido apoyan la previsión de apreciación del peso hacia adelante.

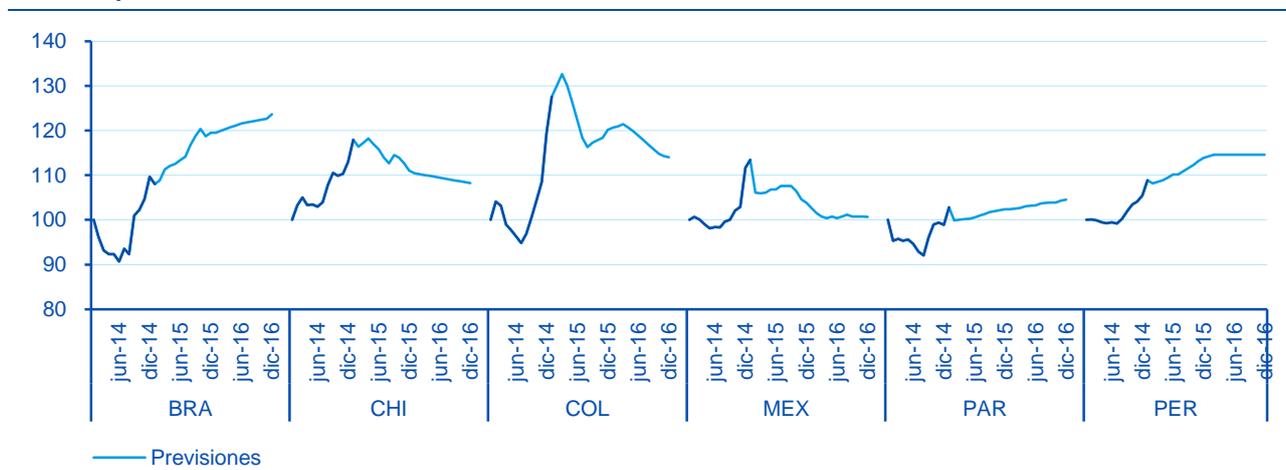
En otra parte de la región, en concreto en Perú, Brasil y Uruguay, las divisas deben seguir depreciándose. En Perú la aparente menor aversión a que el nuevo sol peruano siga depreciándose debe favorecer la gradual pérdida de valor de la moneda este año y también en el próximo. En los dos otros países, la depreciación de cambio se hace más probable por la mayor inflación interna, además de por la necesidad de recuperar la competitividad perdida.

En Paraguay el tipo de cambio se moverá de manera distinta a los dos perfiles básicos descritos arriba. En el corto plazo esperamos una apreciación del guaraní, que corregiría parte de la reciente depreciación. Sin embargo, la divisa debería luego retomar una senda de depreciación gradual.

Pese a las distintas trayectorias previstas a partir de ahora, los tipos de cambio se mantendrán en 2015 y 2016 en niveles más apreciados que en el pasado en todos los países analizados, en línea con el nuevo entorno económico local y global. En comparación con 2014, el tipo de cambio estará, en promedio, entre un 15% y un 20% más depreciado en Brasil, Colombia y Perú y más o menos entre un 5% y un 10% en los demás países.

Asimismo, a pesar del coste en términos de inflación y del impacto sobre los agentes con deuda en moneda extranjera, la depreciación del cambio debe apoyar, a través de un aumento de la competitividad externa, el proceso de recuperación de la actividad económica en América Latina.

Gráfico 7.3
Latam: Tipo de cambio, índice enero 2012 = 100



Fuente: BBVA Research

Recuadro 3. Riesgo limitado de los descalces cambiarios en el sector corporativo en América Latina

En un escenario de tipos de cambio apreciados y abundante liquidez en el mercado internacional después de la crisis financiera de 2008, los países emergentes, incluyendo los latinoamericanos, intensificaron las captaciones de recursos en el mercado externo, especialmente por parte del sector corporativo no financiero⁶.

El riesgo y, en consecuencia, la preocupación con respecto a un posible descalce cambiario del sector corporativo es mayor en momentos como el actual⁷, en el que el debilitamiento del precio de las materias primas y las perspectivas de normalización de la política monetaria en Estados Unidos aumentan las presiones sobre los tipos de cambio de los países de América Latina. A esto se une que existe mucho menos información disponible sobre la situación patrimonial y la exposición en moneda extranjera para el sector privado no corporativo que, por ejemplo, para el estado o para el sistema financiero.

En todo caso, es preciso remarcar que hay cuatro factores que deben atenuar el impacto de una depreciación cambiaria: (i) la depreciación actual, de modo distinto de la observada en 2008, ha sido patente desde hace algún tiempo, permitiendo que las empresas se preparasen para ella; (ii) los países han podido aprender de lo ocurrido de 2008 y en algunos casos —en particular en México y Brasil donde el sector corporativo sintió con más fuerza el impacto de la crisis de Lehman Brothers por su exposición en moneda extranjera— se han hecho cambios regulatorios para reducir el riesgo de un descalce cambiario importante; (iii) las economías de la región cuentan con significativa liquidez en moneda extranjera a consecuencia de la acumulación de reservas en los últimos años, que

podría ser direccionada para el sector privado en caso de necesidad (así como se hizo en algunos casos en el 2008-09 e incluso como ya se está haciendo actualmente en algunos países); y (iv) algunas de las empresas que han emitido obligaciones en moneda extranjera pueden tener una cobertura natural si sus ingresos están relacionados con el tipo de cambio, por ejemplo por ser exportadores o suministradores directos del sector exportador.

¿Cuál es el grado de exposición del sector corporativo no financiero en América Latina a la variación del tipo de cambio? El presente recuadro recoge el resultado de estudios realizados por los bancos centrales de la región que han analizado el grado de descalce monetario de las empresas no financieras, permitiéndonos disponer de una visión general sobre la situación en la región.

Argentina

Tras el traumático derrumbe del régimen de convertibilidad a fines de 2001 e inicio de 2002 y el consecuente aprendizaje sobre el riesgo de un descalce monetario, la deuda externa del sector privado argentino se fue reduciendo paulatinamente hasta el 12,4% del PIB en el segundo trimestre de 2014, desde el 31% del PIB al cierre de 2001. Este valor no sólo es bajo, sino que además: (i) El 50,3% de esa deuda es de empresas pertenecientes a diversos sectores transables (industria, minería y agricultura, entre otros), que tienen buena parte de sus ingresos en divisas, lo que les otorga una cobertura natural; (ii) El 43% de esa deuda externa del sector privado es con empresas del mismo grupo, que muy probablemente se refinanciarían sin mayores problemas en el caso de un episodio de

6: Para más detalles sobre este proceso de aumento de las captaciones externas, véase, por ejemplo, el [Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2014](#). BID. "La recuperación global y normalización monetaria".

7: Véase, por ejemplo: [Global Financial Stability Report](#), 2014. Fondo Monetario Internacional

8: Véase, por ejemplo: Bank for International Settlements, "Chapter IV - Debt and the financial cycle: domestic and global", 84th BIS Annual Report, 2013/2014.

depreciación cambiaria. Así, sólo una pequeña parte de la de deuda externa privada en divisas está sujeta a un riesgo de descalce de monedas relevante. En cuanto a la deuda en dólares dentro del sistema financiero local, ésta también se redujo desde 13,9% al cierre de 2002 hasta 0,7% del PIB en el segundo trimestre de 2014, con la salvedad adicional de que esos créditos en divisas son otorgados a firmas exportadoras (en un cambio de regulación del BCRA tras la crisis de la convertibilidad), con lo cual el riesgo de descalce de monedas es más bajo.

Brasil

Según un estudio divulgado recientemente por el BCB⁹, utilizando datos de acceso al crédito bancario, deuda externa, títulos de crédito y derivados cambiarios, la deuda corporativa total correspondía a 49,2% del PIB en 2014. De este monto, 17,1% del PIB estaba denominada en moneda extranjera, del cual un 6,1% del PIB corresponde a empresas exportadoras (que tienen una protección cambiaria natural, como mencionamos anteriormente), un 3,0% tiene protección cambiaria en los mercados locales, un 5,1% tiene su matriz o parte de sus activos en el exterior y sólo un 2,9% del PIB no tiene ningún tipo de protección cambiaria conocida. El estudio, por tanto, respalda la visión de que el problema de descalce cambiario está limitado en el país. A pesar de que las captaciones hechas por subsidiarias de empresas brasileñas en el exterior no están incluidas en los datos del BCB, la autoridad monetaria argumenta que no se trata de volúmenes significativos. Finalmente, tanto los requerimientos de mayor información sobre la tenencia de derivados cambiarios establecidos después de los problemas ocurridos con la depreciación del tipo de cambio en el 2008, como el programa de venta de swaps cambiarios por parte del Banco Central, iniciado en 2013, entre otras medidas, son factores que atenúan el impacto potencial de la depreciación del tipo de cambio.

Chile

En Chile, un estudio del banco central¹⁰ pone de manifiesto la solidez de las empresas chilenas ante una posible depreciación. Según los datos proporcionados, el descalce cambiario –medido como los pasivos en dólares menos los activos en dólares, menos posición neta en derivados, como porcentaje de los activos totales (promedio ponderado por activos) ha disminuido de un 1,8 a un 0,8 desde 2009 hasta 2013. Asimismo, la proporción de activos de las empresas con un porcentaje de descalce superior al 10%, medida como porcentaje de los activos totales, se ha reducido en un 60% en el periodo 2008-2013. Si bien las empresas han ido aumentando las emisiones de bonos externos en detrimento de los bonos locales desde mediados de 2013, éstos han ido acompañados generalmente por coberturas cambiarias. Así pues, para el caso de Chile el riesgo de descalce cambiario resulta limitado.

Colombia

En el caso de Colombia, un estudio publicado recientemente por el Banco de la República¹¹ apunta que el descalce cambiario ha ido en aumento para el periodo 2005-2012. El 28% de las obligaciones extranjeras, en promedio en dicho periodo, tenía coberturas cambiarias, aunque este valor puede estar subestimado ya que no se dispone de información de coberturas realizadas por las empresas colombianas con contrapartes del extranjero. Por otra parte, el 84% de la deuda en moneda extranjera se encuentra en empresas con capital extranjero, por lo que podrían verse menos afectadas por las variaciones en el tipo de cambio. Asimismo, cabe destacar que la información usada en este estudio no presenta el universo de empresas con obligaciones en moneda extranjera y, principalmente, los datos proporcionados corresponden al promedio del periodo 2005-2012 y no necesariamente representan la realidad actual.

9: Recuadro "Evolución del endeudamiento de las empresas no-financieras después de la crisis internacional de 2008", del Informe de Estabilidad Financiera del BCB, de septiembre de 2014.

10: Recuadro III.1 "Descalce cambiario del sector corporativo no financiero" del Informe de Estabilidad Financiera del BCC, Segundo Semestre 2014

11: Angel, S., Niño J., Montes "Descalces cambiarios de las firmas no financieras en Colombia". Borradores de Economía 805-2014

México

El Banco de México cuenta con un estudio¹² realizado con información de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que publican trimestralmente sus estados financieros. Estas empresas han emitido cerca del 88% del monto total de bonos colocados en el extranjero. Representa, por tanto, una parte muy significativa del universo relevante en este caso. El estudio concluye que, a nivel agregado, las pérdidas serían limitadas ante una depreciación cambiaria del 30%, pues equivaldrían a poco más del 15% del capital contable o sólo cerca del 5% teniendo en cuenta las coberturas que poseen las empresas. El impacto relativamente reducido de dicha depreciación tiene que ver con la significativa disminución de la exposición con opciones de tipo de cambio desde 2008. Además, las emisiones se han colocado a largo plazo y a tasa fija, por lo que las empresas no parecen haber incurrido en grandes riesgos de refinanciamiento y de tasa de interés. Resaltan, asimismo, los cambios regulatorios adoptados en los últimos años respecto al mercado de derivados, tanto a nivel nacional como internacional, que han ayudado a limitar los riesgos.

Perú

En el caso peruano, un estudio¹³ del BCRP para las empresas no financieras analiza un grupo de 84 empresas (cotizadas en la bolsa de valores de Lima) entre marzo de 2011 y diciembre de 2013. Para medir el riesgo de descalce utilizan como *proxy* las ganancias o pérdidas generadas por las fluctuaciones del tipo de cambio. Los resultados muestran que estas empresas han presentado pérdidas significativas y crecientes en 2013, por un mayor endeudamiento en dólares, que trajo consigo elevadas pérdidas cambiarias. Finalmente, con respecto a los avances en el entorno regulatorio, a fines de 2012, la superintendencia de banca y seguros (SBS)

estableció mayores requisitos de capital por exposición a riesgo crediticio cambiario y *loan-to-values* referenciales más exigentes (más bajos) para créditos hipotecarios en dólares. Además, en 2013 el BCRP estableció un encaje adicional para las entidades financieras que excedan un límite fijado para la expansión de los créditos vehiculares e hipotecarios en dólares. Cabe agregar que a inicios de 2015, el BCRP endureció la medida anterior al establecer un requisito de encaje adicional que se aplicará a aquellas entidades financieras que no cumplan con reducir el saldo de sus créditos en dólares (excluyendo los de comercio exterior) en un 5% a junio y en un 10% hacia diciembre de este año.

Conclusión

La información sobre el grado de exposición al tipo de cambio del sector corporativo no financiero es muy escasa en América Latina, así como en el resto de economías emergentes. Sin embargo, en base a estudios limitados por parte de los bancos centrales de la región se desprendería que los respectivos sectores corporativos están en la mayoría de los casos preparados para afrontar los costes de una fuerte depreciación del cambio ya que el aumento de los pasivos externos en los últimos años estuvo, en general, acompañado por un aumento de los activos externos y de coberturas cambiarias.

Sin embargo, hemos de tener en cuenta que la escasez de información, especialmente en algunos países, como Perú y Colombia, impide una conclusión más categórica y más generalizable. En este sentido, consideramos que los bancos centrales y organismos supervisores deberían continuar los esfuerzos para recabar y divulgar datos que posibiliten ampliar el análisis, lo que permitiría reducir la incertidumbre sobre los riesgos asociados a una depreciación de las divisas en la región.

12: Reporte sobre el Sistema Financiero. Banco de México. Octubre 2014. Pp: 52-56

13: Recuadro 2 "Riesgo cambiario en empresas no financieras", Reporte de Estabilidad Financiera elaborado por el BCRP. Mayo 2014

8 Tablas

Tabla 1
PIB (% a/a)

	2012	2013	2014*	2015*	2016*
Argentina	0,8	2,9	0,1	1,0	2,0
Brasil	1,0	2,5	0,1	0,6	1,8
Chile	5,4	4,1	1,8	3,1	3,9
Colombia	4,0	4,7	4,9	3,6	4,0
México	3,8	1,7	2,1	3,5	3,4
Paraguay	-1,2	14,4	3,8	4,2	4,2
Peru	6,0	5,8	2,4	4,8	5,6
Uruguay	3,7	4,4	3,4	2,9	3,0
Mercosur	1,2	2,4	-0,6	-0,1	1,3
Alianza del Pacífico	4,2	2,9	2,6	3,6	3,8
América Latina	2,5	2,6	0,8	1,5	2,4

*Previsiones
Fuente: BBVA ResearchTabla 2
Inflación (% a/a, promedio)

	2012	2013	2014*	2015*	2016*
Argentina	10,0	10,6	20,9	20,6	24,1
Brasil	5,4	6,2	6,3	6,8	5,6
Chile	3,0	1,8	4,4	3,0	2,7
Colombia	3,2	2,0	2,9	3,9	3,0
México	4,1	3,8	4,0	3,1	3,5
Paraguay	3,7	2,7	5,0	3,9	4,1
Peru	3,7	2,8	3,2	2,2	2,1
Uruguay	8,1	8,6	8,9	7,5	6,9

*Previsiones
Fuente: BBVA Research

Tabla 3
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)

	2012	2013	2014*	2015*	2016*
Argentina	4,55	5,48	8,12	10,22	14,59
Brasil	1,96	2,18	2,36	2,78	2,95
Chile	486	495	570	617	587
Colombia	1798	1869	2001	2414	2313
México	13,2	12,8	13,3	14,1	13,3
Paraguay	4417	4312	4514	4731	4848
Peru	2,64	2,70	2,84	3,10	3,22
Uruguay	20,2	20,4	23,2	25,8	28,1

*Previsiones
 Fuente: BBVA Research

Tabla 4
Tipo de interés (% , promedio)

	2012	2013	2014*	2015*	2016*
Argentina	13,85	16,92	22,55	19,76	20,77
Brasil	8,46	8,44	11,02	12,46	11,88
Chile	5,02	4,90	3,69	2,63	3,13
Colombia	4,94	3,35	3,98	4,19	4,00
México	4,50	3,94	3,21	3,10	3,96
Paraguay	6,00	5,54	6,73	6,75	7,19
Peru	4,25	4,21	3,79	3,02	3,48
Uruguay	18,59	17,70	21,36	18,71	18,17

*Previsiones
 Fuente: BBVA Research

Tabla 5
Cuenta corriente (% PIB, a final de periodo)

	2012	2013	2014*	2015*	2016*
Argentina	-0,2	-0,8	-0,9	-1,1	-1,1
Brasil	-2,4	-3,7	-4,2	-4,0	-3,5
Chile	-3,4	-3,4	-0,9	1,0	0,5
Colombia	-3,1	-3,2	-4,7	-4,9	-3,7
México	-1,3	-2,1	-1,9	-1,8	-2,0
Paraguay	-0,9	2,3	0,8	0,9	-0,3
Peru	-3,3	-4,5	-5,4	-5,2	-4,7
Uruguay	-5,3	-5,6	-4,6	-4,2	-3,6
Mercosur	-1,4	-2,3	-2,7	-2,9	-2,6
Alianza del Pacífico	-2,0	-2,7	-2,6	-2,4	-2,3
América Latina	-1,6	-2,5	-2,7	-2,7	-2,5

*Previsiones
 Fuente: BBVA Research

Tabla 6

Balance fiscal (% PIB, a final de periodo)

	2012	2013	2014*	2015*	2016*
Argentina	-2,5	-2,3	-2,6	-2,3	-1,9
Brasil	-2,5	-3,3	-6,7	-4,4	-3,6
Chile	0,6	-0,6	-1,7	-2,7	-2,5
Colombia	-2,3	-2,4	-2,4	-2,8	-2,5
México	-2,6	-2,3	-3,5	-3,5	-3,0
Paraguay	-1,8	-1,9	-1,8	-1,5	-0,7
Peru	2,3	0,9	-0,1	-1,3	-1,3
Uruguay	-2,8	-2,5	-3,3	-3,2	-2,9
Mercosur	-2,8	-3,0	-5,7	-3,8	-3,5
Alianza del Pacífico	-1,7	-1,8	-2,7	-3,1	-2,7
América Latina	-2,3	-2,5	-4,5	-3,5	-3,1

*Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 7

Previsión de Materias primas

	2012	2013	2014	2015*	2016*
Petróleo (Brent USD/Barril) (prom)	111,6	108,5	99,1	65,0	75,4
Soja (USD/ton) (prom)	537,8	517,5	459,5	374,5	390,5
Cobre (USD/libra) (prom)	3,6	3,3	3,1	2,8	2,7

*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

Análisis Transversal de Economías Emergentes
Gonzalo de Cadenas Santiago
gonzalo.decadenas@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