

3 Continúa la volatilidad de los mercados en Latam, atentos al calendario de subida de tipos de interés en EE.UU.

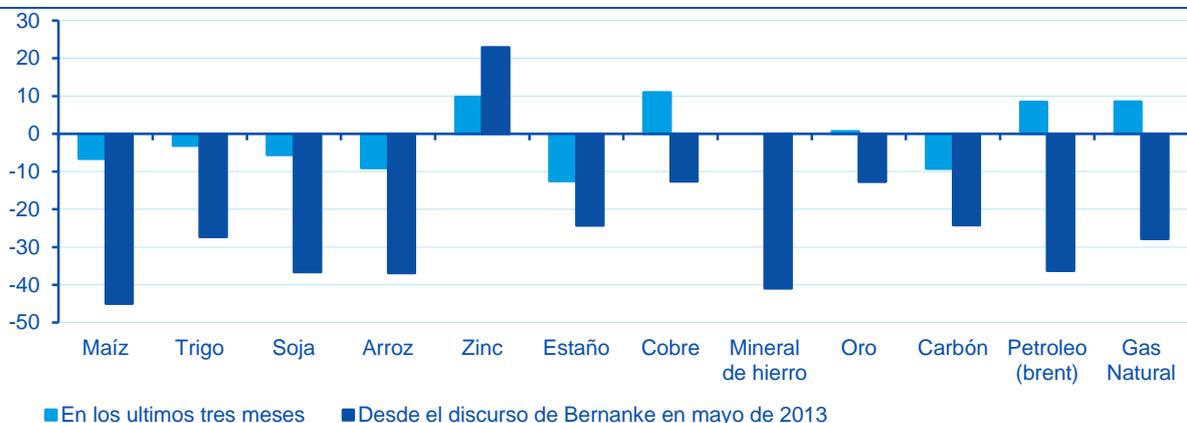
Los precios de las principales materias primas se mantienen moderados, en línea con lo anticipado hace tres meses.

Los precios de las materias primas no presentaron un comportamiento homogéneo en los últimos tres meses. Mientras el precio del petróleo y de algunos metales como el cobre crecieron alrededor de 10%, el precio de las materias primas agrícolas se ajustó a la baja en el período y los del oro y mineral de hierro se mantuvieron prácticamente inalterados (Gráfico 3.1).

La subida del precio de petróleo, ligeramente inferior a la que esperábamos hace tres meses, estuvo relacionada a la reducción de los inventarios del crudo (que sin embargo se mantienen elevados) y a la dinámica de los mercados financieros globales, en particular a la depreciación del dólar y la reducción de la volatilidad observadas desde marzo.

La pérdida de valor del dólar en los mercados globales y la reducción de las turbulencias financieras, que revertieron parcialmente los movimientos en dirección opuesta registrados al inicio del año, apoyaron también la cotización de otra de las materias primas más relevantes para los países de América Latina, el cobre. El repunte en el precio del metal estuvo en línea con lo que anticipábamos hace tres meses.

Gráfico 3.1
Precios de las materias primas (variación %)



Fuente: Bloomberg

A pesar del apoyo que los factores financieros también dieron al precio de las agrícolas, predominaron en este grupo de materias primas los efectos relacionados a sus fundamentales. En particular, la caída adicional del precio de la soja en los últimos meses refleja el impacto sobre la oferta de las buenas cosechas en EE.UU. y en Argentina y Brasil. La corrección a la baja del precio de la soja contrasta con la expectativa que teníamos hace tres meses de que los precios se mantendrían estables.

En todo caso, los precios se mantienen moderados, muy por debajo de los observados hace dos años cuando los mercados empezaron a reflejar el inicio del *tapering* y de la normalización de la política monetaria en EE.UU. tras el discurso del anterior presidente de la Reserva Federal (Fed), Ben Bernanke. Asimismo, la gradual pérdida de dinamismo de la economía China sumada a la falta de un impulso más

fuerte de la demanda de los países desarrollados ha estado apoyando a que los precios de las materias primas se mantengan en niveles más bajos en los últimos años.

Gráfico 3.2

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

Fuente: BBVA Research

Tomando en cuenta la dinámica de los mercados de materias primas en los últimos tres meses y la reducción a la baja de nuestras previsiones de crecimiento global en 2015, hemos ajustado nuestras previsiones para los precios de corto plazo del petróleo, cobre y soja ligeramente a la baja. Entre tanto, seguimos esperando que los precios converjan gradualmente hasta el cierre de 2016 a sus niveles de equilibrio de largo plazo. En otras palabras, prevemos que el precio del petróleo se siga ajustando al alza, acercándose a los 70 dólares por barril de Brent al cierre de 2015 y a los 80 dólares al cierre de 2016 a la medida que la demanda mundial se incremente y la oferta reaccione a los precios relativamente bajos observados en los últimos meses. Con respecto a la soja y al cobre, estimamos que los precios actuales no distan significativamente de los precios de largo plazo (Gráfico 3.2).

El cambio de perspectivas acerca de la fecha de inicio y ritmo de la subida de tipos de interés por parte de la Fed movió los mercados de Latam.

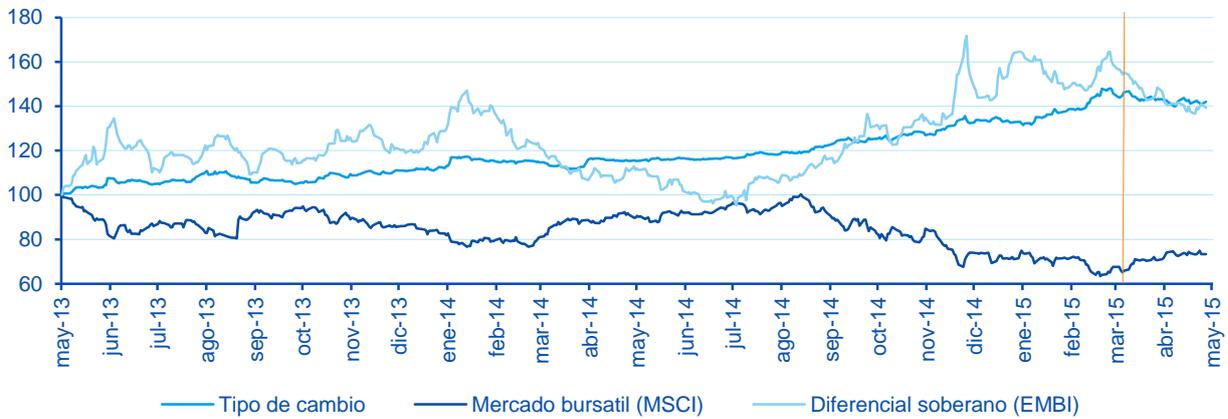
Así como los mercados de materias primas, los precios de los activos financieros latinoamericanos también reaccionaron en los últimos tres meses a las perspectivas de normalización de la política monetaria en EE.UU. En concreto, los mercados de Latinoamérica se deterioraron hasta mediados de marzo y empezaron a recuperarse a partir de entonces en la medida que ganaba más fuerza la percepción de que el ajuste de los tipos de interés por parte de la Fed tardaría más y sería más lento de lo que se esperaba al inicio del año y, en consecuencia, el dólar revertía su tendencia de apreciación.

Así, como ilustra el Gráfico 3.3, el diferencial soberano (el EMBI Latam), el índice bursátil MSCI y el tipo de cambio promedio de la América Latina dejaron de deteriorarse y empezaron a repuntar a partir de la mitad del mes de marzo. Este repunte permitió que el diferencial soberano de la región cayese 31 puntos en los últimos tres meses y que tanto el índice bursátil MSCI como el tipo de cambio promedio de la región borrasen las pérdidas recientes.

Asimismo, la desaceleración de la región y la moderación del precio de las materias primas continuaron pesando sobre el precio de los activos de la región, impidiendo un repunte más marcado desde marzo.

Gráfico 3.3

Latam: Cotizaciones bursátiles, diferenciales y tipos de cambio (índice 23 de mayo de 2013=100)



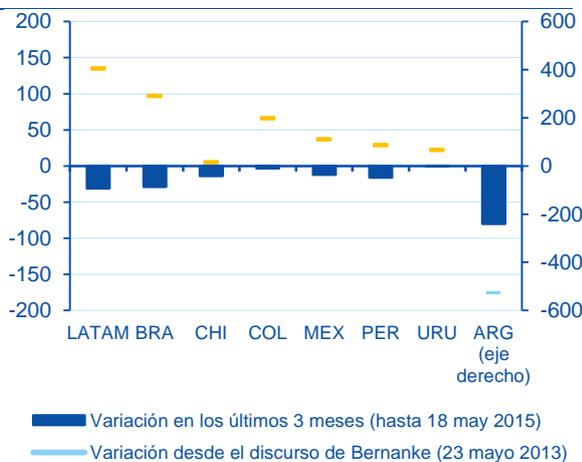
Fuente: BBVA Research

Con pocas excepciones, las tendencias regionales recientes se repitieron de manera relativamente homogénea a los mercados financieros de cada país, sugiriendo que los factores globales pesaron más sobre los mercados locales que los factores idiosincráticos.

El diferencial soberano se corrigió a la baja en los últimos tres meses en todos los países considerados (Gráfico 3.4), con más fuerza en Argentina (-80 p.b.) y en Brasil (-29 p.b.). En el caso argentino, uno de los factores para la reducción del diferencial soberano fue el optimismo con respecto a las perspectivas para el país después de elecciones de octubre. Por su parte, en Brasil hay que tener en cuenta que el deterioro previo había sido mayor que el del resto de la región, al tiempo que la dinámica de la crisis de Petrobras y de las expectativas sobre el ajuste económico en marcha reforzaron los movimientos globales (es decir, deterioro hasta marzo y leve mejora a partir de entonces).

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

Gráfico 3.5

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



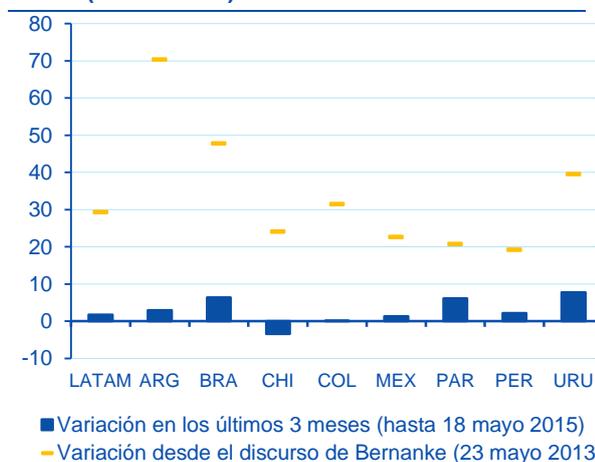
* Datos de Argentina en el eje derecho.
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Aunque sobre los mercados bursátiles hayan pesado más la desaceleración de la actividad y otros factores locales, en general se registraron aumentos en los últimos tres meses, especialmente en Argentina y en Brasil por los motivos referidos anteriormente (Gráfico 3.5).

Con respecto a los mercados cambiarios, a pesar de la reversión de la tendencia depreciatoria a partir de marzo, los tipos de cambio se encontraban a mediados de mayo algo más depreciados que hace tres meses (Gráfico 3.6). El debilitamiento de las divisas fue más fuerte en los países del Mercosur, donde la inflación es más alta (y requiere una depreciación cambiaria más elevada para evitar una pérdida de competitividad) y los mercados de materias primas más relevantes (los productos agrícolas) lastraron más acentuadamente a esos países que a los andinos o a México en los últimos meses (Gráfico 3.1). Además, es posible que haya habido un cierto efecto contagio sobre los demás países del bloque de la depreciación en Brasil (véase el Recuadro 1). Por otro lado, en los países de la Alianza del Pacífico la depreciación fue muy pequeña (2% en Perú y 1% en México) o incluso inexistente (0% en Colombia y -3% en Chile), en parte debido al repunte de aproximadamente 10% del precio del cobre y del petróleo en el período, a lo que se unió las intervenciones en el mercado cambiario en el caso peruano.

Asimismo, con la notable excepción del riesgo soberano argentino y de los mercados bursátiles de México y Argentina, los precios de los activos financieros de la región se mantienen significativamente por debajo de los valores observados hace dos años, cuando todavía no se descontaba una reducción de la liquidez monetaria en EE.UU. y los mercados de materias primas permitían un dinamismo de la actividad económica mucho mayor al actual.

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



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 3.7
Flujos de capital a Latam (flujos de cartera en miles de millones de USD)



Fuente: IFS y BBVA Research

La volatilidad continuará hacia adelante, en la medida que la subida de tipos de interés por parte de la Fed dependerá de la evolución de los datos en EE.UU.

Como el proceso de decisión sobre el momento y la magnitud de la subida de los tipos de interés en EE.UU. dependerá fundamentalmente de los datos de actividad del país es muy probable que sorpresas positivas o negativas en estos indicadores generen nuevos ajustes de expectativas y, por tanto, aumento de la volatilidad en los mercados financieros globales y latinoamericanos hacia adelante.

Los bancos centrales de los países de América Latina pueden contribuir a esa volatilidad (especialmente del tipo de cambio) en la medida que se desacoplen (aunque sea parcialmente) de la subida de tipos por parte de la Fed, al atender a las condiciones locales, marcadas por la debilidad del crecimiento.

Asimismo, pese a que la gradual recuperación del crecimiento de la actividad en los países de la región deba apoyar al precio de los activos de la región, lo más probable es que las condiciones globales no serán tan favorables como antes. En particular, estimamos que los flujos de capitales a la región se reduzcan en los próximos años. Bajo nuestro escenario base, caracterizado por un crecimiento global del orden de 3.5% en 2015 y de 3,9% en 2016, con EE.UU. iniciando el proceso de normalización monetaria en el tercer trimestre de este año, y una aversión global al riesgo disminuyendo gradualmente, se produciría una salida neta de capitales de no residentes que acumularía el equivalente a 2% del PIB regional en los próximos dos años (Gráfico 3.7), algo menos de lo que estimamos previamente (véase el Recuadro 2 de nuestro [Situación Latinoamérica del 1T15](#)). Continuaría así, la moderación de los flujos hacia la región observada desde mediados de 2014.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

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

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

Pablo Urbiola
pablo.urbiola@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Alejandro Faci
alejandros.faci@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Rodolfo Mendez Marcano
rodolfo.mendez@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes
Gonzalo de Cadenas
gonzalo.decadenas@bbva.com
+34 606 001 949

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