

# América Latina: desafíos y perspectivas ante shock externo

Gabriel Oddone

*Octubre 2018*

CPA  
FERRERE

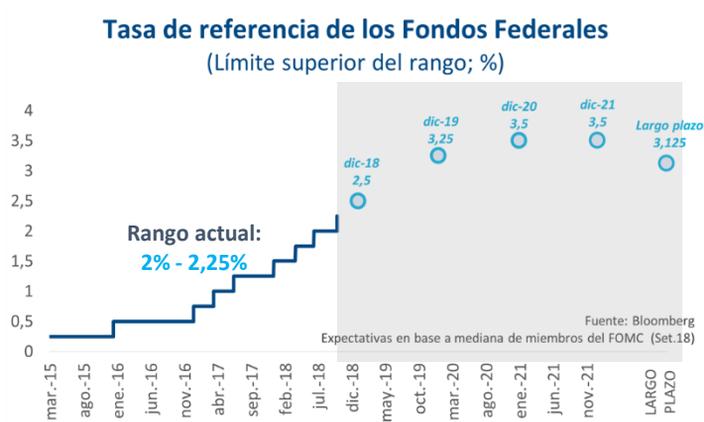
Soluciones innovadoras  
que transforman

# Contenido

- 1. Nuevo ciclo financiero global**
- 2. Shock externo para América Latina**
- 3. Los desafíos de Argentina y Brasil**
- 4. Bolivia, Ecuador, Paraguay y Uruguay: contexto y perspectivas.**

**Nuevo ciclo  
financiero global**

# EE.UU.: “sobrecalentamiento” dispara mayor activismo monetario



## Reunión FED 26/09:

- **Aumenta tasa de referencia** (+25 pbs) y **mantiene *timing*** de incrementos 2018/19
- **Proyecciones de crecimiento** 2018/19 se ajustan **al alza** y se mantiene **incambiado escenario de inflación** (vs jun.18).

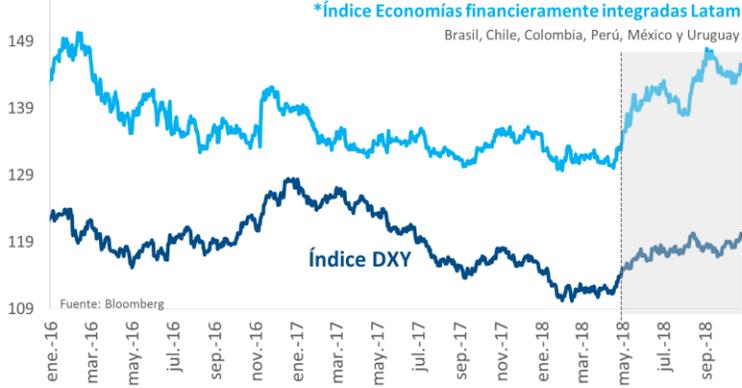
# Con diferente intensidad, fortalecimiento del dólar es global

## USD vs canasta de monedas: DXY y monedas EFI\*

(base Jun.14 = 100)

\*Índice Economías financieramente integradas Latam

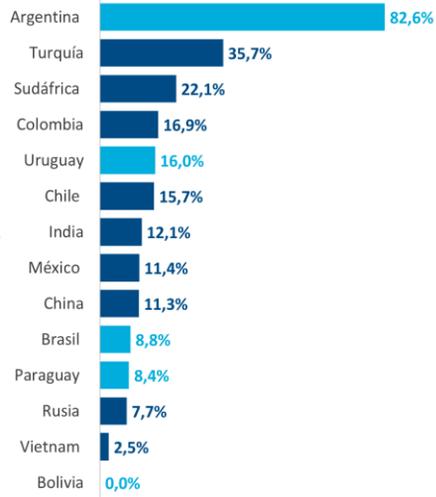
Brasil, Chile, Colombia, Perú, México y Uruguay



Var.  
desde  
16/4  
**+10,9%**  
**+7,8%**

## USD vs. monedas emergentes

(Var. 16/04/18 - 29/10/18)



Fuente: Bloomberg

**Sobrecalentamiento y activismo monetario aprecian el dólar**

# Aumento de tasas y fortalecimiento del dólar: ¿transitorios?

Rendimiento Notas del Tesoro EE.UU. 10 y 2 años  
(frecuencia diaria; %)



Ratio precio-beneficio ajustado por ciclo  
(ratio CAPE)



- TB a 10 años en 3,2% en oct.18 >> aumento de **tasa de interés** consolida escenario **restrictivo para EMs**
- Sin embargo, bajo **diferencial** entre TB 2 y TB 10 apunta a posible **riesgo de recesión**.
- Con datos a set.18 **ratio CAPE** por encima de niveles de crisis de 1929, superado únicamente por niveles de burbuja "dotcom".

**Shock  
externo  
para  
América  
Latina**

# Shock externo restringe margen de acción a economías de LATAM

## Desafío

## ¿Qué supone?

1. Menor crecimiento de **China** y **guerra comercial**

- ↓ Demanda externa
- ↓ Estímulo sobre precios de commodities

2. Recuperación del precio de los **commodities** todavía es incipiente. Alza del precio del petróleo presiona a importadores.

- ↓ Ingresos fiscales por recursos naturales
- ↑ Presiones sobre paridades (inflación)
- ↓ Margen para políticas contracíclicas

3. **Transición financiera** y focos de inestabilidad global

- ↓ Flujos financieros
- ↑ Costos de financiamiento
- ↑ Fortalecimiento (tendencial) del dólar
- ↑ Volatilidad cambiaria

# Efectos difieren según grado, tipo de inserción...

Más integradas  
financieramente

Menos integradas  
financieramente

Exportadores  
de  
hidrocarburos

Colombia

Ecuador

Venezuela

Bolivia

Exportadores  
de minerales y  
metales

Perú

Chile

Exportadores  
agroindustriales

Uruguay

Argentina

Paraguay

Mayores  
economías

México

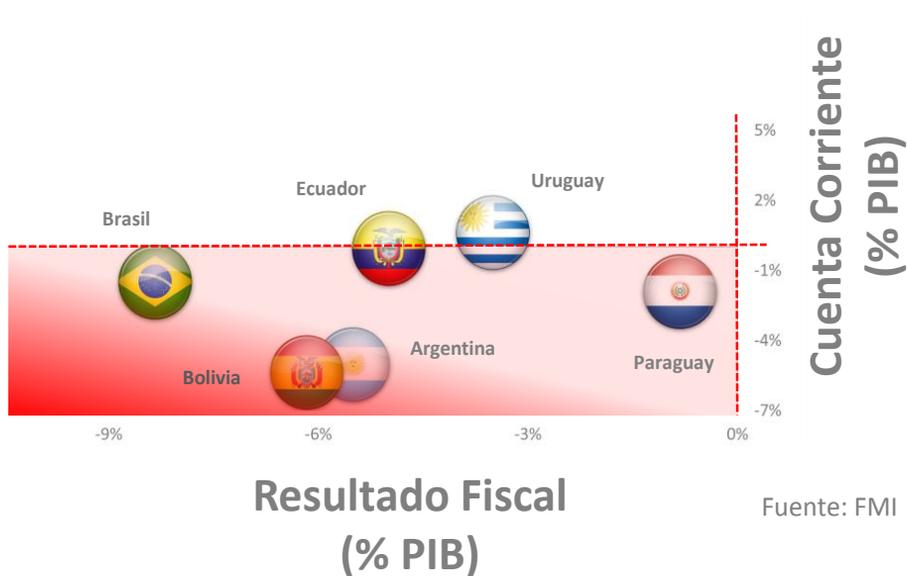
Brasil

Fuente: FMI, CEPAL

# ... y fundamentos macroeconómicos

**Argentina, Brasil y Bolivia** entre las economías con **fundamentos más débiles**

## Vulnerabilidad fiscal y externa en Emergentes - 2018



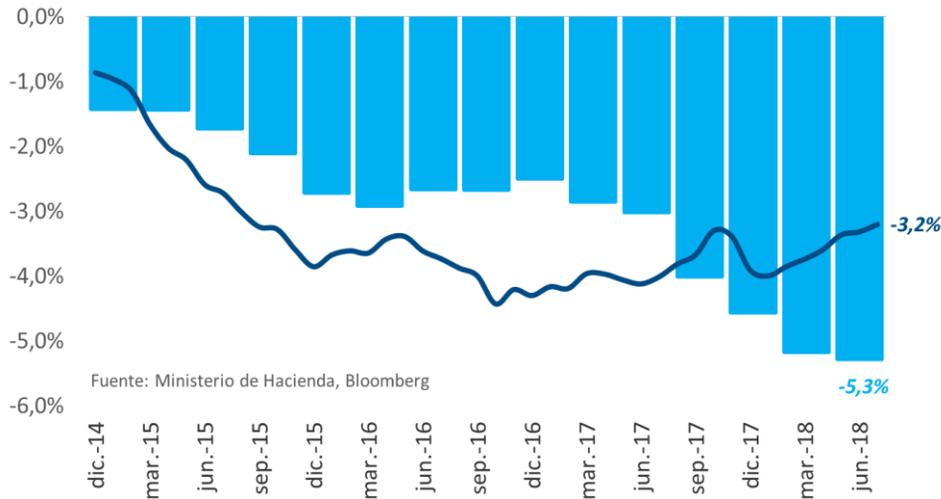
Fuente: FMI

# Los desafíos de Argentina y Brasil

# ARGENTINA: gradualismo no corrigió fundamentos

## Resultado Fiscal Primario y Cuenta Corriente

(% PIB)



- **Déficit gemelos.**
- **Déficit fiscal: mejoras** en primer semestre y se anuncian **medidas adicionales (14/8 y 03/9).**

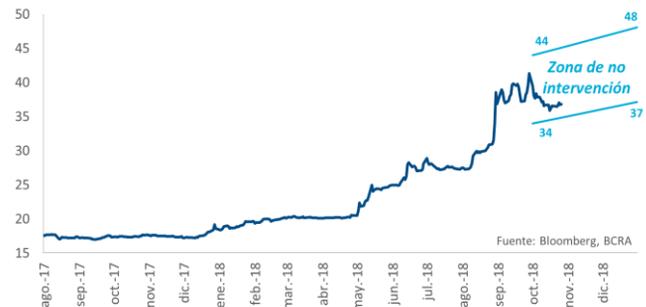
**Cambio de condiciones financieras globales restringió acceso a financiamiento lo que dificultó el cierre del Programa Financiero 2018/19**

# Plan de shock para recomponer estabilidad

1. Cierre de **NECESIDADES FINANCIERAS** (acuerdo FMI) para despejar **riesgo de default**.
2. **SHOCK FISCAL** para asegurar sostenibilidad del plan financiero, eliminar monetización y recomponer expectativas de inflación de mediano plazo.
3. **TRIPLE ANCLA MONETARIA** a corto plazo para anclar a expectativas: bandas cambiarias + target monetario + target de tasas.

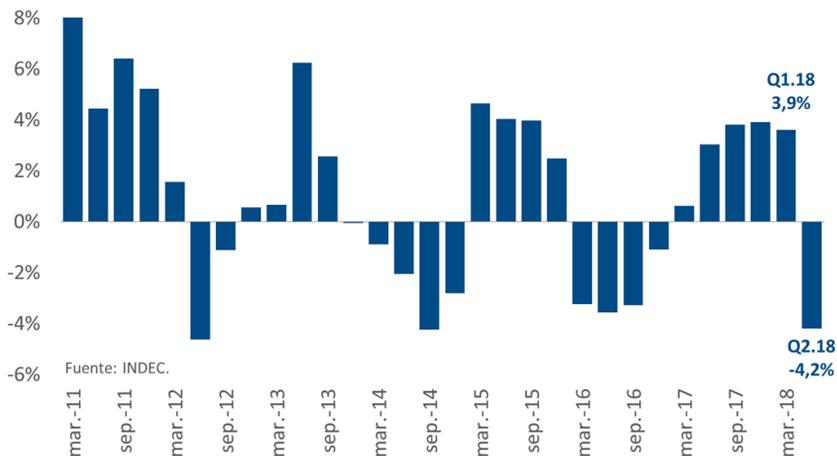
- **Medidas parecen reducir inestabilidad cambiaria** (en el corto plazo) y **programa macro es consistente**.
- Sin embargo, **ejecución es arriesgada e implementación del esquema monetario no es sostenible** (alguno de los *targets* deberá ser resignado parcialmente)

Argentina - Tipo de cambio nominal



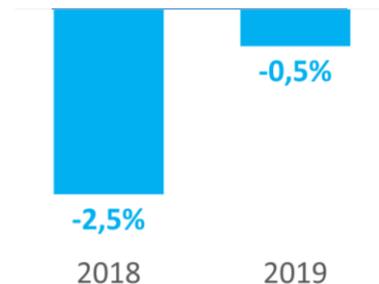
# Medidas están teniendo impacto severo sobre actividad

## Argentina: PIB (var. interanual %)



## Expectativas de crecimiento

(REM Setiembre 2018)



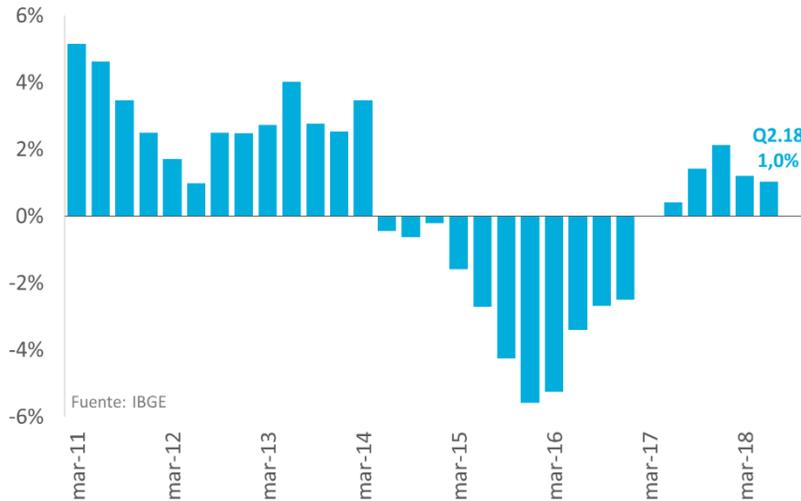
Fuente: BCRA - REM Set.18

**PIB Q2.18: - 4,2%** interanual. De acuerdo con el EMAE, actividad cae 2,7% en julio y 1,6% en agosto (en términos interanuales).

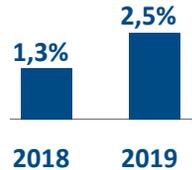
**Con ajuste monetario y fiscal, contracción para este año podría ser mayor**

# BRASIL: Actividad en fase de rebote, aunque perdiendo impulso en 2018

Brasil: PIB (var.% interanual)



Proyecciones  
Relatorio BCB  
(oct.18)

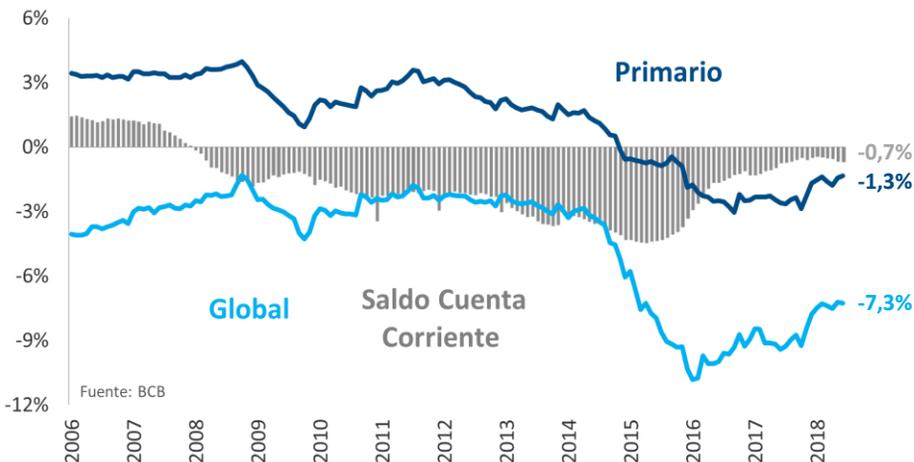


**PIB Q2.18:**  
actividad  
desaceleró  
respecto a Q1.18,  
recogiendo  
impacto de  
shock externo y  
huelga de  
camioneros

**Proyecciones se corrigen a la baja** pero siguen arrojando  
**crecimiento en 2018/19**

# Situación fiscal sigue siendo la principal debilidad

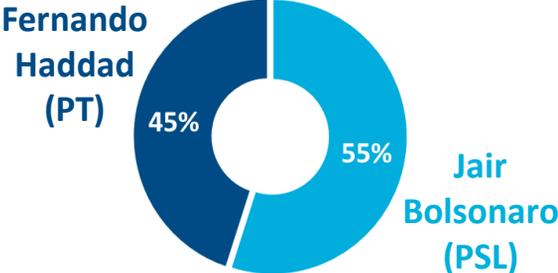
## Resultado Fiscal y Saldo Cuenta Corriente (% PIB)



- Escaso avance en el **plano fiscal** compromete sostenibilidad de deuda.
- **Mejora fiscal** requiere **reformas claves**, especialmente la previsional.
- **Frente externo menos vulnerable:** IED financia déficit de Cuenta Corriente y reservas representan 19% del PIB.

# Bolsonaro electo presidente de Brasil

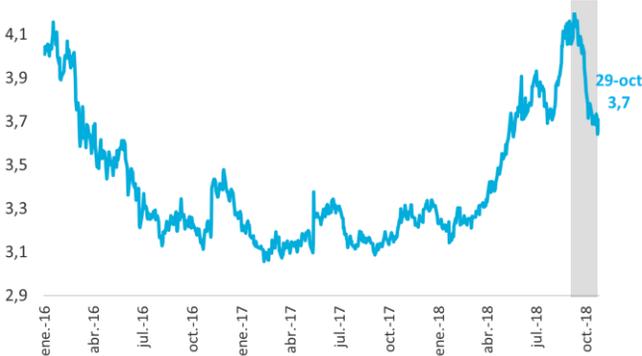
## Resultados – 28 de Oct (%)



Fuente: Reuters

- ¿Podrá formarse coalición para aprobar reformas? PSL tiene sólo 10% de la Cámara Baja y 5% del Senado.
- ¿Cuáles son los lineamientos del programa de gobierno?:
  - Reforma previsional y Fiscal
  - “ Mercosur no es prioridad”
  - Privatizar EEPP

## Tipo de cambio nominal - Brasil



Fuente: Bloomberg

## Bolsa de San Pablo: Índice Bovespa (frecuencia diaria)



Fuente:

**Bolivia, Ecuador,  
Paraguay y  
Uruguay:  
contexto y  
perspectivas**

# BOLIVIA: crecimiento pero fundamentos se deterioran

## Producto Interno Bruto

(Var. interanual; %)

*Bolivia*

*América Latina y el Caribe*

4,2%

1,3%

Fuente: Fondo Monetario Internacional

## Resultado Fiscal Primario y Balance de Cuenta Corriente

(% del PIB)

Fuente: Fondo Monetario Internacional

-6,3%

-6,7%

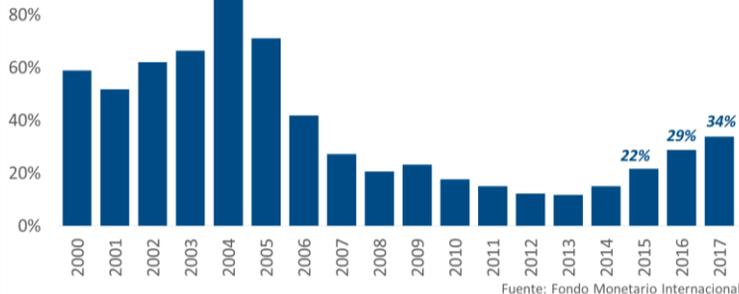
**Bolivia crece por encima de la región apalancada en la inversión pública**

**Déficit gemelos amenazan sostenibilidad del Plan de Desarrollo Económico y Social 2016-2020**

# Carga de la deuda es moderada

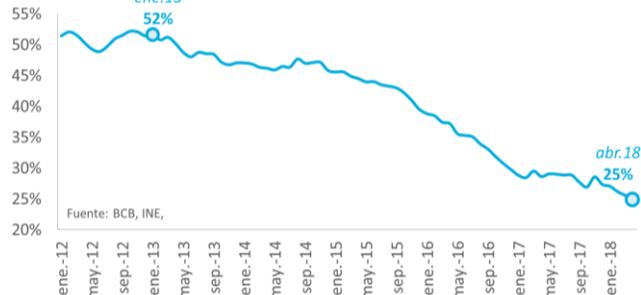
## Deuda Pública Neta

(% del PIB)



## Reservas Internacionales Netas del BCB

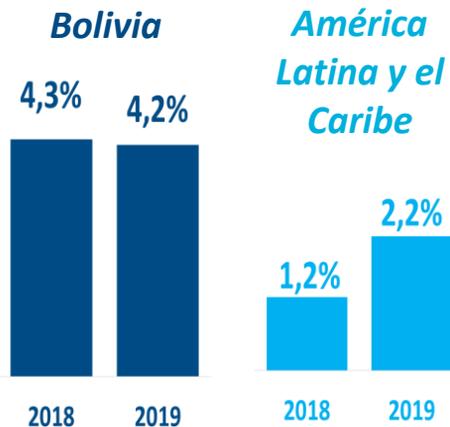
(% PIB)



- Deuda pública aumenta desde 2015, pero nivel es todavía moderado
- Perfil de la deuda es sólido y condiciones de acceso al financiamiento son favorables
- Recuperación del precio del petróleo mejorará los frentes fiscal y externo.
- A pesar de caída de RI, posición de liquidez externa actúa como buffer, manteniendo viabilidad de régimen cambiario en el corto plazo.

# Dinamismo a corto plazo y riesgos de desaceleración

## FMI - Proyecciones PIB



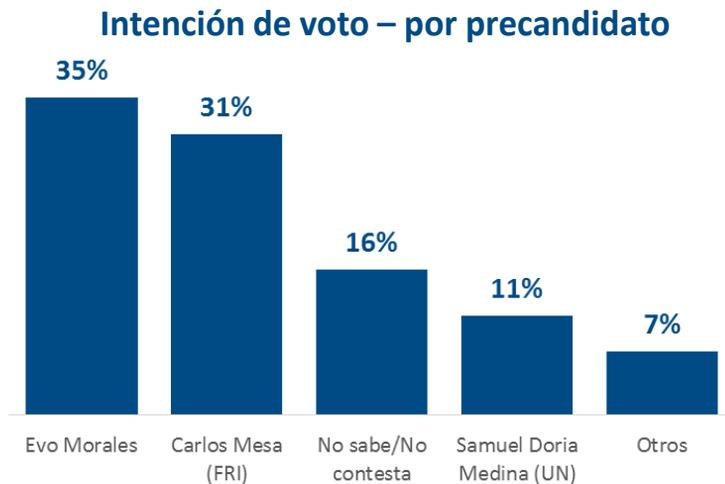
Fuente: FMI

- **En 2018/19** seguirá creciendo por encima de la región por mejora de **términos de intercambio**.
- Sin embargo, alta dependencia de precios de los *commodities* y poco dinamismo de inversión privada, presionan a la **inversión pública**.

**Crecimiento podría desacelerarse a partir de 2019 en un contexto con menor margen para políticas expansivas.**

# Elecciones 2019 más reñidas

- Según encuestas recientes, **ningún candidato obtendría mayoría parlamentaria**. Se espera segunda vuelta.
- **Decisión de la Haya** sobre salida al mar podría debilitar electoralmente al oficialismo.

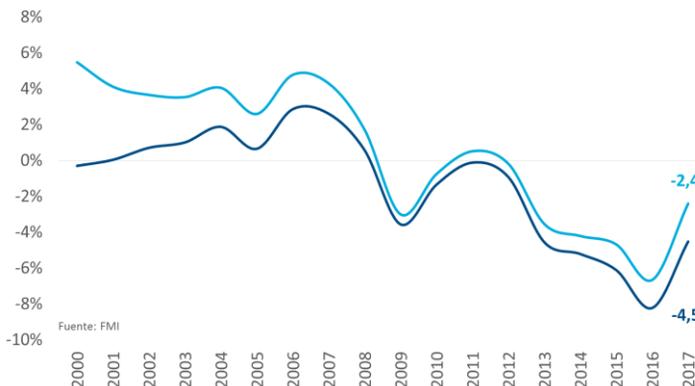


Fuente: Tal Cual Comunicación Estratégica

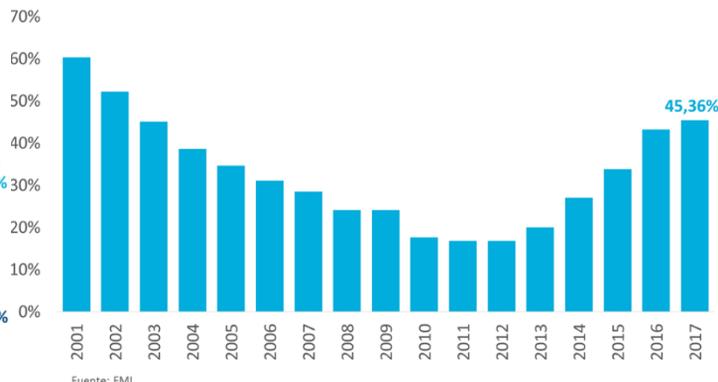
**Agenda de gobierno focalizada en infraestructura impulsa demanda interna durante año electoral.**

# ECUADOR: caída del precio del petróleo afectó cuentas públicas y gobierno anunció ajuste fiscal

## Resultado Fiscal Primario y Global (% del PIB)



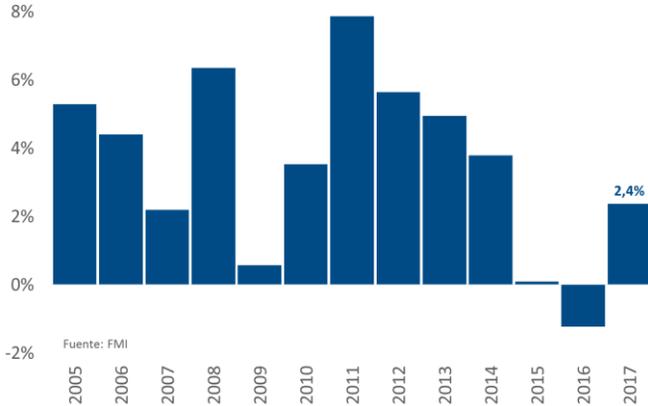
## Deuda Pública Bruta (% del PIB)



- Debilidad de precio de los hidrocarburos provocó **déficit fiscal >> Ago-18: Gobierno anunció ajuste fiscal por USD 1.000 millones** (quita de subsidios al combustible, fusión/eliminación de ministerios, entre otros).
- **Deterioro fiscal presiona deuda pública y comprime situación financiera >>** si bien USD 5.800 millones que restan para cerrar programa financiero 2018 serían alcanzables, perspectivas para 2019 y 2020 son más inciertas.
- En este contexto, **Fitch rebajó calificación** en agosto a B-.

# 2018/2019: desaceleración

Ecuador: PIB (var. % interanual)



- **PIB rebotó en 2017**
- Sin embargo, **economía se *enfía* en 2018/19** por ajuste fiscal.
- **Fitch prevé crecimiento por debajo de 1% en 2019.**

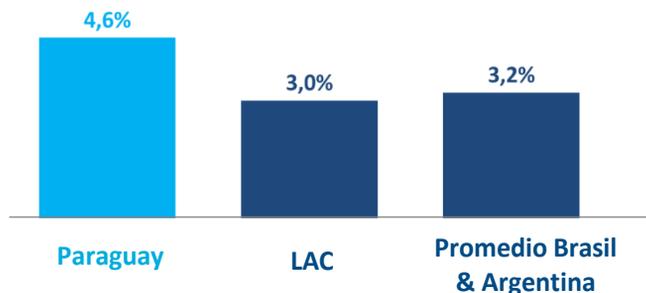
## Gobierno busca reestablecer confianza e implementar una agenda pro-mercado:

- Nuevo Gobierno tiene apoyo de opinión pública (lucha contra la corrupción).
- Aprueba **“Ley de Fomento Productivo”** (jun.18) para **atraer inversiones, fomentar empleo y alcanzar equilibrio fiscal.**

# PARAGUAY: una década de dinamismo ...

## Crecimiento PIB 2003-2017

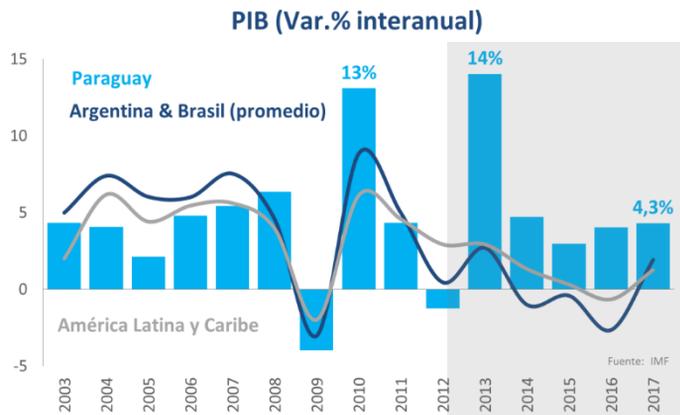
(promedio – Var.% interanual)



Fuente: IMF

» **2003/17:** Paraguay creció por encima del **promedio regional** (4,6% vs 3%)

» **Sobresale desacople a partir de 2013** en un contexto externo desafiante y con región a la baja.



# ...que permitió reducir vulnerabilidades y ganar margen de maniobra

**Inflación** (var. % interanual) y **Tasa de Política Monetaria** (%)



**Resultado Fiscal** (% PIB)



- **Inflación** dentro del rango da margen a la **política monetaria**.
- **Cuentas públicas** en línea con *Ley de Responsabilidad Fiscal* (déficit fiscal < 1,5% del PIB).
- Pese al aumento del ratio **Deuda/PIB**, endeudamiento no es fuente de vulnerabilidad en el corto plazo.

**Deuda Pública y Reservas Internacionales** (% del PIB)



# Perspectivas favorables con importantes desafíos

## FMI - Proyecciones PIB



Fuente: FMI

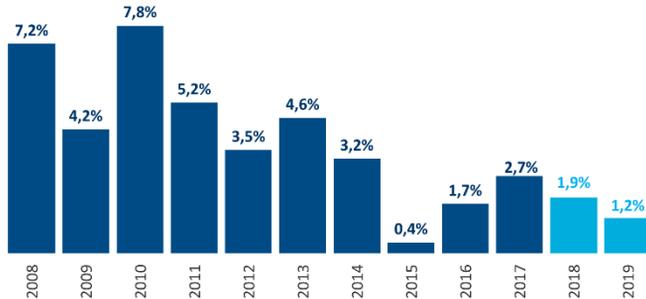
» **2018/19:** economía mantendrá el dinamismo, creciendo en torno a 4%

## Principales desafíos:

1. **Consensos y gobernabilidad.**
2. **Credibilidad institucional.**
3. **Sistema judicial.**
4. **Infraestructura.**
5. **Grado inversor.**
6. **Reforma tributaria.**

# URUGUAY: crecimiento con desaceleración

PIB (Var.% anual)



Fuente: BCU, CPA Ferrere.

TCR bilateral con Uruguay  
(Prom. 80-2017 = 100)



Fuente: BCU, FRED, CPA Ferrere

**2018/19:** sin “crisis” pero con riesgo de estancamiento

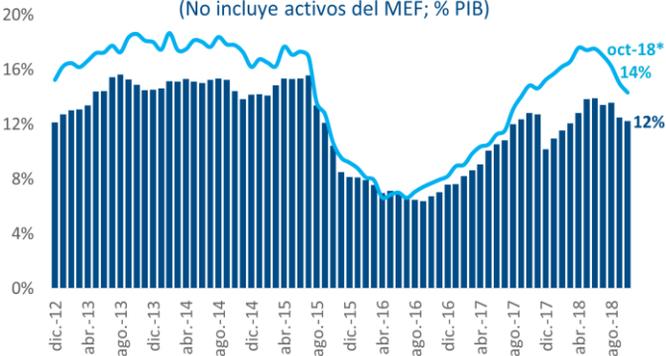
Shock regional tendrá **impactos reales** vía **canal comercial y turístico**

**Un mayor estrés financiero en Argentina podría llevar crecimiento en 2019 por debajo del 1%.**

# Sólido perfil de la deuda pública y adecuado nivel de reservas reducen vulnerabilidad

## Reservas de libre disponibilidad y Stock de Letras BCU

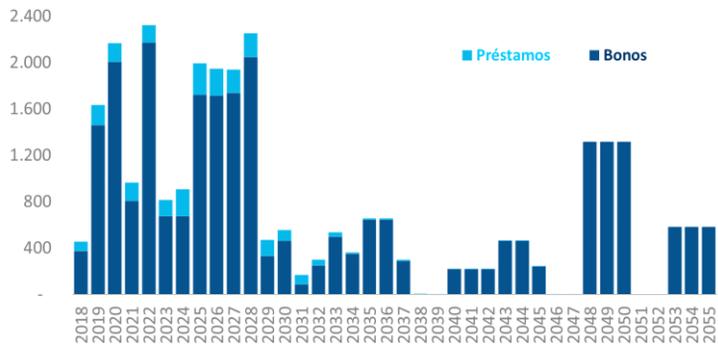
(No incluye activos del MEF; % PIB)



Fuente: Banco Central del Uruguay  
\*Datos al 19/10

## Amortización de la deuda del GC - Junio 2018

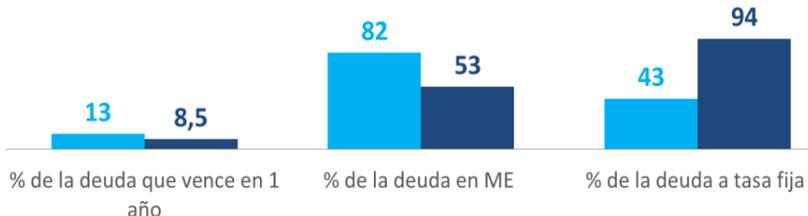
(USD millones)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

## Deuda del Gobierno Central: Principales riesgos

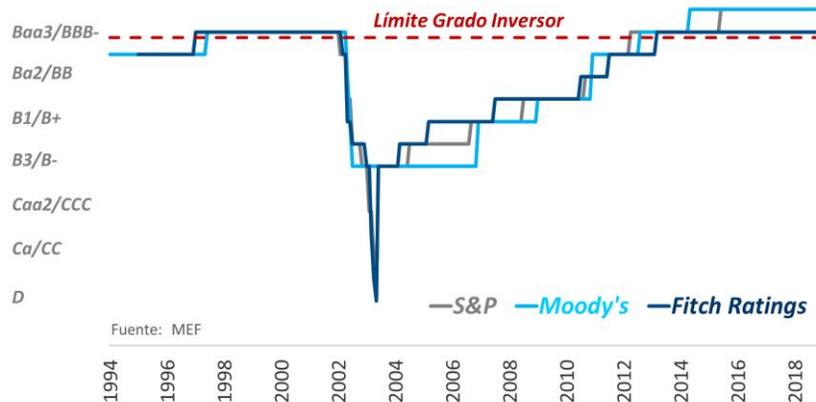
2001 Q2.2018



Fuente: MEF

# Fitch enciende señal de alerta sobre calificación crediticia

## Evolución calificación crediticia Uruguay



» Fitch mantiene calificación (BBB-) pero revisa perspectiva a negativa.

- Persistente déficit fiscal y deuda alta y creciente.
- Pérdida de credibilidad sobre metas fiscales + ciclo político.
- Desaceleración e impacto del escenario regional negativo.

**En ausencia de correcciones, Uruguay podría perder grado inversor en 2019**

# Más allá de 2019

» **Resultado electoral abierto.**

» Próximo gobierno **sin mayorías parlamentarias.**

» **Agenda de reformas** desafiantes (educación, previsional, del Estado, inserción externa) **más ajuste fiscal requerirán de mayorías** que no será fácil construir.

» A Uruguay **le costará volver atraer inversión extranjera y crecer por encima de 2% en ausencia de un escenario externo más favorable.**

# En síntesis

- **Se consolida nuevo escenario financiero**, caracterizado por fortaleza del dólar, alza de tasas y menor liquidez para emergentes.
- Nuevo ciclo **presiona a economías de LATAM**, que crecerán menos.

## Efectos de shock externo depende de tipos de inserción externa y los fundamentos de cada economía:

- **Ajustes en Argentina** con **efecto recesivo severo**; **Brasil incierto** y perdiendo impulso.
- **Bolivia crece** pero **desequilibrios arriesgan sostenibilidad del crecimiento**.
- **Ecuador** realiza **corrección fiscal** para enfrentar efectos de shock externo y abre agenda para atraer inversión.
- **Paraguay: solidez macroeconómica** amortigua impacto del shock regional. Será la economía de mayor dinamismo de la cuatro.
- **Uruguay crece pero se desacelera**; mantener grado inversor requerirá ajuste fiscal y reforma previsional. Ciclo político limita reacción.

## Bolivia

### La Paz

Edificio Torre Azul, Piso N°17  
Av. 20 de Octubre 2665  
La Paz, Bolivia  
Tel.: +(591) 2 214 6017  
Fax: +(591) 2 214 6017

### Cochabamba

Torre Norte  
Av. América # 360,  
Torre Norte Of. 2F  
Cochabamba, Bolivia  
Tel.: +(591) 4 414 0172  
Fax: +(591) 4 414 0172

### Santa Cruz

Av. San Martín N°1800  
Santa Cruz, Bolivia  
Tel.: +(591) 3 341 95 65  
Fax.: +(591) 3 341 95 65

## Ecuador

### Quito

Avenida 12 de Octubre N26-48,  
esq. Lincoln, Edf. Mirage, Piso 16  
Quito, Ecuador  
Tel.: +(593) 2 381 0950  
Fax.: +(593) 2 381 0950

### Guayaquil

Edificio Banco de la Previsora  
9 de Octubre y Malecón.  
Piso 22, Oficina 2204  
Guayaquil, Ecuador  
Tel.: +(593) 4 381 0950  
Fax.: +(593) 4 381 0950

### Manta

Manta Business Center. Oficina 1204D  
Calle M2 entre Avenidas 24 y calle 23  
Manta, Ecuador  
Tel.: +(593) 5 500 3813  
Fax.: +(593) 5 500 3813

## Paraguay

### Asunción

Torres del Paseo  
Avda. Santa Teresa N° 2106  
Torre 1, Nivel 25  
Asunción, Paraguay  
Tel.:(595 21) 318 3000  
Fax.:(595 21) 318 3113

## Uruguay

### Montevideo

Edificio Ferrere, Juncal 1392  
CP 11000  
Montevideo, Uruguay  
Tel.: +(598) 2 900 1000  
Fax: +(598) 2 900 5000

### Aguada Park

Paraguay 2141  
Oficina 1004  
Montevideo, Uruguay  
Tel.: +(598) 2927 2360  
Fax: +(598) 2927 2360

### Tacuarembó

Sarandí 160  
CP 45000  
Tacuarembó, Uruguay  
Tel.: +(598) 4 633 1111  
Fax: +(598) 4 633 1111

### Colonia

Baltasar Brum 571  
CP 70000  
Colonia, Uruguay  
Tel.: +(598) 4 523 1517  
Fax: +(598) 4 523 1517

### Punta del Este

Avda Italia y Julio Herrera y Reissig  
Punta del Este, Uruguay  
Tel.:+598 4249 5525  
Fax.:+598 4249 5525