

The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font.

BBVA | Research

Situación Latinoamérica

2º TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD DE AMÉRICA DEL SUR



Índice

1. Resumen	3
2. América Latina: recuperación heterogénea	4
3. Tablas	16

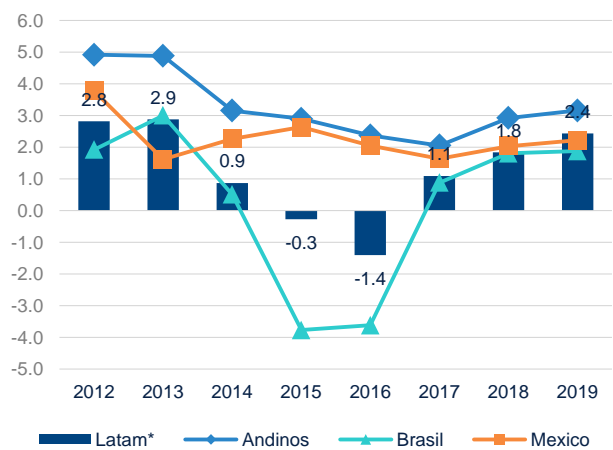
Fecha de cierre: **17 de abril de 2017**

1. Resumen

Los mercados financieros en América Latina continuaron mostrando ganancias significativas en los últimos meses. A ello contribuyó la menor preocupación por las políticas económicas en EEUU y la percepción de que el aumento de tipos de interés por parte de la Fed será gradual. Hacia adelante, anticipamos depreciaciones moderadas de los tipos de cambio en la región, incluso con algún espacio para apreciaciones leves en Chile y Colombia en 2018.

El crecimiento en América Latina se recuperará al 1,1% en 2017 y 1,8% en 2018. Se acabará así con 4 años de desaceleración y se volverá al crecimiento tras la contracción de -1,4% en 2016 (Gráfico 1.1), aunque el crecimiento aún es bajo. La recuperación se afianza en Argentina, donde ya se ven las primeras señales de crecimiento, al tiempo que Brasil parece haber culminado su ajuste y la actividad por fin se estabiliza antes de empezar a crecer este año. Por su parte, en México el panorama económico luce menos desfavorable que hace tres meses, en la medida que se anticipan medidas menos agresivas por parte de la nueva administración en EEUU. En Perú y Colombia los débiles datos de crecimiento en los últimos meses y el pesimismo del sector privado se unen al retraso de las obras de infraestructura y, en el caso del Perú, los efectos negativos del “Niño costero”.

Gráfico 1.1 Latam: crecimiento del PIB (%)



* Promedio ponderado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú, México, Uruguay y Venezuela
Fuente: BBVA Research

La inflación continuará disminuyendo en América del Sur, pero aumentará en México. La debilidad de la demanda interna y la relativa fortaleza de las divisas han favorecido una reducción de la inflación en América del Sur, salvo episodios recientes de repunte de la inflación en Perú y Argentina, que anticipamos sean temporales. En este contexto, esperamos nuevos recortes de los tipos de interés en los países de América del Sur (más agresivos en Brasil) en la medida que la inflación siga convergiendo a los objetivos de los bancos centrales, proceso que ha mostrado algo más de resistencia a lo previsto en Argentina. Por su parte, en México la inflación sigue en ascenso, si bien la recuperación reciente del tipo de cambio ha moderado las previsiones de aumento hacia adelante. Esta perspectiva menos desfavorable de la inflación permitirá también un ciclo de endurecimiento monetario en México menos intenso al anticipado hace tres meses.

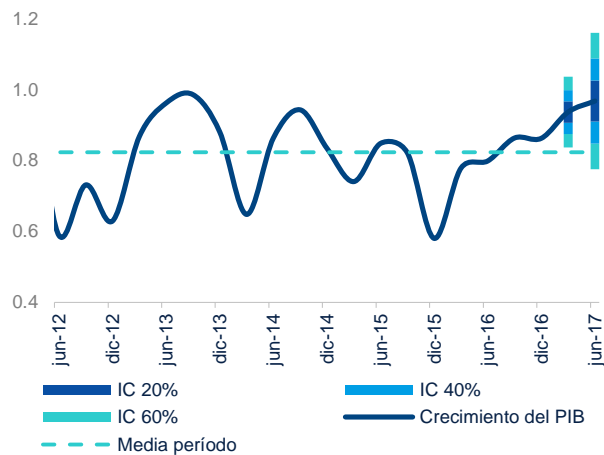
Los riesgos alrededor de la previsión de crecimiento están sesgados a la baja. Por el lado externo, disminuyen los riesgos de corto plazo asociados a China y a las políticas comerciales de EEUU, si bien en el primer caso se incrementan los riesgos de medio plazo en la medida que las autoridades posponen abordar los desequilibrios estructurales. Por el lado interno, subsisten los riesgos asociados con el ruido político y con el retraso de las obras de infraestructura en marcha en varios países.

2. América Latina: recuperación heterogénea

Entorno global: el crecimiento global se afianza, pero aún con riesgos

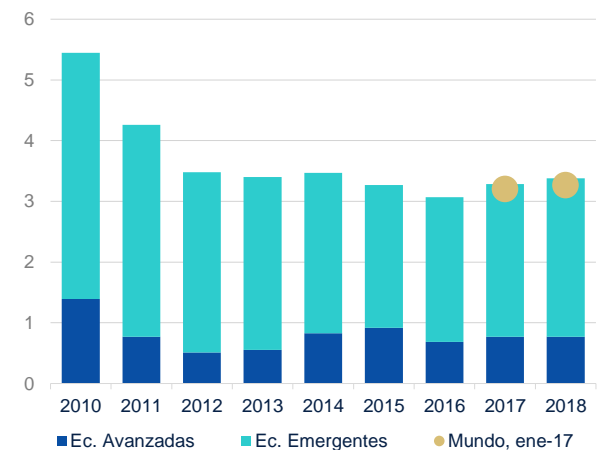
El crecimiento del PIB a nivel global continuó aumentando, hasta tasas de alrededor del 1% trimestral, mayor que el 0,8% de media desde el año 2011. Detrás de esta aceleración está la mejora generalizada de las confianzas, junto con el avance del comercio global, dinamizado sobre todo por los estímulos monetarios y fiscales en China. El desempeño de los países avanzados sigue siendo especialmente positivo, con la consolidación de la recuperación de EE.UU. y con Europa creciendo por encima de su potencial.

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB mundial Previsiones basadas en BBVA-GAIN (% , t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Crecimiento mundial y contribuciones por regiones (% , a/a)



Fuente: BBVA Research

Revisamos al alza el crecimiento mundial, que aumentará de 3,1% en 2016 a 3,3% en 2017 y 3,4% en 2018

El mejor comportamiento global viene acompañado de una cierta clarificación en torno a la economía americana, donde tanto las expectativas de una rápida recuperación de la inflación apoyada en un impulso fiscal como las de un escenario con una rápida deriva hacia el proteccionismo se han rebajado, o al menos se han retrasado. No obstante, la dificultad para sacar adelante la reforma del sistema sanitario también ha puesto de manifiesto los problemas para aprobar otras medidas, como las ligadas a la reducción de impuestos o el plan de gasto en infraestructuras, lo que elimina la probabilidad de un fuerte impulso en el corto plazo.

En cuanto a los mercados financieros, se han mantenido tranquilos en los últimos meses, registrando una baja volatilidad a pesar de la elevada incertidumbre. En este contexto, los bancos centrales avanzan de forma gradual en el proceso de normalización de la política monetaria. La Fed, que lidera este proceso, mantiene su mensaje de salida gradual por lo que prevemos que realice dos subidas adicionales de tipos de interés este año y otras dos en 2018, hasta el 2%. Al mismo tiempo, está ya planteando cómo abordar la tercera fase de la estrategia de salida, esto es, la

reducción de su balance, algo que previsiblemente no sucederá hasta el año que viene y se implementará de forma pasiva. El BCE se muestra también más optimista con el crecimiento, pero todavía no muy confiado por el lado de la inflación e irá rezagado respecto al ritmo de salida de la Fed. Dado este proceso de normalización de políticas monetarias cabe esperar un aumento del coste de financiación a nivel global hacia adelante.

En conjunto, nuestras previsiones de crecimiento para 2017-18 se revisan sólo marginalmente. El mejor arranque de año las eleva para la Eurozona y sobre todo para China (donde esperamos un crecimiento de 6,3% y 5,8% en 2017-18, alrededor de 0,5 p.p. más que hace tres meses. En Estados Unidos mantenemos nuestras previsiones de crecimiento en 2,3% este año y 2,4% en 2018 apoyado en la aceleración de la inversión. Como resultado, el crecimiento mundial esperado es del 3,3% y 3,4% para 2017-18, en ambos casos una décima más que en nuestras últimas previsiones.

Los riesgos siguen sesgados a la baja. Más allá de la incertidumbre todavía asociada a las medidas que finalmente se aprueben en EE.UU., sobre todo en el plano comercial, las dudas se centran en los resultados electorales en Francia o Italia, por el impacto fuertemente negativo que podrían tener en la estabilidad de la zona euro en el caso (poco probable) de vencer las opciones fuertemente antieuropeístas. A ello se une el riesgo asociado a la economía china, donde la fortaleza reciente de la inversión puede frenar el proceso de reducción de desequilibrios. Otros elementos importantes de riesgo son las negociaciones sobre el brexit (que no han empezado con buen pie), los múltiples riesgos geopolíticos o los riesgos asociados a la normalización de la política monetaria, sobre todo en EE.UU.

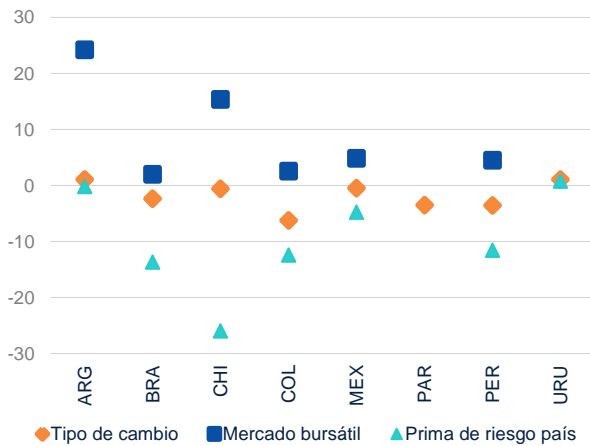
Calma y recuperación en los mercados financieros en América Latina

Los mercados financieros de América Latina registraron ganancias significativas en lo que va de año. A ello contribuyeron la menor preocupación con los efectos de las políticas del nuevo gobierno de Estados Unidos, la consolidación de la percepción que el proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. será gradual, el mayor crecimiento de la economía mundial, el aumento del precio de las materias primas y al menos en algunos casos las perspectivas de recuperación de la actividad económica.

Hay que destacar la fuerte recuperación del precio de los activos mexicanos desde prácticamente el inicio del año, en línea con la percepción de que finalmente las políticas de la nueva administración en EE.UU. no afectarán tanto al país como previamente se esperaba. Dicha recuperación compensa las pérdidas registradas en noviembre y diciembre, después de las elecciones en las que Donald Trump salió elegido presidente.

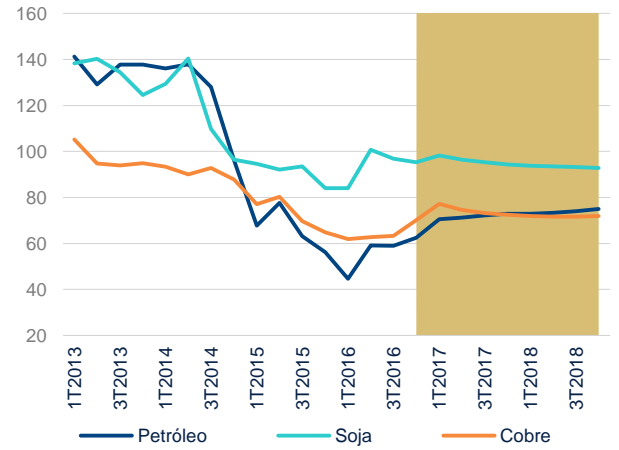
En Sudamérica, donde la preocupación de los mercados con las nuevas políticas de EE.UU. duró no más que unas pocas semanas, los mercados continuaron acumulando buenos resultados en el último trimestre.

Gráfico 2.3 Mercados financieros: variación porcentual desde las elecciones en EE.UU.*



* Variaciones entre el 7 de noviembre y el 14 de abril. Tipo de cambio: moneda local/dólar. En este caso, aumentos indican depreciaciones. Prima de riesgo país: EMBI.
Fuente: Haver Analytics, Datastream y BBVA Research

Gráfico 2.4 Precio de las principales materias primas (índice promedio 2010=100)*



* Las líneas representan los promedios trimestrales.
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

En el caso de las primas de riesgo país, las caídas han sido significativas y generalizadas. En los últimos tres meses, las reducciones han sido de entre un 15% y un 25% según el caso. Tomando como referencia el día anterior a las elecciones presidenciales en EE.UU., las primas de riesgo se ajustaron en general significativamente a la baja, como se ve en el Gráfico 2.3. Hay que notar que incluso en México el nivel de riesgo país es actualmente más bajo que el 7 de noviembre. Asimismo, en comparación con el mismo período del año pasado, el índice EMBI muestra mejoras relevantes en prácticamente todos los países, entre el 32% y el 42% en los casos de Brasil, Chile, Colombia y Perú, y de aproximadamente 15% en México. En contraste con los demás países de la región, en Argentina, la prima de riesgo se mantuvo relativamente estable desde el inicio de 2016. En este caso, las mejoras significativas en términos de riesgo-país empezaron antes, en el segundo semestre de 2015, cuando las perspectivas de cambio en las políticas económicas se consolidaron con el cambio de gobierno.

Los mercados bursátiles registran aumentos de casi 20% en lo que va de año en Argentina y Chile, de alrededor de 8% en Brasil y México y se mantienen prácticamente estables en Colombia y Perú. En general, estas ganancias son más significativas que las pérdidas acumuladas en noviembre y diciembre del año pasado, incluso en el caso de México, con lo cual los índices bursátiles están actualmente por encima de los observados antes de las elecciones en EE.UU. (Gráfico 2.3).

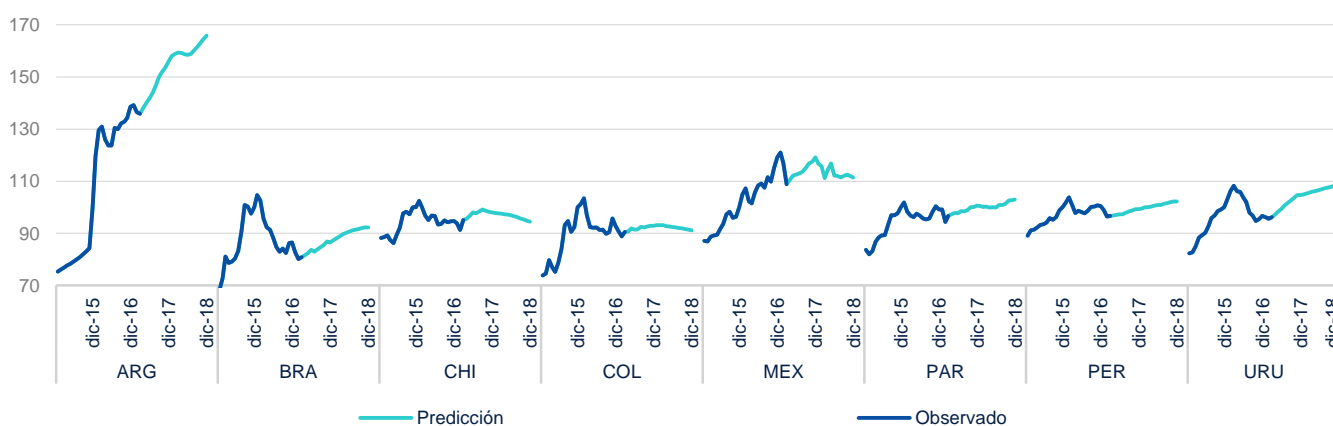
Con respecto a los mercados cambiarios, el peso mexicano se apreció un 9% en lo que va de año, mientras que con la excepción de Uruguay, en los demás países las divisas se apreciaron entre el 1% y el 4%. Tras estas ganancias, el tipo de cambio se encuentra actualmente muy cerca de los niveles observados antes de las elecciones presidenciales de EE.UU. en la mayoría de los países, aunque en algunos casos, como en Colombia, Perú y Brasil, se han observado apreciaciones (Gráfico 2.3).

Hacia adelante, lo más probable es que las perspectivas de recuperación de la actividad económica, tanto a nivel interno, como a nivel externo, se vayan asentando y así contribuyendo a generar más ganancias en los mercados financieros latinoamericanos. En este sentido destacamos la importancia de la revisión al alza del crecimiento en China en los próximos años y en particular de su impacto sobre el precio de las materias primas. En este sentido, los precios de la mayoría de los productos primarios más relevantes para la región aumentaron en los últimos tres meses (cobre: +5%, mineral de hierro: +10%, soja: +6%), aunque el precio del petróleo cayó alrededor de 2% por el mayor optimismo con respecto a la producción en EE.UU. Con todo, esperamos que el precio del crudo gradualmente converja a 60 dólares el barril en los próximos años, en línea con un aumento gradual de la demanda global y, al menos en el corto plazo, apoyado en los controles en la oferta en los países de la OPEP (Gráfico 2.4). Con respecto al precio del cobre y de la soja, deberían moderarse ligeramente, convergiendo a los niveles considerados de equilibrio en la medida que la oferta se fortalezca. En todo caso, nuestras previsiones actuales para la soja y para el cobre se han ajustado ligeramente al alza (aproximadamente el 1% y el 5%, respectivamente) por las mejores perspectivas de crecimiento en China en los próximos años.

Se anticipan depreciaciones moderadas de los tipos de cambio en la región

En todo caso, pese a la posible mejora en el crecimiento global y regional, el aumento de los tipos de interés por la Reserva Federal en EE.UU. y el esperado relajamiento adicional de las condiciones monetarias en la mayoría de los países de América del Sur deben contribuir a una moderada depreciación nominal de las divisas latinoamericanas hacia adelante (Gráfico 2.5 y tablas de previsiones de la sección 3). Con todo, es una depreciación que se revertirá parcialmente en Chile y Colombia en 2018, cuando se espera que predomine el impacto de la recuperación de la actividad en ambos países.

Gráfico 2.5 Tipo de cambio nominal: observado y esperado (moneda local / dólar americano) (Diciembre 2015=100)*



* Aumentos indican depreciaciones.
Fuente: BBVA Research

En el caso del peso mexicano, vemos algún margen para que la apreciación del peso continúe en los próximos meses, en la medida que se sigan reduciendo los riesgos relacionados a las políticas de la nueva administración de EE.UU. El tono más agresivo de la política monetaria en México debería contribuir a que el peso mexicano se

aprecie en el futuro, acercándose en alguna medida a su nivel de equilibrio. En todo caso, el desempeño del peso mexicano en particular y de los mercados financieros latinoamericanos en general estarán especialmente condicionados por las políticas que finalmente adopte el gobierno de Donald Trump y por las decisiones monetarias que tome la Reserva Federal. La incertidumbre sobre estos temas se mantiene todavía elevada y por lo tanto no se pueden descartar nuevos episodios de volatilidad en el horizonte.

Acaba la desaceleración en América Latina, pero la recuperación será lenta

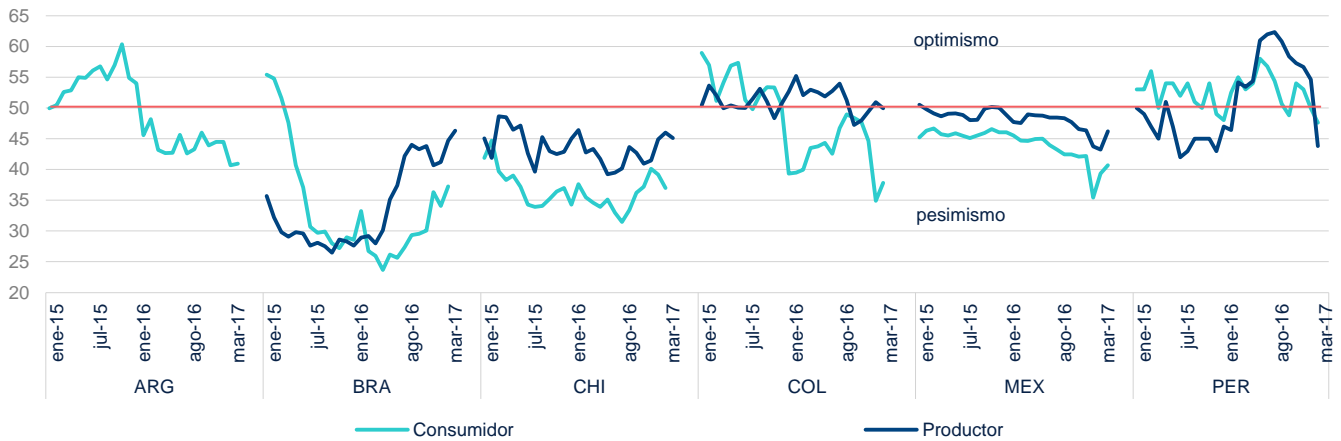
A pesar del tono relativamente positivo de los mercados financieros internacionales y de la recuperación de la actividad mundial, los indicadores de sentimiento de familias y empresas se mantienen en terreno pesimista en la mayoría de países, pero con una alta heterogeneidad en su comportamiento reciente (Gráfico 2.6). Así, por un lado, la dinámica reciente de la confianza del sector privado continúa siendo positiva en Brasil —apoyado por la reforma fiscal y la caída de la inflación— y mejora en el caso de México —alentado por el mencionado atemperamiento de las medidas de política económica en EEUU—. Por otro lado, factores idiosincráticos han tenido un significativo efecto negativo recientemente en la dinámica de las confianzas en Colombia y en Perú, en el primer caso por el impacto del aumento del IVA e impuesto a la renta sobre las familias, mientras que en el caso peruano influyeron decisivamente los escándalos de corrupción en obras de infraestructura, así como la incertidumbre sobre el impacto económico de las lluvias e inundaciones generadas por el fenómeno del “Niño costero”

Se afianza la recuperación en Argentina. Brasil deja atrás la recesión. México se desaceleraría menos de lo anticipado.

Esta dinámica diferencial también se traslada a nuestras previsiones de crecimiento para 2017 y 2018. Así, por un lado en los dos países sudamericanos de mayor tamaño (Brasil y Argentina) el panorama económico continúa apuntando a una recuperación en 2017. De hecho, en Argentina los indicadores de actividad muestran ya una recuperación en marcha, lo que confirma nuestras previsiones de crecimiento para este año y el próximo. Asimismo, en Brasil, los indicadores de actividad parecen haber culminado su ajuste y se han estabilizado, como preludio a la recuperación que anticipamos ya para este año. Por su parte, en México el panorama económico luce menos desfavorable que hace tres meses, en la medida que la nueva administración en EEUU parece apuntar a políticas económicas menos agresivas, especialmente en lo relativo a las relaciones comerciales con su vecino del sur.

En contraposición, en Colombia y Perú los datos de actividad reciente fueron más débiles a lo anticipado, al tiempo que la inversión se anticipa más débil a lo esperado este año, por el retraso en obras de infraestructura y el pesimismo mostrado por el sector empresarial. A esto se suma, en el caso del Perú, el impacto sobre el sector agrícola, pesquero y las infraestructuras de transporte del fenómeno del “Niño costero” que azotó a la costa norte del país a finales del primer trimestre del año. Por su parte, en Chile mantenemos nuestra visión de un crecimiento muy moderado este año, similar al de 2016.

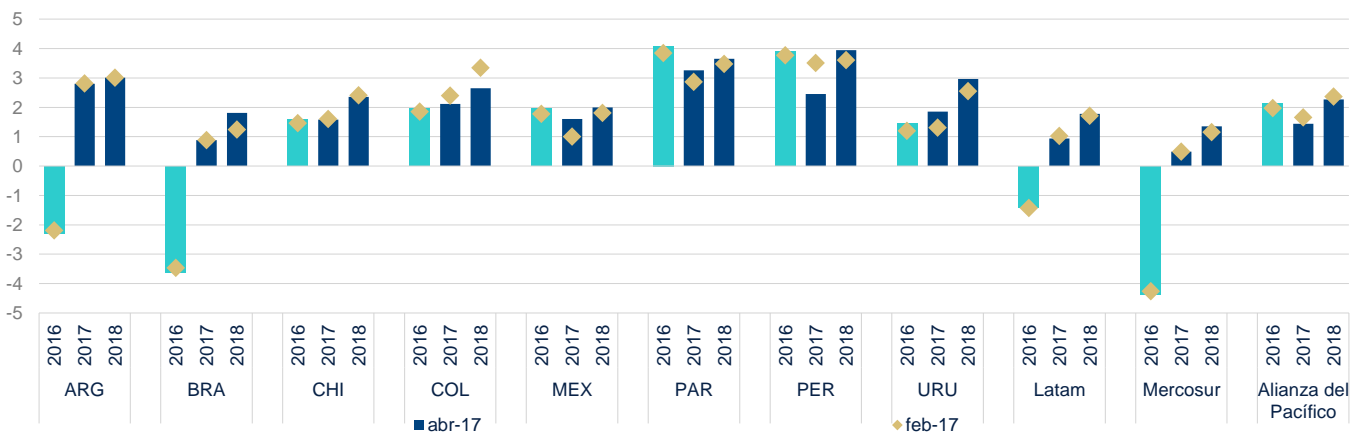
Gráfico 2.6 Confianza del consumidor y productor (valores sobre 50pts indican optimismo)



Fuente: BBVA Research

En su conjunto, esto significa que América Latina debería crecer un 1,1% este año y 1,8% en 2018 (Gráfico 1.1), lo que representa un quiebre a cuatro años de desaceleración regional y un crecimiento positivo después del -1,4% de 2016. Estas previsiones son ligeramente superiores (0,1 p.p. en cada año) a las que anticipábamos hace tres meses, principalmente por un panorama menos pesimista en México (que más que compensa las revisiones a la baja del crecimiento en Perú y Colombia en 2017), a lo que se suma la revisión al alza de las previsiones de crecimiento de Brasil en 2018. El impulso al crecimiento regional estos dos años vendrá principalmente por la recuperación de Brasil y Argentina, después de la fuerte recesión reciente. En términos regionales, el crecimiento se seguirá apoyando en el sector externo, por la mejora del crecimiento mundial y la gradual recuperación de los precios de las materias primas. Asimismo, la inversión en infraestructuras seguirá siendo una fuente importante de crecimiento en Colombia y Argentina.

Gráfico 2.7 Países Latam: crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA Research

Por países, se sigue observando una marcada heterogeneidad en el crecimiento este año y el próximo (Gráfico 2.7), como ya se mencionó anteriormente:

- En **Brasil**, mantenemos nuestra previsión de crecimiento de 0,9% en 2017, a pesar de que la actividad económica sorprendió a la baja en el último trimestre de 2016. El mayor crecimiento global, los mayores precios de las materias primas y una política monetaria más acomodaticia (en parte posibilitada por la reforma fiscal en curso) compensan ese peor punto de partida y apoyan también una revisión al alza del crecimiento en 2018 hasta el 1,8% (0,6 p.p. más que hace tres meses). Con todo, los riesgos de un aumento de las tensiones políticas suponen un riesgo a la baja sobre estas previsiones.
- En **México**, un menor riesgo de políticas económicas muy agresivas por parte de la nueva administración en EEUU empieza a notarse en el mejor comportamiento del sector externo, lo que nos lleva a una revisión al alza de nuestras previsiones de crecimiento, al 1,6% en 2017 y 2% en 2018 (0,6 p.p. y 0,2 p.p. más que hace tres meses). La revisión también se apoya en una política monetaria que no será tan contractiva como anticipábamos hace tres meses en la medida que las presiones depreciatorias amainan. Con todo, los riesgos están sesgados a la baja si en EEUU se recuperan medidas muy restrictivas, especialmente en el plano comercial.
- En **Argentina**, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento en 2017 y 2018, en 2,8% y 3%, previsiones que se ven reforzadas a la vista de los indicadores de actividad más recientes, que ya muestran los primeros signos de una recuperación en marcha, apoyada en la inversión.
- En **Colombia**, las previsiones de crecimiento se ajustan a la baja al 2,1% en 2017 y 2,7% en 2018 (frente a 2,4% y 3,3% hace tres meses) por una recuperación lenta de la inversión y retrasos en las obras de infraestructura. Con todo, la inversión pública y privada seguirá siendo el principal motor del crecimiento, compensando la ligera desaceleración del consumo en 2017.
- En **Perú**, revisamos el crecimiento de este año fuertemente a la baja, del 3,5% estimado hace tres meses a 2,5% actualmente, por datos más débiles a lo anticipado en los dos primeros meses del año, el impacto del “Niño costero” en el agro, el sector pesquero y las infraestructuras, así como un fuerte deterioro de la confianza empresarial. Con todo, el rebote de la actividad en 2018 luego de la normalización del clima y ayudado por las obras de reconstrucción y un mayor impulso fiscal llevaría a un crecimiento de 3,9% el próximo año (3,6% estimado hace tres meses).
- En **Chile**, mantenemos las previsiones de crecimiento en 1,6% y 2,4% en 2017-18. Con todo, se espera una inversión menos dinámica que lo anticipado hace tres meses, especialmente en el sector de la construcción, compensada con un mejor desempeño de las exportaciones por la mejora del crecimiento mundial.
- En **Uruguay**, mejoran nuestras previsiones de crecimiento después de la sorpresa positiva del cuarto trimestre de 2016. Prevemos un aumento del PIB del 1,9% y 3% en 2017-18, frente al 1,3% y 2,6% estimado hace tres meses. La revisión también se apoya en parte en unas perspectivas de un consumo más robusto, dada la moderación de la inflación, al tiempo que se mantiene el impulso de la inversión al crecimiento en 2018, en buena medida relacionado a la construcción de una tercera planta de celulosa en el país.

- En **Paraguay**, también aumentamos la previsión de crecimiento en 2017 y 2018, hasta el 3,3% y 3,7% (2,9% y 3,5% previo), por el buen desempeño del sector agrícola y una mayor recuperación de Brasil, el principal socio comercial. El crecimiento seguirá apoyado en la demanda interna, mientras que por el lado sectorial destacará el dinamismo de la construcción y de los servicios.

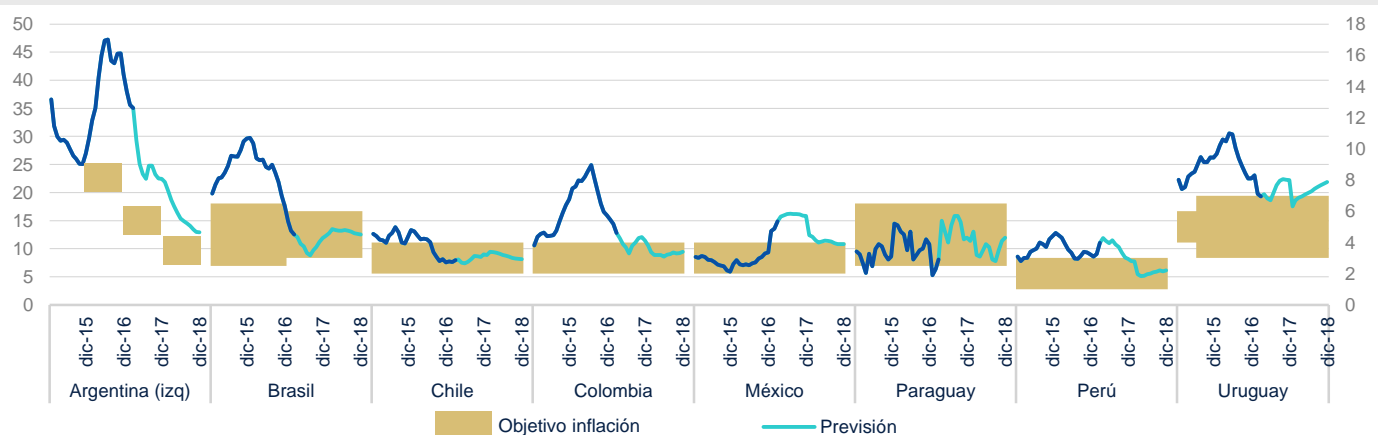
Prosigue la convergencia de la inflación a las metas de los bancos centrales en América del Sur

La debilidad de la demanda interna y la relativa fortaleza de las divisas en los últimos meses han generado un entorno más favorable para la inflación en América del Sur. Además, en algunos países, como Brasil y Colombia, las mejores condiciones de oferta han permitido una significativa moderación del precio de los alimentos. Así, en general las presiones alcistas sobre los precios han seguido moderándose en los últimos meses, con la importante excepción de Argentina y Perú. Con todo, las perspectivas apuntan a que continuará la moderación de la inflación hacia adelante, y se retomará en estos dos países (Gráfico 2.8).

En general, la inflación actual en los países de América del Sur está por debajo de la registrada hace doce meses y también de la inflación promedio de 2016. En efecto, en Brasil y Uruguay la inflación actual es la más baja de los últimos seis años. Asimismo, pese la tendencia bajista, en Argentina la inflación general y la subyacente muestran en los últimos meses una resistencia algo mayor a la prevista, mientras que en Perú la inflación ha ganado un ligero impulso y está ahora ligeramente por encima de los niveles observados en el cierre de 2016.

Bajo otra perspectiva, la inflación está en estos momentos en Brasil, Chile y Paraguay dentro de los rangos objetivos establecidos por los respectivos bancos centrales. En contraste, en Colombia, Perú y principalmente en Argentina la inflación está todavía por encima de los rangos de referencia de política monetaria.

Gráfico 2.8 Inflación: observada y prevista (a/a %)



Fuente: BBVA Research

De cara a los próximos meses, si bien esperamos presiones temporales en algunas economías, como en la de Perú, donde el fenómeno climático del “Niño costero” afectará al alza el precio de los alimentos, continuamos esperando una gradual convergencia a los objetivos de la inflación en la mayoría de los países de América del Sur a lo largo de este y del próximo año. En América del Sur, sólo en Uruguay y en Argentina la inflación debe permanecer por encima de los rangos objetivo durante prácticamente todo el horizonte de previsiones, aunque en este último caso el proceso de moderación de precios continuará.

En comparación con nuestras previsiones anteriores, hemos ajustado en 0,3 p.p. al alza, hasta el 3%, nuestra previsión para la inflación en 2017 en Perú y en 1,6 p.p. en Argentina. Lo primero se debe a las referidas presiones causadas por el “Niño costero”, que aunque serán mayormente temporales en alguna medida afectarán también el dato de cierre de año. En el caso de Argentina, ha influido la sorpresa negativa en febrero y marzo de este año, tanto de la inflación general como la subyacente. Por su parte, hemos ajustado en 0,2 p.p. a la baja, hasta el 4,3%, la inflación en 2017 en Brasil, en línea con las fuertes sorpresas a la baja de la inflación en los últimos meses. Revisamos también a la baja la inflación en Paraguay en 2017 y 2018, ante un tipo de cambio con menor presión a la depreciación. Ya en 2018, revisamos a la baja la previsión de inflación en Colombia, ante una menor presión de demanda. Para el resto de países mantenemos sin ajustes nuestras demás previsiones de inflación para el período 2017-18 (para más detalles, véanse las tablas de previsiones en la sección 3).

La inflación en México continuará aumentando durante 2017, aunque menos que lo esperado anteriormente

En contraste con las tendencias registradas en América del Sur, en México la inflación ha seguido aumentando en los últimos meses. En concreto, la inflación alcanzó el 5,3% en marzo, significativamente por encima del techo del rango objetivo de 4.0% y prácticamente dos puntos porcentuales más alta que al cierre de 2016. El fuerte repunte de la inflación refleja el efecto rezagado de la depreciación

del peso mexicano registrada en la segunda mitad del año pasado y los significativos ajustes en los precios de los combustibles. En nuestra opinión, la inflación en México seguirá aumentando en los próximos meses y sólo empezará a caer de manera más significativa en 2018. En concreto, esperamos que la inflación suba hasta el 5,6% en lo que queda de año y ceda hasta el 3,9% a lo largo de 2018. Esto significa un nivel máximo para la inflación 0,4 p.p. por debajo a lo que anticipábamos hace tres meses. Tanto la mayor apreciación del peso mexicano en los últimos meses como los menores ajustes en los combustibles que se esperaban al inicio del año explican esta revisión a la baja de la inflación en México.

Las bajadas de tipos de interés en América del Sur marcarán la divergencia frente a la Fed

La moderación de la inflación ha reducido las restricciones para que los bancos centrales relajen las condiciones monetarias y estimulen así las economías de América del Sur, con la excepción de Argentina. En Brasil el proceso de reducción de los tipos de interés de referencia que empezó en octubre ganó fuerza en los últimos meses con dos

recortes de 75pb en las últimas reuniones de política monetaria. En Colombia, desde que el ciclo de relajamiento monetario empezó en diciembre, los tipos de interés oficiales se recortaron en 75 pb, desde el 7,75% hasta el 7,0%. En Chile el ciclo de relajamiento monetario empezó en enero con un recorte de 25 pb y en marzo y abril continuaron con sendos recortes de la misma magnitud. Por su parte, no hubo ajuste de los tipos de interés de política monetaria en los últimos meses en Perú y Paraguay, en el primer caso en un delicado equilibrio entre una inflación aún por encima del rango objetivo (y expectativas cerca al límite superior del mismo) y una actividad débil. En el caso paraguayo, el mantenimiento de la inflación dentro del rango objetivo y con las expectativas alineadas al mismo ha favorecido una política monetaria sin cambios.

En contraste, en Argentina, la preocupación del banco central con la resistencia de la inflación a moverse de manera más significativa a la baja en los últimos meses, incluso con un repunte en marzo, motivó un incremento de los tipos de interés en abril, después de varios meses inalterados.

Un ciclo de endurecimiento monetario más corto al anticipado en México

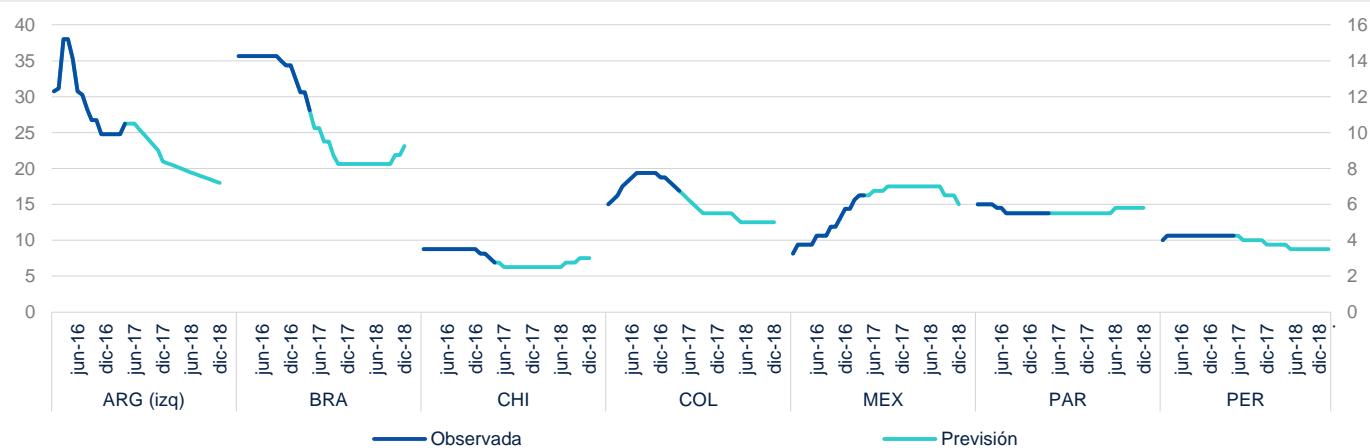
Esperamos que los ciclos de reducción de los tipos de interés continúen en los próximos meses en los países que ya lo han iniciado y que una eventual moderación de la inflación allane el camino para recortes también en Argentina y en Perú. En concreto, en Brasil los recortes deben ganar fuerza en los próximos meses y la tasa Selic debe alcanzar el 8,25% en el último trimestre del año, 100 pb menos de lo que esperábamos hace tres meses. En Colombia proyectamos que sucesivas reducciones de 25 pb llevarán los tipos de interés oficiales a 5,50% en el segundo semestre del año y que una moderación adicional de la inflación el próximo año creará margen para que los tipos caigan hasta el 5,0% en 2018. En Chile, prevemos un recorte adicional de 25 pb antes de que acabe el primer semestre, en un entorno de inflación bajo control y debilidad de la demanda. En Argentina, los recortes llegarían a mediados del año, en la medida que haya evidencia de reducción adicional de la inflación; en este caso, el riesgo es que la resiliencia de la inflación retrase los esperados recortes en los tipos de interés. En Perú, anticipamos dos recortes de 25 pb en la tasa de política monetaria durante este año (el primero al final del primer semestre) y otro adicional a inicios de 2018. En contraste con los demás países de América del Sur, los tipos de interés deben permanecer inalterados por un largo período de tiempo en Paraguay, donde la demanda interna crece a un ritmo más fuerte que en otros países de la región y la inflación sigue bajo control (Gráfico 2.9).

Las bajadas de los tipos de interés en América del Sur probablemente coincidirán con los aumentos de los tipos de referencia en EE.UU., generando un desacople entre la política monetaria en Sudamérica y la adoptada por la Reserva Federal norteamericana. Más allá de la presión depreciatoria sobre las divisas, dicho desacople puede potencialmente generar tensiones en los mercados de la región, principalmente si la Reserva Federal decide ser más agresiva a la hora de subir los tipos de interés. Este será, seguramente, un tema del cual estarán muy pendientes las autoridades monetarias de los países sudamericanos.

Ante un entorno distinto al del resto de la región, el tono de la política monetaria en México contrasta con la de los demás países latinoamericanos. En línea con el fuerte alza de la inflación en los últimos meses y los riesgos relacionados, las autoridades monetarias mexicanas han ajustado la tasa de fondeo al alza en 75 pb desde el inicio

del año (en 275 p.b. en los últimos 12 meses). Así, los tipos de referencia de política monetaria ahora se encuentran en 6,50%, por encima de los tipos de interés de equilibrio, que estimamos son de alrededor de 5,50%. Asimismo, es probable que el banco central mexicano ajuste su tasa de fondeo en lo que queda de año en línea con lo que probablemente hará la Reserva Federal. En concreto, esperamos que tras dos aumentos, los tipos de interés alcancen el 7,0% el tercer trimestre de este año. Los ajustes a la baja llegarían, en todo caso, en el segundo semestre de 2018, cuando esperamos que la inflación se acerque de manera más clara al rango meta. Por fin, es importante notar que anteriormente esperábamos que los tipos de interés alcanzasen el 7,50% en 2017, en lugar del 7,0%. El ajuste a la baja en nuestra previsión es consecuencia de las mejoras en el balance de riesgos para la inflación y de apreciación del peso mexicano en los últimos meses.

Gráfico 2.9 Tasa de política monetaria en los países con sistemas de objetivos de inflación (%)



Fuente: BBVA Research

Los riesgos externos amainan en el corto plazo, pero subsiste el ruido político interno en la región

Los riesgos sobre nuestras previsiones para América Latina se mantienen sesgados a la baja, por factores relacionados con el entorno exterior como por elementos de carácter doméstico.

En lo que se refiere al entorno exterior, sobresalen dos factores, uno relacionado con la resolución de los desequilibrios en China, y el otro ligado a las políticas económicas en EEUU y el proceso de retirada del estímulo monetario por parte de la Fed. En el primer caso, los desequilibrios de la economía china no dan señales de disminuir. Más allá de las mejores expectativas de crecimiento en el corto plazo, basadas en la reanudación de los estímulos, especialmente los fiscales, se incrementan los riesgos a medio plazo, en la medida en que el proceso de ajuste del patrón de crecimiento se ha detenido y podrían acentuarse las fragilidades financieras derivadas de una recuperación basada en el aumento del endeudamiento de los agentes económicos. Como hemos mencionado reiteradamente, un fuerte ajuste de la economía china afectaría especialmente a las economías de América del Sur a

través de la caída de las exportaciones a ese país y de los precios de las materias primas, así como la volatilidad en los mercados internacionales.

El retraso de las obras de infraestructura se une al ruido político como los elementos de riesgo interno en América Latina

En contraposición, los riesgos asociados a las políticas económicas en EEUU (especialmente las comerciales) disminuyen, en la medida que la nueva administración parece barajar propuestas moderadas sobre la renegociación del NAFTA, mientras sigue encontrando obstáculos para llevar adelante algunas de sus políticas de restricción a la inmigración. No obstante, también mencionamos al inicio de este informe la dificultad para sacar adelante medidas ligadas a la reducción de impuestos o el plan de gasto en infraestructuras, lo que reduce la probabilidad de un fuerte impulso en el corto plazo.

Por el lado monetario, estamos ya inmersos en un proceso de normalización de la política monetaria en EEUU, por lo que cabe esperar un aumento del coste de financiación a nivel global. La política de comunicación será clave en este proceso, para evitar errores como el famoso “taper tantrum” (sobrerreacción del mercado de bonos de 2013 ante la retirada de estímulos) en Estados Unidos. El tensionamiento de las condiciones de financiación no sólo dependerá de los tipos de intervención que fijan los bancos centrales, sino también, y muy especialmente, de los tipos de interés de largo plazo. En este caso, hay factores que siguen anclando la parte larga de la curva de tipos de interés, como la elevada incertidumbre, la escasez de activos refugio o algunos aspectos regulatorios.

Por el lado de los factores domésticos en América Latina, sigue resaltando el ruido político en la mayoría de países de la región, en varios casos combinado con posibles casos de corrupción de miembros de la clase política. Como ya comentamos en informes anteriores, el aumento del ruido político puede llevar a la inestabilidad o incluso a una crisis política en algunos países de la región, minando la gobernabilidad y retrasando procesos de reforma en marcha. Asimismo, en un contexto en el que confluyen varias elecciones importantes en numerosos países de la región, el ruido político y el desprestigio de las clases políticas tradicionales pueden desembocar en el surgimiento de movimientos populistas sin un programa económico coherente y que detengan el proceso de reformas necesario para relanzar el crecimiento de largo plazo en la región.

Además, el posible retraso de los proyectos de infraestructuras en países como Argentina, Perú o Colombia representa también un riesgo significativo sobre el crecimiento en el horizonte de previsión. No hay que olvidar que los países mencionados cuentan con la inversión en infraestructuras como uno de los pilares del crecimiento de la demanda interna en los próximos dos años. Pero el avance de esos proyectos (y su financiación, cuando dependen de la concesión al sector privado) pueden dificultarse en medio de sospechas de corrupción, al hilo de investigaciones recientes de carácter regional.

Por último, tanto la intensificación del ruido político como sorpresas negativas en el crecimiento tienen el potencial de seguir minando la confianza empresarial, lastrar la inversión privada y retrasar el despegue del crecimiento que anticipamos para este año.

3. Tablas

Cuadro 3.1. Previsiones macroeconómicas
PIB (% a/a)

	2015	2016	2017*	2018*
Argentina	2,6	-2,3	2,8	3,0
Brasil	-3,8	-3,6	0,9	1,8
Chile	2,3	1,6	1,6	2,4
Colombia	3,1	2,0	2,1	2,7
México	2,6	2,1	1,6	2,0
Paraguay	3,0	4,1	3,3	3,7
Perú	3,3	3,9	2,5	3,9
Uruguay	0,4	1,4	1,9	3,0
Mercosur	-2,6	-4,4	0,5	1,4
Alianza del Pacífico	2,7	2,2	1,8	2,4
América Latina	-0,3	-1,4	1,1	1,8

Inflación (% a/a, promedio)

	2015	2016	2017*	2018*
Argentina	26,7	41,2	27,2	16,1
Brasil	9,0	8,8	4,1	4,7
Chile	4,4	3,8	2,9	3,2
Colombia	5,0	7,5	4,2	3,3
México	2,7	2,8	5,6	4,1
Paraguay	3,1	4,1	4,3	3,7
Perú	3,5	3,6	3,6	2,2
Uruguay	8,7	9,6	7,1	8,1

Tipo de cambio (vs. USD, promedio)

	2015	2016	2017*	2018*
Argentina	9,3	14,8	16,5	18,3
Brasil	3,33	3,49	3,23	3,50
Chile	654	677	681	679
Colombia	2742	3054	2972	2995
México	16,0	18,7	19,7	19,5
Paraguay	5226	5633	5669	5825
Perú	3,19	3,38	3,31	3,41
Uruguay	27,3	30,1	30,3	32,6

Tipo de interés (% promedio)

	2015	2016	2017*	2018*
Argentina	33,0	30,4	24,5	19,3
Brasil	13,6	14,1	10,1	8,4
Chile	3,1	3,5	2,7	2,7
Colombia	4,8	7,2	6,3	5,1
México	3,0	4,3	6,6	6,8
Paraguay	6,1	5,7	5,5	5,6
Perú	3,4	4,2	4,1	3,6
Uruguay	21,4	22,2	21,7	22,7

Cuenta corriente (% PIB)

	2015	2016	2017*	2018*
Argentina	-2,7	-2,8	-3,0	-3,0
Brasil	-3,3	-1,1	-0,5	-1,0
Chile	-2,0	-1,4	-1,4	-1,6
Colombia	-6,4	-4,4	-3,6	-3,2
México	-2,9	-2,7	-3,0	-3,1
Paraguay	-1,0	2,0	0,3	0,0
Perú	-4,8	-2,7	-2,0	-2,1
Uruguay	-2,3	-0,9	-1,0	-2,3

Saldo fiscal (% PIB)

	2015	2016	2017*	2018*
Argentina	-4,8	-4,5	-4,9	-4,3
Brasil	-10,2	-9,2	-6,7	-5,7
Chile	-2,1	-2,7	-3,1	-3,0
Colombia	-3,0	-4,0	-3,6	-2,9
México	-3,5	-2,6	-2,4	-2,0
Paraguay	-1,7	-1,4	-1,7	-1,7
Perú	-2,1	-2,6	-2,9	-2,9
Uruguay	-3,5	-3,9	-3,6	-3,2

Previsión de Materias Primas

	2015	2016	2017*	2018*
Petroleo (Brent USD/Barril)(prom)	53	45	57	59
Soja (USD/ton) (prom)	350	363	370	359
Cobre (USD/LIBRA)(prom)	2,50	2,21	2,54	2,46

Fuente: BBVA Research. *Previsiones

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 América del Sur

Economista Jefe de América del Sur

Juan Manuel 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

Roberto Maeso
roberto.maeso@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
luana.tellez@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas. 28050 Madrid (España). Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25 - bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com