

# Situación Latinoamérica

2º TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE LATAM



01 El efecto positivo en el crecimiento de la recuperación de los precios de las materias primas se verá compensado por un gasto público más restrictivo

02 El PIB de América Latina se contraerá 1,1% en 2016, lastrado por Brasil (-3,0%). La Alianza del Pacífico crecerá 2,2%

03 El crecimiento se recuperará en 2017 al 1,7%, por un mayor crecimiento global y mayor inversión en algunos países

04 La inflación amaina levemente en la mayoría de países, ayudada por la recuperación de los tipos de cambio

## Índice

1 Resumen	3
2 Entorno global: crecimiento frágil y supeditado a China	5
3 La menor aversión global al riesgo impulsa a las materias primas y a los activos de Latinoamérica	7
4 Un gasto público menos expansivo en Latam en 2016	11
5 El ajuste del gasto lastrará el crecimiento en Latam en 2016, a pesar de la recuperación de las materias primas	13
6 La presión sobre la inflación disminuye ligeramente, por el fortalecimiento del tipo de cambio y la debilidad cíclica	18
Recuadro 1. La persistencia de la inflación en América Latina	21
Recuadro 2. ¿Ha aumentado el pass-through de tipo de cambio a precios en América Latina en 2016?	23
7 Política monetaria en tono de espera en la mayor parte de la región	26
8 Déficit exteriores elevados en Latam, pero empiezan a corregirse	29
9 Tablas	31

**Fecha de cierre: 23 de mayo de 2016**

# 1 Resumen

---

**El escenario económico global ha mejorado, pero el crecimiento mundial seguirá siendo bajo.** Las tensiones en los mercados financieros internacionales se moderaron notablemente a partir de febrero, impulsados por la mejora de los indicadores económicos de China (incluyendo menores presiones bajistas sobre su tipo de cambio), la recuperación de los precios de las materias primas y la moderación de las expectativas de subidas de tipos de interés por parte de la Fed. El crecimiento mundial en los últimos trimestres se ha acelerado, pero aún resulta insuficiente para alcanzar el 3,2% en promedio en 2016 (nuestra previsión para este año), crecimiento que aumentaría ligeramente, hasta el 3,4%, en 2017. Con todo, la mejora global continúa siendo frágil y supeditada, a corto plazo, tanto a la evolución de la economía china como a la resolución de los focos de inestabilidad geopolítica presentes en Europa. En cualquier caso, no es descartable que se repitan episodios de volatilidad financiera como el de principios de este año.

**La menor aversión global al riesgo impulsó a las materias primas y, en general, a los precios de los activos financieros en América Latina.** En general, los activos que más se recuperaron fueron los que habían sido más castigados en los últimos trimestres de 2015, aunque sin compensar las pérdidas sufridas durante los últimos dos años. Con todo, la recuperación de los mercados puede ser temporal, en la medida que subsistan los riesgos sobre China y sobre el ritmo del ajuste monetario en EEUU, si bien los primeros han disminuido después de las medidas de estímulo monetario y fiscal de las autoridades chinas, mientras que la Fed tiene margen para modular las subidas de tipos de interés en los próximos meses.

**La mayoría de países de la región llevarán a cabo un ajuste significativo del gasto, mayor al anticipado hace tres meses, con la importante excepción de Brasil.** La lenta recuperación del precio de las materias primas y la debilidad de la actividad económica han resentido los ingresos tributarios en muchas economías, lo cual ha determinado en muchos países el anuncio de recortes en los gastos por parte del sector público, para salvaguardar las reglas fiscales en vigor y no perjudicar las calificaciones soberanas. A esto se suma el proceso de gradual consolidación fiscal en marcha en Argentina (como parte del reordenamiento macroeconómico), que partía de una posición muy deteriorada. La principal excepción a este ajuste del gasto es Brasil, donde no ha sido posible un ajuste significativo por la falta de acuerdo político para implementar las iniciativas gubernamentales de consolidación fiscal, lo que ha llegado a determinar rebajas adicionales en la calificación de su deuda soberana.

**A pesar de la recuperación del precio de las materias primas, el necesario ajuste del gasto público lastrará el crecimiento en la región.** Los indicadores de confianza se siguen manteniendo débiles en la región, en terreno claramente pesimista en Argentina, Brasil, Colombia y Chile o muy débiles en el resto de países. En línea con esa debilidad de la confianza de hogares y empresas, el consumo y la inversión también han mostrado poco dinamismo, y se anticipa poca recuperación hasta finales de este año. Respecto a nuestras previsiones de hace tres meses, la recuperación de los precios de las materias primas es un factor positivo para el crecimiento, pero el comentado mayor ajuste esperado del gasto público más que compensará ese efecto, llevando a una ligera revisión a la baja de las previsiones de crecimiento en la región.

**El crecimiento de América Latina se contraerá -1,1% en 2016 lastrado por Brasil y, en menor medida, por Argentina.** El crecimiento en 2016 se verá lastrado fuertemente por Brasil, que volverá a mostrar una caída significativa del PIB (-3,0%), similar a la del 2015. En contraposición, los países de la Alianza del Pacífico seguirán manteniendo un ritmo de crecimiento alrededor del 2,5% en el bienio 2016-2017. Por países, la principal revisión a la baja del crecimiento en 2016 se produce en Argentina y Uruguay. En el primer caso, el crecimiento se revisa a la baja en 1,1 puntos porcentuales (pp) hasta el -0,4% por una

política monetaria y fiscal que se mantendrá en terreno contractivo por un lapso más prolongado que lo anticipado, para atajar los desequilibrios macroeconómicos acumulados en los últimos años. En el caso de Uruguay la revisión a la baja es de 0,4 pp por el estancamiento del consumo privado que empezó a evidenciarse ya en 2015. En Brasil no revisamos las previsiones de crecimiento en 2016 pues la mayor incertidumbre política será compensada por mayores términos de intercambio y una política fiscal más expansiva de lo anticipado.

**El crecimiento regional se recuperará al 1,7% en 2017, de la mano del sector externo y de la inversión.** El impulso del sector externo estará apoyado en la recuperación del crecimiento mundial, la depreciación del tipo de cambio y una cierta mejora de los términos de intercambio. Por otro lado, anticipamos un fuerte empuje de la inversión en países como Argentina, Perú o Colombia. Así, serán Perú, Paraguay, México y Colombia los países que presenten un mayor crecimiento en 2016, a los que se unirá Argentina en 2017 una vez que el programa de normalización de la economía haya encaminado la corrección de los desequilibrios en este año y se recupere la inversión privada.

**La presión sobre la inflación disminuye levemente, por la apreciación de los tipos de cambio.** La inflación se mantiene en el rango meta en México y Paraguay, pero aún por encima en el resto de países. Con todo, empieza a moderarse en Perú, Chile y Brasil, sin duda ayudado por la apreciación de los tipos de cambio en los últimos meses, que suma a la desaceleración de la demanda interna. Por otro lado, la inflación no termina de ceder en el caso de Argentina (aumento de tarifas públicas), Colombia (precios de los alimentos) y Uruguay (alimentos y ajustes de precios regulados). En estos tres países, junto con Brasil, también juega en contra una mayor inercia de la inflación que en otros países (Recuadro 1). Hacia adelante, la inflación se mantendrá dentro de los rangos objetivo de los bancos centrales en México y Paraguay y en clara moderación y convergencia a los mismos en el resto de países, donde llegará a finales de 2016 o en 2017, con la excepción de Colombia y Uruguay.

**Las menores presiones sobre la inflación permitirán a los bancos centrales mantener un compás de espera, excepto en Colombia, donde aumentarán los tipos de interés en el corto plazo.** En los últimos tres meses los tipos de interés de referencia se han mantenido estables en Brasil, Chile, México, Paraguay y Perú. En contraste, han subido –incluso más de lo esperado– hasta alcanzar 7,0% al cierre de abril, en Colombia. Además, la política monetaria ha pasado a tener un tono más restrictivo también en Argentina y en Uruguay. Hacia adelante, la moderación reciente de la inflación y la debilidad de la demanda interna hará que los bancos centrales mantengan sus tipos de interés inalterados en lo que queda del año en Brasil, Chile, Perú y Paraguay. En contraposición, el mantenimiento de una inflación al alza en Colombia determinará aumentos adicionales de los tipos de interés hasta el 7,5% al tiempo que en México se mantendría la sincronización con el aumento de los tipos de interés que decida la Fed hacia adelante. Por su parte, Argentina y Uruguay seguirán manteniendo una política monetaria restrictiva, al menos en el corto plazo.

**Los tipos de cambio de la región se depreciarán hacia adelante, presionados por la subida de tipos de interés por parte de la Fed y la moderación del crecimiento chino.** Después de la apreciación de los últimos tres meses, las depreciaciones cambiarias venideras serán probablemente más pronunciadas en Argentina, Brasil y Uruguay por la elevada inflación y la necesidad de aumentar la competitividad externa. Por otro lado, en Chile, Colombia y México anticipamos cierto espacio para la apreciación de sus tipos de cambio en la medida que los fundamentales de estas economías se fortalezcan y en línea con la gradual recuperación del precio del cobre y del petróleo.

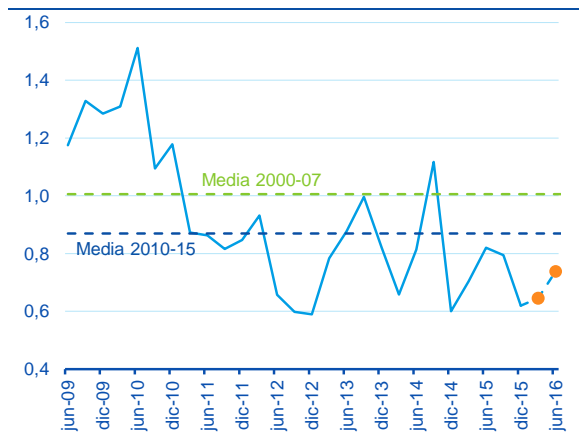
**Los déficits externos empiezan a corregirse en la mayoría de países.** La depreciación del tipo de cambio y la desaceleración de la demanda interna mantienen la senda de disminución de los déficits externos, que siguen financiados en una parte sustancial por capitales de largo plazo como la inversión directa exterior.

## 2 Entorno global: crecimiento frágil y supeditado a China

Los datos disponibles para el primer trimestre de 2016 confirman nuestros pronósticos de estabilización del crecimiento de la economía mundial en tasas reducidas pero ligeramente superiores a las de finales de 2015. El indicador BBVA-GAIN<sup>1</sup> cifra el aumento trimestral del PIB mundial en 0,6% (2,6% en tasa anualizada), bien por debajo del promedio registrado entre 2010 y 2015 (Gráfico 2.1). Un ritmo de crecimiento que podría acelerarse ligeramente en el segundo trimestre si se consolidan las señales de menor deterioro que arrojan los indicadores disponibles de producción, comercio y confianza empresarial, pero que todavía resulta insuficiente para que el avance anual de la economía mundial se sitúe en torno al 3,2% (nuestra previsión para el conjunto de 2016).

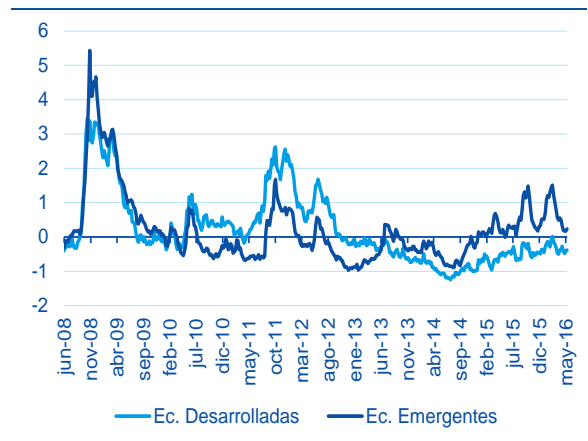
El fuerte aumento de la volatilidad financiera observado entre diciembre de 2015 y febrero de 2016, además de responder a la propia desaceleración de la actividad global, amenazaba con acentuarla si persistía con la misma intensidad y terminaba por traducirse en una contracción de las decisiones de gasto. El balance mejor de lo esperado de los indicadores económicos de China, junto con las menores presiones bajistas sobre la cotización del yuan, la recuperación de los precios de las materias primas y la moderación de las expectativas de subidas de tipos de interés por parte de la Fed, ha sido clave en la remisión de las tensiones financieras a partir de entonces y en la reducción, a su vez, de la probabilidad de ocurrencia de un escenario de estrés de dimensión global a corto plazo.

Gráfico 2.1  
**PIB mundial, % t/t. Previsiones 1T y 2T para 2016 en base a BBVA-GAIN**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
**Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)**



Fuente: BBVA Research y Haver

### China: menores riesgos a corto plazo, pero más dudas a largo plazo

El refuerzo de las políticas de estímulo, tanto monetario como fiscal, por parte de las autoridades chinas ha contribuido a suavizar los efectos del reajuste del sector manufacturero sobre la producción agregada y, por tanto, sobre los flujos comerciales del país con el resto del mundo. A corto plazo, la implementación de medidas contra-cíclicas puede facilitar una desaceleración de la economía más gradual de lo esperado; sin embargo, si ello trae aparejado un retraso en la corrección de desequilibrios fundamentales como el elevado apalancamiento del sector corporativo o el exceso de oferta en algunas ramas de la industria y la construcción, la vulnerabilidad financiera de China ante *shocks* como el observado en el verano de 2015 se

1: Véase <https://www.bbvarsearch.com/en/publicaciones/global-gdp-growth-remains-stuck-at-2-6-yoy-in-q1-less-cloudy-outlook-but-the-same-risks/>

estaría incrementando y, con ello, su potencial desestabilizador sobre el resto del mundo. Tomado en conjunto, estos factores nos llevan a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento en China en 2016, hasta el 6,4% en 2016, y mantener un crecimiento de 5,8% en 2017.

## El entorno internacional condiciona las decisiones de la Fed y contribuye a aliviar las presiones sobre los emergentes

El peso otorgado por los agentes al deterioro del entorno internacional en la función de reacción de la Fed explica el retraso en las expectativas sobre la próxima subida de tipos de interés. Frente a los dos aumentos que pronostican los miembros del FOMC para 2016, el mercado ha trasladado el siguiente incremento a principios de 2017. La respuesta del dólar, depreciándose pese al buen comportamiento relativo que sigue exhibiendo la demanda doméstica de EE.UU., y la relajación de los tramos largos de la curva dólar han contribuido a aliviar las restricciones de financiación del bloque emergente, como refleja: (i) el índice BBVA de tensiones financieras para esta región, que ha corregido todo el repunte observado en los primeros meses de 2016 (Gráfico 2.2), y (ii) la reactivación de las entradas de capital extranjero, en donde se ha producido entradas netas de capital en los países emergentes desde mediados de febrero debido, en parte, a la relocalización de flujos de inversión hacia instrumentos con mayor rentabilidad.

Además, en la medida en que los bancos centrales desarrollados mantengan la dirección de política monetaria de los últimos meses (refuerzo o mantenimiento de los estímulos en el caso del BCE y el Banco de Japón; prudencia en la normalización de tipos de interés por parte de la Fed), las autoridades emergentes dispondrán de mayor margen de maniobra para priorizar, entre sus objetivos, la recuperación económica. La gradualidad esperada para la Fed (factor de soporte a los flujos de capital hacia la región) y la recuperación reciente de las divisas (contención del posible aumento de la inflación por encarecimiento de los bienes importados) limitan la necesidad de acometer subidas agresivas de tipos de interés.

Con todo, la mejora relativa del escenario económico global en el último trimestre continúa siendo frágil y supeditada, a corto plazo, tanto a la evolución de la economía china como a la resolución de los focos de inestabilidad geopolítica presentes en Europa. En cualquier caso, no es descartable que se repitan episodios de volatilidad financiera como el de principios de este año (de mayor o menor intensidad), en un contexto de incertidumbre elevada sobre la capacidad del bloque emergente para sortear su desaceleración y de los bancos centrales desarrollados para relanzar el crecimiento.

### 3 La menor aversión global al riesgo impulsa a las materias primas y a los activos de Latinoamérica

#### Liderados por el hierro, el petróleo y la soja, los precios de las materias primas repuntaron en los últimos tres meses

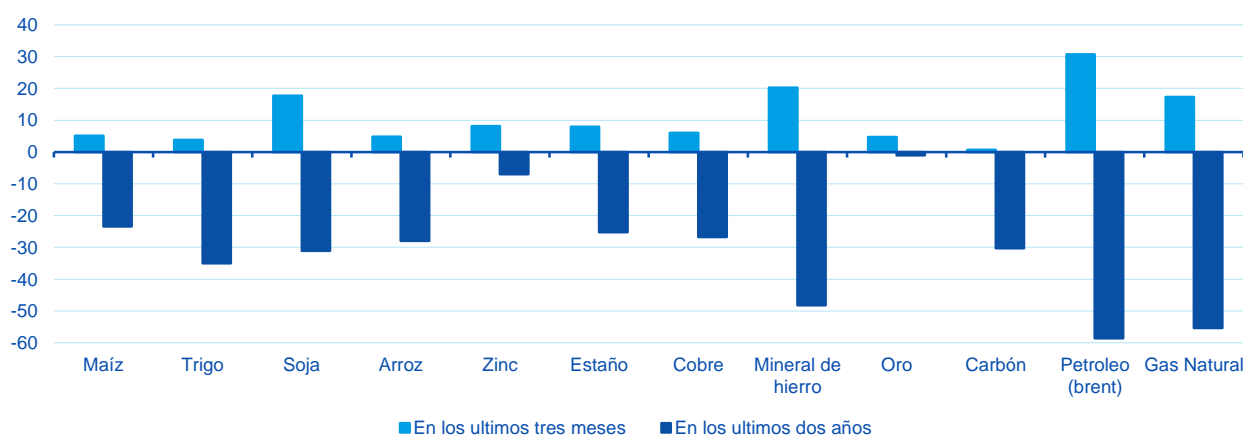
Tras las fuertes caídas de los meses anteriores (véase nuestro [Situación Latinoamérica del primer trimestre de 2016](#)), los precios de las materias primas aumentaron significativamente en los últimos tres meses. Los aumentos más acentuados fueron los del precio del mineral de hierro (20%), del petróleo Brent (+31%) y de la soja (+18%) y, si bien ninguna de las principales materias primas registró una caída importante en su precio, algunas como el arroz, el trigo, el carbón y el gas natural sí exhibieron variación prácticamente nula en su precio durante el período considerado. Asimismo, los precios de las materias primas se mantienen en general bastante por debajo de los registrados hace dos años, cuando empezaron a aumentar las preocupaciones por la desaceleración de la economía china (Gráfico 3.1).

Conviene recordar que la tendencia bajista del precio de las materias primas en los últimos años, incluyendo las bruscas caídas observadas al inicio de 2016, ha estado relacionada con la moderación de la demanda china y las dudas sobre la capacidad del país en eludir un “aterrizaje forzoso”. En la misma tónica, el repunte registrado en los últimos tres meses en los mercados de productos primarios se debe precisamente al menor riesgo de que la economía china se modere en el corto plazo mucho más allá de lo esperado y de que el yuan de debilite de manera acentuada (véase la sección anterior para más detalles sobre la evolución de la economía de China).

Asimismo, el mejor desempeño del precio de las materias primas en los últimos meses se debe también a la consolidación de la visión de que el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos será gradual. En particular, la dinámica del dólar americano, que se mantuvo en un nivel más depreciado que lo que muchos anticipaban, también ha apoyado los mercados de materias primas.

Gráfico 3.1

#### Precios de las materias primas (variación % hasta el 23 de mayo)



Fuente: Bloomberg

Más allá de los factores globales mencionados anteriormente, el precio del petróleo también fue afectado en los últimos meses por el impacto de los menores precios sobre las decisiones de oferta (particularmente en EE.UU.), por la reducción de los inventarios de productos refinados en EE.UU., y por los cortes de producción debido a

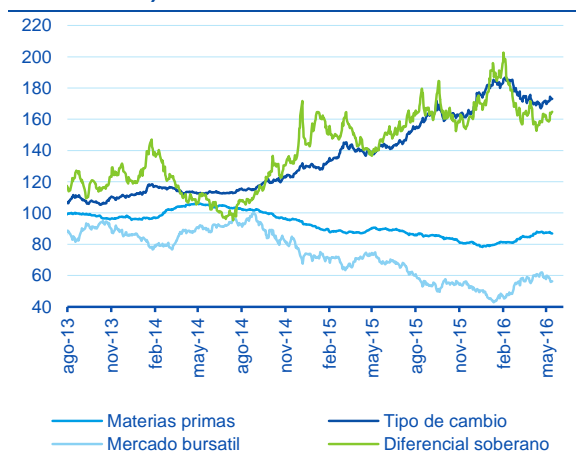
factores geopolíticos o necesidad de mantenimiento de instalaciones productivas (como en Irak, Turquía y Nigeria).

En los mercados de la soja influyeron también las perspectivas menos positivas sobre la próxima cosecha, principalmente debido a condiciones climáticas menos favorables en EE.UU. y en el Hemisferio Sur. En el caso de cobre, otro producto importante dentro de América Latina, principalmente para Chile y Perú, contribuyeron también a la reciente presión alcista, además de las variables globales, la moderación de las apuestas especulativas contra el precio del metal y la pérdida del permiso para exportar de una importante empresa productora en Indonesia.

### Los activos financieros de la región se recuperaron en los últimos meses, borrando parte de las pérdidas registradas anteriormente

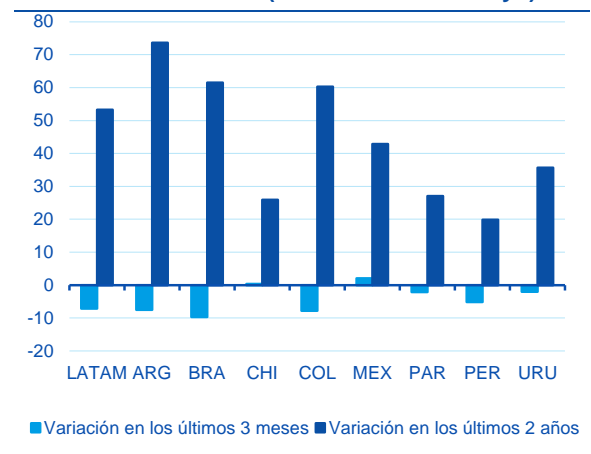
La estabilización del crecimiento global, los menores temores sobre un “aterrizaje forzoso” en China y sobre el proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. han permitido no sólo un repunte en el precio de las materias primas mencionado anteriormente sino también —y en parte ligado a los mejores precios de los productos primarios— una recuperación significativa en el precio de los principales activos financieros de los países latinoamericanos en los últimos meses (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.2  
**Latam: Cotizaciones bursátiles, diferenciales soberanos y tipos de cambio (índice 23 de mayo de 2013=100)\***



\* Tipo de cambio: promedio de los países de la región. Indicador bursátil: MSCI. Riesgo soberano: EMBI Latam. En el caso del tipo de cambio, un aumento del índice indica depreciación.  
Fuente: Haver Analytics, Datastream y BBVA Research

Gráfico 3.3  
**Evolución de los tipos de cambio en América Latina frente al dólar\* (% hasta el 23 de mayo)**



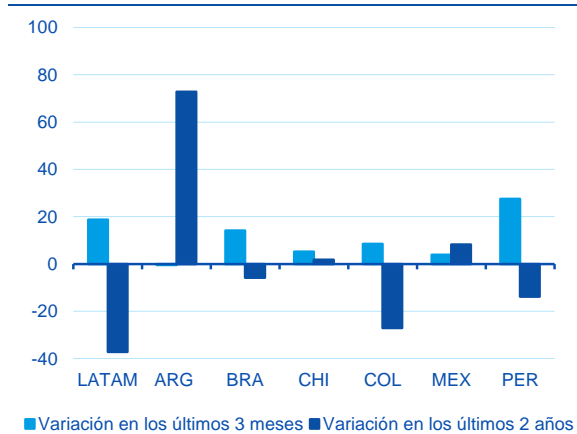
\* Variaciones positivas representan depreciaciones cambiarias.  
Fuente: Datastream y BBVA Research

Como lo demuestra el gráfico 3.3, las principales divisas de la región se apreciaron, con la excepción del peso argentino y del uruguayo, que sin embargo se mantuvieron prácticamente estables en términos nominales (en términos reales, descontándose la elevada inflación de ambas economías, las dos divisas se han apreciado). La apreciación reciente ha sido más fuerte en Brasil y en Colombia (9% y 15%, respectivamente), países en que las pérdidas anteriores habían sido mayores. En efecto, en lo acumulado de los últimos dos años, y a pesar de las ganancias recientes, la depreciación observada en los dos países tan sólo ha sido superada por la registrada en Argentina, donde el cepo cambiario ha sido eliminado al final de 2015. Asimismo, el real brasileño en los últimos meses se benefició del fuerte repunte de los precios del hierro, de la soja, y del petróleo, así como del optimismo de los mercados financieros locales con un gobierno presidido por el vice-presidente Michel Temer, mientras que la apreciación del peso colombiano refleja en buena parte la recuperación del precio del petróleo en los mercados globales. En Chile, México, Paraguay y Perú, el tipo de cambio se apreció alrededor de 5% en



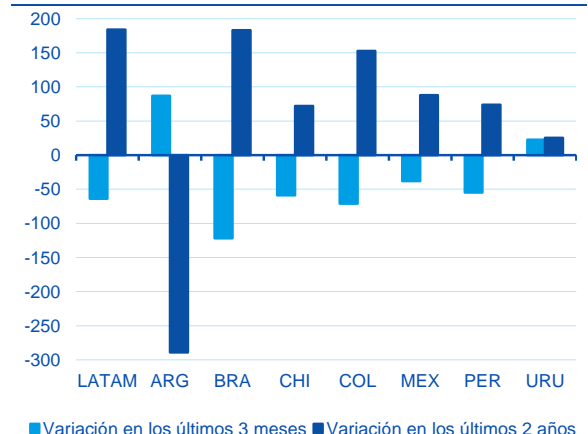
términos nominales en los últimos tres meses. En todo caso, también en estos países, el tipo de cambio sigue estando en niveles más depreciados que hace dos años, cuando aumentaron los temores sobre la moderación del crecimiento en China y se inició el proceso de retirada gradual del estímulo monetario en EEUU con la disminución de las compras de bonos por parte de la Fed.

Gráfico 3.4  
**Evolución de las cotizaciones bursátiles en América Latina (variación %, en moneda local, hasta el 23 de mayo)**



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 3.5  
**Evolución de los diferenciales soberanos en América Latina (EMBI, puntos básicos, variación hasta el 23 de mayo)\***



\* En el caso de Argentina, las variaciones recientes no obedecen solamente a factores económicos, sino que también a un cambio de la canasta de bonos utilizada en la medición del riesgo-país tras la exitosa emisión de bonos realizada en abril para el pago de los hold-outs.  
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

El tono relativamente optimista de los mercados globales llegó también a los mercados bursátiles de la región en los últimos meses (Gráfico 3.4). Se han registrado ganancias en todos los países, más tímidas en México, Chile y Colombia y más significativas en los demás casos. En particular, en Argentina las ganancias recientes elevan hasta el 94% la valorización del mercado bursátil local acumulado en los dos últimos años, explicado por el creciente optimismo a lo largo de dicho período sobre la probabilidad y el resultado de los ajustes macroeconómicos. En Perú y Colombia la valorización reciente de los mercados bursátiles medidos en moneda local ha sido relevante, pero no suficiente para borrar las pérdidas acumuladas desde hace dos años. En México el desempeño reciente ha sido positivo, aumentando el resultado acumulado desde mediados de 2014. Por fin, en Brasil y Chile ha compensado las pérdidas observadas en los dos años anteriores, dejando al mercado bursátil en un nivel similar al de mediados de 2013.

Con respecto a los diferenciales soberanos, se han observado ajustes considerables a la baja en los últimos meses, principalmente en los países en los cuales los aumentos habían sido más marcados en los últimos tiempos (Gráfico 3.5). Asimismo, el diferencial soberano argentino se redujo aproximadamente 90 p.b. desde el inicio de febrero hasta el final de abril, el momento cuando ocurrió la mencionada adecuación del índice.

Finalmente, es importante resaltar que el aumento del precio de los activos financieros en Argentina se benefició, además de los ajustes macroeconómicos puestos en marcha en los últimos meses, del acuerdo que el país alcanzó con los acreedores *hold-outs*, lo que ha permitido al país volver a acceder a los mercados financieros globales para financiarse. Por otro lado, es interesante notar que las ganancias observadas en los mercados brasileños, en parte estimuladas por las perspectivas sobre un nuevo gobierno, se materializaron a pesar de las nuevas rebajas en la calificación crediticia del país anunciadas en la segunda mitad de febrero (en concreto, Moody's rebajó la nota del país en dos escalones, quitándole al país su grado de inversión al país, y S&P anunció una rebaja de un escalón hasta BB, dos escalones por debajo de la zona de grado de inversión).

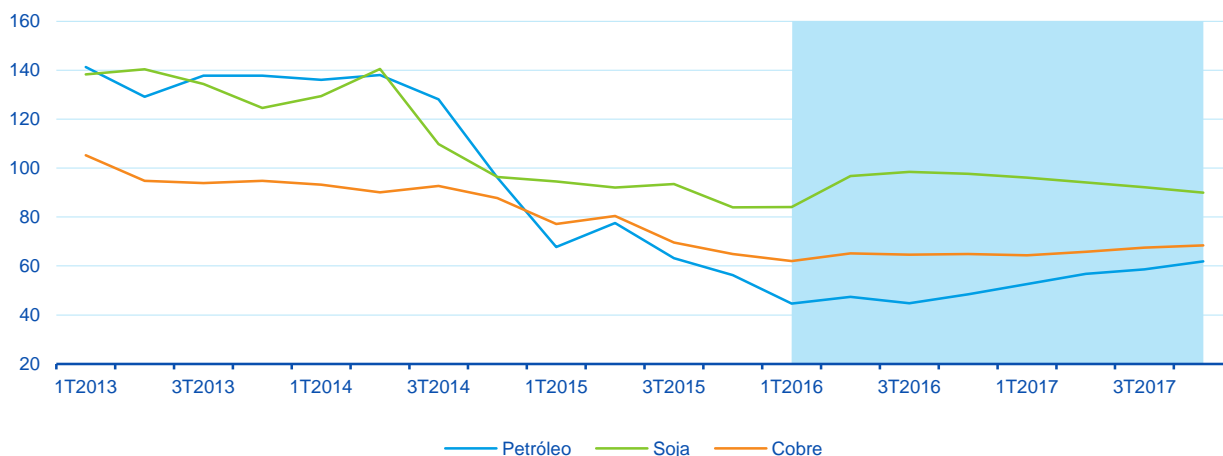
## La recuperación de los mercados puede ser temporal, en la medida que subsistan los riesgos sobre China y sobre el ajuste monetario en EEUU

En línea con lo que hemos venido destacando desde hace algún tiempo, el proceso de moderación de la actividad económica en China y el de normalización de la política monetaria en EE.UU. han seguido determinando el rumbo de los mercados financieros globales y, en particular, los de América Latina. En la medida que ni el proceso de desaceleración chino, ni el de subida de tipos de interés por la Fed estén cerca de su final, ambos seguirán influyendo en la evolución de los mercados en los próximos tiempos.

Seguimos esperando un “aterrizaje suave” de la economía China y una normalización ordenada de la política monetaria en EE.UU., con lo cual lo más probable es que los mercados de materias primas y los mercados financieros de la región presenten una tendencia relativamente positiva en el medio y largo plazos. Sin embargo, los riesgos relacionados a ambos eventos seguirán presentes, lo que debe seguir inyectando volatilidad a los mercados globales. En particular, vemos algún espacio para correcciones a la baja en los próximos meses en los precios de las materias primas, lo que pondrá en jaque las ganancias recientes de los precios de los principales activos financieros de América Latina (Gráfico 3.6).

Gráfico 3.6

### Previsiones de precio de las principales materias primas (índice promedio 2010 = 100)



Fuente: BBVA Research

## 4 Un gasto público menos expansivo en Latam en 2016

### Dependiendo del país, se anticipa un ajuste significativo del gasto público o una fuerte desaceleración, ante la disminución de ingresos tributarios

Las sendas de gasto público serán menos expansivas de lo anticipado hace tres meses, en la mayoría de países de la región. Por un lado, la lenta recuperación del precio de las materias primas y la debilidad de la actividad económica ha resentido los ingresos tributarios en muchas economías. En el contexto de un espacio fiscal reducido en la mayoría de países y del cumplimiento y mantenimiento de la credibilidad de las reglas fiscales en vigor esto ha determinado en muchos países el anuncio de recortes en los gastos por parte del sector público. A esto se suma el proceso de gradual reducción del gasto (como parte de la normalización de las políticas macroeconómicas) en marcha en Argentina, con una posición de partida muy deteriorada. La principal excepción a este ajuste del gasto es Brasil, donde un recorte más significativo no ha sido posible por la falta de acuerdo político para implementar las iniciativas gubernamentales de consolidación fiscal, lo que ha llegado a determinar rebajas en la calificación de su deuda soberana<sup>2</sup>. Teniendo en cuenta esa dinámica de ingresos y gastos, la previsión de déficit público en los países de la región no se modifica sustancialmente respecto a nuestra previsión de hace tres meses, salvo en el caso de Argentina (con una reducción de subsidios energéticos y de transporte más ambiciosa), y en Perú y Chile, con déficits públicos al alza en 2016, pero a un menor ritmo al anticipado hace tres meses. (Gráfico 4.1).

En el caso de Argentina el recorte de gasto en subsidios será significativo, como parte del conjunto de medidas anunciadas por el gobierno en los primeros meses del año encaminadas a corregir los desequilibrios en cuentas públicas. Entre estas medidas destacan el aumento en tarifas de los servicios públicos, electricidad, gas, agua, combustibles y transporte. Así, estimamos que el déficit se reducirá desde 5,3% del PIB en 2015 hasta 4,1% en 2016 y que continuará hasta llegar a menos de 1% del PIB en 2019.

Entre los países de la Alianza del Pacífico, Chile, y México anunciaron también recortes en el gasto público durante el trimestre: la escasa mejora en precio de sus principales commodities ha implicado la necesidad de ajustes importantes en el gasto público. Cabe mencionar que Colombia anunció también recortes en el gasto público, incluidos ya en las previsiones de hace un trimestre, con lo que el escenario base se mantiene inalterado. En el caso de Perú, es poco probable que el nuevo gobierno realice ajustes al gasto importantes y el ajuste observado se produce principalmente por el retraso en la financiación de algunos proyectos de infraestructura.

Entre estos cuatro países destaca el caso de Chile donde se anunció un ajuste fiscal por US\$540 millones para 2016. Este ajuste está influido principalmente por el ajuste a la baja en la estimación del precio de largo plazo del cobre. Cabe mencionar que algo más que el 70% del ajuste será en gasto corriente. Con los recortes anunciados y también debido a una mayor efectividad recaudatoria de la reforma tributaria estimamos que el déficit fiscal efectivo se reduzca de 3,3% estimado hace tres meses a 2,7% del PIB estimado ahora.

En México se anunciaron recortes en el gasto público, equivalentes a cerca de 1% del PIB con lo que se pretende corregir el gasto ante la disminución de los ingresos petroleros. La mayor parte del recorte aplicará este año al presupuesto de Pemex. Estos recortes al gasto seguirán en 2017 para cumplir su meta de

2: Recordar que en febrero de este año la agencia Fitch fue la tercera (antes lo habían hecho S&P y luego Moodys) en retirarle la calificación de 'grado de inversión' a la deuda soberana de Brasil. Entre los motivos para hacerlo destaca la mala situación de las finanzas públicas del país. En México el 31 de marzo pasado la agencia Moody's rebajó de estable a negativa la perspectiva para la deuda soberana, indicando que serán determinantes los progresos en materia de consolidación fiscal para la eventual modificación de la calificación. En este sentido, la SHCP recompró su propia deuda por el equivalente a 0,5% del PIB usando para ello recursos del remanente de operación de Banxico.

consolidación fiscal. El menor gasto público podría influir sobre la tasa de crecimiento del año, pero en términos de déficit fiscal no prevemos cambio respecto a la previsión de hace tres meses.

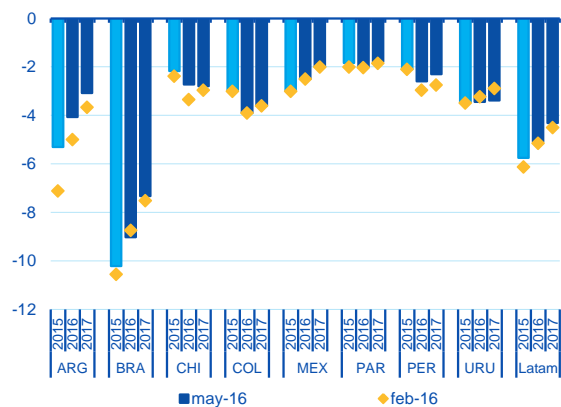
Por su parte, Perú ha corregido 0,4 pp su perspectiva de déficit fiscal en 2016, que promediará 2,5% en el bienio 2016-2017, desde 2,8% estimado antes. Cabe mencionar sin embargo que los ingresos del gobierno como porcentaje del PIB disminuirán en 2016 resultado de menores tasas impositivas, menores precios de metales y petróleo y muy lenta recuperación del PIB no primario. Será relevante conocer una vez entrado el nuevo gobierno, los proyectos de infraestructura a los que se pretende dirigir los mayores recursos anunciados.

Colombia había anunciado ya hace un trimestre los ajustes pertinentes en su presupuesto. La inflexibilidad del gasto a la baja y el menor gasto de intereses externos (por la menor tasa de cambio) hacen pensar que el ajuste del gasto en 2016 no será mayor al incorporado en el escenario de enero. Así, estimamos que Colombia mantendrá su déficit fiscal en 3,9% del PIB en 2016 y 3,6% en 2017.

En el caso de Brasil, la situación política no ha permitido que se hiciera un ajuste fiscal más significativo, necesario para frenar el deterioro de las cuentas públicas. Por lo tanto, anticipamos algo más de laxitud en la evolución del déficit primario en el país. Así, el ajuste del gasto será menos ambicioso de lo previsto inicialmente, y el ajuste que pueda implementar el nuevo gobierno de Michel Temer, que reemplaza el de Dilma Rousseff quien recientemente fue destituida por el Congreso, estará fuertemente condicionado por la capacidad de encontrar los apoyos necesarios en el parlamento. Así, el déficit primario como porcentaje del PIB en 2016 y 2017 será mayor al estimado hace tres meses (1,5% y 0,6% respectivamente en las previsiones actuales) y el déficit total se ubicará en 9% del PIB en 2016 y 7,3% en 2017.

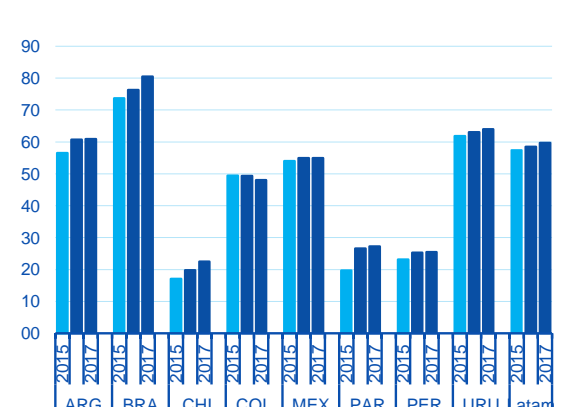
En Uruguay y Paraguay esperamos ahora una reducción más lenta en el déficit fiscal en el bienio 2016-2017. Destaca el deterioro en la situación fiscal en Uruguay desde 2014 y que se mantuvo en 2015, donde la importante inflexibilidad a la baja del gasto corriente y los menores ingresos tributarios han implicado que deje de reducirse la deuda pública como porcentaje del PIB como venía sucediendo desde la restructuración amistosa de 2015 (Gráfico 4.2). En Paraguay no alteramos la expectativa de resultado fiscal respecto al trimestre previo; la reducción será paulatina de manera que se cumpla el tope que estipula la Ley de 1,5% del PIB.

Gráfico 4.1  
Saldos Fiscales como % del PIB



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.2  
Deuda pública bruta (% del PIB)



Fuente: BBVA Research, WEO del IMF

## 5 El ajuste del gasto lastrará el crecimiento en Latam en 2016, a pesar de la recuperación de las materias primas

### Los indicadores de confianza continúan débiles y lastran a la demanda

Muchos de los factores que han lastrado la confianza en la región continúan presentes: (i) alto ruido político en varios países, (ii) la incertidumbre sobre políticas económicas (incluyendo procesos de reforma en algunos países); (iii) el deterioro cíclico, que incluye la persistencia de mercados laborales menos boyantes; (iv) una mayor inflación, que continúa afectando a la renta disponible; y (v) un entorno externo menos favorable, influido por la escasa recuperación en el precio de materias primas (Gráfico 5.1).

Los indicadores de confianza se mantienen en terreno pesimista en la mayoría de países (Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México) y en niveles de débil optimismo en Perú. Destaca particularmente el fuerte ajuste a la baja en la confianza de los consumidores en Argentina y Colombia en los últimos meses.

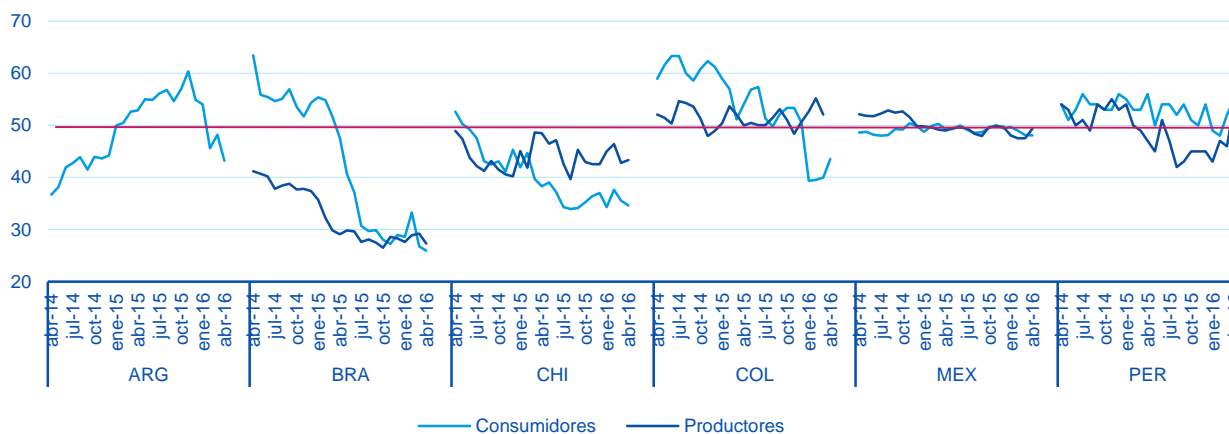
En el caso de Argentina la confianza del consumidor se ha afectado por la aceleración de la inflación tras la devaluación, a lo que se le añade el efecto de aumento de tarifas de energía, agua y transporte (tanto observado como anunciado) y las elevadas tasas de interés reales que dificultan la compra de bienes durables. En el caso de Colombia la fuerte caída en confianza de los consumidores se relaciona con la baja tasa de aceptación presidencial, la depreciación cambiaria y encarecimiento de los bienes importados, además del continuo deterioro del mercado laboral. Resulta paradójico sin embargo que esta bajada en confianza aún no se haya trasladado a indicadores de consumo, que mantienen crecimientos elevados.

En Brasil, la elevada incertidumbre política, inflación elevada y debilidad en el mercado laboral que ha se ha traducido en el continuo deterioro de la confianza de los consumidores que ha llegado en abril a su nivel mínimo histórico, menos de la mitad que hace apenas un año y medio.

La confianza de los empresarios se mantiene en terreno pesimista en Brasil, Chile y México, aunque con menor deterioro que la confianza de los consumidores. En Brasil factores clave han sido la incertidumbre política y en general el impacto de la depreciación cambiaria sobre los costos de producción de las empresas de la región. Por otro lado, la confianza se ha recuperado recientemente en Perú, ante la perspectiva del mantenimiento del modelo económico después de la primera vuelta de las elecciones.

Gráfico 5.1

**Confianza consumidor y productor (valores sobre 50pts indican optimismo)**



Fuente: BBVA Research

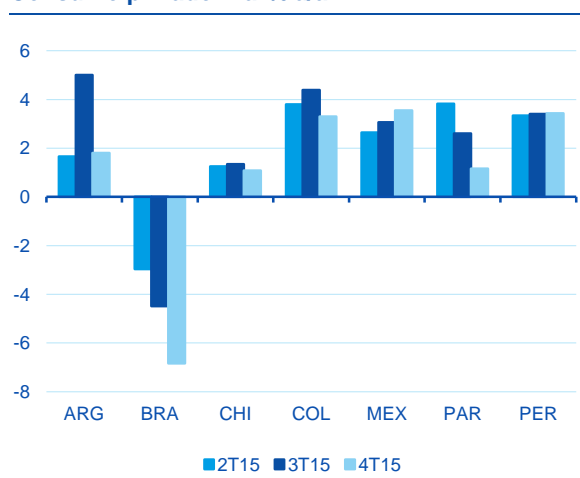
En línea con lo que apuntan los indicadores de confianza y la moderación observada, el consumo y la inversión han continuado mostrando poco dinamismo y estimamos poca recuperación hasta finales de 2016. Indicadores disponibles apuntan a que la demanda interna habrá mantenido crecimientos escasos en los primeros meses de 2016, y de hecho se haya moderado en Argentina, Brasil, Paraguay y Perú, mientras que en el resto de países habrá mejorado ligeramente respecto a un año antes (Gráficos 5.2 y 5.3). En cualquier caso, destaca especialmente la debilidad de la inversión en la región, con caídas en los últimos trimestres, con la excepción de México.

Hacia los siguientes trimestres estimamos poca mejoría, aunque será clave distinguir que habrá un componente estadístico hacia la segunda mitad del año en Argentina y Brasil, que en términos de comparación anual aparecerán con crecimientos importantes. En el caso de Argentina prevemos una fuerte recuperación de la inversión en el segundo semestre, particularmente de la inversión privada, por el levantamiento del “cepo cambiario” y la salida del default que daría acceso a financiamiento<sup>3</sup>. En Brasil estimamos que comenzará a fluir la inversión en 2017 una vez se reduzca la incertidumbre política y el BCB empiece a recortar los tipos de interés de referencia.

En Argentina y en Perú estimamos que la inversión pública podría jugar un papel importante por los planes de infraestructura anunciados, al contrario que en el caso de Colombia y México donde estimamos una desaceleración de la inversión pública en 2016 y 2017 por menores recursos de regalías y por la baja ejecución de proyectos regionales en el primer caso y recortes en proyectos de infraestructura previamente anunciados en el caso de México. Desde finales de 2016 sin embargo, estimamos que la inversión pública repunte en Colombia por inicio de las obras 4G.

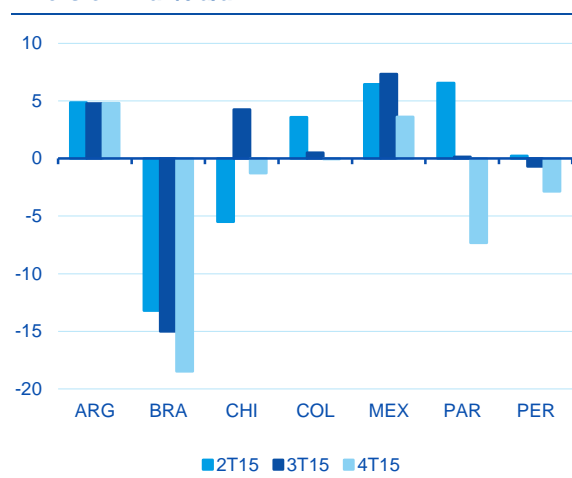
El consumo empezará a recuperarse lentamente en la región a partir de la segunda parte del año, lo que será impulsado por la moderación en la inflación, que implicará mejora del salario real. En el caso de Brasil estimamos que las caídas en el consumo en el segundo semestre no serán tan fuertes como las vividas hasta ahora. En los andinos estimamos muy escasa recuperación del consumo, aunque lo habrá en la segunda mitad del año. En los tres países la mejora esperada para 2017 del consumo privado estimamos que sea suave y con un espacio de expansión acotado.

Gráfico 5.2  
Consumo privado: Var% a/a



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

Gráfico 5.3  
Inversión: Var% a/a



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

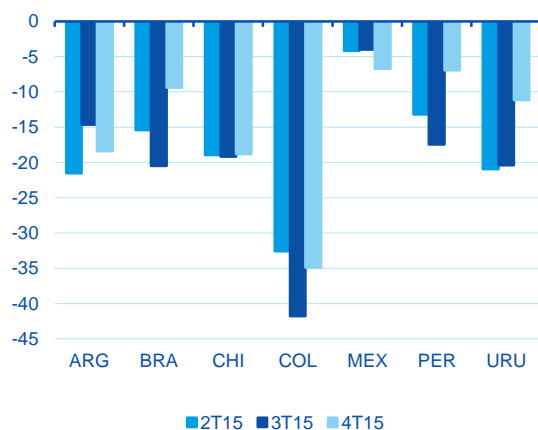
3: Argentina declaró a finales de 2015 una “emergencia estadística” en el marco de un proceso de revisión integral de las estadísticas económicas. El INDEC (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos) reanudará la publicación de estadísticas en junio del presente año. Se usan para el análisis series generadas por organismos privados (Rubinstein y Asociados).

## Las exportaciones siguen sufriendo el impacto de la caída de precios de las materias primas y la debilidad de los mercados Latinoamericanos

Las exportaciones permanecieron débiles los primeros meses de 2016 por los menores ciclos de exportación de materias primas, si bien los volúmenes de *commodities* no han disminuido mucho. Además como ha sido el caso en los últimos trimestres, la debilidad de la demanda proveniente de la región refuerza la desaceleración de las exportaciones.

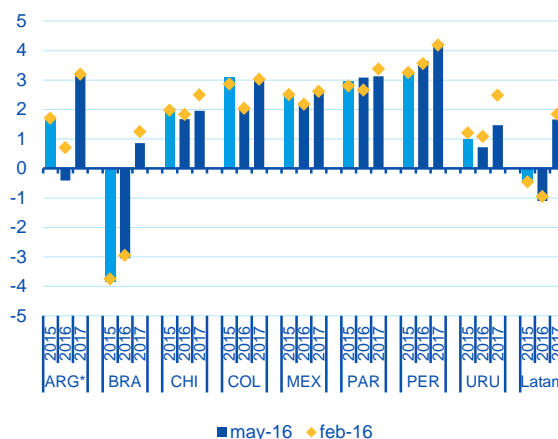
A pesar de que en comparación anual las exportaciones continúan cayendo en todos los países, esta caída se moderó en el último trimestre de 2015 y los datos disponibles apuntan a que lo ha seguido haciendo en los primeros meses de 2016. Destacó negativamente Argentina, cuyas exportaciones sufrieron afectación relacionada con la menor demanda de Brasil. Para el resto del año y 2017 estimamos una lenta mejora en exportaciones de bienes, que irá de la mano con la mejora en precios de materias primas y demanda externa (Gráfico 5.4).

Gráfico 5.4  
Exportaciones, var % a/a



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

Gráfico 5.5  
Países Latam: Crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales \* Para Argentina se considera una medida del PIB privado

## América Latina se contraerá -1,1% en 2016 y recuperará en 2017 (1,7%) de la mano del sector externo y de la inversión en algunos países

Hemos revisado las previsiones de crecimiento para América Latina en 2016 y 2017, ya que a pesar del incremento en el precio de las materias primas, el ajuste de las sendas de gasto público en la mayoría de los países compensará en gran medida este efecto positivo.

La revisión a la baja entre los países de la región para 2016 se concentra principalmente en Argentina (-1,1 pp) por una política fiscal y monetaria más restrictiva para atajar los desequilibrios fiscales y monetarios acumulados en los últimos años. El segundo país donde la revisión es importante es Uruguay (-0,4 pp) y se relaciona con la sorpresa negativa del crecimiento en el último trimestre de 2015 (-0,1% t/t), derivada a su vez del estancamiento del consumo privado. En Chile hemos revisado a la baja ligeramente (0,2) la estimación de crecimiento para 2016, producto principalmente de la debilidad de la confianza por parte de los consumidores y de una salida más lenta de este bache de confianza.

En el resto de las economías estimamos pocos cambios respecto a la estimación de un trimestre antes para este año (Gráfico 5.5). En particular, en Brasil no revisamos las previsiones de crecimiento en 2016 pues la

mayor incertidumbre política será compensada por términos de intercambio mayores a lo esperado y una política fiscal más expansiva.

Para 2017 las principales revisiones a la baja se concentran en Uruguay (-1 pp), Chile (-0,5 pp) y Brasil (-0,4 pp). En el caso de Uruguay la fuerte revisión se explica por el estancamiento en el consumo privado y el aún escaso empuje previsto para la inversión. En Chile estimamos que la confianza tanto de consumidores como de productores tardará aún en recuperarse, dado el entorno de crecimiento muy moderado, a lo que se suma la incertidumbre por el resultado final de las reformas estructurales en curso. Con ello no estimamos aumentos en actividad relevantes, sino una economía que se mantendrá debajo de su potencial y sin crecimientos mayores. En Brasil la revisión a la baja tiene en cuenta un menor repunte de los términos de intercambio en 2017, ante la mejora de los precios en 2016.

En Colombia y Perú mantenemos prácticamente inalteradas las previsiones de crecimiento que teníamos en enero. En Colombia el principal impulsor del crecimiento será el incremento de la inversión en ambos años (de 3,7% a 5,9% entre 2016 y 2017), impulsada por el impacto de las obras de 4G. La inversión se beneficiará también de la menor depreciación cambiaria. Por su parte en Perú el mayor aporte en el crecimiento se extenderá a 2017, principalmente por el incremento de la producción minera —ante la entrada en fase de operación de grandes proyectos de extracción de cobre— y por las obras de infraestructura, con un componente público importante. A ello se añade la desaparición del lastre de El Niño sobre el sector agrícola y la normalización de la producción de hidrocarburos. Por su parte para México tampoco estimamos cambios en la estimación de crecimiento para 2017 en comparación a hace un trimestre (2,6%), ya que el país continuará beneficiándose de la mejora en crecimiento de Estados Unidos.

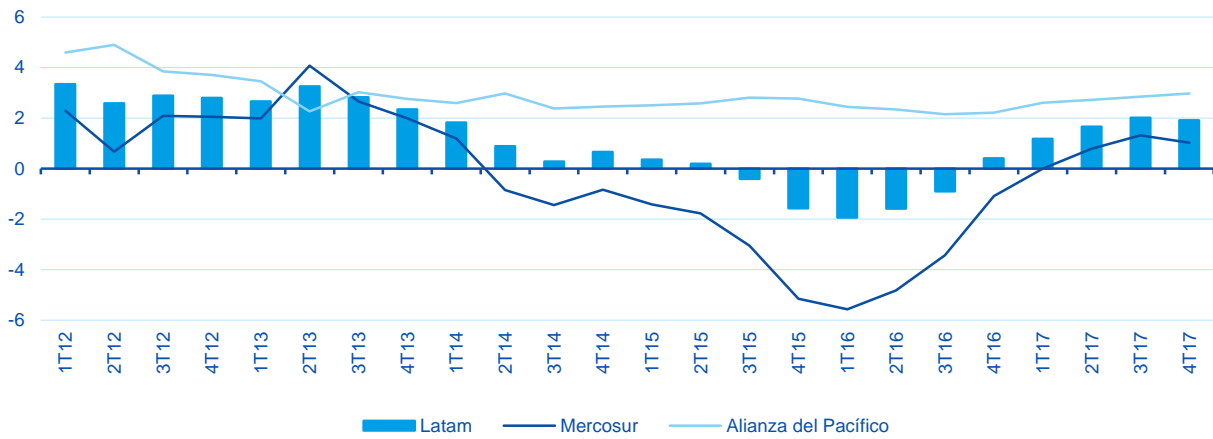
Anticipamos entonces que el aumento más significativo de crecimiento en la región se verá en 2017 aunque este aumento será lento. Los motores de este crecimiento serán los mismos que esperábamos hace tres meses: (i) el mayor empuje del sector externo, ayudado por la recuperación del crecimiento mundial, la mejora en los términos de intercambio y la depreciación del tipo de cambio en el último año y medio, (ii) el resurgimiento de la inversión principalmente privada en Argentina, lo que será clave una vez resuelto el conflicto con los holdouts; y (iii) el empuje de la inversión en infraestructura en Colombia y Perú.

## Se mantendrá la fuerte heterogeneidad en la región. Los países de la Alianza del Pacífico serán los más dinámicos en 2016, a los que se unirá Argentina en 2017

Los países de la Alianza del Pacífico mantendrán un crecimiento estable aunque menor que el registrado hace tres años y menor a su potencial, creciendo en torno a 2,5% en el bienio 2016-2017. En contraste Brasil seguirá sumido en una recesión por segundo año consecutivo y con una salida estimada muy lenta (Gráfico 5.6). Serán Perú, Paraguay, México y Colombia los países con mayor crecimiento en 2016, a los que se unirá Argentina en 2017 una vez que el reordenamiento de la economía haya encaminado la corrección de los desequilibrios en este año y se recupere la inversión privada.



Gráfico 5.6  
**Países Latam: crecimiento del PIB (% a/a)**



Fuente: BBVA Research

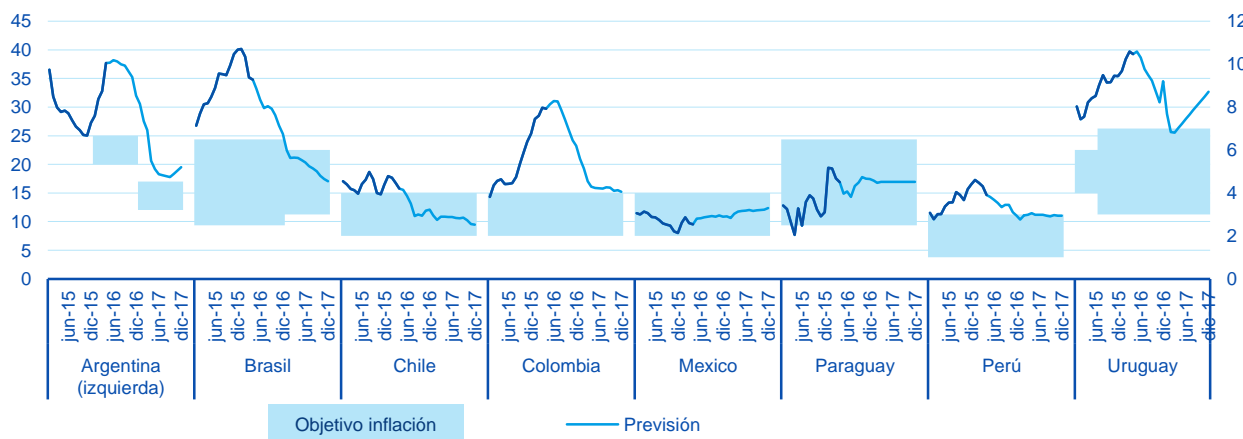
## 6 La presión sobre la inflación disminuye ligeramente, por el fortalecimiento del tipo de cambio y la debilidad cíclica

La inflación permanece en el rango meta en México y Paraguay. Se modera más claramente en Brasil, Chile y Perú, pero todavía no en Argentina, Colombia y Uruguay

La inflación permanece dentro de las metas establecidas por las respectivas autoridades monetarias en México y Paraguay, en línea con la falta de presiones de demanda, las preventivas subidas de tipos de interés anunciadas en los últimos meses, el impacto de las reformas sobre los precios en sectores como las telecomunicaciones en el caso de México y la caída de los precios administrados -en parte debido al impacto del menor precio del petróleo sobre el precio de los combustibles- en Paraguay. Con todo, en ambas economías la inflación actual – 2,5% en México y 4,5% en Paraguay- es más baja que los meses anteriores (Gráfico 6.1).

En contraste con la situación de México y Paraguay, la inflación sigue por encima del rango meta en los demás países de la región, donde la debilidad de la demanda interna no ha sido capaz de compensar totalmente el efecto de la depreciación cambiaria observada hasta el inicio del año y de la presión sobre los precios de los alimentos por eventos climáticos negativos. A estos factores regionales se unen factores idiosincráticos como el alineamiento de los precios regulados en Brasil y Uruguay, los ajustes impositivos en Chile y la elevada persistencia de la inflación (Recuadro 1).

Gráfico 6.1  
**Inflación: observada y prevista \* (a/a %)**



\* Los datos de Argentina están en el eje izquierdo. Los de los demás países, en el derecho.  
Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

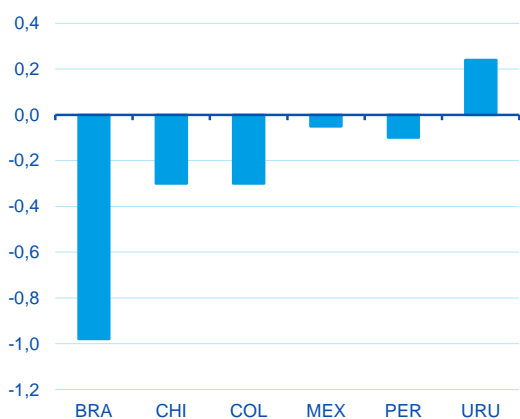
En todo caso, en algunos de los países en que la inflación sigue por encima del rango objetivo, ya hay señales claras de moderación (Gráfico 6.1). En concreto, la inflación lleva ya unos meses desacelerándose en Brasil, Chile y Perú, habiendo alcanzado 9,3%, 4,2% y 3,9% respectivamente en abril. Además de que algunas de las fuentes de presiones sobre los precios, como el efecto de los precios administrados en Brasil o de los ajustes impositivos en Chile, hayan perdido fuerza, la dinámica reciente de la inflación en estos tres países se beneficia de la apreciación de sus divisas en los últimos meses.

Por otro lado, en algunos países la inflación sigue por encima de los rangos de referencia de política monetaria y sin dar señales claras de moderación. En Colombia la variación de precios fue de 7,9% en abril,

3,2 puntos porcentuales por encima de la registrada hace un año, influida sobre todo por el persistente impacto de El Niño sobre el precio de los alimentos. En Argentina, donde la inflación aumentó hasta 40,5% en abril, las presiones recientes provienen en buena parte de las correcciones recientemente anunciadas en las tarifas de ciertos servicios regulados (agua, gas, transporte público, etc) y de la depreciación del tipo de cambio tras la eliminación del cepo cambiario, aunque hay evidencia de que el grado de *pass-through* se haya reducido (véase el Recuadro 2), y a pesar de que el efecto se esté parcialmente neutralizando por el tono más restrictivo de la política monetaria. Finalmente, en Uruguay la inflación alcanzó 10,5% en abril, particularmente presionada por aumentos en los precios de los alimentos y de los precios regulados, y a pesar de algunos avances en el sentido de reducir la indexación salarial.

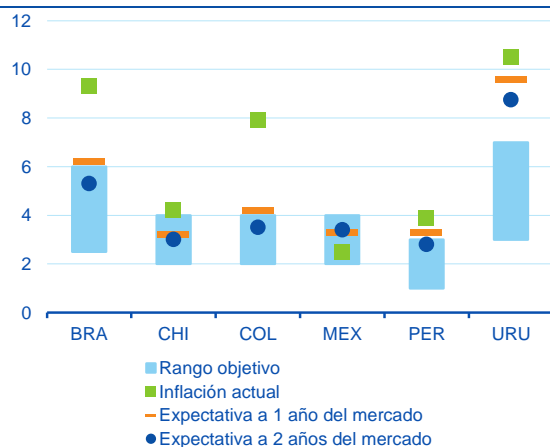
Como un todo, es posible afirmar que pese a las peculiaridades locales, las presiones sobre la inflación se han reducido ligeramente en los últimos meses, debido a la mayor fortaleza de las divisas y a la continuada debilidad de la demanda interna de los países de la región. Esta visión queda reflejada en los ajustes recientes de las expectativas de inflación por parte del mercado (Gráfico 6.2). Sin embargo, sigue existiendo el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación, principalmente en Uruguay, pero también en cierta medida en Brasil y Colombia.

Gráfico 6.2  
Evolución de las expectativas de inflación a 1 año por el mercado (variación en p.p. desde dic/15)\*



\* Desde diciembre hasta febrero 2016 para Perú, marzo de 2016 para Colombia y México, y abril 2016 para Brasil, Chile y Uruguay.  
Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 6.3  
Inflación actual y expectativas de mercado (a/a %)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

## Las presiones inflacionarias se moderarán hacia adelante

A pesar de que en algunos casos las presiones sobre la inflación no se hayan desvanecido en los últimos meses, la apreciación de los tipos de cambio (y menores perspectivas de depreciación en el futuro) y la falta de robustez de la actividad económica refuerzan nuestras perspectivas de que la inflación se moderará a lo largo de 2016 y en 2017. En efecto, estas perspectivas de moderación están también respaldadas por el tono vigilante de la mayoría de los bancos centrales, por la prudencia fiscal de muchos países y un crecimiento de la actividad económica por debajo del ritmo potencial. Con todo, la velocidad de moderación de la inflación dependerá del grado de inercia existente en cada economía (Recuadro 1).

En concreto, pre vemos que la inflación converja al rango meta al cierre del primer semestre en Chile, al cierre de este año en Perú, al inicio del próximo año en Brasil y a principios de 2018 en Colombia, mientras que se mantendrán dentro del rango meta en México y Paraguay.

Para Chile, hemos reducido las previsiones de inflación para el cierre de 2016 y 2017 a 3,2% y 2,5% respectivamente (0,5 p.p y 0,4 p.p. por debajo de las previsiones de hace tres meses), en el primer caso en gran parte debido a la mayor fortaleza del peso chileno y en el segundo período predominantemente por las perspectivas de ampliación de la brecha del producto. Para Perú, los datos recientes han sido algo más bajos que lo previsto, en línea con un tipo de cambio más apreciado y un menor efecto de El Niño sobre la producción y comercialización de alimentos, con lo cual revisamos a la baja nuestro pronóstico de inflación para este año desde 3,2% a 2,9%. Para 2017, la inflación de Perú se ha ajustado ligeramente al alza, a 2,9% por algo más de depreciación esperada en ese año. En el caso de Brasil, mantenemos sin cambios las previsiones de moderación hasta 6,8% en diciembre de 2016 y 4,5% en diciembre de 2017, en la medida que las señales más recientes confirman nuestra visión de que menores ajustes en los precios administrados y el impacto de la recesión actual irían finalmente crear espacio para la reducción de las presiones inflacionarias. En el caso de Colombia, hemos ajustado nuestra previsión para este año 0,6 p.p. al alza hasta 6,2% en gran parte por el impacto de El Niño sobre el precio de los alimentos, y en 0,3 p.p. al alza en 2017 hasta 4,1% debido a la persistencia de la inflación tras el repunte de los precios en 2016.

La inflación también debe moderarse en Argentina y Uruguay (fuertemente en el primer caso), aunque seguirá en niveles relativamente elevados, por encima de los rangos de referencia de cada país. En el primer caso, la expectativa de moderación se basa en la visión de que las presiones inflacionarias pierdan fuerza a la medida que el impacto del ajuste cambiario quede atrás y se afiancen el tono más restrictivo de las políticas fiscal y monetaria.

Por fin, si bien la inflación podría aumentar ligeramente tanto en México como en Paraguay, permanecería en cualquier caso bien comportada, próxima del objetivo central de 3,0% en el caso mexicano y de 4,5% en el caso paraguayo. Más precisamente, prevemos una inflación de 2,9% este año y de 3,3% en el próximo en México, prácticamente los mismos pronósticos que hace tres meses. En este caso la inflación subiría algo el próximo año a la medida que la actividad económica vaya recuperando su dinamismo. Con respecto a Paraguay, hemos ajustado ligeramente al alza, hasta 4,7%, debido a factores de oferta de alimentos, y mantenido la previsión de 4,5% para 2017.

## Recuadro 1. La persistencia de la inflación en América Latina

¿Cuándo volverá la inflación en Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay a estar en el rango meta? ¿Con qué velocidad se moderará la inflación en Argentina tras los recientes ajustes económicos adoptados? ¿Por cuánto tiempo se mantendrá la inflación por debajo del objetivo de 3% en México?

Para responder a estas preguntas, en particular, y para analizar la dinámica de los precios, en general, es clave comprender cuán persistente es la inflación en una determinada economía.

Una primera aproximación a la medición de la persistencia de la inflación puede basarse en la estimación de un modelo autoregresivo AR(1), en el que la inflación actual depende exclusivamente de la inflación en el período inmediatamente anterior. El valor estimado del parámetro que relaciona la inflación actual con la del mes anterior puede ser tomado como una medida de persistencia. Cuanto más alto, mayor es el impacto de la inflación pasada sobre la actual, lo que sugiere mayor persistencia.

Para esta primera aproximación a medir la persistencia de la inflación tomamos datos mensuales desde enero de 2004 hasta marzo de 2016, para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. Como medida de inflación tomamos la inflación intermensual desestacionalizada y anualizada<sup>4</sup>.

El gráfico R.1.1 muestra que la persistencia de la inflación según el AR(1) es mayor en Argentina, Brasil y Colombia y menor en Chile, México, Perú y Uruguay<sup>5</sup>.

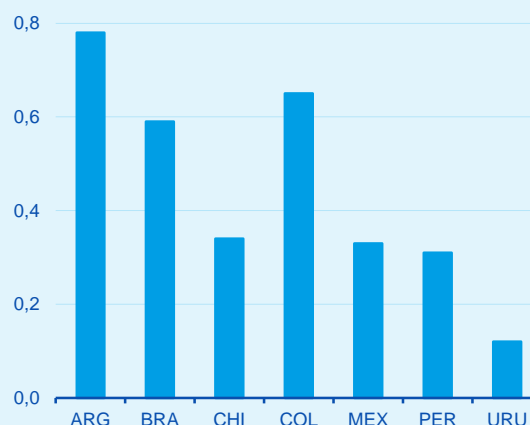
### Una medición más refinada de la inercia inflacionaria a través de la curva de Phillips

Sin embargo, esta medida inicial de persistencia está en parte determinada por la dinámica de factores como la actividad económica, el tipo de cambio, la inflación global, entre otros. Para excluir

este tipo de efectos extrínsecos y tener una medida de persistencia que refleje básicamente el impacto de factores inerciales intrínsecos al proceso inflacionario, relacionados por ejemplo con la existencia de mecanismos de indexación de precios, utilizamos el método generalizado de los momentos (GMM) para estimar una curva de Phillips para cada economía, en que la inflación actual depende de la brecha del producto, la inflación pasada, las expectativas de inflación, el tipo de cambio y el precio de las materias primas en los mercados globales<sup>6</sup>.

Gráfico R.1.1

**Persistencia de la inflación general: basado en la estimación de un modelo AR(1) (ene/04-mar/16)\***



\* Los resultados son estadísticamente significativos a 5%, con la excepción de Uruguay.  
Fuente: BBVA Research

En este caso, el parámetro que relaciona la inflación actual con la pasada sirve como un indicador de persistencia intrínseca de la inflación, libre del efecto de las demás variables macroeconómicas incluidas en la estimación.

Pese a que en este caso el grado de persistencia cambia – en general se reduce en comparación con el análisis anterior- debido a la exclusión de factores extrínsecos, los resultados vuelven a mostrar que la

4: En ninguno de los países la serie de inflación presenta raíz unitaria, según los test convencionales. Se trata, por lo tanto, en todos los casos de series estacionarias.

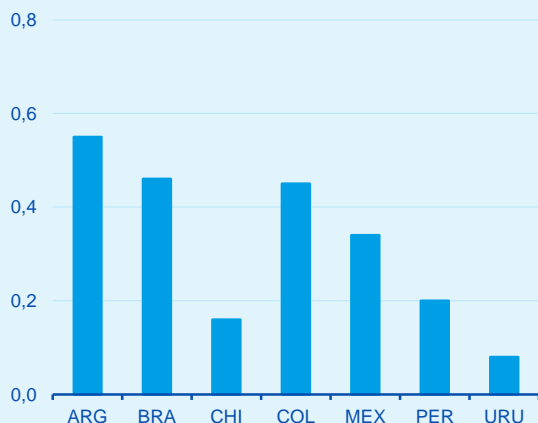
5: En el período analizado la inflación promedió 19,8% en Argentina, 6,0% en Brasil, 3,4% en Chile, 4,3% en Colombia, 4,0% en México, 3,0% en Perú y 7,7% en Uruguay.

6: Se toman la misma medida de inflación y el mismo período de referencia utilizados en la estimación del AR(1), con la excepción de Argentina, donde por escasez de datos el análisis empieza en agosto 2006. Se estima un modelo con un sólo rezago de las variables explicativas, a parte de las expectativas de inflación que se incluyen sin ningún rezago.

persistencia es más elevada, alrededor de 0,5, en Argentina, Brasil y Colombia, y menor en los demás casos (Gráfico R.1.2)<sup>7</sup>.

Gráfico R.1.2

**Grado de persistencia de la inflación general: basado en la estimación de una curva de Phillips (ene/04-mar/16)\***



\* La muestra de Argentina empieza en agosto de 2006. Los resultados son significativos a 5% para Argentina, Brasil, Colombia, Perú y México y a 10% para Chile. No son significativos para Uruguay. Fuente: BBVA Research

### El análisis de la persistencia de la inflación subyacente muestra la importancia de la credibilidad del marco monetario

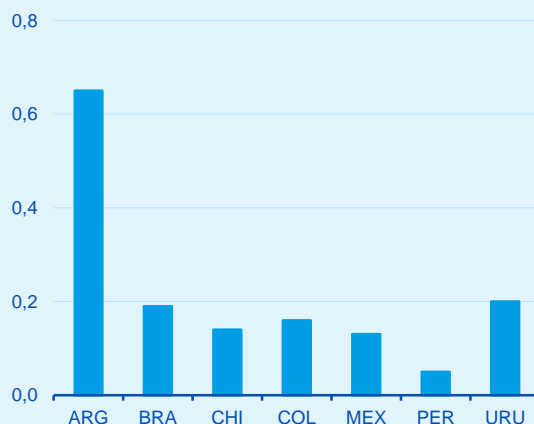
Aunque el análisis anterior tiene en cuenta el efecto de otras variables macroeconómicas en los procesos inflacionarios, tiene la desventaja de que incluye precios muy volátiles, que introducen demasiado ruido estadístico en las estimaciones. Para reducir ese problema, reestimamos el modelo anterior utilizando como variable dependiente, en lugar de la inflación general, la inflación subyacente, que excluye del cómputo los precios más volátiles como por ejemplo los de los regulados y de los alimentos. En este caso, el grado de persistencia estimado es en general menor que en el modelo con inflación general, con excepción de Argentina y Uruguay, donde, sin embargo, por escasez de datos, las muestras no son idénticas<sup>8</sup>. Se mantiene el resultado de que la persistencia es más baja en Chile, Perú y México, pero ahora destacan

especialmente Argentina, Uruguay y Brasil como los países con la mayor persistencia de la inflación dentro de la región (Gráfico R.1.3).

Así, de manera general, los resultados apoyan la idea de que la inercia inflacionaria es menor en países en que los bancos centrales han sido menos tolerantes con la inflación y mayor en los países en que la inflación es usualmente más elevada<sup>9</sup>.

Gráfico R.1.3

**Grado de persistencia de la inflación subyacente: basado en la estimación de una curva de Phillips (ene/04-mar/16)\***



\* La muestra de Argentina y de Uruguay empiezan respectivamente en abril de 2008 y enero de 2011. Los resultados son significativos a 5% para Argentina, Brasil, Colombia y México y a 10% para Perú y Uruguay. Fuente: BBVA Research.

De una manera general, el análisis muestra que la persistencia de la inflación en algunos países representará un lastre para el proceso de convergencia de la inflación a sus respectivos objetivos en los próximos meses principalmente en Argentina, pero también en Brasil, Colombia y Uruguay, si es que no se produce un cambio significativo en la conducción de las políticas monetarias (como es el caso de Argentina) o en los mecanismos de indexación. En Chile, México y Perú, estos factores deben tener un peso menos relevante en la dinámica futura de la inflación.

7: La introducción de más rezagos en las variables explicativas no cambia significativamente los resultados, aunque en el caso de Chile hace que el grado de persistencia sea significativo a 5% y algo más elevado (alrededor de 0,25).

8: La comparación de los dos modelos utilizando períodos de tiempo idénticos muestra que en ambos países la persistencia es más alta en el modelo con inflación subyacente.

9: Los resultados no cambian de significativamente con la inclusión en el modelo de más rezagos de la inflación.

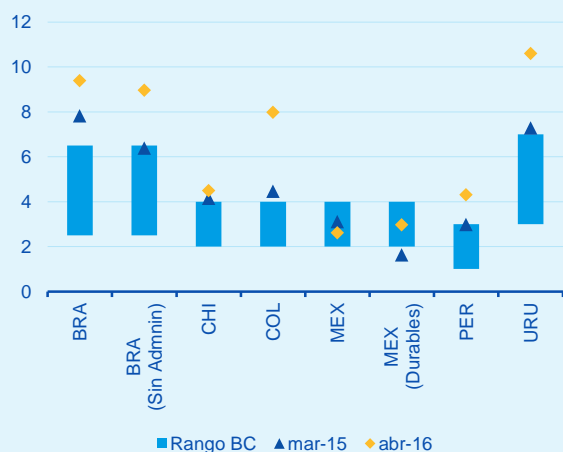
## Recuadro 2. ¿Ha aumentado el pass-through de tipo de cambio a precios en América Latina en 2016?

Desde hace más de un año la inflación en la mayoría de países de América Latina se ha situado por encima de los rangos objetivo de los bancos centrales, con la importante excepción de México (Gráfico R.2.1). Buena parte del aumento de la inflación durante todo este tiempo ha sido consecuencia del traslado de la fuerte depreciación del tipo de cambio observada en la mayoría de países desde mediados de 2014<sup>10</sup>.

cambio es percibido como un fenómeno persistente, situación que se ajusta a la de muchas economías de la región.

En este recuadro se analiza si el coeficiente de traspaso actual ha variado respecto al observado en otros dos momentos del tiempo<sup>12</sup>: el periodo anterior al último episodio de volatilidad, que hemos fechado en agosto de 2014; el momento de máxima depreciación (agosto de 2015) y la actualidad<sup>13</sup> (Gráfico R.2.2).

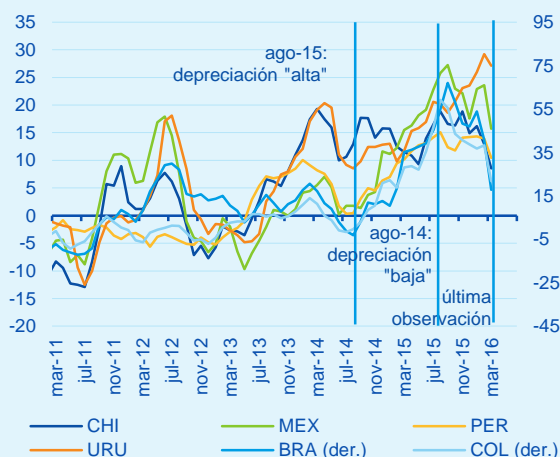
Gráfico R.2.1  
Rango objetivo de BC e inflación, mar-15 y abr-16



Fuente: BBVA Research

En un análisis preliminar con datos hasta el primer trimestre de 2015<sup>11</sup> se podía deducir que el impacto sobre la inflación se había debido principalmente a la magnitud de la depreciación del tipo de cambio, más que a un aumento del coeficiente de traspaso (o *pass-through*) de la depreciación del tipo de cambio a los precios domésticos. Con todo, se mantenía la interrogante de si, ante una depreciación del tipo de cambio que se anticipa como permanente, eventualmente se puede producir un aumento del coeficiente de traspaso o *pass-through*. En efecto, la literatura académica reconoce que el coeficiente de *pass-through* suele aumentar en periodos de mayor depreciación cambiaria y en momentos en que el debilitamiento del tipo de

Gráfico R.2.2  
Depreciación cambiaria Latam (a/a%)



Fuente: BBVA Research

Como en estimaciones realizadas anteriormente, es necesario tener en cuenta que en muchas de las economías de la región el tipo de cambio no ha sido el único factor detrás del aumento de la inflación, sino que ha habido otros factores idiosincráticos como aumentos de impuestos (Chile y Brasil), shocks de oferta sobre el precio de los alimentos (Colombia, Perú y Brasil), realineamiento de los precios administrados por el gobierno (Brasil), así como reformas y cambios regulatorios (México). Especialmente notables son los casos de Brasil y México, donde los aumentos de precios administrados en el primer caso y el efecto a la baja sobre la inflación

10 Ver, por ejemplo, el análisis sobre las causas del incremento sorpresivo de la inflación en el Situación Latam del segundo trimestre de 2015.

11 Ver el observatorio "¿Ha aumentado el *pass-through* de tipo de cambio a precios en América Latina?", de octubre de 2015.

12 Se actualiza el modelo estimado hace un año: ¿Ha aumentado el *pass-through* de tipo de cambio a precios en América Latina?, octubre de 2015.

13 En el análisis no se incluye a Argentina por no disponer aún de series oficiales de precios.

proveniente de las reformas y mayor competencia en el sector de las telecomunicaciones en México han tenido mucha influencia en el comportamiento del nivel general de precios, por lo que se analiza también la evolución de la inflación descontando esos componentes.

Para analizar si ha habido un aumento del coeficiente de *pass-through* de tipo de cambio a precios se estima un modelo VAR homogéneo para todos los países. Los resultados de las estimaciones que toman en cuenta las peculiaridades de cada economía son consistentes con este ejercicio homogéneo.

### Análisis con un modelo VAR: estimación homogénea

Se plantea un ejercicio VAR con coeficientes variantes (TVC-VAR por sus siglas en inglés) para el periodo de enero de 2000 a marzo de 2016 con datos mensuales<sup>14</sup>. Se comparan las estimaciones con datos hasta marzo de 2016 frente a la estimación de agosto de 2014 y a la de agosto de 2015. Nos interesa saber si el efecto del traspaso es más alto o más bajo ahora que en esos dos momentos y si esta diferencia es estadísticamente significativa.

Para todos los países se considera el índice nacional de precios al consumidor. Para Brasil y México se estiman además dos subíndices de precios, ya que consideramos interesante evaluar el traspaso en canastas específicas con importante peso en cada uno. En el caso de Brasil se considera el índice de precios que no toma en cuenta precios administrados<sup>15</sup>. Por otra parte en el caso de México se considera el índice de precios de bienes durables, ya que al analizar cada índice de precios por separado es el subíndice que sobresale en cuanto crecimiento inflacionario.

Como se puede ver en el gráfico R2.3, encontramos evidencia de que, comparado con el *pass-through* de hace dos años, la respuesta de la inflación a la depreciación del tipo de cambio ha aumentado ligeramente en Perú y significativamente en México —en este último caso cuando se tiene en cuenta solamente los bienes duraderos—. Con todo, en el caso de México hay que tener en cuenta que no hay evidencia de efectos de segundo orden sobre otros precios (y algunos de ellos han recibido choques favorables) y la depreciación se ha dado en un contexto de debilidad de la demanda y holgura de la economía.

Por su parte, la estimación de *pass-through* actual no es estadísticamente diferente de la realizada con datos hasta agosto de 2014 ó 2015 en Brasil, Colombia, Chile y Uruguay, si bien en estos dos últimos casos la incertidumbre estadística es muy amplia. En el caso de México cabe agregar que no hay evidencia de efectos de segundo orden; hay choques favorables sobre otros precios y la depreciación se ha dado en un contexto de debilidad de la demanda y holgura de la economía.

Por otra parte, encontramos que la correlación entre los coeficientes de traspaso y el tamaño de la depreciación es positiva y ha aumentado en casi todos los países (Gráfico R2.4) lo que apunta a mayores asimetrías en el *pass-through* de tipo de cambio a precios (mayor en momentos de depreciación que con apreciaciones del tipo de cambio, como las observadas más recientemente). La única excepción es México en el subíndice general. En este caso el bajo coeficiente corrobora la que el traspaso de tipo de cambio a precios se centra en bienes durables, y no al resto de la canasta donde la inflación ha continuado llegando a mínimos históricos.

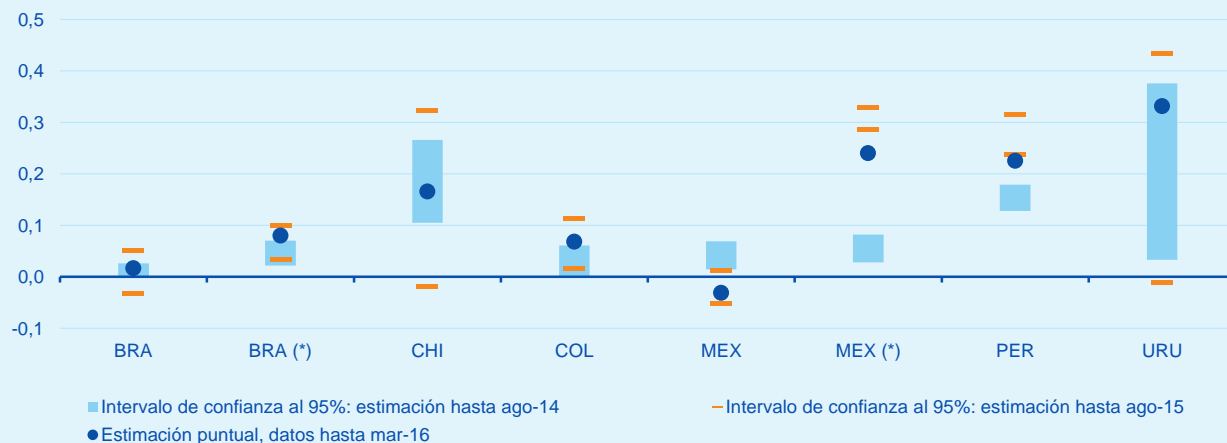
14: Se incluyen como variables endógenas las siguientes: un índice de actividad económica, tasa de interés de referencia, el tipo de cambio de la moneda local frente al dólar, y el índice general de precios. Como variables exógenas se incluyen el indicador de producción industrial estadounidense, la tasa de interés de la FED, el índice de precios del consumidor estadounidense, así como el índice de precios internacionales de las materias primas que calcula el FMI. La razón para hacer la estimación por medio de un VAR con coeficientes variantes (TVC-VAR por sus siglas en inglés) es que este método estima en cada momento del tiempo los coeficientes que mejor ajustan al modelo, y no el promedio de la muestra como es un VAR tradicional. El TVC-VAR permite que los coeficientes estimados cambien en el tiempo; la idea que subyace detrás de este método de estimación es que las economías verifican cambios que afectan la estructura de la relación de las series. El efecto de traspaso se calcula como la respuesta acumulada en el primer año de inflación a una variación de TCN de 1%.

15: Recordar que los precios administrados y regulados tienen una dinámica muy distinta a los precios libres y un peso aproximado de 23% en el INPC.



Gráfico R.1.3

Efecto acumulado en 12 meses de una depreciación de 1% en el tipo de cambio



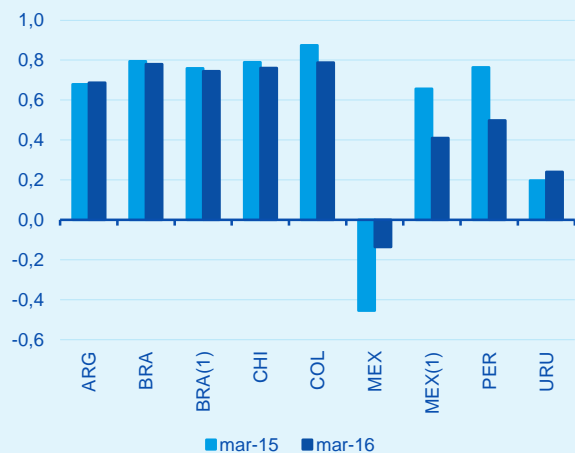
\* BRA (\*) y MEX(\*) hacer referencia a el índice de precios sin administrados en Brasil y a la canasta de bienes durables en México. Para el resto se refiere a Índice Nacional de Precios al Consumidor.

\*\* No se corresponde exactamente con el coeficiente de pass-through por no incluir elementos idiosincráticos en la estimación.

Fuente: BBVA Research

Gráfico R.2.4

Coeficiente de correlación entre el Impulso respuesta acumulada en 12 meses de un choque en tipo de cambio sobre la inflación y la apreciación (-) o depreciación (+) (correlación móvil de 6 años)



Fuente: BBVA Research

**Conclusión:** en general, la persistencia de la depreciación del tipo de cambio no generó aumento del pass-through a precios

El ejercicio de estimación homogénea para los países analizados muestra que, en general, no se ha producido un aumento significativo del pass-through de tipo de cambio a precios en la región, a pesar de una depreciación del tipo de cambio que, por su intensidad y trasfondo estructural (desaceleración china y moderación de precios de las materias primas), puede percibirse como muy persistente. La principal excepción es Perú, donde sí se observa un aumento del *pass-through* respecto a hace dos años, pero una corrección a la baja respecto a la estimación con datos hasta agosto de 2015. Por su parte, en México también se observa un importante aumento del *pass-through* de tipo de cambio a los precios de los bienes duraderos, pero no al índice general.

## 7 Política monetaria en tono de espera en la mayor parte de la región

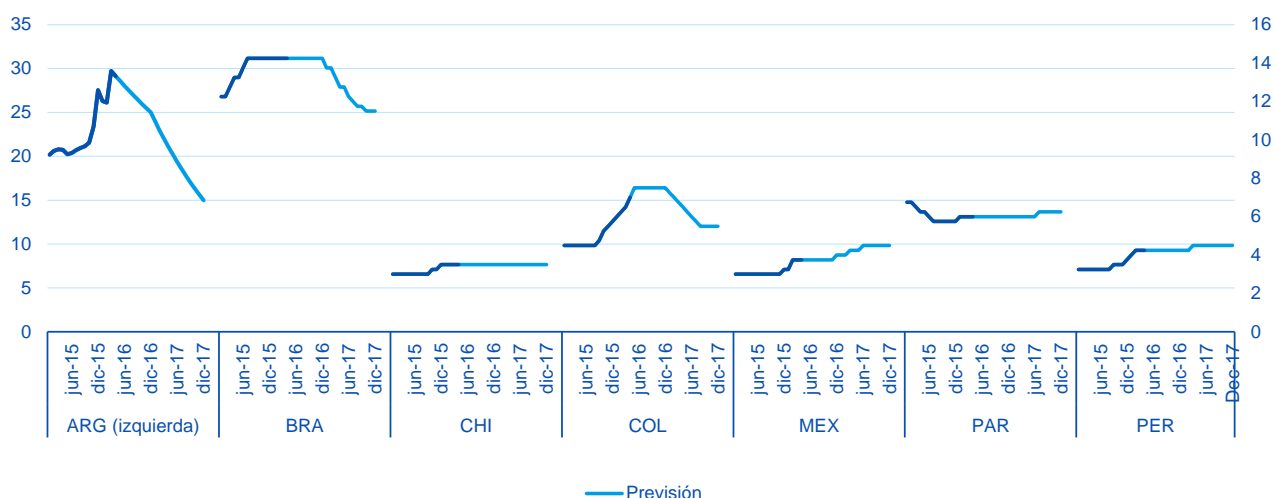
Las menores presiones inflacionarias permitieron la estabilidad de los tipos de interés de referencia en América Latina, con la principal excepción de Colombia

En los últimos tres meses los tipos de interés de referencia se han mantenido estables en Brasil, Chile, México, Paraguay y Perú. En contraste, han subido –incluso más de lo esperado– hasta alcanzar 7,0% al cierre de abril, en Colombia (Gráfico 7.1). Además, la política monetaria ha pasado a tener un tono más restrictivo también en Argentina, donde todavía no se ha puesto en marcha un sistema de metas de inflación, y en Uruguay, donde el sistema de metas está basado en la evolución de ciertos agregados monetarios y no en la fijación de una tasa de interés de referencia.

Así, el tono de la política monetaria en los últimos meses ha estado estrictamente relacionado con la evolución reciente de la inflación: una postura de espera en los países en los que la inflación sigue dentro de la meta (México y Paraguay) o se haya moderado recientemente (Brasil, Chile y Perú) y una postura más restrictiva en los países en los que las presiones sobre la inflación aumentaron significativamente (Colombia, Argentina y Uruguay).

Gráfico 6.1

Tasa de política monetaria en los países con sistemas de objetivos de inflación (%)\*



\* El Banco Central de Argentina todavía no ha adoptado un sistema de metas de inflación, pero ya establecido objetivos para la inflación en el país. Fuente: BBVA Research

En el caso particular de México, además de la inflación bajo control, pesó también sobre la decisión del Banco de México de mantener los tipos de interés en 3,75% —tras el sorpresivo y preventivo ajuste de 50 puntos base en febrero— la estabilidad de los tipos de interés en el período y las menores presiones depreciatorias del tipo de cambio. Asimismo, tanto en México como en otros países de la región (con la principal excepción de Brasil), el recorte del gasto público ha servido para reducir la presión sobre la política monetaria.

## Expectativa de tipos de interés estables en los próximos meses, con la excepción de Colombia, mientras México seguirá sincronizado con la Fed

Prevedemos que los tipos de interés de política monetaria continuarán inalterados en lo que queda de año en 14,25% en Brasil, 3,5% en Chile, 4,25% en Perú y 6,0% en Paraguay. Así, el tono de la política monetaria será menos duro que el previsto hace tres meses.

En el caso de Brasil, la dinámica más favorable de la inflación en los últimos meses ha prácticamente eliminado la posibilidad de un ajuste alcista en Brasil y ha aumentado el riesgo de recortes de la tasa Selic en los próximos meses. Sin embargo, mantenemos nuestra previsión de estabilidad de los tipos Selic hasta el momento en que la inflación vuelva a estar dentro del rango meta y las perspectivas estén otra vez bien ancladas, algo que esperamos ocurra al inicio de 2017. Asimismo, hay que notar que ante la destitución de la presidenta Dilma Rousseff, el reemplazante Michel Temer ha recientemente nombrado un nuevo presidente para el banco central, lo que aumenta la incertidumbre actual sobre la dinámica futura de los tipos de interés.

En Chile el sesgo alcista de la política monetaria ha dado lugar a un tono neutral tras la dinámica reciente del tipo de cambio y de la inflación y nuestras previsiones de política monetaria se han ajustado ligeramente. Anteriormente esperábamos un ajuste de 25 p.b. en 2016 y otro de igual magnitud en 2017, mientras que ahora vemos como más probable el mantenimiento de la tasa de interés oficial en 3,50% no sólo durante 2016, pero también a lo largo de 2017.

De manera similar, en Perú los cambios recientes en el entorno macroeconómico comentados anteriormente hacen que lo más probable sea que los tipos de referencia sólo alcancen 4,50% al inicio del próximo año y no en 2016 como previamente anticipábamos.

Con respecto a Paraguay, mantenemos la previsión de estabilidad de los tipos de interés en 2016 y un pequeño ajuste de 25 p.b. el próximo año.

Por otro lado, esperamos que la política monetaria se haga más contractiva en los próximos meses en los demás países de la región. En Colombia, el banco central aumentaría la tasa de interés oficial hasta 7,5% en su reunión de mayo y la mantendría en este nivel hasta el inicio de 2017, cuando la moderación de la inflación permitiría una gradual reducción de la tasa de interés hasta 5,5% el cierre del año. Nuestras previsiones para el final de 2016 y 2017 Colombia son respectivamente 1,0 p.b. y 0,25 p.b. más altas que las de hace tres meses.

En México, la sincronización con la Fed se mantendría en 2016 y 2017. En concreto, tomando en cuenta nuestras expectativas de normalización de la política monetaria en EE.UU., lo más probable es que la tasa de fondeo mexicano cierre 2016 en 4,0% y 2017 en 4,50%. Asimismo, una mayor depreciación del tipo de cambio o un crecimiento de la actividad económica por encima de lo esperado generaría un endurecimiento de la política monetaria, que no necesariamente coincidiría con los ajustes de la Fed.

Por fin, esperamos que Argentina siga manteniendo una política monetaria restrictiva, aún más de lo que anticipábamos hace tres meses, con la intención de llevar a la inflación hacia las metas programadas. Con todo, en la medida que esta política empiece a generar resultados positivos y la inflación empiece a desacelerarse, habría espacio para una caída de las tasas de interés. Con respecto a Uruguay, donde recientemente se anunció una rebaja de la meta de crecimiento de la cantidad de dinero en la economía desde un rango de 7% a 9% hasta uno de 4% a 6%, también debe mantener el tono restrictivo de su política monetaria, dada la persistencia de las presiones inflacionarias aún en presencia de una incipiente desindexación de salarios.

## Los tipos de cambio de la región se depreciarán hacia delante, presionados por la subida de tasas de interés de la Fed y un entorno externo menos favorable

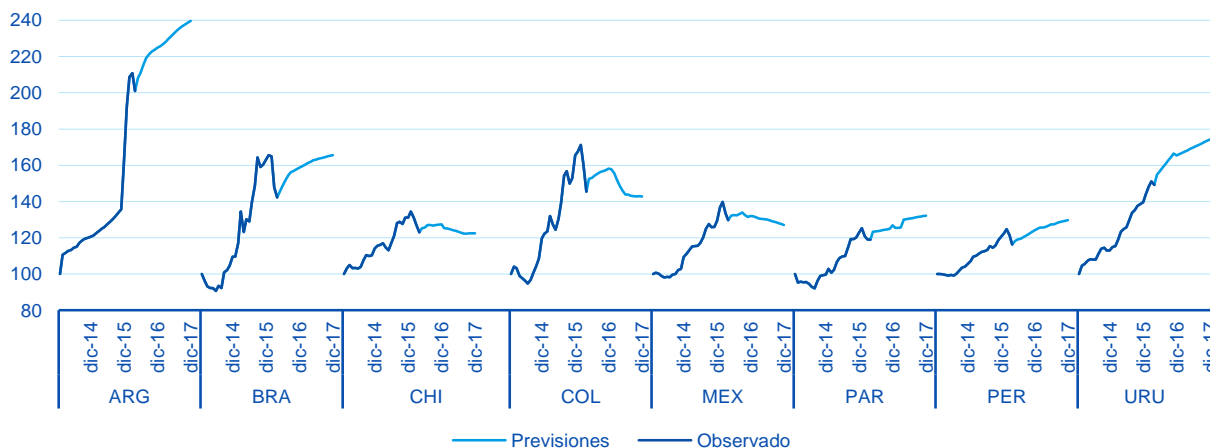
Como se comentaba en la sección 3, las divisas de los países de la región se han apreciado (más que lo esperado) en los últimos meses en línea con el repunte (mayor que lo previsto) del precio de las materias primas, las menores dudas sobre la economía china y la consolidación de la percepción que el ajuste de la política monetaria en EE.UU. será gradual. En todo caso, en la medida que la economía china se siga moderando y la Fed siga anunciando aumentos de sus tipos de interés, y tomando en cuenta la probable ausencia de fuertes ajustes al alza en los precios de materias primas, lo más probable es que las monedas de la región vuelvan a depreciarse hacia delante.

Las depreciaciones cambiarias venideras serán probablemente más pronunciadas y duraderas en Argentina, Brasil, Uruguay, Paraguay y Perú (Gráfico 6.2). En los tres primeros países, la elevada inflación y la necesidad de aumentar la competitividad externa serán dos elementos que estimularán depreciaciones adicionales.

Por otro lado, en Chile, Colombia y México la pérdida de valor de las divisas debe ser no sólo menos significativa que en los demás países de la región, sino que también temporal (Gráfico 6.2). En efecto, esperamos que el tipo de cambio de estas tres economías deje de debilitarse y empiece a apreciarse al inicio de 2017, en la medida que los fundamentales de estas economías se fortalezcan y en línea con la gradual recuperación del precio del cobre y del petróleo.

Gráfico 7.2

**Tipo de cambio: observado y esperado (moneda local / dólar americano) (Enero 2014 = 100)\***



\* Aumentos indican depreciaciones.

Fuente: BBVA Research

## 8 Déficit exteriores elevados en Latam, pero empiezan a corregirse

Los déficits exteriores de la región seguirán condicionados por los moderados precios de las principales materias primas de exportación.

En general los saldos externos deficitarios continúan dando muestras de corrección influidos por la depreciación cambiaria, la debilidad de la demanda interna y una leve recuperación de los términos de intercambio en los últimos meses. Importantes excepciones son Argentina y Chile en 2016, donde el déficit por cuenta corriente será significativamente más elevado que lo estimado hace tres meses. En contraste en Brasil el déficit tenderá a cerrarse mucho más rápido, al igual que en Colombia. En México, Perú, Uruguay y Paraguay estimamos ajustes menores en el saldo comercial (Gráfico 8.1).

Destaca el caso de Argentina, donde las sendas de saldos externos fueron revisadas a la baja (mayores déficits) por el Indec desde el año 2010 lo que implicó importantes correcciones históricas. Así, revisamos la estimación de déficit por cuenta corriente desde un promedio de 2,8% del PIB estimado hace tres meses en el bienio 2016-2017 hasta 3,6% ahora. La recesión de Brasil tendrá impacto negativo en las balanzas comerciales de los países vecinos particularmente Argentina Uruguay y Paraguay. En estos países estimamos que las exportaciones continúen cayendo y en el caso de Argentina las importaciones retomarán dinamismo por la liberación de las restricciones cambiarias. El otro caso a destacar es Chile, donde la previsión de mayores déficits a los anticipados hace tres meses obedece principalmente a un punto de partida más deteriorado en 2015, por ajustes en las estadísticas de balanza comercial, a lo que se unen las menores transferencias corrientes. En Perú y Uruguay el déficit disminuirá significativamente en 2016 y 2017, por un mayor volumen exportado en el primer caso y por la mayor debilidad de la demanda interna y las importantes importaciones en el caso de Uruguay.

En contraste, en Brasil estimamos que el déficit por cuenta corriente se cierre a un ritmo más rápido de lo estimado hace unos meses, lo que se relaciona con la contracción prevista de la demanda doméstica: hemos revisado la estimación de déficit por cuenta corriente en 0,7 pp en 2016 hasta 2,1% en 2016 y 0,4 pp en Colombia, hasta 6,3% del PIB. En el caso de Colombia la paulatina recuperación de los precios del petróleo y el efecto base del mayor PIB en dólares dada la menor depreciación cambiaria contribuirán a cerrar a un mayor ritmo el saldo externo.

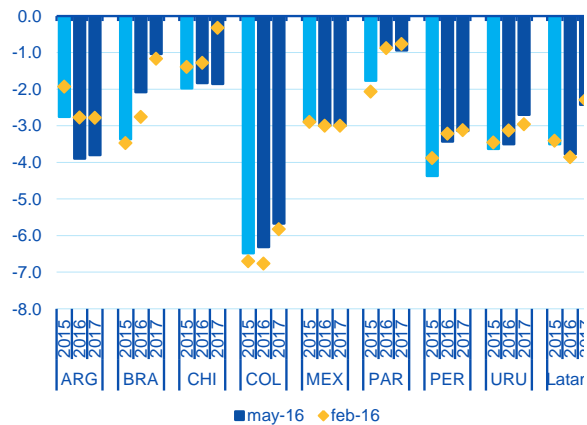
Seguimos manteniendo en el horizonte de previsión la perspectiva de un cierre gradual de los déficits externos, de la mano de la recuperación en el precio de *commodities* y la mejora en la demanda externa y particularmente de los socios comerciales dentro de la región.

### Mayor dependencia de la financiación a corto plazo, aunque la vulnerabilidad exterior se mantiene acotada

Pese a que aún no se dispone de información en la mayoría de los países para el primer trimestre de 2016, en el último trimestre de 2015 la IED continuó financiando la mayor parte del déficit por cuenta corriente en la región. Sin embargo, la IED se ha debilitado particularmente influida por los menores precios de materias primas que ha implicado menores inversiones en los sectores relevantes (Gráfico 8.2).

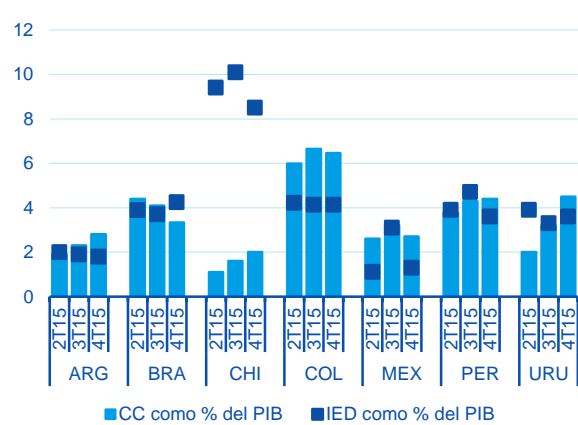
Los niveles actuales y estimados de cuenta corriente se mantienen en niveles sostenibles y continuarán siendo financiados en su mayor parte por IED.

Gráfico 8.1  
**Cuenta corriente como % del PIB**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 8.2  
**Déficit por cuenta corriente e IED como % del PIB**



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

## 9 Tablas

Tabla 9.1  
**PIB (% a/a)**

	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
Argentina	0,8	2,9	0,5	2,1	-0,4	3,2
Brasil	1,9	3,0	0,1	-3,9	-3,0	0,9
Chile	5,5	4,0	1,9	2,1	1,7	2,0
Colombia	4,0	4,9	4,4	3,1	2,0	3,0
México	3,8	1,6	2,3	2,5	2,2	2,6
Paraguay	-1,2	14,0	4,7	3,0	3,1	3,1
Perú	6,0	5,9	2,4	3,3	3,6	4,3
Uruguay	3,5	4,6	3,2	1,0	0,7	1,5
Mercosur	2,1	3,0	-0,1	-2,8	-3,7	0,8
Alianza del Pacífico	4,3	2,9	2,6	2,7	2,3	2,8
América Latina	3,0	2,9	1,1	-0,4	-1,1	1,7

e = estimación p = previsión  
Fuente: BBVA Research

Tabla 9.2  
**Inflación (% a/a, promedio)**

	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
Argentina	n.d.	n.d.	38,1	26,5	37,4	19,2
Brasil	5,4	6,2	6,3	9,0	8,6	5,2
Chile	3,0	1,8	4,4	4,4	3,7	2,8
Colombia	3,2	2,0	2,9	5,0	7,6	4,4
México	4,1	3,8	4,0	2,7	2,8	3,1
Paraguay	3,7	2,7	5,0	3,1	4,5	4,5
Perú	3,7	2,8	3,2	3,5	3,6	3,0
Uruguay	8,1	8,6	8,9	8,7	9,7	7,7

p = previsión  
Fuente: BBVA Research

Tabla 9.3  
**Tipo de cambio (vs. USD, promedio)**

	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
Argentina	4,6	5,5	8,1	9,3	15,2	16,5
Brasil	1,96	2,18	2,36	3,40	3,75	3,96
Chile	486	495	570	654	685	663
Colombia	1,798	1,869	2,001	2,742	3,097	2,880
México	13,2	12,8	13,3	15,9	17,6	17,1
Paraguay	4,415	4,333	4,514	5,226	5,798	6,082
Perú	2,64	2,70	2,84	3,19	3,40	3,58
Uruguay	20,2	20,4	23,2	27,3	32,9	36,2

p = previsión  
Fuente: BBVA Research

Tabla 9.4

**Tipo de interés (% , promedio)**

	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
Argentina	13,8	16,9	22,5	21,5	27,6	19,2
Brasil	8,5	8,4	11,0	13,6	14,3	12,4
Chile	5,0	4,9	3,7	3,1	3,5	3,5
Colombia	4,9	3,4	4,0	4,8	7,1	6,1
México	4,5	3,9	3,2	3,0	3,7	4,4
Paraguay	6,0	5,5	6,7	6,1	6,0	6,1
Perú	4,3	4,2	3,8	3,4	4,2	4,5
Uruguay	18,6	17,7	21,5	21,4	24,3	22,8

p = previsión

Fuente: BBVA Research

Tabla 9.5

**Cuenta corriente (% PIB, a final de periodo)**

	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
Argentina	-0,3	-2,1	-1,6	-2,8	-3,9	-3,8
Brasil	-3,0	-3,1	-4,3	-3,4	-2,1	-1,0
Chile	-3,5	-3,7	-1,3	-2,0	-1,8	-1,9
Colombia	-3,0	-3,2	-5,2	-6,5	-6,3	-5,7
México	-1,4	-2,4	-2,0	-2,9	-3,0	-3,0
Paraguay	-2,0	1,7	-0,4	-1,8	-0,8	-0,9
Perú	-2,7	-4,2	-4,0	-4,4	-3,4	-3,1
Uruguay	-5,3	-5,0	-4,6	-3,6	-3,5	-2,7
Mercosur	-1,9	-2,3	-3,1	-3,4	-4,0	-1,7
Alianza del Pacífico	-2,0	-2,9	-2,7	-3,6	-3,5	-3,4
América Latina	-1,9	-2,6	-2,9	-3,5	-3,8	-2,4

p = previsión

Fuente: BBVA Research

Tabla 9.6

**Balance fiscal (% PIB, a final de periodo)**

	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
Argentina	-2,2	-2,0	-2,6	-5,3	-4,1	-3,1
Brasil	-2,5	-3,0	-6,7	-10,2	-9,0	-7,3
Chile	0,6	-0,6	-1,6	-2,2	-2,7	-2,8
Colombia	-2,3	-2,4	-2,4	-3,0	-3,9	-3,6
México	-2,6	-2,3	-3,5	-3,0	-2,5	-2,0
Paraguay	-1,8	-2,0	-2,3	-1,8	-2,0	-1,8
Perú	2,3	0,9	-0,3	-2,1	-2,6	-2,3
Uruguay	-2,7	-2,4	-3,5	-3,5	-3,4	-3,4
Mercosur	-2,8	-2,7	-5,3	-8,0	-6,8	-5,8
Alianza del Pacífico	-1,7	-1,8	-2,7	-2,8	-2,8	-2,4
América Latina	-2,3	-2,3	-4,2	-5,8	-5,1	-4,3

p = previsión

Fuente: BBVA Research

Tabla 9.7

**Previsión de Materias primas**

	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
Petróleo (Brent USD/Barril) (prom)	112	109	99	53	37	46
Soja (USD/ton) (prom)	537,7	517,4	458,1	350,3	362,7	358,2
Cobre (USD/libra) (prom)	3,61	3,32	3,11	2,50	2,20	2,28

p = previsión

Fuente: BBVA Research



**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 de Coordinación Latam**

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*  
Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

*Estados Unidos*  
Nathaniel Karp  
Nathaniel,karp@bbva.com

Lorena Lechuga  
lorena,lechuga,cuesta@bbva.com

*Colombia*  
Juana Téllez  
juana,tellez@bbva.com

*México*  
Carlos Serrano  
carlos,serranoh@bbva.com

**BBVA Research**

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

*España*  
Miguel Cardoso  
miguel,cardoso@bbva.com

*Europa*  
Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

*Estados Unidos*  
Nathaniel Karp  
Nathaniel,karp@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

*Análisis Transversal de Economías Emergentes*  
Álvaro Ortiz  
alvaro,ortiz@bbva.com

*Asia*  
Le Xia  
le.xia@bbva.com

*México*  
Carlos Serrano  
carlos,serranoh@bbva.com

*Turquía*  
Álvaro Ortiz  
alvaro,ortiz@bbva.com

*Coordinación LATAM*  
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

**Área de Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

*Sistemas Financieros*  
Ana Rubio  
arubio@bbva.com

*Inclusión Financiera*  
David Tuesta  
david,tuesta@bbva.com

*Regulación y Políticas Públicas*  
María Abascal  
maria,abascal@bbva.com

*Regulación Digital*  
Álvaro Martín  
alvaro,martin@bbva.com

**Áreas Globales**

*Escenarios Económicos*  
Julián Cubero  
juan,cubero@bbva.com

*Escenarios Financieros*  
Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

*Innovación y Procesos*  
Oscar de las Peñas  
oscar,delaspenas@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](http://www.bbvaresearch.com)