

# Situación Latinoamérica

4º TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE AMÉRICA DEL SUR



01 Volatilidad en los mercados financieros, ante el resultado de las elecciones en EEUU y por la subida de tipos de interés de la Fed.

02 Algunos signos de mejora del sentimiento de empresas y familias, especialmente en Brasil y Perú

03 Se mantiene la perspectiva de una recuperación del crecimiento en 2017 en la mayoría de países. La región crecerá 1,3% el próximo año

04 La reducción de la inflación promoverá recortes de tipos de interés por parte de la mayoría de bancos centrales de América del Sur

# Índice

1. Resumen	3
2. América Latina: punto de inflexión	4
3. Tablas	15

Fecha de cierre: 16 de diciembre de 2016

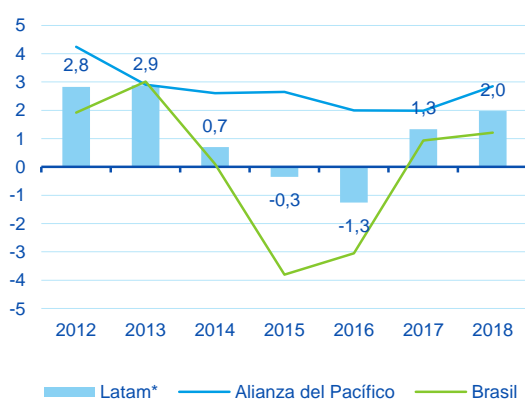
# 1. Resumen

**Las condiciones externas favorecieron tímidamente a América Latina, pero empezaron a revertirse a partir de noviembre.** La baja volatilidad que mostraron los mercados financieros internacionales hasta noviembre se revirtió a partir de la elección presidencial en EEUU, lo que impactó negativamente en los precios de los activos en la región, los tipos de cambio y los flujos de entrada de capitales, revirtiendo en parte las ganancias desde inicios de año.

**Los datos de actividad observados en estos últimos cuatro meses no fueron todo lo positivo que preveíamos, pero los que más anticipan la actividad futura empiezan a mostrar visos de un punto de inflexión.** Las confianzas empezaron a recuperarse en algunos países, notablemente en Perú y Brasil, al hilo de una menor incertidumbre política (si bien con repuntes recientes), pero también de la menor inflación. En este contexto, se mantiene nuestra visión de que la región dejará atrás la desaceleración en 2016 y el próximo año 2017 será un año de recuperación (Gráfico 1.1), si bien a un ritmo aún muy gradual respecto al crecimiento potencial de la región (3%). En particular, el PIB de América Latina se contraería este año en -1,3% para crecer 1,3% en 2017, con muchas diferencias entre los países. Estas previsiones representan una corrección a la baja de -0,4pp en 2016 y -0,5pp en 2017 respecto a las cifras de agosto. El ajuste se produce tanto por unos datos en el primer semestre del año peores a los anticipados, como por un gasto público que necesariamente tendrá un tono más restrictivo en 2017 en muchos países, para preservar la credibilidad de los marcos de política fiscal. Asimismo, la incertidumbre sobre las políticas económicas en EEUU tiene ya un impacto negativo significativo sobre la inversión y la actividad en países muy vinculados como México.

Gráfico 1.1

## Latam: crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA Research

La inflación continuará disminuyendo en América del Sur, mientras que aumentará gradualmente en México. Acorde con esa dinámica, los bancos centrales en América del Sur han girado hacia un tono más acomodaticio de su política monetaria y en los próximos meses continuarán los recortes en los tipos de interés en la mayoría de países, salvo en Perú. En contraposición, la depreciación del tipo de cambio en México forzó el endurecimiento de su política monetaria, endurecimiento que continuará en 2017 a un ritmo más intenso que el esperado para la Fed.

**Los riesgos alrededor de esta previsión siguen sesgados a la baja.** Por el lado externo se centran en el corto plazo en la incertidumbre sobre la política económica de la nueva administración en EEUU y la reacción de los mercados frente al proceso de normalización monetaria de la Fed. En el medio plazo, los riesgos se centran en China y su capacidad para abordar las reformas que atajen el endeudamiento del sector privado y la sobrecapacidad de las empresas públicas. En el frente doméstico, la región sigue enfrentando los riesgos de un recrudecimiento del ruido político, una recaída de las confianzas o un retraso en los proyectos de inversión en infraestructuras.

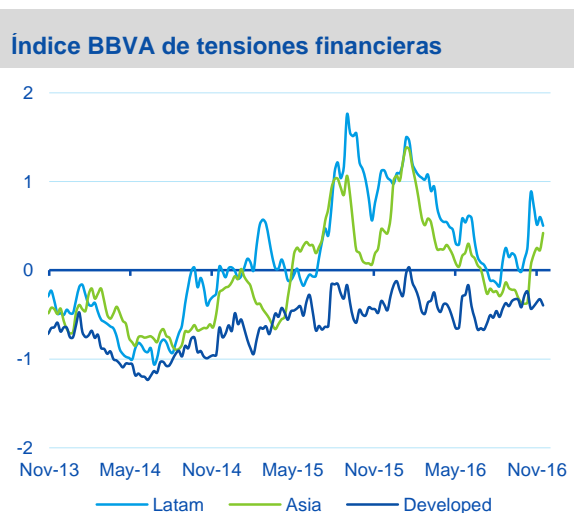
## 2. América Latina: punto de inflexión

### Entorno global: lenta recuperación con incertidumbre por las políticas económicas en Estados Unidos

En los últimos meses ha habido cierta mejoría de la actividad global, cuyo ritmo de crecimiento se está acelerando ligeramente hacia tasas por encima del 3% anualizado, con indicadores de confianza positivos en la mayoría de las regiones y mejoras aparentes en algunos de los indicadores de comercio mundial y manufacturas.

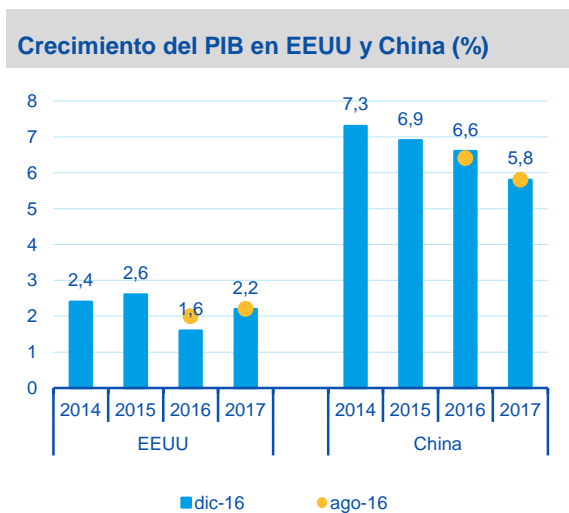
Sin embargo, las incertidumbres han aumentado relacionadas con el resultado de las elecciones en EEUU y las dudas sobre la política económica de la nueva administración estadounidense. La incertidumbre se concentra fundamentalmente en las economías emergentes, que pueden sufrir más directamente el impacto negativo de políticas proteccionistas anunciadas durante la campaña. De ahí que las tensiones financieras en mercados emergentes han aumentado de forma importante, sobre todo en América Latina y más recientemente en Asia. Por el contrario, en mercados desarrollados las tensiones financieras no sólo se mantienen muy contenidas (Gráfico 2.1), sino que además se ha observado un importante cambio de sentimiento entre los inversores favoreciendo la entrada de capitales en renta variable, sobre todo en EEUU.

Gráfico 2.1



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2



Fuente: BBVA Research

En Estados Unidos, tal y como estaba previsto, la actividad se ha acelerado notablemente en el 3T16, tras un primer semestre muy débil. Esperamos que el crecimiento se mantenga dinámico en el 4T16, si bien para el conjunto del año, la economía norteamericana crecerá solamente un 1,6%, por debajo de nuestra anterior previsión. Para el año 2017, el desempeño dependerá de las políticas que se llevan a cabo, tanto en material fiscal como comercial y regulatoria. En principio, suponemos que los planes fiscales de la nueva administración (mayor gasto en infraestructuras y fuerte reducción impositiva) estarán limitados en parte por

el Congreso y tendrán un cierto efecto positivo en el crecimiento a corto plazo y medio plazo, mientras que no esperamos que las promesas de medidas de carácter más proteccionista y de restricciones a la inmigración se implementen en su totalidad, aunque pueden tener un efecto negativo en las confianzas. En cuanto a la Fed, tras la subida de tipos ampliamente descontada de diciembre, esperamos que mantenga una senda gradual de subidas de tasas: dos de 25 pb en 2017, una menos que la proyectada por la Fed. Sin embargo, el mayor énfasis en la política fiscal da lugar a un cambio en las expectativas de inflación y, con ello, a un cambio importante en las perspectivas para los tipos de interés de largo plazo (más altos) y para el dólar (más fuerte). En lo que respecta a China, la otra economía con más influencia en América Latina, los impulsos fiscal y monetario puestos en marcha a principios de año para estabilizar el crecimiento han dado sus frutos y van a permitir alcanzar el objetivo de crecimiento a corto plazo marcado por las autoridades, a costa de acumular crecientes desequilibrios. Así, revisamos al alza la previsión de crecimiento para 2016 hasta el 6,6% (Gráfico 2.2). No obstante, el escenario continúa siendo de una gradual desaceleración hasta el 5,8% en 2017. Y aumentan los riesgos a medio plazo sobre todo el

### El crecimiento mundial aumentará lentamente en 2017 respecto a 2016

calentamiento del sector inmobiliario, la estabilidad financiera, la depreciación del renminbi y la salida de capitales, así como el endeudamiento de las empresas. A largo plazo, las dudas sobre las perspectivas de crecimiento continúan ante el lento progreso de las reformas estructurales en algunas áreas clave, en particular de las empresas públicas.

En este contexto, hemos revisado ligeramente a la baja nuestra previsión de crecimiento mundial, en parte por los resultados peores de lo esperado en la primera mitad del año en algunas áreas, como por un menor crecimiento previsto en EEUU. En cualquier caso, el crecimiento se mantendrá en el entorno del 3% en 2016, con un ligero aumento al 3,2% en 2017.

## Regresa la volatilidad a los mercados en América Latina tras las elecciones en EEUU

Los activos financieros latinoamericanos evolucionaron favorablemente en los últimos meses hasta el inicio de noviembre, en línea con la cautela adoptada por las autoridades monetarias en las principales regiones desarrolladas, la estabilización del crecimiento en China y la positiva evolución de los mercados de materias primas. Sin embargo, la volatilidad reemplazó a la calma una vez más tras las elecciones presidenciales de EE.UU. el 8 de noviembre, cuando la incertidumbre sobre las políticas del gobierno recién elegido empezó a afectar los mercados.

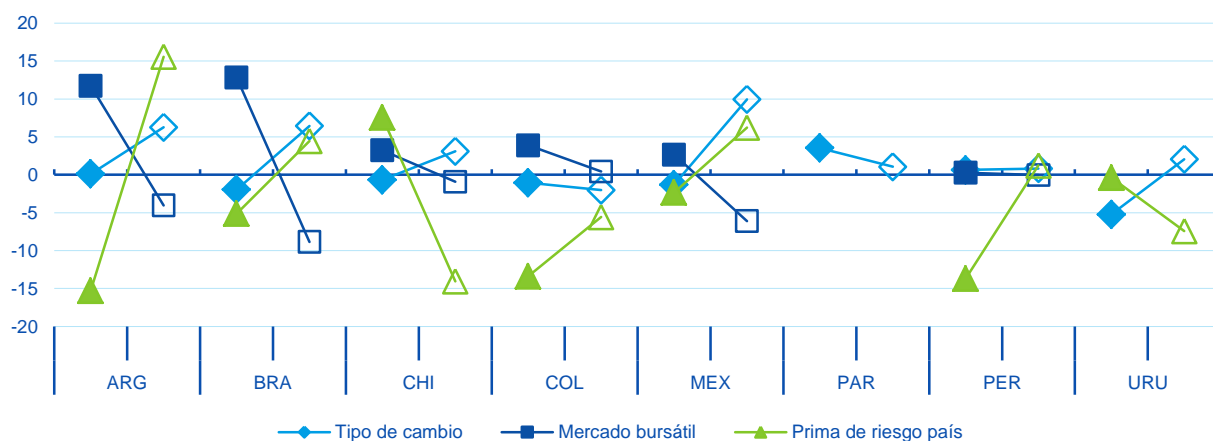
Así, la región registró una expansión de 9,1% en el mercados bursátiles (indicador MSCI Latam), una caída de 7,3% en los diferenciales soberanos (EMBI Latam) y una apreciación cambiaria del 0,7% en promedio desde el inicio de agosto hasta la fecha de las elecciones en EE.UU. Si bien las ganancias en dicho período fueron generalizadas, destacaron positivamente los avances bursátiles en Argentina y en Brasil, influidos también por el optimismo con respecto a sendos ajustes económicos, así como la caída de los diferenciales soberanos en Argentina, Colombia y Perú (Gráfico 2.3).

En contraste, desde el día de las elecciones estadounidenses hasta la fecha de cierre de este informe, el precio de los activos de la región en general se redujo, borrando parte de las ganancias registradas previamente. De manera agregada, los mercados bursátiles de la región retrocedieron 13,1%, el diferencial soberano aumentó 4,1% y las divisas se depreciaron 5,3% en dicho período. Cabe notar que la volatilidad en los mercados de la región ha repuntado en los primeros días después de las elecciones y ha empezado a moderarse gradualmente desde entonces. Sin embargo, este proceso de moderación de volatilidad fue de cierta manera interrumpido por la subida de los tipos de interés por la Fed el 14 de diciembre y principalmente por la visión expuesta de que los ajustes alcistas el próximo año podrían ser tres en lugar de dos.

En todo caso, las pérdidas acumuladas desde el inicio de noviembre han sido más fuertes en Argentina, en Brasil y principalmente en México. En el caso de Brasil el cambio del tono de los mercados globales coincidió con un menor optimismo sobre las perspectivas de recuperación de la actividad y con una nueva ola de tensiones políticas, asociada al posible involucramiento de miembros del gobierno de Temer en episodios de corrupción. Por su parte, en Argentina la aprobación en la cámara de diputados del proyecto de la oposición para reducir el impuesto a las Ganancias acrecentó las dudas sobre la solvencia fiscal. Con respecto a los mercados mexicanos, han sido claramente los más afectados, dado que el país sería el más expuesto a eventuales medidas de carácter proteccionista y de restricciones a la inmigración adoptadas por su vecino del norte.

Gráfico 2.3

**Mercados financieros - Variación porcentual: (1) hasta las elecciones en EEUU (entre el 1 de agosto y el 7 de noviembre) y (2) desde las elecciones (entre el 7 de noviembre y el 16 de diciembre)**



\* Tipo de cambio: moneda local/dólar. En este caso, aumentos indican depreciaciones. Prima de riesgo país: EMBI. Mercado bursátil: MSCI. Tipo de cambio: promedio de los principales países de Latam.  
Fuente: Haver Analytics, Datastream y BBVA Research

Si el impacto en México de la incertidumbre sobre las políticas a ser adoptadas por la nueva administración en EE.UU. ha sido significativo, el efecto sobre los demás miembros de la Alianza del Pacífico, Chile, Colombia y Perú, ha sido relativamente pequeño. Además de su menor dependencia de la economía de EE.UU., estos países se beneficiaron de algunos factores idiosincráticos, como la conclusión de las negociaciones para alcanzar la paz con las FARC en Colombia, y el aumento de precio de las materias primas.

Con respecto a este último factor, el precio del petróleo, que ya exhibía una clara tendencia alcista desde el inicio de este año, ha sido impulsado por la reciente decisión de los países productores de recortar la oferta, lo que parece haber primado sobre las perspectivas de menores exigencias legales y ambientales para las nuevas inversiones productivas en el sector energético en EEUU. Así, el precio del barril de petróleo alcanzó 55 dólares a mediados de diciembre, un 19% más alto que en el precio al inicio de noviembre y un 48% más que el precio registrado al cierre de 2015. Hacia adelante, seguimos esperando que el precio del crudo converja a 60 dólares por barril (véase la tabla de previsiones al final de este informe). Con respecto al cobre, su precio aumentó un 8% tras conocerse el resultado de las elecciones en EEUU, por la perspectiva de mayores inversiones en infraestructuras y también por mayor actividad especulativa, y ahora se encuentra un 17% más alto que al cierre de 2015. Dado el fuerte aumento de la actividad especulativa de naturaleza transitoria, pensamos que parte de este aumento se revertirá hacia niveles de 2.30 dólares por libra en promedio para 2017, con espacio para que, a partir de esos niveles, siga ajustándose ligeramente al alza en los siguientes años. Por fin, el precio de la soja se encuentra actualmente muy próximo al registrado antes de las elecciones estadounidenses y un 15% por encima del valor de cierre de 2015. En este caso, las buenas perspectivas con respecto a la producción, hacen probable una moderación de su precio en el corto plazo.

---

### La reciente decisión de la Fed de subir los tipos de interés ha contribuido a mantener los precios de los activos bajo presión

---

Hacia adelante, habrá tres factores que harán poco probable que las pérdidas recientes se sostengan: (i) las perspectivas de gradual aumento de los precios de las materias primas; (ii) nuestros escenarios base para las economías de China y EE.UU., incluyendo nuestra visión de que el ajuste monetario de la Fed será gradual; y (iii) nuestro pronóstico de que la actividad económica en América Latina se recuperará en los próximos meses. En particular, con respecto a los mercados cambiarios, anticipamos una cierta estabilidad o depreciaciones acotadas en los próximos meses (Gráfico 2.4 y tablas en la sección 3), de manera que los tipos de cambio se deberían apreciar en términos reales en los próximos meses en la mayoría de los países. Sin embargo, las turbulencias recientes relacionadas con el resultado de las elecciones en EEUU y el tono menos acomodaticio empleado por la Fed han contribuido a que ahora esperemos que el tipo de cambio se mantenga en un nivel más depreciado que lo anteriormente previsto, principalmente en México.

En todo caso, la incertidumbre acerca del proceso de moderación del crecimiento en China y sobre la política económica en EEUU sugiere que no se debería descartar la posibilidad de que los mercados latinoamericanos registren nuevos episodios de volatilidad.

Gráfico 2.4

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

\*\* Aumentos indican depreciaciones.

Fuente: BBVA Research

## Primeros signos de inflexión de la actividad en algunos países de la región, hacia una recuperación gradual en 2017

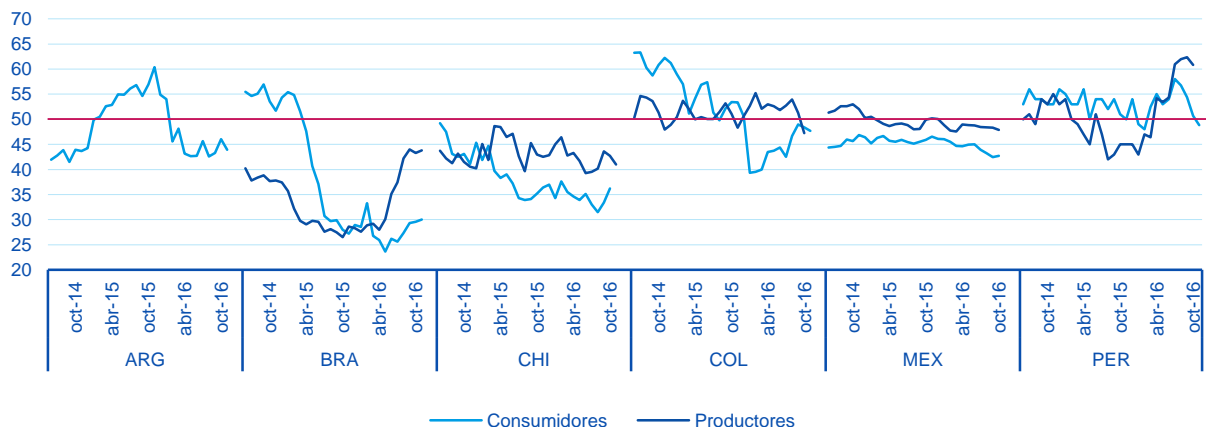
La evolución favorable de los mercados financieros en América Latina hasta noviembre no sólo continuó apoyando a la actividad económica sino que también fue en parte el reflejo de un punto de inflexión en la actividad en la región. Por resumir ese punto de inflexión, los indicadores de confianza en la mayoría de países, que han permanecido en niveles de pesimismo durante la mayor parte de los últimos dos o tres años empezaron a mostrar una cierta recuperación, aunque se mantienen en niveles deprimidos, salvo el caso de la confianza empresarial en Perú (Gráfico 2.6). De la misma manera que una parte importante del lastre sobre las confianzas de los productores en los últimos trimestres tuvo un origen en el entorno político, la recuperación fue también más acusada en aquellos países donde más disminuyó la incertidumbre política respecto al semestre pasado, como es el caso de Perú y Brasil, aunque en este último las tensiones hayan vuelto a aumentar recientemente por posibles casos de corrupción de miembros del nuevo gobierno. Asimismo, por el lado de los consumidores, la reducción de la inflación (véase la siguiente sección) empieza a ser un elemento positivo sobre el sentimiento de las familias, si bien la debilidad de los mercados laborales continúa dominando.

Este atisbo de punto de inflexión para las confianzas (y por, ende, para el consumo y la inversión) se traslada a nuestras previsiones de actividad. Así, anticipamos que la mayoría de países de la región deberían mostrar un crecimiento mayor en 2017 que en este año. Esto llevará al promedio regional a un crecimiento del 1,3% en 2017 frente al -1,3% en 2016, un crecimiento aún moderado respecto al potencial de la región, pero que quebrará la desaceleración regional iniciada en 2013 (Gráfico 1.1). Seguimos previendo que el principal impulso a este aumento del crecimiento provenga tanto del sector externo (con mejores precios de las materias primas de exportación y el efecto positivo de la depreciación de los últimos dos años) como por el impulso de la inversión pública y privada en países como Argentina, Colombia y Perú.



Gráfico 2.5

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



Fuente: BBVA Research

Estas tasas de crecimiento regionales para 2016 y 2017 son alrededor de 0,4pp inferiores a las que preveíamos en agosto. Dentro de esta revisión a la baja en 2016 han influido especialmente las sorpresas negativas sobre la actividad en los últimos trimestres en Argentina, Colombia y México (este último a su vez muy influido por el decepcionante crecimiento en EEUU). Por otro lado, para 2017 se prevé una política fiscal que tendrá un tono más restrictivo para mantener la credibilidad de las reglas fiscales en países como México, Chile, Colombia o Perú, o recuperar esa credibilidad en el caso de Brasil. Asimismo, la incertidumbre sobre las políticas económicas que implementará la nueva administración en EEUU ya ha tenido impactos sobre las decisiones de inversión en las economías más estrechamente vinculadas, como es el caso de México, pero aún con escasos efectos reales en el caso de América del Sur.

**El crecimiento en América Latina pasará de -1,3% en 2016 a 1,3% en 2017**

La región sigue mostrando una fuerte heterogeneidad alrededor de estos promedios (Gráfico 2.6), con las economías de la Alianza del Pacífico (Perú, Colombia y Chile) manteniendo tasas de crecimiento por encima del promedio regional, sin duda recogiendo los frutos de políticas económicas prudentes en los años previos a la caída de los precios de las materias primas.

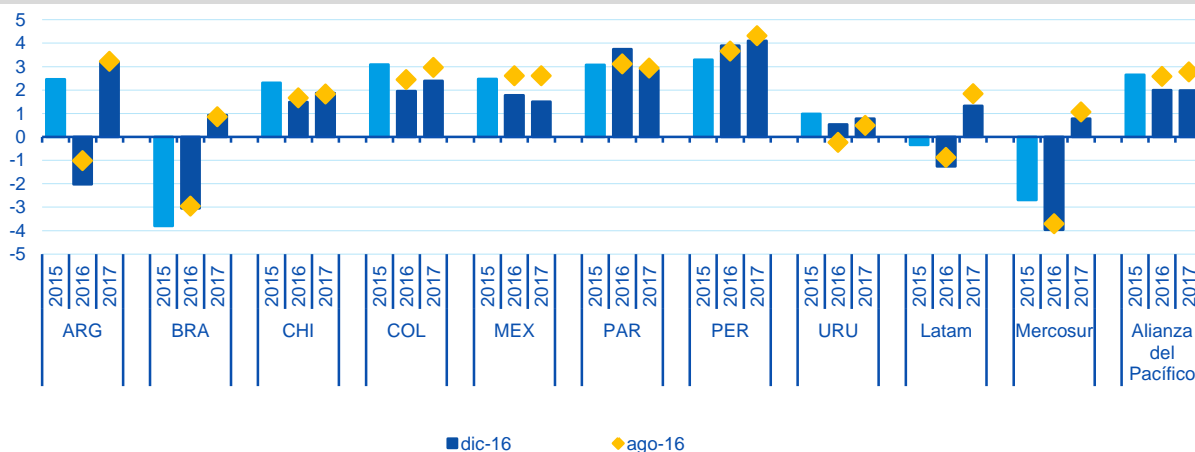
- En **Brasil**, mantenemos nuestra previsión de crecimiento en -3,0% este año, con un fuerte sesgo bajista tras las sorpresas negativas en actividad en los últimos meses, y una lenta recuperación de 0,9% en 2017.
- En **México**, ajustamos nuestras previsiones a la baja, al 1,8% y 1,5% en 2016 y 2017, dada la debilidad del crecimiento en EEUU, la incertidumbre sobre las políticas económicas que implementará la nueva administración en ese país, los ajustes en el gasto público y también el incremento de tipos de interés en lo que va del año (250pb) y el previsto para 2017.
- En **Argentina**, revisamos a la baja el crecimiento en 2016, del -1,0% al -2,0%, por la fuerte recesión observada en el segundo trimestre y un crecimiento más débil al anticipado en el segundo semestre.

Para 2017, seguimos anticipando un repunte del crecimiento al 3,2% en 2017, impulsado por la inversión.

- En **Colombia**, revisamos el crecimiento a la baja en 2016, del 2,4% al 2,0%, por los débiles datos de actividad del segundo y tercer trimestre. El crecimiento será mayor en 2017 que en 2016, impulsado por la inversión en infraestructura. Con todo, una inversión menos dinámica y el impacto de corto plazo de la reforma tributaria que sea aprobada finalmente implican un ajuste del crecimiento en 2017 de 0,6pp, al 2,4%.
- En **Perú**, revisamos ligeramente al alza (0,3pp) la previsión de crecimiento en 2016 al 3.9% por los datos observados y una política fiscal un poco más laxa. Eso se compensa con una revisión a la baja similar en 2017 (4,1%) por algo de retraso en los proyectos de infraestructura y una política fiscal levemente más restrictiva de lo anticipado.
- En **Chile**, revisamos a la baja la previsión de crecimiento de 2016 al 1,5% y mantenemos la de 2017 en el 1,8%, con un mercado laboral débil (por la composición del empleo) e inversión en niveles reducidos, especialmente en el sector minero. La expansión fiscal en 2017 será muy acotada por la regla fiscal.
- En **Uruguay**, revisamos significativamente al alza nuestra previsión de crecimiento en 2016 (0,8pp hasta el 0,5%), por la sorpresa del crecimiento en el segundo trimestre (principalmente por generación de energía eléctrica). Con todo el crecimiento se mantendrá reducido en 2017 (0,9%, 0,4pp más que lo previsto hace tres meses) impulsado especialmente por el sector externo y, en menor medida, el consumo.
- En **Paraguay**, revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento en 2016, también por la mayor producción de electricidad en el primer semestre del año. Para 2017, seguimos proyectando un crecimiento de 2,9%, apoyado en el buen desempeño del sector servicios y construcción.

Gráfico 2.6

Países Latam: crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA Research

## La inflación tiende a la baja en América del Sur pero se eleva en México

La inflación continuó moderándose en los últimos tres meses en gran parte de las economías de la región. Las principales excepciones a esta tendencia general fueron México y Paraguay, donde sin embargo se mantiene bajo control, dentro del rango establecido por las respectivas autoridades monetarias (Gráfico 2.7). Asimismo, en Perú la inflación aumentó en los últimos meses, pero debe retomar su tendencia bajista en los próximos meses.

La tendencia bajista de la inflación en la mayoría de los países América Latina está en línea con la apreciación de sus divisas observada hasta las recientes elecciones en EEUU y la relativa debilidad de la demanda. Además, la inflación en países como Colombia y Brasil se benefició en los últimos meses de la moderación en el precio de los alimentos tras el fuerte repunte (causado por factores climáticos) a mediados del año.

A pesar de desaceleración reciente, la inflación todavía se mantiene por encima de los objetivos de los bancos centrales en la mayoría de los casos. Este no es el caso de Chile, donde la inflación permanece dentro del rango meta desde julio. Como fue comentado anteriormente, tampoco es el caso de México y Paraguay, donde la inflación lleva bastante tiempo bien anclada dentro de los rangos establecidos por los respectivos bancos centrales. En todo caso, en estos dos países en que la inflación no ha tendido a la baja en los últimos meses, los precios han sido menos beneficiados que en otras economías de la región por la dinámica de sus divisas, especialmente en el caso mexicano.

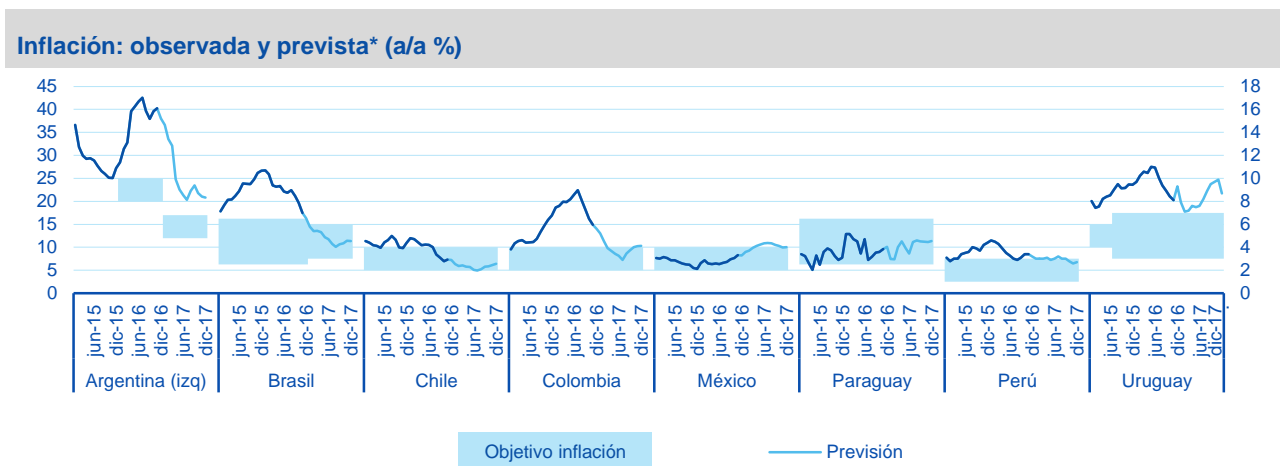
### En América del Sur la inflación irá convergiendo hacia los rangos meta de los bancos centrales

El proceso de moderación de la inflación debe continuar en los próximos meses ya que no se esperan depreciaciones cambiarias significativas y la recuperación de la actividad económica será, en el mejor de los casos, gradual. Sin embargo, hay que notar que la volatilidad observada tras las elecciones en EEUU podría tener un efecto negativo sobre los precios en la región, principalmente si se prolonga por más tiempo.

Pese los avances positivos observados en Argentina y en Uruguay, prevemos que la inflación se mantenga en estos casos por encima de los rangos objetivo de sus respectivos bancos centrales al menos hasta el cierre de 2017. En contraste, en Colombia y Brasil la convergencia a los objetivos debe ocurrir al inicio de 2017 (aunque en Colombia se anticipa un repunte temporal al cierre del año) y en Perú se mantendrá alrededor del límite superior del rango objetivo hasta finales de dicho año, en que converja más claramente hacia el 2%. En Chile y Paraguay la inflación debe continuar próxima a los objetivos, con la diferencia que en el primer caso las presiones sobre los precios deben seguir reduciéndose y en Paraguay probablemente aumentarán. Por último, en el caso de México, la fuerte depreciación del tipo de cambio en los últimos meses, reforzada después de las elecciones en EEUU, implicará una mayor inflación en 2017, que superará brevemente el rango meta del banco central, para cerrar el año alrededor del 4% (Gráfico 2.7 y tablas de previsiones en la sección 3).

De una manera general nuestras previsiones para la inflación en 2016 se han ajustado ligeramente a la baja, en línea con las sorpresas a la baja observadas en muchas geografías, con la principal excepción de Perú y México. Sin embargo, para 2017 la perspectiva de evolución de la inflación recoge mayores presiones que las anticipadas hace cuatro meses (si bien contenidas), impulsadas sobre todo por la mayor depreciación de los tipos de cambio en la mayoría de países, especialmente en México.

Gráfico 2.7



Fuente: BBVA Research

## La menor inflación abre la puerta a bajadas de los tipos de interés en América del Sur

La consolidación de la tendencia bajista de la inflación y el tono aún débil de la actividad económica han permitido que las autoridades monetarias de algunos países de la región inicien recientemente un ciclo de relajación de las condiciones monetarias, pese a la incertidumbre sobre la política económica que implementará la nueva administración en EEUU y el proceso de subida de los tipos de interés de la Fed. En concreto, en Brasil la tasa Selic se redujo en 25pb en cada una de las dos últimas reuniones de política monetaria y en Colombia el Banco de la República recortó los tipos de referencia en 25pb en diciembre. En ambos casos el ciclo de relajación monetaria empezó algunos meses antes de lo esperado. Asimismo, también el banco central argentino ha recortado la tasa de interés de política monetaria en los últimos meses en línea con las mejoras en las perspectivas de inflación (Gráfico 2.9). Por su parte en Chile, Perú y Paraguay los bancos centrales han preferido mantener los tipos de interés inalterados en los últimos meses.

Por último, en México, la autoridad monetaria ha actuado preventivamente en septiembre y en las dos reuniones posteriores a las elecciones en EE.UU., llevando la tasa de fondeo a 5,75%, 275 pb por encima de la tasa de hace poco más de doce meses, en gran parte por el riesgo de que la depreciación del peso pudiera impactar los precios internos y desanclar las expectativas de inflación.

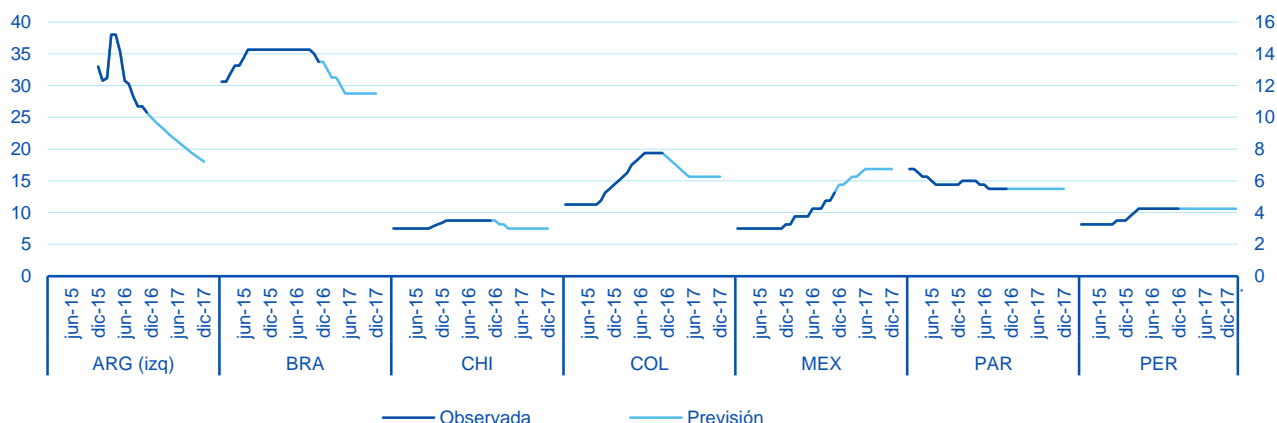
**En México, Banxico aumentará sus tipos de interés en 2017 más intensamente que la Fed**

En los próximos meses es probable que se registren nuevos recortes de la tasa de política monetaria en Brasil, aunque a un ritmo mayor, de 50 pb, en línea con la caída de la inflación, los avances en la adopción de un techo para el gasto público y el deterioro de la actividad. En Colombia los recortes de 25pb deben continuar en los próximos meses y en Chile prevemos que la autoridad monetaria anuncie dos recortes de 25 pb de la tasa de referencia en el primer trimestre de 2017.

En el caso de Argentina, la política monetaria debe seguir relajándose, si bien manteniendo tipos de interés reales positivos, en la medida que las presiones inflacionarias vayan perdiendo fuerza. En Perú y Paraguay la previsión es de estabilidad de la tasa de política monetaria al menos hasta el cierre de 2017. Finalmente, en México, el tono de la política monetaria debe continuar endureciéndose en los próximos meses, para impedir que las expectativas de inflación se desanclen. Prevemos que Banxico subirá la tasa de fondeo en 100 pb hasta 6,75%, 50pb más que la Fed y ya en niveles claramente restrictivos dada nuestra estimación de tasa de interés neutral de 5,5%.

Gráfico 2.8

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



Fuente: BBVA Research

**Los riesgos externos están centrados en el corto plazo en EEUU y la Fed, y en el medio plazo en China**

Los riesgos sobre nuestras previsiones para América Latina se mantienen sesgados a la baja, tanto por factores externos como por elementos de carácter doméstico.

Entre los factores externos más relevantes para la región, hay que destacar que a pesar de la estabilización del crecimiento mundial que comentábamos al inicio de esta sección, éste se encuentra aún en tasas demasiado débiles, con riesgo de disminuir por debajo de los ritmos actuales. La política monetaria en los países desarrollados ya se encuentra cerca de sus límites, aumentando las dudas sobre la efectividad marginal de las nuevas medidas y sobre el impacto negativo que pudieran tener en la estabilidad financiera.

Por ello, han aumentado las llamadas para complementarla con otras políticas, fiscales y estructurales, de manera coordinada para asegurar la sostenibilidad de la recuperación y al mismo tiempo apuntalar el crecimiento potencial. Algunos países, como EE.UU. o Alemania, tienen margen de maniobra para implementar medidas fiscales expansivas, mientras que muchos otros podrían actuar sobre la composición del gasto público, de tal manera que fuese más orientado al crecimiento a pesar de no suponer una expansión fiscal.

En EEUU, debe aún levantarse la incertidumbre sobre las políticas económicas que se terminen por implementar por parte de la nueva administración, para saber si llevará a un proceso de medidas que hagan frente a los riesgos de un crecimiento potencial menor en el largo plazo. Más allá de ello, es importante que la estrategia de subidas de tipos de interés por parte de la Fed continúe de manera calibrada para no causar efectos colaterales en las economías emergentes, y en América Latina en particular. Así, la reciente subida de tipos de interés por parte de la Fed en diciembre, generó una volatilidad relativa, que continuará siendo acotada si se comunica claramente que proseguirá una estrategia gradual hacia adelante.

Más a medio y largo plazo, el mayor riesgo para la economía global y para América Latina en particular sigue ligado a los desequilibrios de la economía china (comentados al inicio de esta sección), que no dan señales de disminuir, sino más bien al contrario, lo que puede llevar más adelante a ajustes bruscos. El principal riesgo de medio y largo plazo es el derivado del sobreendeudamiento de las empresas privadas y de falta de reformas en las públicas. Un fuerte ajuste de la economía china tendría consecuencias muy negativas para las economías de la región (especialmente en América del Sur) a través de la caída de las exportaciones a ese país y de los precios de las materias primas, así como el aumento de la volatilidad en los mercados.

---

### Por el lado interno, los riesgos en la región se centran en el ruido político y la evolución de la confianza

---

Por el lado doméstico, los riesgos son diversos, dependiendo de la economía latinoamericana sobre la que se ponga el foco. Con todo, existe un factor de ruido político que sigue flotando en la mayoría de países de la región, acentuado recientemente por los posibles casos de corrupción de miembros del nuevo gobierno en Brasil, pero al mismo tiempo mitigado en Perú al levantarse la incertidumbre sobre el resultado de las elecciones y en Colombia por la firma de un nuevo acuerdo de paz y su refrendación política a través del Congreso. Un aumento de ese ruido político en varios países de América Latina podría socavar la gobernabilidad y retrasar varios procesos de reforma en marcha en la región. Al mismo tiempo, el punto de inflexión en la región sobre el que hemos llamado la atención en este Situación Latam resulta muy dependiente de la recuperación de las confianzas de hogares y empresas, que ya se ve en Perú por el lado corporativo y (en menor medida) en Brasil. Sin embargo, la recuperación de las confianzas es aún frágil y puede revertirse si no se afianza la recuperación de la actividad y de los mercados laborales. Por último, el posible retraso de los proyectos de obras públicas en países como Argentina, Perú o Colombia representa también un riesgo significativo sobre el crecimiento en 2017, apoyado por el desarrollo de las infraestructuras.

## 3. Tablas

Tabla 3.1

PIB (% a/a)				
	2014	2015	2016*	2017*
Argentina	-2,5	2,5	-2,0	3,2
Brasil	0,1	-3,8	-3,0	0,9
Chile	1,9	2,3	1,5	1,9
Colombia	4,4	3,1	2,0	2,4
México	2,2	2,5	1,8	1,5
Paraguay	4,7	3,1	3,8	2,9
Perú	2,4	3,3	3,9	4,1
Uruguay	3,2	1,0	0,5	0,8
Mercosur	-0,7	-2,7	-4,0	0,8
Alianza del Pacífico	2,6	2,6	2,0	2,0
América Latina	0,7	-0,3	-1,3	1,3

\* Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

Tabla 3.2

Tipo de cambio (vs. USD, promedio)				
	2014	2015	2016*	2017*
Argentina	8,13	9,27	14,79	17,10
Brasil	2,35	3,33	3,49	3,43
Chile	570,4	654,1	676,8	679,8
Colombia	2000	2741	3058	3066
México	13,37	15,98	18,69	19,89
Paraguay	4514	5226	5624	5703
Perú	2,84	3,19	3,38	3,55
Uruguay	23,20	27,28	30,10	29,63

\* Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

Tabla 3.5

Cuenta corriente (% PIB)				
	2014	2015	2016*	2017*
Argentina	-1,4	-2,5	-2,4	-2,5
Brasil	-4,3	-3,3	-1,1	-1,0
Chile	-1,3	-2,0	-1,6	-1,8
Colombia	-5,2	-6,5	-4,4	-3,8
México	-2,0	-2,9	-3,0	-3,0
Paraguay	-0,4	-1,7	0,6	-0,2
Perú	-4,0	-4,8	-3,3	-3,1
Uruguay	-4,5	-2,3	-1,8	-1,4

\* Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

Tabla 3.7

Previsión de Materias primas				
	2014	2015	2016*	2017*
Petróleo (Brent USD/Barril) (prom)	99,02	52,62	44,75	53,74
Soja (USD/ton) (prom)	458,11	350,33	359,88	344,50
Cobre (USD/libra) (prom)	3,11	2,50	2,21	2,30

\* Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

Tabla 3.1

Inflación (% a/a, promedio)				
	2014	2015	2016*	2017*
Argentina	38,0	26,7	41,2	25,5
Brasil	6,3	9,0	8,8	4,8
Chile	4,4	4,4	3,8	2,3
Colombia	2,9	5,0	7,5	3,9
México	4,0	2,7	2,8	4,1
Paraguay	5,0	3,1	4,1	4,1
Perú	3,2	3,5	3,6	2,9
Uruguay	8,9	8,7	9,7	8,3

\* Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

Tabla 3.4

Tipo de interés (% promedio)				
	2014	2015	2016*	2017*
Argentina	22,5	21,5	25,88	17,06
Brasil	11,0	13,6	14,10	11,83
Chile	3,69	3,08	3,50	3,04
Colombia	3,98	4,77	7,23	6,46
México	3,21	3,02	4,29	6,50
Paraguay	6,73	6,08	5,71	5,50
Perú	3,79	3,35	4,23	4,25
Uruguay	21,52	21,45	22,52	23,32

\* Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

Tabla 3.6

Saldo fiscal (% PIB)				
	2014	2015	2016*	2017*
Argentina	-2,7	-4,8	-4,9	-4,7
Brasil	-6,7	-10,2	-9,7	-8,7
Chile	-1,6	-2,2	-2,9	-3,2
Colombia	-2,4	-3,0	-3,9	-3,3
México	-3,2	-3,5	-2,9	-2,4
Paraguay	-1,1	-1,7	-2,0	-1,9
Perú	-0,3	-2,1	-3,2	-2,4
Uruguay	-3,5	-3,5	-3,8	-3,4

\* Previsiones.  
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 América del Sur

#### Economista Jefe de América del Sur

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

Enestor Dos Santos  
enestor.dossantos@bbva.com

Cecilia Posadas  
c.posadas@bbva.com

Lorena Lechuga  
lorena.lechuga.cuesta@bbva.com

**Argentina**  
Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**  
Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

**Colombia**  
Juana Téllez  
luana.tellez@bbva.com

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

**Perú**  
Hugo Perea  
hperea@bbva.com

Con la colaboración de:

**Escenarios Económicos  
Globales**

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

## BBVA Research

#### Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

#### Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

#### Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

#### España y Portugal

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

#### América del Sur

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

#### Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

#### Coordinación entre Países

Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

#### Estados Unidos

Nathaniel Karp  
nathaniel.karp@bbva.com

#### Argentina

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

#### Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

#### Regulación Digital

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

#### México

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

#### Chile

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

#### Modelización y Análisis de Largo

Plazo Global  
Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

#### Regulación

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

#### Turquía, China y Geopolítica

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

#### Colombia

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

#### Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

#### Sistemas Financieros

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

#### Turquía

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

#### Perú

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

#### Inclusión Financiera

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

#### China

Le Xia  
le.xia@bbva.com

#### Venezuela

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

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