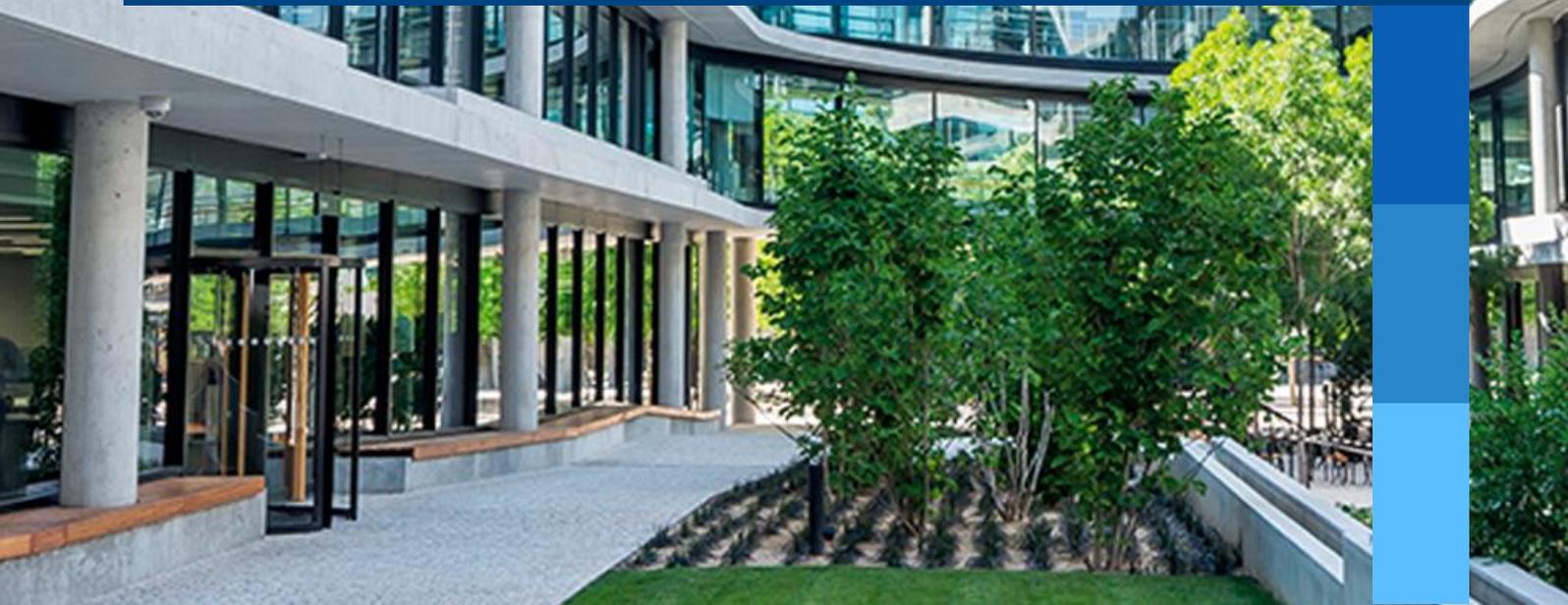


The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font.

BBVA | Research

Situación Latinoamérica

3^{er} TRIMESTRE 2017 | UNIDAD DE AMÉRICA DEL SUR



Índice

1. Resumen	3
2. América Latina: crecimiento lento	4
3. Tablas	16

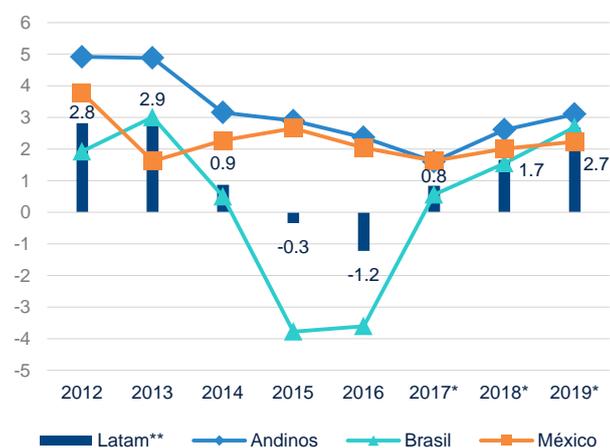
Fecha de cierre: **12 de julio de 2017**

1. Resumen

Los mercados financieros en América Latina continuaron en una fase de tensa calma. Los precios de los activos latinoamericanos continuaron mostrando ganancias, en un contexto de muy baja volatilidad (e incluso la sensación de cierta complacencia de los mercados) y a pesar de cierta corrección de los precios de las materias primas. Hacia adelante, anticipamos depreciaciones moderadas de los tipos de cambio en la región, pero sin descartar una rápida reversión de la baja volatilidad que ha disfrutado la región en los últimos meses.

El crecimiento en América Latina avanzaría al 0,8% en 2017 y 1,7% en 2018. La recuperación tras la contracción del -1,2% en 2016 estará apoyada en la salida de la recesión de dos de las principales economías regionales (Brasil y Argentina), pues en la mayoría del resto de países se producirá una desaceleración de la actividad en 2017 respecto a 2016, lastrado por shocks externos y la falta de vigor de la demanda interna. Hacia adelante, seguimos previendo que el principal impulso al crecimiento en América del Sur provenga tanto del sector externo (con mejores términos de intercambio y una demanda global en ascenso) así como por el impulso de la inversión pública y privada en países como Argentina y Colombia, a los que se uniría Perú en 2018. Con todo, sigue siendo un crecimiento bajo, tanto en relación al potencial de la región (cercano al 3%) como en relación a las economías desarrolladas (alrededor del 2%).

Gráfico 1.1 Latam: crecimiento del PIB (%)



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

Prosigue la disminución de la inflación en América del Sur, y se acerca el fin de las subidas en México. Los registros de inflación en la región han sorprendido a la baja en la mayoría de países, condicionados por la estabilidad de los tipos de cambio, así como la debilidad de la demanda interna y la moderación del precio del petróleo y de los alimentos. Dado este panorama de menor inflación y debilidad de la actividad, anticipamos un tono aún más acomodaticio de los bancos centrales en la región, con la continuación de los recortes de tipos de interés en América del Sur y el fin de las subidas en México. En cualquier caso, resulta claro que la política monetaria está llevando el mayor peso del ajuste contracíclico, ante la falta de espacio fiscal, con la excepción de Perú.

Los riesgos alrededor de la previsión de crecimiento se acentúan en el frente interno, pero se alivian por el lado externo. Por el lado interno, se acentúan las tensiones políticas en muchos países, al tiempo que persiste en riesgo de retrasos en la inversión. Por el lado externo, si bien aumenta el riesgo de medio plazo asociado a las vulnerabilidades financieras de la economía china, se reduce levemente el riesgo ligado a las políticas económicas en EEUU, incluyendo la de una retirada apresurada de sus estímulos monetarios.

2. América Latina: crecimiento lento

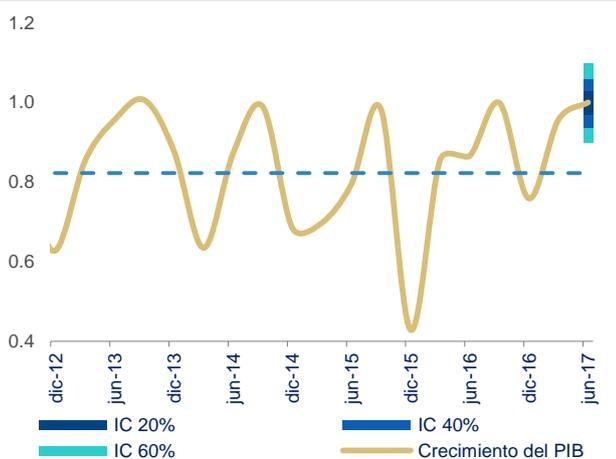
Entorno global: Crecimiento estable en 2017-18, con riesgos todavía a la baja

La economía global se ha estado acelerando en los últimos trimestres y se ha acercado a tasas de crecimiento del 1% trimestral (Gráfico 2.1), pero tiende a estabilizarse. Los datos de confianza a nivel global son claramente positivos, sobre todo en las economías avanzadas, y parecen haberse instalado en valores elevados. El comercio mundial se ha recuperado rápidamente desde niveles muy débiles a mediados del año pasado. Todo ello ha llevado también a una recuperación de la actividad industrial y de la inversión a nivel global.

Esta dinámica positiva responde al principal factor de la expansión reciente -los estímulos de política económica de la economía China- que han impulsado su economía y han arrastrado con ello a otros países de Asia y al resto de la economía mundial. Otros soportes del buen comportamiento cíclico, como unas políticas monetarias extremadamente acomodaticias en la mayoría de los países avanzados, una política fiscal que ha sido neutral o expansiva recientemente, o los precios de las materias primas relativamente moderados, han ayudado a la recuperación global, en un torno de mercados financieros tranquilos.

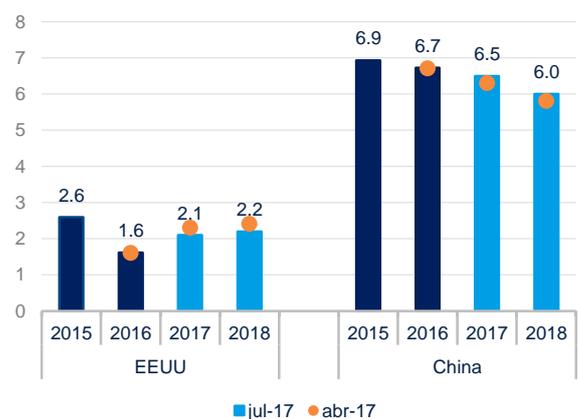
La mejora, que sobre todo afecta a las economías avanzadas, va acompañada de un cierto reequilibrio desde Estados Unidos hacia Europa. Las economías emergentes, por su parte, han tenido un comportamiento menos positivo, y más heterogéneo, con una salida de la desaceleración más lenta de lo previsto en Latinoamérica, y un comportamiento diferenciado en función de la dependencia de los ingresos por materias primas.

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



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Crecimiento del PIB en EEUU y China (%)



Fuente: BBVA Research

Se mantiene nuestra visión de aumento del crecimiento mundial, que pasaría de 3,1% en 2016 a 3,3% en 2017 y 3,4% en 2018

El tono en los mercados financieros ha sido positivo, con volatilidades en mínimos históricos, a pesar de la persistente incertidumbre económica, política y geopolítica, así como de la corrección de las expectativas de impulso fiscal en Estados Unidos. Con ello, los tipos de interés de largo plazo se han mantenido anclados, corrigiendo parte de las subidas de los trimestres previos y la apreciación del dólar se ha frenado. La gran pregunta es si los mercados están siendo demasiado complacientes, sobre todo teniendo en cuenta que los principales bancos centrales están avanzando en el proceso de normalización. El tono de la política monetaria sigue siendo acomodaticio, pero en el último trimestre, en paralelo con la mejora económica, se han dado pasos adicionales en dicho proceso.

Nuestras nuevas previsiones implican que el crecimiento a nivel global se mantiene en el 3,3% para 2017 y el 3,4% para 2018. En China, revisamos al alza el crecimiento en alrededor de 0,2pp en 2017-18, con lo que se alcanzaría el objetivo de las autoridades del 6,5% en 2017, aunque continuamos esperando una desaceleración en 2018 hasta el 6% (Gráfico 2.2). También en Europa hemos revisado la previsión de crecimiento al alza en tres décimas en 2017, hasta el 2%, de la mano de las exportaciones y la inversión, con una cierta desaceleración para 2018 hasta el 1,7%. Por el contrario, revisamos ligeramente a la baja la previsión de EE.UU. hasta el 2,1% en 2017 y el 2,2% en 2018 (Gráfico 2.2), por un desempeño por debajo de lo previsto en el primer trimestre y por las mayores dificultades para aprobar medidas fiscales expansivas y acometer reformas. En Latinoamérica, el deterioro de los precios de las materias primas este año, y una mayor incertidumbre doméstica en varios países hacen que la salida de la desaceleración esté siendo más lenta de lo previsto. Estas previsiones implican que en los próximos trimestres los países emergentes deberían recuperar terreno respecto a los avanzados y China, que han liderado la mejora reciente.

Una tensa calma en los mercados financieros en América Latina

El entorno global, marcado por la aceleración del crecimiento y la baja volatilidad de los mercados financieros, ha permitido que el precio de los activos financieros latinoamericanos haya, en general, aumentado durante los últimos tres meses (gráficos 2.3 y 2.4). Si bien el tono ha sido en general positivo, algunos mercados y países fueron afectados por la corrección a la baja de algunas materias primas y por la mayor preocupación con ciertos aspectos del entorno económico y político local.

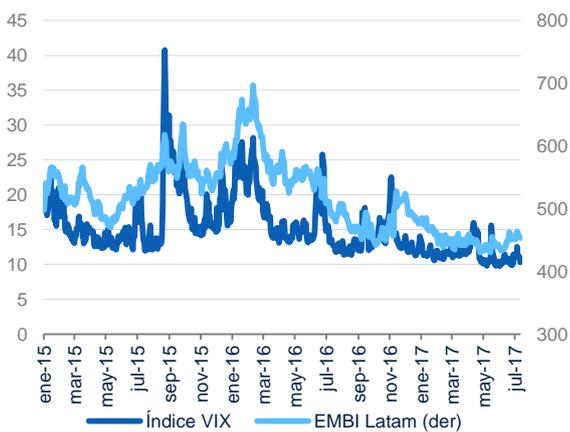
Con respecto a las materias primas, si bien en muchos casos los precios se ajustaron al alza durante los últimos tres meses (soja: 7,3%, maíz: 2,0%, cobre: 4,9%, zinc: 8,9%, etc.), en el caso de algunos productos importantes para la región los precios bajaron significativamente en el período (petróleo: -14,5%, mineral de hierro: -12,7%).

Las primas de riesgo país en general se ajustaron a la baja y los mercados bursátiles registraron ganancias en los últimos tres meses. No ha sido así en Brasil, donde la incertidumbre política ha vuelto a aumentar significativamente desde mayo debido a las acusaciones de corrupción contra el presidente Temer. Con respecto al mercado de divisas, se ha notado una importante heterogeneidad en los últimos meses: el tipo de cambio se ha apreciado

significativamente en México, se ha mantenido relativamente estable en Chile, Paraguay, Perú y Uruguay, y se ha depreciado en Brasil, en Colombia (influido por la caída en el precio del petróleo) y en Argentina (por la todavía elevada inflación).

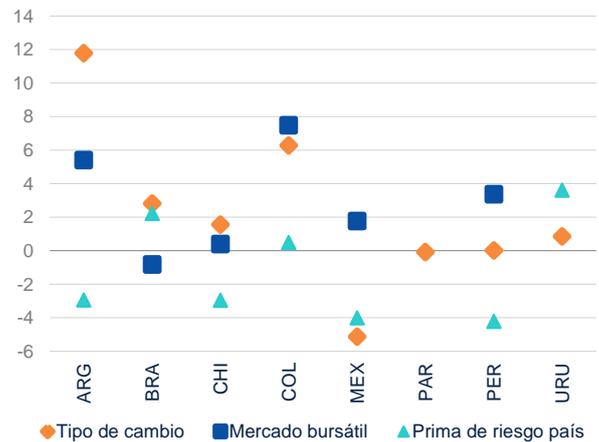
Cabe destacar que, si bien la evolución de los mercados financieros brasileños ha sido más negativa que la de sus vecinos regionales, ha sido particularmente suave tomando en cuenta al actual nivel de incertidumbre política. Además, no hay evidencia de que las tensiones en Brasil se estén propagando a otros mercados de la región. Por otro lado, destaca positivamente la evolución de los mercados financieros mexicanos en los últimos meses, consecuencia de las perspectivas más favorables sobre las relaciones comerciales del país con Estados Unidos.

Gráfico 2.3 Volatilidad y prima de riesgo desde enero 2015



Fuente: BBVA Research, Datastream y Bloomberg

Gráfico 2.4 Mercados financieros: variación porcentual en los últimos tres meses*



* Variaciones entre el 12 de abril y el 12 de julio. Tipo de cambio: moneda local/dólar. En este caso, aumentos indican depreciaciones. Prima de riesgo país: EMBI.

Fuente: BBVA Research y Datastream

Si bien la gradual recuperación de la actividad económica debe apoyar a los precios de los activos financieros de la región, es posible que la volatilidad y la aversión global al riesgo no permanezcan en el futuro en niveles tan bajos como los observados últimamente. En este sentido, aumentos de los tipos de interés en EEUU y en otras geografías pueden generar un aumento de la volatilidad en los mercados financieros de la región a través, por ejemplo, del desarme de las posiciones de carry-trade actuales y de la reversión de los flujos de capital recientes, en particular los recientemente direccionados a los mercados de deuda soberana de México, Colombia y Perú, con una alta participación de inversores no residentes.

Otro factor global a tener en cuenta para valorar el desempeño futuro de los activos financieros en América Latina es la evolución de las materias primas. En general, nuestras expectativas son de relativa estabilidad en el precio de los principales productos primarios producidos por la región. El precio del petróleo podría aumentar ligeramente, desde los actuales 47 dólares el barril hasta algo más de 50 dólares al cierre de 2017 y acercarse a los 60 dólares al final del 2018. Por otro lado, el precio del cobre y de la soja deberían reducirse ligeramente de aquí hasta el final del

próximo año, convergiendo el primero hasta alrededor de 2,44 dólares la libra y el segundo hasta cerca de 350 dólares la tonelada. Asimismo, es importante destacar que estas previsiones son algo más bajas que las que teníamos anteriormente. El ajuste se debe básicamente a las mejores perspectivas sobre la evolución de la oferta. Con todo, no ha variado nuestra previsión de precios en el largo plazo, en el entorno de 60 dólares por barril de crudo Brent y 2,50 dólares por libra de cobre.

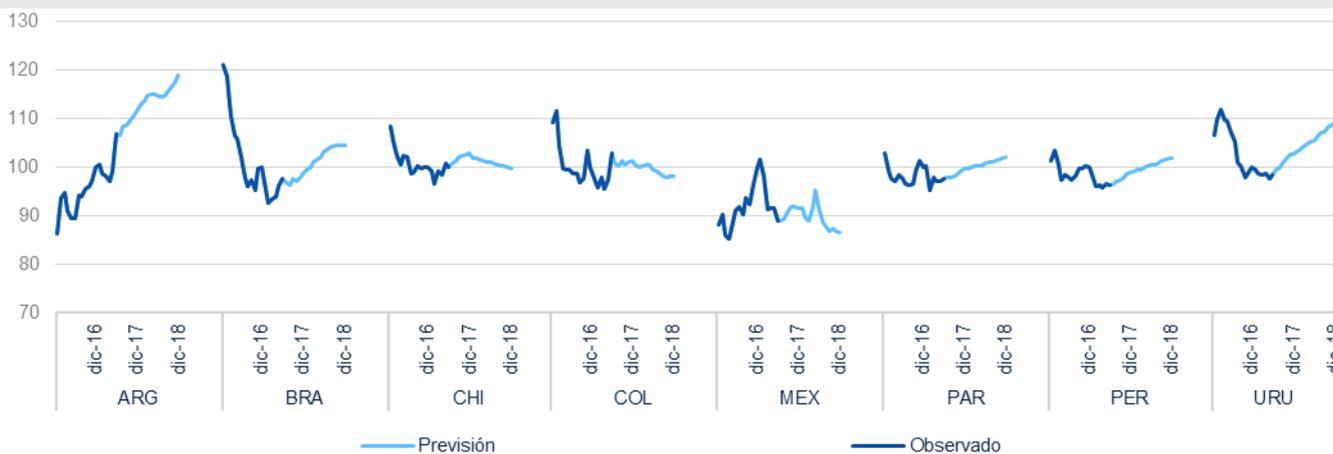
La baja volatilidad en los mercados financieros en América Latina puede revertirse rápidamente ante cambios en las políticas monetarias en países desarrollados

(elecciones presidenciales y parlamentarias en Chile, Colombia, Paraguay, México y Brasil, y elecciones parlamentarias en Argentina).

A partir de ahora, la dinámica de los mercados financieros de la región estará crecientemente condicionada por la evolución del entorno político, teniendo en cuenta la realización de elecciones en muchos países de la región de aquí hasta el cierre de 2018

Así, tomando en cuenta todos estos factores, en particular las perspectivas de normalización de las condiciones monetarias en los países desarrollados, que coincidirá con ciclos de relajación monetaria en la mayor parte de América Latina, prevemos que las divisas de la región en general se van a depreciar durante la segunda mitad de este año y en 2018. Las excepciones a esta tendencia general son las divisas chilena y colombiana, que deben apreciarse ligeramente en 2018 en línea con la recuperación de la actividad económica en ambos países, y el peso mexicano, que debería converger a su nivel de largo plazo si se confirma el escenario de normalización de las relaciones con Estados Unidos (para más detalles sobre las previsiones de tipos de cambio véanse el gráfico 2.5 y las tablas de previsiones en la sección 3).

Gráfico 2.5 Tipo de cambio nominal: observado y esperado (moneda local / dólar americano) (Diciembre 2016=100)*

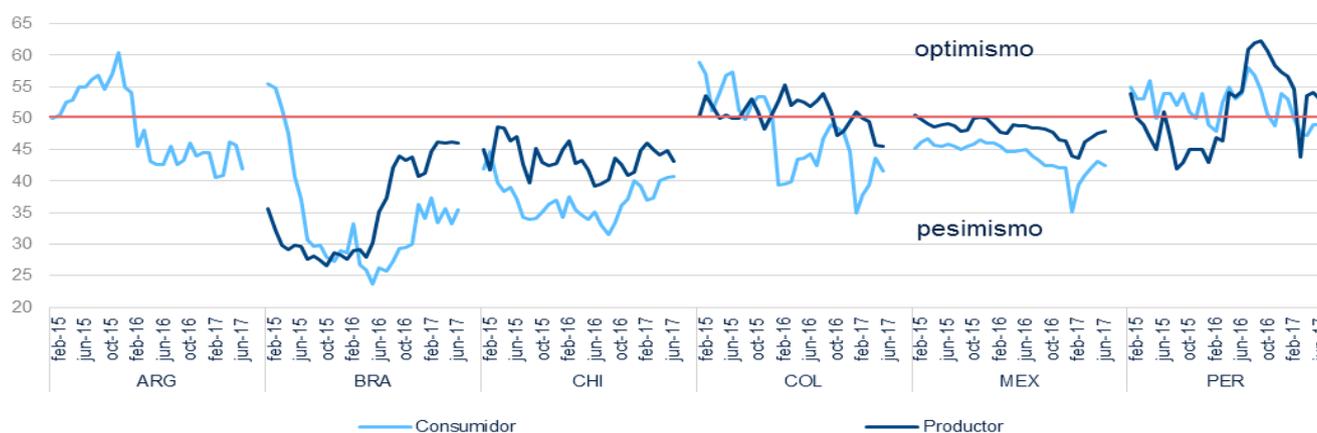


*Aumentos indican depreciaciones.
Fuente: BBVA Research

Crecimiento aún lento en América Latina

En contraste con el tono relativamente calmado y positivo de los mercados financieros en la región, los indicadores de confianza de familias y empresas continuaron con la tónica de pesimismo y debilidad en la mayoría de países, pero con una alta heterogeneidad (Gráfico 2.6). Así, por un lado, la confianza del sector privado siguió recuperándose en el caso de México —impulsado por la moderación en el tono de la discusión sobre la política comercial en EEUU— y, también en cierta medida, en el caso de la confianza de los productores en Brasil, aunque con elevados riesgos de una recaída dependiendo de la evolución de las turbulencias políticas en ese país. En el caso de las familias, dentro de la tónica de pesimismo, lastrada por la debilidad de los mercados laborales, se ha observado una recuperación reciente de la confianza impulsada en buena medida por la reducción de la inflación en la región (véase la discusión más adelante sobre la dinámica y previsiones de inflación en la región). Con todo, en el lado de las empresas, ha continuado pesando significativamente no sólo la propia debilidad de la demanda interna sino también la intensificación del ruido político en muchas economías como la mencionada de Brasil, pero también en los países andinos.

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



Fuente: BBVA Research

Esta debilidad de las confianzas se traslada a una perspectiva de crecimiento, en general, débil de la demanda interna y del PIB en la región, también con mucha heterogeneidad por países. Para la región en su conjunto preveemos un crecimiento del 0,8% en 2017 y 1,7% en 2018, frente al -1,2% en 2016. La recuperación del crecimiento en 2017 frente al año pasado estará apoyada en la salida de la recesión de dos de las principales economías regionales (Brasil y Argentina), pues en la mayoría del resto de países se producirá una desaceleración de la actividad en 2017 respecto a 2016, lastrado por shocks externos (retórica proteccionista en EEUU, si bien más moderada que hace seis meses, y debilidad de la demanda externa), pero también la mencionada falta de vigor de la demanda interna. Hacia adelante, seguimos previendo que el principal impulso al crecimiento en América del Sur provenga tanto del sector externo (con mejores términos de intercambio y una demanda global en ascenso) así como por el impulso de la inversión pública y privada en países como Argentina y Colombia, a los que se uniría Perú en 2018. Con todo, seguirá siendo un crecimiento bajo, tanto en términos del potencial de la región (más cercano al 3%)

como en relación al crecimiento necesario para reiniciar el proceso de disminución de la brecha de renta per cápita con las economías desarrolladas.

Estas tasas de crecimiento regionales previstas para 2017 y 2018 son 0,3pp y 0,2pp inferiores a las que anticipábamos en abril. Dentro de esta revisión a la baja en 2017 han influido especialmente las sorpresas negativas sobre la actividad en los últimos trimestres en Chile y Colombia, así como el impacto de la corrección a la baja del precio del petróleo y otras materias primas en los países exportadores de la región. Por su parte, la revisión a la baja del crecimiento en 2018, además de los factores externos mencionados, tiene en cuenta el retraso de algunas obras de infraestructura en Colombia y Perú, que se verán compensados en el caso peruano por un mayor impulso fiscal dedicado a las obras de reconstrucción luego de los daños causados por “El Niño costero” de inicios de este año. Otro factor parcialmente mitigante de estos efectos negativos sobre el crecimiento será una política monetaria más laxa de lo anticipado hace tres meses (ver la sección sobre bancos centrales más adelante).

Se afianza la recuperación en Argentina. Pero la estabilización en Brasil tiene aún elevados riesgos

Por países, se sigue observando una marcada heterogeneidad en el crecimiento, con Argentina, Perú, Paraguay y Uruguay como los países con un mayor dinamismo de su actividad económica en los próximos dos años (Gráfico 2.7):

- En **Brasil**, a pesar de los relativamente buenos datos de actividad en el primer y segundo trimestre, reducimos nuestra previsión de crecimiento al 0,6% y 1,5% en 2017-18, por la mayor incertidumbre política y su impacto sobre la inversión. Asimismo, los menores precios de las materias primas también tiene un impacto negativo en la previsión de crecimiento. Con todo, el crecimiento en 2017-18 seguiría apoyado en el impulso del sector externo y la inversión, aunque el proceso político introduce significativos sesgos a la baja sobre este escenario central.
- En **México**, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento del 1,6% y 2,0% en 2017-18, a pesar de la sorpresa al alza en el primer trimestre. En un contexto de debilidad del consumo y de la inversión, el crecimiento se vería impulsado sobre todo por el sector externo, suponiendo que la renegociación del tratado de libre comercio de América del Norte (NAFTA) se lleve a buen término.
- En **Argentina**, los indicadores de los últimos trimestres sorprendieron al alza y apuntan a una recuperación del crecimiento en línea con lo que anticipábamos. Nuestras previsiones de crecimiento se mantienen inalteradas, en 2,8% y 3,0% en 2017-18, apoyado en la inversión, pública y privada, que ya dio muestras de crecimiento en el primer trimestre del año.
- En **Colombia**, ajustamos significativamente nuestras previsiones de crecimiento al 1,5% y 2,0% en 2017-18, 0,6pp y 0,7pp menos de lo anticipado hace tres meses, respectivamente. Esta revisión tiene en cuenta que la política fiscal y monetaria menos restrictivas no serán suficientes para compensar un entorno externo menos favorable (menor precio esperado del petróleo y demanda externa débil) así como una lenta recuperación de la inversión privada y retrasos en algunas de las obras de infraestructura. Con todo, la inversión en infraestructura seguirá siendo el principal motor del crecimiento, especialmente en 2018.

- En **Perú**, estimamos un crecimiento de 2,2% y 3,9% en 2017-18, impulsado este año por los sectores extractivos, especialmente la minería, y en 2018 por las obras de infraestructura y de reconstrucción de los daños causados por “El Niño costero” de inicios de 2017. El crecimiento en 2017 es 0,3pp inferior al proyectado hace tres meses, por una menor expansión del gasto fiscal (restringido a su vez por una menor recaudación dentro de una meta invariable de déficit). En 2018 mantenemos la previsión de crecimiento pues si bien hay un entorno de mayor incertidumbre para la inversión, se vería compensado por el mayor impulso fiscal asociado a las obras de reconstrucción mencionadas antes.
- En **Chile**, revisamos la previsión de crecimiento de 2017 en 0,3pp a la baja, hasta el 1,3%, dada la debilidad de la actividad en el primer trimestre de este año, en gran medida por el impacto de la huelga de la mina Escondida sobre la actividad minera, así como el sostenido pesimismo de los agentes privados. Mantenemos inalterada la previsión de crecimiento en 2018, en el 2,4%, que se vería impulsado por una recuperación de las confianzas y el fin de los ajustes en los sectores mineros y de construcción, así como la resolución de la incertidumbre alrededor del resultado de las próximas elecciones.
- En **Uruguay**, los datos de crecimiento del primer trimestre y lo avanzado del segundo sorprendieron fuertemente al alza, lo que condiciona una revisión al alza de la previsión para todo el año, hasta el 3,2%. El crecimiento en 2018 también se revisa levemente al alza, hasta el 3,1%, impulsado por la inversión en la tercera planta de celulosa del país, así como el fortalecimiento del consumo privado.
- En **Paraguay**, incrementamos también nuestra previsión de crecimiento para 2017 en 0,5pp, hasta el 3,7%, por los buenos datos observados en el primer trimestre, y a pesar de la cancelación del proyecto de ampliación del aeropuerto de Asunción. En 2018 el crecimiento sería de 3,5%, impulsado por la demanda interna y, en menor medida, por las exportaciones, en un contexto de recuperación del crecimiento en Brasil.

Gráfico 2.7 Países Latam: crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA Research

Prosigue la disminución de la inflación en América del Sur mientras se acerca el fin de las subidas en México

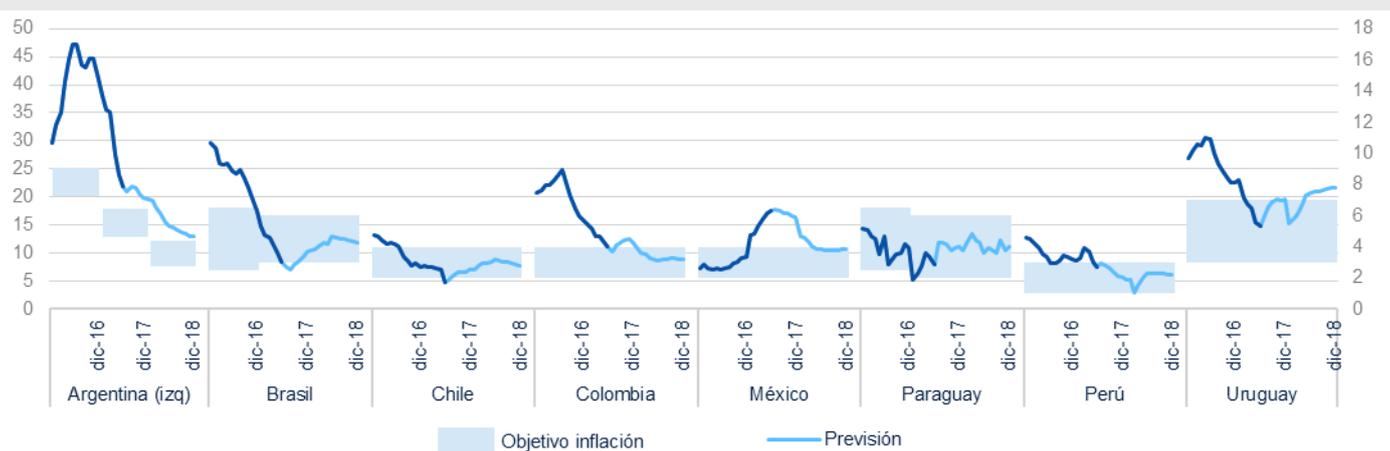
La debilidad de la demanda interna, la relativa estabilidad de los tipos de cambio, la moderación del precio del petróleo y la dinámica más favorable del precio de los alimentos debido a mejores condiciones de oferta han permitido que la inflación se siguiera suavizando en los últimos meses en la mayoría de los países de América del Sur. La tendencia bajista en la región contrasta con los aumentos registrados últimamente en México, determinados principalmente por la depreciación cambiaria acumulada desde mediados del año pasado y por los ajustes en el precio de los combustibles.

Tras la reciente desaceleración, la inflación anual cerró la primera mitad de 2017 en su nivel más bajo en los últimos años en Argentina (23,4%), Brasil (3,0%), Chile (1,7%), Colombia (4,0%), Perú (2,7%) y Uruguay (5,3%). También en Paraguay la inflación se encuentra en niveles particularmente bajos (2,9% en junio), pero en este caso no se trata del menor registro en los últimos años. Por fin, en México, tras registrar subidas más moderadas en los últimos meses que las observadas durante el primer trimestre de año, la inflación alcanzó el 6,3% en junio, el nivel más alto desde el cierre de 2008.

La estabilidad del tipo de cambio y la debilidad de la demanda interna son los dos factores detrás de la disminución de la inflación en América del Sur

Así, la inflación se encuentra actualmente dentro del intervalo establecido por los respectivos bancos centrales en Brasil, Colombia, Paraguay, Perú y Uruguay, por debajo de las metas en Chile y por encima en Argentina y México (Gráfico 2.8).

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



Fuente: BBVA Research

Tomándose en cuenta tanto las recientes sorpresas inflacionarias a la baja como las menores previsiones de crecimiento hemos recortado nuestras previsiones de inflación para Brasil, Chile y Perú. En concreto, ahora esperamos que la inflación converja a 3,7% en 2017 y a 4,3% en 2018 en Brasil, a 2,6% en 2017 y a 2,8% en 2018 en Chile y a 2,1% este año y 2,2% en el próximo en el caso de Perú. También revisamos a la baja las previsiones de

inflación para Paraguay (hasta el 4,0%, tanto en 2017 como en 2018) y para Uruguay (hasta el 7,1% en 2017 y el 7,8% en 2018), a pesar de las mejores perspectivas de crecimiento de la actividad económica en ambos países.

En Colombia la inflación debe aumentar ligeramente en el corto plazo debido a un efecto base negativo (las tasas de inflación negativas observadas entre agosto y septiembre del año pasado no deben repetirse este año), cerrando el año en 4,3%, algo por encima del rango meta y también de nuestra previsión anterior de 4,1%. La desaceleración de la inflación ganaría fuerza otra vez en 2018, cuando prevemos converja a 3,2% (0,2 p.p. por debajo de nuestra previsión anterior), gracias al bajo dinamismo de la actividad económica y a la disipación de los efectos impositivos que presionaron a los precios internos en 2017.

En el caso de Argentina, hay indicios recientes de desaceleración de la inflación tras la resistencia a la baja presentada por los precios internos en los primeros meses del año. Asimismo, mantenemos nuestras perspectivas de moderación de la inflación en 2017 y principalmente en 2018.

En México la inflación debe continuar subiendo en julio y perder fuerza a partir de entonces en línea con la apreciación del peso mexicano registrada en los últimos meses, las menores presiones del precio de los combustibles y el tono restrictivo de su política monetaria. Prevemos que la inflación cierre 2017 en 5,9% y 2018 en 3,9%, ya dentro del rango meta (Gráfico 2.8).

Políticas monetarias más acomodaticias hacia adelante en América del Sur y fin del endurecimiento en México

En línea con la tendencia bajista de la inflación, los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia y Perú han anunciado recortes de sus tipos de interés de referencia en los últimos meses. En Argentina y en Paraguay los tipos de interés se mantuvieron sin cambios en las últimas reuniones de política monetaria, aunque por razones distintas: en el primer caso los tipos se mantuvieron en niveles relativamente elevados (26,25%) debido a la preocupación con un proceso de desinflación algo más lento de lo que inicialmente se esperaba mientras que en el segundo caso la tasa de política monetaria siguió en 5,5%, nivel en el cual se encuentra desde hace un año, debido a que la inflación sigue bien anclada dentro del rango meta y la economía continúa creciendo alrededor de su ritmo potencial. En México, Banxico anunció ajustes de 25 p.b. en sus reuniones de mayo y junio, llevando la tasa de fondeo a 7,0%, debido a la preocupación con las mayores presiones inflacionarias.

Con todo, en la mayoría de los países el tono esperado para la política monetaria es ahora más acomodaticio que hace algunos meses. Esto es cierto incluso en Brasil: a pesar de que siga existiendo el temor a que el aumento de las tensiones políticas afecte el tipo de cambio, la mayor desaceleración de la inflación y el tono de la actividad económica respaldan la previsión de que la Selic se recortará hasta el 8,25% y que se mantendrá en este nivel por más tiempo de lo anteriormente estimado, al menos hasta el cierre de 2018. En Chile, Colombia y Perú los cambios en el balance de riesgos para la inflación han generado perspectivas de un ciclo de relajación de las condiciones más intenso que lo anteriormente previsto. Hemos revisado en 25 p.b. a la baja nuestras previsiones para los tipos de interés de estos tres países tanto en el 2017 como en el 2018, con la excepción de la previsión para Colombia en el

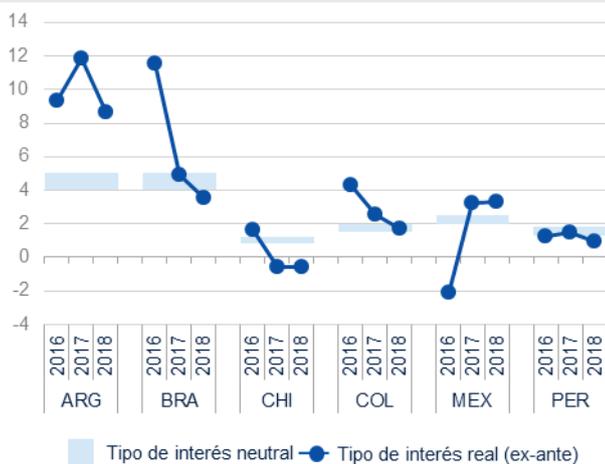
2018, la cual hemos revisado 50 p.b. a la baja. Así, esperamos que en Chile los tipos oficiales alcancen el 2,25% este año, antes de que la recuperación determine un aumento hasta el 2,75% en el 2018, que en Colombia converjan al 5,25% este año y al 4,50% en 2018 y que en Perú lleguen a 3,50% en 2017 y a 3,25% el próximo año.

Con respecto a la política monetaria en México, Banxico ha recientemente sugerido que el ciclo de endurecimiento monetario ha llegado a su fin, respaldando nuestra visión de que la tasa de fondeo estará en 7,0% durante un largo período de tiempo a partir de ahora. Tan solo en el tercer trimestre de 2018, cuando la inflación debe acomodarse una vez más dentro del rango objetivo, debe haber espacio para recortes en la tasa de fondeo. Así, vemos como más probable que, tras dos recortes de 50 p.b., los tipos oficiales alcancen el 6,0% al cierre de 2018. Así como en México, en Paraguay también mantenemos las previsiones que teníamos hace tres meses, aunque en este caso las perspectivas sean de que los tipos de interés se mantengan sin cambios durante el horizonte de previsiones.

Por fin, en Argentina, si bien lo más probable es que las condiciones monetarias se relajen a lo largo del segundo semestre de 2017 y durante 2018, esto debe ocurrir a un ritmo más gradual de lo que anteriormente esperábamos, debido a la reciente resistencia a la baja de la inflación.

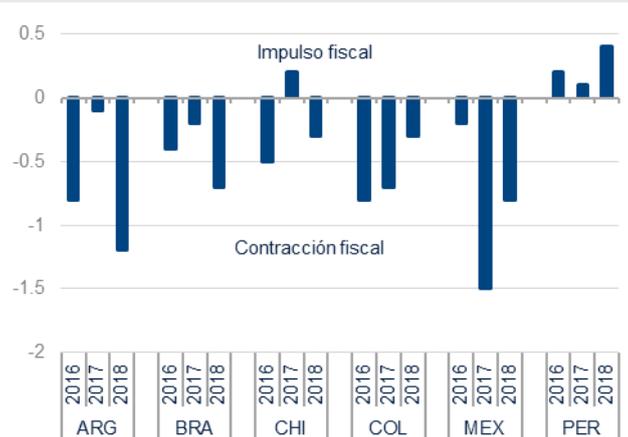
Cabe notar que, de una manera u otra, la dinámica de los tipos de interés internos en cada país de América Latina marcará la divergencia con respecto a la probable subida de los tipos de interés en EE.UU. y en otras regiones desarrolladas. La reducción del diferencial de tipos de interés y su eventual efecto sobre la economía estarán seguramente en el radar de los bancos centrales de la región.

Gráfico 2.9 Tipo de interés real neutral y tipo de interés oficial real (ex-ante)*



Fuente: BBVA Research y FMI. *Datos de inflación y tipos de interés relativos al mes de julio. El tipo de interés ex-ante está calculado utilizando la inflación interanual observada o anticipada doce meses más adelante.

Gráfico 2.10 Variaciones en el saldo primario estructural (% PIB, signo invertido)



Fuente: BBVA Research

Como se puede ver en el Gráfico 2.9, tan sólo en México y en Argentina los tipos de interés reales ex-ante (es decir, los tipos de interés reales calculados a partir de la inflación esperada 12 meses más adelante) estarán por encima de

los niveles considerados neutrales durante 2017 y 2018, reflejando el tono contractivo de la política monetaria en dichos países. En los demás países de la región la política monetaria estimulará el crecimiento de la actividad económica, al menos durante parte del período analizado.

La política monetaria está llevando todo el peso del ajuste contracíclico en América del Sur, ante la falta de espacio fiscal

Si por un lado la mayor parte de los países de la región tendrá margen para utilizar la política monetaria como mecanismo de estímulo a la actividad, por otro lado, no habrá espacio para que la política fiscal se utilice también como herramienta contracíclica. En efecto, en la mayor parte de los países, con la excepción principal de Perú (y en cierta medida en Chile en 2017), la necesidad de evitar un deterioro de las cuentas públicas y de cumplir con las reglas fiscales debe hacer que la política fiscal tenga un papel procíclico, dificultando la recuperación económica en el corto plazo (Gráfico 2.10). En cualquier caso, dichos ajustes fiscales en general contribuirán para la estabilidad estructural y el crecimiento a largo plazo de los países de la región. En algunos casos, como el de Brasil, el ajuste fiscal es en realidad una condición necesaria para que la economía retome una senda de crecimiento sostenible.

Los riesgos externos se reducen en el corto plazo, pero se acentúa el ruido político en algunos países

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

Entre los factores domésticos sigue destacando el ruido político que, como comentamos al inicio de este informe, sigue mellando en la confianza de muchos países de la región, especialmente en un contexto en el que se concentran muchos procesos electorales en los principales países de la región durante este año y el próximo. Un aumento de ese ruido político en varios países de América Latina puede no sólo comprometer la gobernabilidad y frenar los procesos de reforma en marcha sino dar pie a la aparición de propuestas populistas que canalicen la desaprobación ciudadana por la clase política (en algunos países acusada en procesos judiciales contra la corrupción) y que se presenten sin un programa económico de reformas que sea coherente y promueva el crecimiento en el largo plazo.

Asimismo, en varios países de la región contamos con el impulso de la inversión (pública y privada) para el aumento del crecimiento en los próximos años. Por ello, el mantenimiento de un entorno de baja confianza del sector empresarial (por ejemplo, por un mayor ruido político, pero también por un continuado bajo crecimiento) o posibles mayores retrasos en los proyectos de obras públicas en países como Argentina, Perú o Colombia representa también un riesgo significativo sobre el crecimiento en los próximos dos años. En este sentido, los casos recientes de corrupción empresarial en el sector de la construcción, que afectan a muchos países de la región, pueden generar no sólo retrasos en la ejecución y licitación de las infraestructuras sino también pueden encarecer y dificultar la financiación privada sobre la que se basan muchos de esos proyectos.

Aumenta el riesgo en el medio plazo asociado a China, y se reduce levemente el de corto plazo relacionado con las políticas en EEUU

En el ámbito externo, el principal riesgo de medio plazo (especialmente para América del Sur) sigue siendo el desempeño de la economía china, que puede sorprender con un ajuste desordenado del crecimiento que tendría efectos relevantes sobre los precios de las materias primas y la evolución de los mercados financieros en general. Los datos recientes apuntan a una desaceleración más gradual de lo previsto para la economía china, sin duda por el mantenimiento de los estímulos fiscales y el empuje del crédito. A pesar de las medidas macroprudenciales en marcha, siguen aumentando los riesgos a medio plazo, en la medida en que continúan acumulándose las fragilidades financieras derivadas de una recuperación basada en el aumento del endeudamiento de los agentes (especialmente las empresas del sector público, con exceso de capacidad en muchos sectores) y favoreciendo la banca a la sombra, mientras que el proceso de ajuste del patrón de crecimiento sigue siendo muy lento.

Mantenemos como riesgo global un posible endurecimiento de las políticas proteccionistas por parte de la nueva administración en EEUU. Los efectos son difíciles de estimar, pero podrían afectar el dinamismo del sector externo, muy relevante para el proyectado aumento del crecimiento en la región. Con todo, la retórica reciente parece suavizar las propuestas más radicales avanzadas al inicio de la actual administración, con lo cual es un riesgo cuya probabilidad disminuye respecto a hace tres meses. Dicho esto, la implementación de las medidas anunciadas en política económica por parte de EEUU, en general, sigue siendo una incógnita.

También desde el lado de EEUU, otro de los riesgos relevantes para la región es un proceso de endurecimiento rápido de la política monetaria por parte de la Fed. Es un riesgo que ha disminuido también en los últimos tres meses, en la medida que no se ven presiones relevantes en los precios ni en los salarios que cambien las expectativas de inflación hacia adelante. Con todo, el proceso de retirada de los estímulos monetarios en EEUU y en Europa probablemente generen una mayor volatilidad que la observada actualmente (en mínimos históricos), como ya se observó a inicios de julio con la malinterpretación de las declaraciones del presidente del BCE. Aquí conviene recordar que los mercados actualmente descuentan un ritmo de retirada de los estímulos por parte de la Fed que está debajo de lo anunciado por el propio banco central, con lo que pueden generarse sorpresas en el camino hacia la normalización que aumenten la volatilidad en los mercados.

3. Tablas

Cuadro 3.1 Previsiones macroeconómicas

PIB (% a/a)					Inflación (% a/a, final de periodo)				
	2015	2016	2017*	2018*		2015	2016	2017*	2018*
Argentina	2,6	-2,2	2,8	3,0	Argentina	26,9	41,0	22,4	12,9
Brasil	-3,8	-3,6	0,6	1,5	Brasil	10,7	6,3	3,7	4,3
Chile	2,3	1,6	1,3	2,4	Chile	4,4	2,7	2,6	2,8
Colombia	3,1	2,0	1,5	2,0	Colombia	6,8	5,7	4,3	3,2
México	2,7	2,0	1,6	2,0	México	2,1	3,4	5,9	3,9
Paraguay	3,0	4,0	3,7	3,5	Paraguay	3,1	3,9	4,0	4,0
Perú	3,3	3,9	2,2	3,9	Perú	4,4	3,2	2,1	2,2
Uruguay	0,4	1,4	3,2	3,1	Uruguay	9,4	8,1	7,1	7,8
Mercosur	-2,8	-4,1	0,2	1,2					
Alianza del Pacífico	2,7	2,2	1,6	2,3					
América Latina	-0,3	-1,2	0,8	1,7					

Tipo de cambio (vs. USD, final de periodo)					Tipo de interés (% final de periodo)				
	2015	2016	2017*	2018*		2015	2016	2017*	2018*
Argentina	11,4	15,8	17,7	18,8	Argentina	33,00	24,75	21,00	16,50
Brasil	3,9	3,4	3,3	3,5	Brasil	14,25	13,75	8,25	8,25
Chile	704	667	685	665	Chile	3,35	3,50	2,25	2,75
Colombia	3245	3010	3047	2950	Colombia	5,75	7,50	5,25	4,50
México	17,2	20,5	18,7	17,7	México	3,25	5,75	7,00	6,00
Paraguay	5768	5718	5700	5830	Paraguay	5,75	5,50	5,50	5,75
Perú	3,4	3,4	3,4	3,5	Perú	3,75	4,25	3,50	3,25
Uruguay	29,7	28,8	29,5	31,4	Uruguay**	23,23	24,70	22,70	23,20

Cuenta corriente (% PIB)					Saldo fiscal (% PIB)				
	2015	2016	2017*	2018*		2015	2016	2017*	2018*
Argentina	-2,7	-2,8	-3,5	-3,5	Argentina	-5,2	-5,9	-5,9	-5,0
Brasil	-3,3	-1,1	-0,7	-0,8	Brasil	-10,2	-9,0	-8,1	-7,2
Chile	-2,0	-1,4	-1,5	-2,0	Chile	-2,1	-2,7	-2,8	-2,8
Colombia	-6,4	-4,4	-3,9	-3,5	Colombia	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1
México	-2,9	-2,7	-2,8	-2,9	México	-3,5	-2,6	-2,4	-2,0
Paraguay	-1,0	1,7	0,2	-0,2	Paraguay	-1,8	-1,4	-1,7	-1,7
Perú	-4,8	-2,7	-2,0	-2,2	Perú	-2,1	-2,6	-3,0	-3,5
Uruguay	-2,1	-0,2	-0,4	-1,1	Uruguay	-3,5	-3,9	-3,5	-3,0

Previsión de Materias Primas				
	2015	2016	2017*	2018*
Petroleo (Brent USD/Barril)(prom)	53	45	52	56
Soja (USD/ton) (prom)	350	363	355	351
Cobre (USD/LIBRA)(prom)	2,50	2,21	2,55	2,43

Fuente: BBVA Research

*Previsiones. ** Tipo de interés en préstamos.

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de América del Sur

Economista Jefe de América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Peru

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Roberto Maeso
roberto.maeso@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
luana.tellez@bbva.com

Mexico

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

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