

2. América Latina: recuperación hacia un nuevo normal

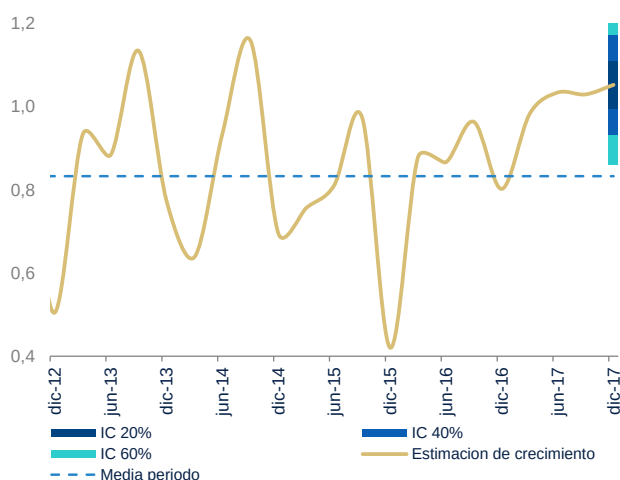
El crecimiento global se reafirma

El crecimiento de la economía mundial se ha consolidado a finales de 2017 en torno al 1% trimestral (Gráfico 2.1), reflejando mejores resultados en todas las grandes áreas y perspectivas de mantener el buen tono en los próximos trimestres. El apoyo de la política económica, sobre todo en las economías desarrolladas, ha tenido finalmente un impacto claro en la economía real: la recuperación de la inversión que ha ganado tracción, apoyada por el aumento de la demanda y el comercio global que, a su vez, sigue impulsando la recuperación del sector industrial. Por su parte, el consumo privado sigue mostrando un buen comportamiento en las economías avanzadas y ha ido ganando impulso en las economías emergentes. Además, las perspectivas y la confianza en muchas de estas últimas se han visto favorecidas por el aumento del precio de las materias primas, así como por la relativa calma en los mercados financieros. En éstos últimos, en ausencia de choques globales negativos, los fundamentos han seguido apoyando la toma de riesgo por parte de los inversores (Gráfico 2.2) que continúan propiciando la entrada de capitales a las economías emergentes, aunque con alguna moderación gradual en los últimos meses. Así, el crecimiento mundial podría haberse acelerado en cuatro décimas, hasta el entorno del 3,7% en 2017, es decir dos décimas más de lo previsto hace tres meses.

Durante los últimos tres meses han aumentado las razones para mantener cierto optimismo en todas las grandes áreas. En EE.UU. la recuperación se ha ido afianzando a lo largo del año, con tasas de crecimiento algo por encima de lo esperado, y mejoras en el mercado de trabajo. La reforma fiscal ha sido finalmente aprobada, lo que podría alargar la recuperación cíclica aunque no vaya a tener efectos muy significativos a largo plazo. Asimismo, los recientes nombramientos en la Fed apuntan a una política monetaria continuista, lo que se debería reflejar en una normalización muy gradual de la misma. En China, las medidas aprobadas por las autoridades han conseguido estabilizar la economía a la vez que se han puesto en marcha algunas reformas estructurales y se ha aprobado una estrategia económica más centrada en controlar los desequilibrios y menos en cumplir los objetivos de crecimiento. Finalmente, en la eurozona se ha registrado un crecimiento de la actividad mayor de lo esperado en 2017, apoyado en la mejora del entorno global y en una demanda interna más robusta, que se está beneficiando de la menor incertidumbre política.

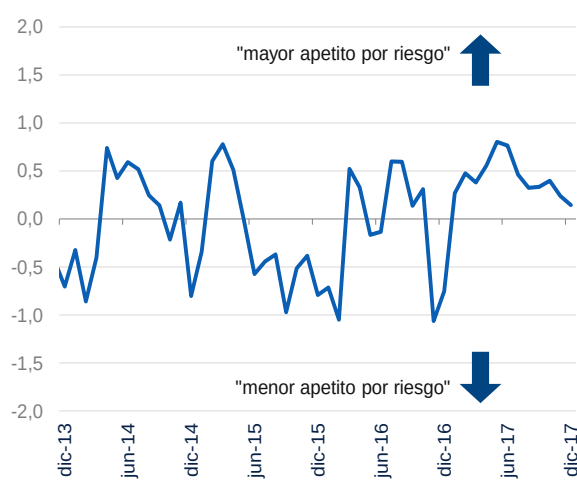
Este entorno de mayor crecimiento y aumento de la demanda ha venido acompañado hasta ahora por una inflación moderada, a pesar de las medidas expansivas de los principales bancos centrales y de la gradual reducción de la capacidad ociosa en las economías desarrolladas. En todo caso, el mayor crecimiento y el aumento del precio del petróleo deberían presionar al alza la inflación en el corto plazo, facilitando el avance en la normalización de la actuación de los bancos centrales en las economías desarrolladas, mientras que muchos de los de las economías emergentes tienen aún margen de maniobra para seguir utilizando la política monetaria para apoyar el crecimiento.

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



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Indicador de apetito por el riesgo (factor global usando flujos EPFR)



Fuente: BBVA Research a partir de EPFR

Los riesgos globales se moderan respecto a hace tres meses, pero siguen siendo relevantes, especialmente los de carácter político

Nuestras previsiones apuntan a que el crecimiento global se acelerará ligeramente en el bienio 2018-19 (alrededor de una décima) hasta el 3,8%, lo que supone una revisión al alza de unas tres décimas respecto al escenario presentado hace tres meses. Este cambio responde al mayor crecimiento previsto ahora tanto para EE.UU. como China y la Eurozona en 2018, debido fundamentalmente a la mejor evolución de la actividad en los últimos trimestres, pero también a las medidas económicas en marcha en las dos primeras áreas. En particular, anticipamos que EEUU crecería 2,6% en 2018 (cuatro décimas más que hace tres meses) y 2,5% en 2019, impulsado por los efectos de la reforma fiscal y los mejores fundamentos externos y domésticos. Para China, prevemos una desaceleración más moderada (gracias al mejor entorno internacional y a la estrategia de política económica tras el XIX Congreso del Partido Comunista), con un crecimiento de 6,3% en 2018 y 6% en 2019, frente al 6,7% de 2017. Por su parte en la zona del euro revisamos al alza el crecimiento en cuatro décimas en 2018, hasta el 2,2%, que sería seguido por 1,8% en 2019, apoyado en la fortaleza de la demanda interna y la aportación positiva de las exportaciones netas. Por último, en las economías de América Latina ahora esperamos una recuperación algo más fuerte este año, por la revisión al alza de la demanda global y el aumento del precio de las materias primas. A pesar de la estabilidad del crecimiento mundial previsto, seguimos viendo cierta moderación del crecimiento en las economías desarrolladas para 2019, mientras que en la mayoría de las economías emergentes se seguirá consolidando la recuperación.

Los riesgos a este panorama mundial relativamente benigno siguen existiendo, aunque son menores que hace tres meses. Sobre todo destacan los riesgos de carácter político y geopolítico, que pueden influir en la confianza económica y en el comportamiento de los mercados financieros.

Mercados financieros latinoamericanos: entre los movimientos de la Fed y los precios de las materias primas

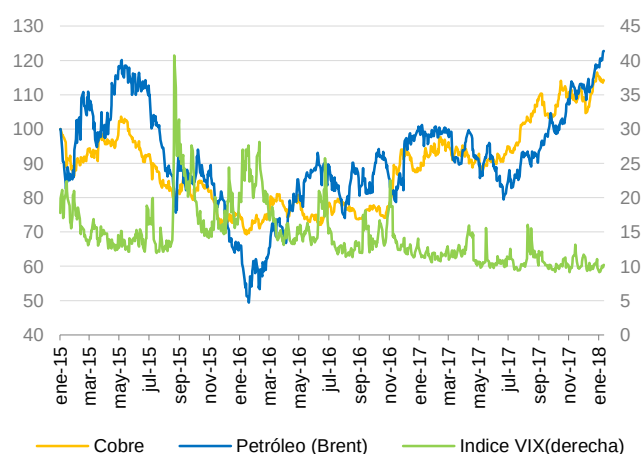
Aunque las decisiones de la Reserva Federal sobre la evolución de los tipos de interés en Estados Unidos y la reducción de su balance sigan generando cautela y, en determinados momentos, una corrección bajista en los precios de los activos, el tono general de los mercados financieros latinoamericanos en los últimos tres meses ha sido positivo. Así, a las ganancias registradas anteriormente en 2017 se sumaron las observadas en los últimos meses. En 2017 se han acumulado valorizaciones de los mercados bursátiles, caídas de las primas de riesgo y apreciaciones cambiarias (al menos en términos reales) en todos los países de la región. México no ha sido excepción, a pesar de que la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y las próximas elecciones presidenciales de julio de 2018 hayan generado tensiones en los mercados financieros del país, principalmente a partir de octubre de 2017.

Los aumentos en los precios de los activos financieros de la región, tanto los registrados en los últimos tres meses como los acumulados en 2017, están relacionados con la aceleración del crecimiento global y con el mayor optimismo con respecto a la economía china, en gran parte debido a su efecto sobre los precios de las materias primas. En este sentido, el precio del petróleo y del cobre aumentaron 22% y 6%, respectivamente, en los últimos tres meses y 18% y 31%, respectivamente, durante 2017. El precio de la soja, otro producto relevante para la región, no registró variaciones significativas ni en los últimos meses y ni en 2017 como un todo.

Además del mayor crecimiento global, la volatilidad en los mercados globales ha seguido relativamente acotada (Gráfico 2.3), contribuyendo a la evolución favorable de los activos financieros en América Latina.

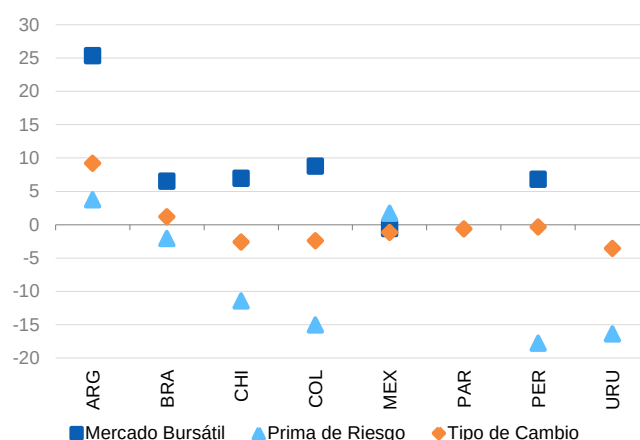
Por fin, hay que destacar que la recuperación de la actividad económica en la mayoría de los países de la región también ha apoyado a sus mercados financieros.

Gráfico 2.3 Volatilidad, precio del barril de petróleo (Brent) y del cobre*



*Precios del petróleo y del cobre: índices con base 100 el 1 de enero del 2015.
Fuente: BBVA Research, Datastream y Bloomberg

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



* Variaciones entre el 10 de Octubre y el 10 de enero. Tipo de cambio: moneda local/dólar. En este caso, aumentos indican depreciaciones. Prima de riesgo país: EMBI.
Fuente: Haver Analytics, Datastream y BBVA Research

Con respecto específicamente a las primas de riesgo, en los últimos tres meses han caído con fuerza en Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay y se mantuvieron prácticamente estables en Argentina y en México (Gráfico 2.4). En 2017 como un todo las primas de riesgo acumularon caídas que variaron desde 18% en México y 23% en Colombia y Argentina hasta 34% en Uruguay y 36% en Perú. En el caso de México, cabe destacar que a pesar de las turbulencias recientes la prima de riesgo se encuentra actualmente bastante por debajo de los niveles observados inmediatamente después de la elección de Donald Trump como presidente de Estados Unidos en noviembre de 2016.

Asimismo, los mercados bursátiles se valorizaron en los últimos tres meses en todos los países, con la excepción de México donde cayeron 1% (Gráfico 2.4). Destaca el mercado de valores argentino, que repuntó 25%, estimulado por el apoyo a las políticas y a las reformas del actual gobierno demostrados en el ámbito de las elecciones legislativas realizadas en octubre y posteriormente en el congreso. Reforzadas por la evolución favorable de las bolsas en los últimos meses, 2017 cerró con ganancias de 8% en México, 14% en Colombia, 28% en Perú y Brasil, 34% en Chile y 77% en Argentina.

Hacia delante, los tipos de cambio se depreciarán ante la divergencia de tipos de interés en la región frente a la Fed

Con respecto a los mercados cambiarios, se han depreciado en los últimos tres meses el peso argentino y el real brasileño; se encuentran actualmente en niveles muy parecidos a los de hace tres meses, pese las turbulencias recientes, el peso mexicano y el sol peruano; y se han apreciado las divisas de los demás países de la región, incluso de Chile, donde las elecciones presidenciales generaron cierto ruido (Gráfico 2.4). En el caso de Argentina, ha contribuido para el debilitamiento del peso los recientes cambios de metas de inflación, que augura una política monetaria más relajada, mientras que en el caso de Brasil ha pesado en la evolución reciente del real el empeoramiento de las perspectivas sobre la aprobación de la necesaria reforma de la seguridad social y en el caso mexicano ha jugado un papel importante la incertidumbre sobre las negociaciones del TLCAN. En 2017 como un todo se han apreciado nominalmente las divisas de Chile (8%), Colombia (1%), México (5%), Paraguay (4%), Perú (3%) y Uruguay (2%). Aunque el peso argentino y el real brasileño hayan perdido 19% y 2%, respectivamente, en términos nominales, se han apreciado en términos reales el año pasado.

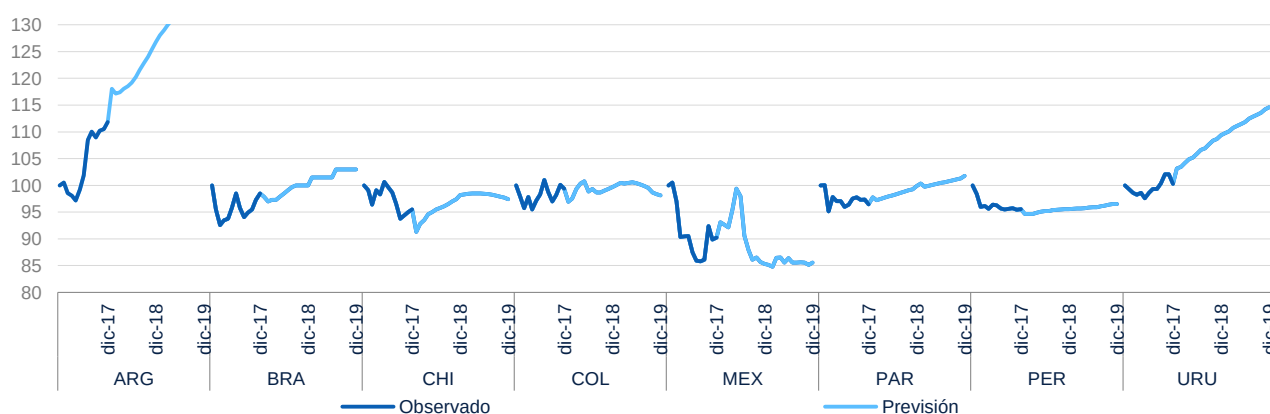
El impulso generado por las materias primas debe moderarse hacia delante. Tras los fuertes aumentos registrados en los últimos tiempos, vemos algún margen para que los precios en general se ajusten ligeramente a la baja a lo largo de 2018 y 2019. En concreto, prevemos que el precio del petróleo, que se encuentra actualmente alrededor de 69 dólares el barril (apoyado en una mayor demanda, inventarios más bajos y la extensión del acuerdo para restringir la producción en el ámbito de la OPEP), ceda gradualmente hasta 65 dólares al cierre de 2018 y hasta 63 dólares en 2019, en la medida que la producción aumente en respuesta a la subida reciente en los precios. En el caso del cobre, prevemos que los precios disminuyan desde los actuales 3,24 dólares por libra hasta 2,83 dólares en diciembre de este año y 2,75 dólares en diciembre del próximo, de la mano de la reducción de las posiciones de los agentes no comerciales en el mercado. Por fin, vemos margen para que el precio de la soja aumente desde los actuales 338 dólares por tonelada hasta alrededor de 370 dólares en 2018 y 2019 en la medida en que es probable que no se repitan en los próximos las condiciones de oferta tan favorables como las observadas en los últimos años.

Asimismo, para las tres materias primas analizadas, los precios previstos actualmente son algo superiores que los de hace tres meses, en gran parte debido a las mejores perspectivas de crecimiento que tenemos para China.

La moderación en el precio de las materias primas, los aumentos adicionales de los tipos de interés por la Fed y la reducción de la liquidez global podrían provocar una corrección en los precios de los activos financieros latinoamericanos hacia delante. En concreto, en el mercado cambiario vemos probable que la mayoría de las divisas de la región se deprecien gradualmente en 2018 y 2019 (Gráfico 2.5). Las excepciones son el peso mexicano, que debería apreciarse, acercándose a su nivel de equilibrio, una vez se desvanezcan los riesgos que en estos momentos acechan el país, y el peso colombiano, que probablemente se apreciará en la medida que la economía se vaya recuperando. Asimismo, en comparación con nuestras previsiones anteriores de hace tres meses, las actuales revelan una senda para los tipos de cambio en general más apreciada, en línea con los movimientos recientes en los mercados cambiarios, mayores previsiones para los precios de las materias primas y mejores perspectivas de crecimiento.

Finalmente, es importante destacar que eventuales tensiones políticas podrían emerger en la región, provocando turbulencias financieras y una evolución menos favorable que la prevista de los tipos de cambios, en particular en México, Colombia, Brasil y Paraguay, donde se realizarán elecciones presidenciales a lo largo de 2018.

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



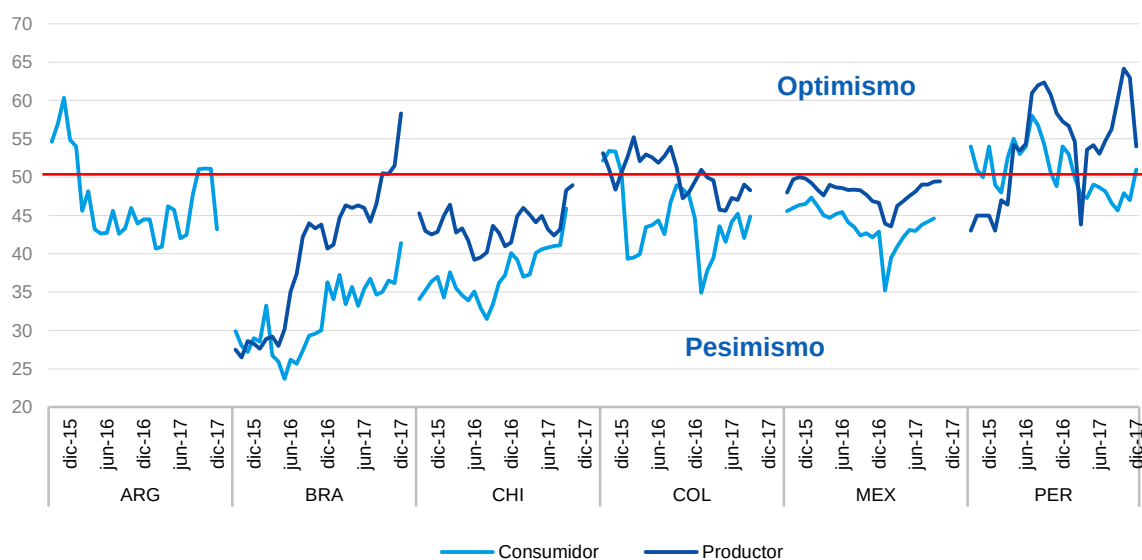
* Aumentos indican depreciaciones.
Fuente: BBVA Research

Crecimiento al alza en América Latina, que en 2019 alcanzaría su potencial, menor que la década anterior

Los indicadores de confianza del sector privado continuaron recuperándose gradualmente en la región en la mayoría de países (Gráfico 2.6), continuando la tendencia de trimestres anteriores si bien aún mantienen, en general, niveles asociados a un leve pesimismo (excepto en Perú). En el caso de las empresas, la recuperación continuó impulsada por la calma en los mercados financieros internacionales, el incremento del precio de las materias primas,

especialmente el cobre), pero también por cierta disminución del ruido e incertidumbre política en algunos países, especialmente en Chile, después del resultado de las elecciones en los últimos meses. Por su parte, en el caso de México, continuó mejorando la confianza del sector privado por el impulso de la actividad económica en los últimos meses, y a pesar del endurecimiento de la retórica de la nueva administración en EEUU sobre la negociación del TLCAN. En el caso de las familias, la menor inflación en la mayoría de países ha continuado mejorando su poder adquisitivo y aumentando sus niveles de confianza, al tiempo que el deterioro de los mercados laborales parecería haber tocado fondo ante la recuperación de la actividad.

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



Fuente: BBVA Research

La actividad económica en la región continuó tomando un mayor dinamismo, en línea con esa recuperación de las confianzas, aunque con una clara heterogeneidad. El crecimiento en los últimos meses se fue afianzando en Argentina, continuó recuperándose en Brasil, Chile y Perú, pero se mantuvo aún relativamente débil en Colombia y mostró una caída —que consideramos temporal— en México.

Después de haber cerrado 2017 con un crecimiento que estimamos en 1,1%, el PIB de América Latina en su conjunto se expandirá un 1,7% este año y 2,5% en 2019. Se va consolidando, de esta forma, el cambio de tendencia en la región después de la desaceleración sufrida en los cinco años hasta 2016. El aumento del crecimiento en 2018 y 2019 se apoyará especialmente en dos factores. Por un lado, el sector externo se beneficiará de un crecimiento mundial consolidado y extendido, al tiempo que el mayor precio de las materias primas también será un elemento dinamizador de las exportaciones y de la inversión en los sectores primarios. La otra fuente importante de mayor crecimiento será la inversión, tanto la del sector privado (especialmente en Argentina, tras el resultado de las elecciones que extiende el horizonte de políticas pro-mercado, y la recuperación de la inversión en Brasil) como la

inversión del sector público, centrada en buena medida en infraestructuras en países como Colombia, Perú y Argentina.

Nuestras nuevas previsiones de crecimiento en 2018 son 0,1pp superiores a las que anticipábamos en octubre, y se mantienen inalteradas en lo que respecta a 2019. La mayoría de países de la región ven un aumento de sus previsiones de crecimiento en 2018, de la mano de unos datos de actividad mejores a los anticipados en los últimos tres meses, así como una perspectiva exterior más favorable, dado el mencionado mayor crecimiento mundial y unos precios más elevados de las principales materias primas de exportación. Las principales excepciones a esta revisión al alza de las previsiones se encuentran en México, Colombia y Perú. En los dos primeros casos, no hay variación en nuestra previsión de crecimiento para 2018, mientras que en el caso de Perú, reducimos en 0,4pp la previsión de crecimiento en 2018 ante el aumento de las tensiones políticas y la incertidumbre, lo que impactaría negativamente sobre la inversión privada y la ejecución de la inversión pública planeada.

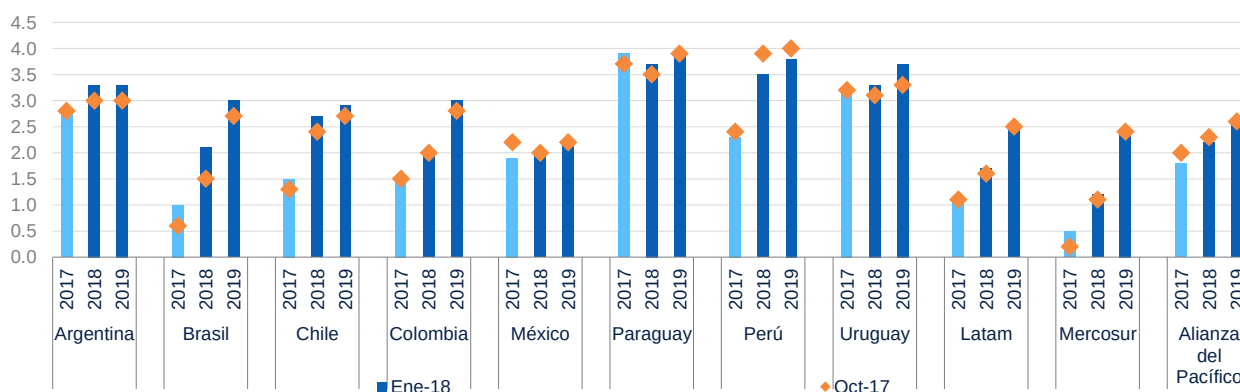
Revisamos al alza la previsión de crecimiento en 2018 en la mayoría de países, salvo Colombia y México (inalterada) y Perú (a la baja)

La previsión de crecimiento para 2019, de 2,5%, se encontraría ya cerca del crecimiento potencial de América Latina, que se sitúa entre 2,5% y 3%. Este nuevo crecimiento potencial, menor que el mostrado por la región en la década de fuerte crecimiento de los precios de las materias primas (hasta 2013), apunta a un nuevo normal para la región, en la que el crecimiento no sería muy diferente del de las regiones desarrolladas y, por tanto, el crecimiento de la renta per cápita no irá cerrando significativamente la brecha que lo separa de las economías desarrolladas, como sí lo hizo entre el 2000 y el 2013. Esto pone en evidencia la importancia de retomar el proceso de reformas estructurales para recuperar el crecimiento de la productividad hacia adelante.

Dentro de este panorama general, los países que mostrarán un mayor crecimiento en los siguientes dos años serán Argentina, Perú, Paraguay y Uruguay (Gráfico 2.7). La heterogeneidad sigue siendo la protagonista en el desempeño económico regional:

- En **Brasil**, la sorpresa al alza de los datos de crecimiento a lo largo de 2017, junto con una perspectiva de demanda externa más sólida y mayores precios de las materias primas, nos llevan a una revisión al alza de nuestra previsión de crecimiento al 2,1% en 2018 y 3,0% en 2019 (0,6pp y 0,3pp mayores que hace tres meses). El crecimiento en los próximos dos años seguiría apoyado en el impulso del sector externo y la inversión. Con todo, subsiste el riesgo relacionado con el resultado del proceso electoral a fines de este año y el impacto sobre las reformas necesarias, especialmente la provisional.
- En **México**, mantenemos inalteradas las previsiones de crecimiento para 2018 y 2019 en 2,0% y 2,2%. Anticipamos que el débil dinamismo observado en los últimos datos de crecimiento publicados en el tercer trimestre de 2017 debería ser temporal, y el crecimiento debería retomarse apoyado en el consumo y la reconstrucción, así como las exportaciones a EEUU. Con todo, se anticipa que la inversión se contraerá en 2018 por segundo año consecutivo en un entorno de incertidumbre acerca del resultado de la negociación del TLCAN y de las elecciones presidenciales.

- En **Argentina**, los indicadores recientes confirman la recuperación del crecimiento. Además, el impacto positivo de un mayor crecimiento en Brasil y del resto del mundo dinamizará las exportaciones. La inversión también se verá impulsada por el efecto positivo de las reformas estructurales en marcha, especialmente las reformas tributarias. Por todos estos factores, revisamos el crecimiento al alza en 0,3pp en 2018 y 2019, al 3,3% en ambos años. La inversión y el consumo serán los principales impulsores del crecimiento.
- En **Colombia**, mantenemos inalteradas nuestras previsiones de crecimiento en 2,0% y 3,0% en 2018-19, con un mejor desempeño del consumo y del sector externo compensado con un menor dinamismo al esperado en el sector de la construcción residencial. Con todo, la inversión en infraestructura seguirá siendo el principal motor del crecimiento, especialmente en 2018.
- En **Perú**, las tensiones políticas iniciadas a mediados de diciembre tendrían un impacto negativo sobre la inversión privada y sobre la ejecución de la inversión pública. Así, recortamos la previsión de crecimiento en 2018 y 2019 al 3,5% y 3,8%, respectivamente (0,4pp y 0,2pp menor que las previsiones realizadas hace tres meses). El crecimiento seguirá estando impulsado por el sector minero, favorecido por un aumento de los precios esperados del cobre, y por la inversión en infraestructuras y reconstrucción.
- En **Chile**, se ha producido una rápida recuperación de los indicadores de confianza, tanto de consumidores, como de empresarios, en parte por el mejor escenario externo, el alza del precio del cobre, el cambio del escenario político y la baja inflación. Así, hemos revisado al alza la previsión de crecimiento al 2,7% en 2018 y 2,9% en 2019 (0,3pp y 0,2pp más que hace tres meses), ritmo este último cercano al potencial. El crecimiento se verá impulsado tanto por la demanda interna como por el sector exportador.
- En **Uruguay**, revisamos al alza el crecimiento para 2018 hasta 3,3% en 2018 y 3,7% en 2019 (0,2pp y 0,4pp por encima de nuestras previsiones hace tres meses) ante unas perspectivas de mayor contribución de la demanda externa, asociada a Brasil y China, así como el turismo desde Argentina. El crecimiento estará impulsado por el dinamismo del consumo privado por mejoras en los salarios reales ante el descenso de la inflación. Asimismo, la construcción de la tercera planta de celulosa que comenzaría a fines de 2018 impactará de lleno en la inversión de 2019.
- En **Paraguay**, el PIB crecería 3,7% y 3,9% en 2018-19 lo que implica una revisión de 0,2pp en 2018 y el mantenimiento de la previsión para 2019. La revisión al alza en 2018 se debe al mayor crecimiento esperado para los principales socios comerciales (Brasil y Argentina). Las actividades ligadas a la demanda interna continuarán dando soporte al crecimiento, especialmente la inversión.

Gráfico 2.7 Países Latam: crecimiento del PIB (%)


Fuente: BBVA Research

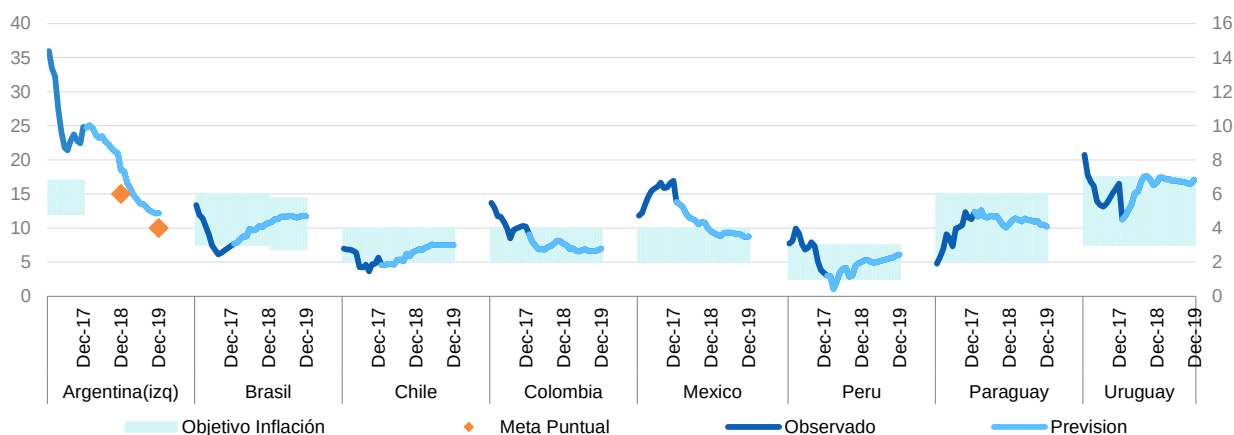
Las presiones inflacionarias se mantienen relativamente acotadas, excepto en México

La inflación ha cerrado 2017 en niveles relativamente bajos en la mayor parte de la región (Gráfico 2.8). En concreto, las variaciones del nivel de precios han sido las más bajas en al menos los últimos tres años en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay. Han contribuido al proceso de moderación de la inflación en la región la debilidad de la demanda interna, la relativa fortaleza de las divisas y, en muchos casos, la evolución más favorable de los precios de los alimentos.

Tras la desaceleración reciente, la inflación se encuentra ahora dentro o muy cerca del rango establecido por las autoridades monetarias en Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay. También en Paraguay la inflación está ahora mismo dentro del rango objetivo, aunque en este caso la inflación no se haya desacelerado recientemente como en la mayor parte de la región.

Si bien en Argentina la inflación se haya reducido en 2017, se mantuvo en niveles relativamente elevados (24,8% a/a en diciembre), bastante por encima del intervalo de referencia de 12% a 17%. Asimismo, el relativamente lento proceso de desaceleración de la inflación núcleo en el país ha contribuido a que las autoridades locales anunciaran al cierre de 2017 un ajuste en el sendero de metas de inflación – que posterga un año a 2020 el alcanzar el objetivo de mediano plazo de 5%. En concreto, el objetivo para 2018 pasó a ser de 15% (anteriormente 10% con un rango de tolerancia de más o menos 2 puntos porcentuales), el de 2019 pasó a ser de 10% (anteriormente 5%, con un rango de tolerancia de más o menos 1,5 punto porcentual) y el de 2020 y años posteriores fue fijado puntualmente en 5%.

En contraste con los demás países de la región, en México la inflación se ha aumentado significativamente en los últimos meses y ha cerrado 2017 en 6,8%, un nivel particularmente elevado para los estándares del país y muy por encima del límite superior del rango de variabilidad de Banxico (4%). En este caso las presiones inflacionarias se explican básicamente por los ajustes en los precios del gas, así como la debilidad del peso mexicano.

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


Fuente: BBVA Research

Hacia delante, la recuperación de la demanda interna, la probable (moderada) depreciación cambiaria y el tono acomodaticio de la política monetaria deben contribuir a que la inflación se vaya ajustando gradualmente al alza en

La inflación en Brasil y Chile ha tocado ya fondo, y lo haría en Perú en el primer trimestre de 2018

Brasil, Chile y Perú. En concreto, prevemos que converja a 4,3% en 2018 y 4,7% en 2019 en Brasil, a 2,7% en 2018 y 3,0% en 2019 en Chile y a 2,0% en 2018 y 2,4% en 2019 en Perú.

En Argentina y Colombia la inflación debe seguir moderándose a lo largo de 2018 y 2019, acercándose -aunque no alcanzando- las nuevas metas en el caso argentino y volviendo al interior del rango objetivo en el caso de Colombia (Gráfico 2.8). Prevemos que la inflación converja en 2018 y 2019, respectivamente, a alrededor de 18% y 12% en Argentina y a 3,1% y 2,8% en Colombia. Asimismo, en Argentina quedará por ver si el reciente cambio en el sendero de metas acaba afectando la credibilidad de la autoridad monetaria, dificultando la convergencia de la inflación hacia los objetivos.

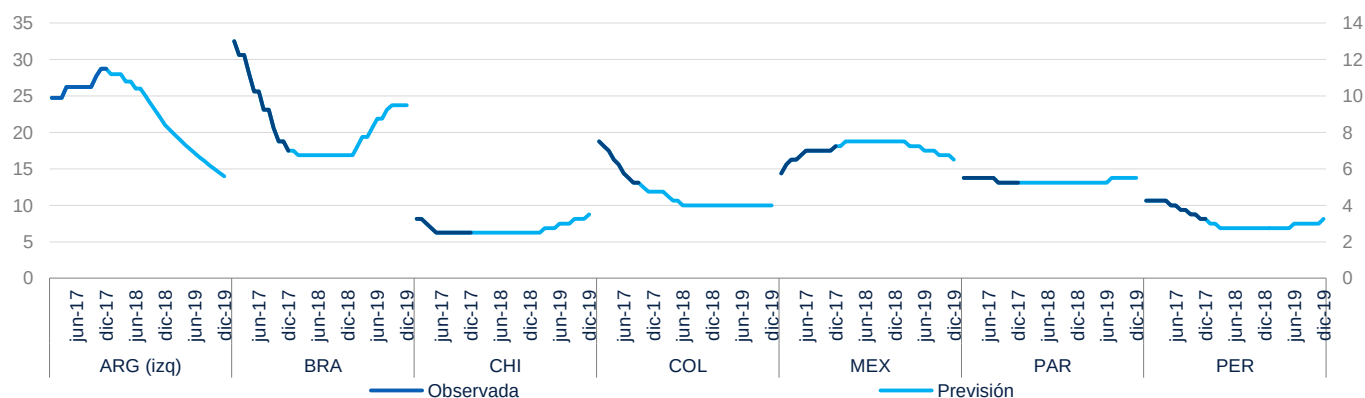
En México, lo más probable es que, tras el fuerte repunte reciente, la inflación caerá abruptamente en enero y seguirá disminuyendo a buen ritmo el resto del primer trimestre, para continuar con una tendencia de disminución gradual el resto del año y durante 2019. El riesgo de este escenario está asociado a un deterioro significativo en las relaciones con Estados Unidos o turbulencias políticas que acaben provocando una mayor debilidad del peso. Así, nuestro escenario base es que la inflación en México se reduzca hasta 3,8% en diciembre de 2018 y 3,5% al cierre de 2019.

Finalmente, proyectamos que en el horizonte de previsiones considerado la inflación se vaya a mantener cerca del límite superior del rango meta de 7% en Uruguay y próxima del objetivo central de 4% en Paraguay.

Cerca al fin de los recortes de tipos de interés en la mayoría de los países de América del Sur

En la medida que, desde niveles bajos, la inflación vaya ajustándose al alza en los próximos meses en Brasil y Chile y a partir del segundo trimestre en Perú, se reducirá el margen para que las autoridades monetarias de estos países anuncien nuevos recortes de los tipos de interés de referencia. En efecto, en el caso de Chile, la señalización reciente del Banco Central de Chile es que, tras las reducciones anunciadas en 2017, que llevaron la tasa de política monetaria desde el 3,5% al 2,5%, los tipos seguirán estables a lo largo de 2018. En Brasil lo más probable es que en su primera reunión de 2018 el Comité de Política Monetaria anuncie un último recorte de los tipos Selic, de 25pb, dejándolos en 6,75% por un largo período de tiempo, un nivel particularmente bajo para el país (antes del inicio del ciclo bajista en octubre de 2016, los tipos Selic se encontraban en 14,25%). En Perú, donde los tipos de interés alcanzaron 3,0% en enero tras recortes de 125 p.b. acumulados desde mayo de 2017, prevemos que la autoridad monetaria ponga un fin al ciclo de bajadas con un recorte final de 25 p.b. a lo largo del primer trimestre del año. Asimismo, en estos tres países la recuperación de la actividad económica y el aumento esperado de la inflación hacen prever el inicio de un ciclo de subidas de los tipos de interés durante el año de 2019 (Gráfico 2.9).

Gráfico 2.9 Tipos de interés: observado y previsto



Fuente: BBVA Research

En Colombia, donde la autoridad monetaria sorprendió al anunciar dos recortes de los tipos de interés en el último trimestre de 2017, la esperada reducción adicional de las presiones inflacionarias debe garantizar algo más de espacio para recortes complementarios de los tipos de interés en los próximos meses. En todo caso, también en este país el ciclo de reducciones de los tipos de referencia se acerca a su fin: prevemos que tres reducciones de 25 p.b. lleven los tipos de interés a 4,0% hasta el cierre del primer semestre de 2018 y que a partir de entonces la tasa de política monetaria se mantenga estable en dicho nivel al menos hasta el cierre de 2019.

En Paraguay los tipos de interés deben permanecer en su nivel actual de 5,25% durante todo el año de 2018 y moverse ligeramente al alza en 2019 para mantener las presiones inflacionarias bajo control.

De una manera general, en todos estos casos analizados la esperada continuidad de los ajustes al alza de los tipos de interés en Estados Unidos, así como en otras regiones desarrolladas, contribuirá para limitar el margen para recortes adicionales en los tipos de interés locales.

Asimismo, la excepción entre los países sudamericanos es Argentina, donde se espera que el gradual proceso de normalización de la inflación posibilite una significativa reducción de los tipos de interés a lo largo de 2018 y de 2019. A esta expectativa contribuye la reciente adopción de objetivos de inflación más altos. En efecto, en la primera reunión de política monetaria tras el anuncio del ajuste de las metas el banco central recortó los tipos de interés en 75 p.b.- a lo que siguió otro recorte más de 75 p.b a fines de enero. En la práctica, estos recortes reflejan ya un cambio de dirección de la política monetaria pues hasta noviembre de 2017 los tipos de referencia se estaban ajustando al

En México, tras una nueva corrección alcista en los tipos de interés, prevemos estabilidad por un largo período y recortes sólo a partir de 2019

alza (entre abril y noviembre, aumentaron 400 p.b.) Aunque el Banco Central de Argentina deberá actuar con cautela y condicionar nuevos recortes en los tipos de interés a una evolución favorable de la inflación, prevemos que los tipos bajen desde el nivel actual de 28,0% hasta 21,0% en el cierre de este año y 14,0% al cierre del próximo.

En el caso de México, tras mantenerse la tasa de fondeo estable en 7,0% desde junio de 2017, se ha anunciado un aumento de 25 p.b. en la reunión de política monetaria de diciembre, la primera presidida por el nuevo gobernador de Banxico, Alejandro Díaz de León. La señalización reciente de la autoridad monetaria es de que un nuevo ajuste monetario podría ser anunciado próximamente. Este endurecimiento adicional de la política monetaria en México, que no teníamos incorporado en nuestro escenario base hace pocos meses, busca mantener las expectativas ancladas y favorecer la vuelta de la inflación a su rango objetivo en un contexto en que la inflación aumentó de forma inesperada en el cuarto trimestre y en que se mantienen las preocupaciones sobre un posible efecto sobre el peso de las renegociaciones del TLCAN y de las elecciones presidenciales. De cualquier manera, una eventual subida de la tasa de fondeo en la próxima reunión de política monetaria en febrero sería la última del actual ciclo. Banxico sólo anunciaría un nuevo ajuste en la tasa de fondeo, en este caso a la baja, en el primer trimestre de 2019, cuando esperamos que las presiones inflacionarias hayan perdido fuerza.

Los riesgos externos se reducen en el corto plazo, pero siguen siendo significativos.

Los riesgos sobre nuestras previsiones para América Latina se mantienen sesgados a la baja, tanto por factores domésticos como por factores relacionados con el entorno exterior. Con todo, en ambos casos vemos una cierta disminución de esos riesgos en el corto plazo respecto a nuestra valoración de hace tres meses.

Por el lado de los factores internos en la región, sigue destacando el ruido político y las tensiones en buena parte de países latinoamericanos, en varios casos unido a acusaciones de corrupción y, en otros, ante la incertidumbre sobre el resultado de procesos electorales próximos como por ejemplo en Colombia, Brasil y México. La incertidumbre y tensión política ha disminuido en Argentina y Chile, luego de conocerse los resultados electorales. Con todo, la concentración de muchos procesos electorales en la región en lo que resta del año (incluyendo en los dos mayores países de la región, Brasil y México) genera el potencial para sorpresas, el riesgo de surgimiento de gobiernos

populistas y ofrece un terreno propicio para sorpresas y para el mantenimiento de la incertidumbre política, con efectos negativos especialmente sobre la confianza y la inversión.

Los riesgos políticos evolucionan de forma heterogénea en la región. Se elevan en Perú, pero se moderan en Argentina y Chile

Además, y en parte relacionado con las tensiones políticas y con los escándalos de corrupción, el posible retraso de los proyectos de infraestructuras en países como Argentina, Perú o Colombia representa también un riesgo significativo sobre el crecimiento en el horizonte de previsión. Este es un riesgo significativo en la medida de que uno de los ejes del crecimiento en los próximos dos años será la demanda interna, y la inversión dentro de ella.

Por el lado externo, destacan dos fuentes de riesgo para América Latina. Por el lado de China, especialmente relevante para América del Sur, la eliminación del objetivo estricto de crecimiento tras el XIX Congreso del Partido Comunista apunta a un mayor foco en la reducción de desequilibrios, mientras que las medidas orientadas a la apertura de la economía y las reformas estructurales deberían ayudar a mejorar el crecimiento potencial. Por ello, los riesgos a corto plazo de un desplome del crecimiento se reducen. Aún así, los desequilibrios de la economía china y el endeudamiento siguen siendo elevados, al tiempo que el exceso de capacidad en el sector empresarial estatal sigue absorbiendo una proporción importante del crédito, lo que aumenta los riesgos para la estabilidad financiera en el medio y largo plazo.

El segundo grupo de riesgos proviene de EEUU. A pesar de que los riesgos provenientes de esa economía se han reducido, son todavía altos, ya que sigue habiendo una elevada tensión política y continúa la amenaza de un viraje claramente proteccionista, que podría afectar especialmente a México. Al mismo tiempo, algunos activos podrían estar mostrando ciertos signos de sobrevaloración, después de mucho tiempo de políticas monetarias acomodaticias. Precisamente, por el lado de la política monetaria, el escenario económico de fuerte ritmo de crecimiento viene a avalar de forma cada vez más clara la normalización de la política monetaria, por lo que debería esperarse un aumento del coste de financiación a nivel global y la posibilidad de una reducción significativa de los flujos de capitales a las economías emergentes (y a América Latina en particular). La política de comunicación ha sido manejada muy bien por la Fed hasta el momento, pero no deja de ser un elemento de potencial riesgo.

Por último, en el medio y largo plazo, un riesgo de corte más estructural lo constituye la posibilidad de que no se promuevan las reformas estructurales necesarias para aumentar el crecimiento de la productividad. Como hemos mencionado previamente en este informe, el crecimiento en 2019 ya debería estar cerca del nuevo potencial de la región, entre 2,5% y 3%. Este crecimiento resulta insuficiente para reducir la brecha de renta per cápita con las economías desarrolladas, por lo que es imprescindible que se generen los consensos necesarios para impulsar las reformas en los mercados laborales, de productos y servicios, así como en la provisión de educación y salud y la reforma del estado. El riesgo es que la región se acostumbre a ese nuevo crecimiento potencial y se deje pasar la oportunidad para relanzar el crecimiento de la productividad.

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

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
luana.tellez@bbva.com

Mexico

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Peru

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

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

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

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