

Situación Latinoamérica

Segundo trimestre de 2015
Unidad de Coordinación Latam

- El crecimiento en Latam se mantendrá bajo en 2015 y aumentará lentamente en 2016, aún por debajo del potencial regional. Continuará la heterogeneidad en la región, con Brasil en recesión y la Alianza del Pacífico creciendo alrededor del 3%.
- La recesión en Brasil en 2015 contagiará sobre todo a Argentina, Uruguay y Paraguay y tendrá un efecto muy pequeño en el resto de países de América Latina.
- Salvo el caso de México, la inflación se mantiene por encima de las previsiones en los países con objetivos de inflación, en parte por la depreciación del tipo de cambio, pero especialmente por shocks idiosincráticos fiscales y climáticos.
- La ventana para un impulso monetario en los países Andinos se cierra, a pesar de la debilidad cíclica. Las sorpresas al alza en inflación (y, en el caso peruano, la volatilidad del tipo de cambio) desalientan a los bancos centrales a reducciones de los tipos de interés, que se mantendrían estables en 2015 en Colombia, Perú y Chile.

Índice

1 Resumen	3
2 El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes	5
3 Continúa la volatilidad de los mercados en Latam, atentos al calendario de subida de tipos de interés en EE.UU.	7
4 El crecimiento en América Latina se mantendrá reducido en 2015 y aumentará en 2016, pero aún por debajo del potencial	12
Recuadro 1. ¿Qué impacto tiene Brasil sobre la economía de América Latina?	17
5 Aumenta la inflación en la región, pero se retornaría a las metas a finales de 2015 o inicios de 2016.	22
6 Se cierra la ventana de oportunidad para bajadas de tipos de interés en Latam	24
7 Los déficits exteriores se mantendrán elevados en Latam, pero aún sostenibles	27
8 Sin cambios en las perspectivas de los déficits fiscales salvo en Brasil y Argentina, donde empeoran significativamente	29
9 Tablas	31

Fecha de cierre: 29 de mayo de 2015

1 Resumen

Revisamos el crecimiento mundial para 2015 hasta el 3,5%, una décima menos que lo estimado en febrero, mientras que la previsión para 2016 aumenta ligeramente al 3,9%. La revisión a la baja en 2015 se produce en buena medida por la moderación del crecimiento mundial en el primer trimestre, por la desaceleración temporal en EE.UU. y el deterioro de la actividad en algunos de los principales países emergentes. Las economías emergentes, en un escenario de desaceleración tendencial y gradual de China, revertirían la desaceleración actual gracias al efecto arrastre de las desarrolladas, el paulatino aumento de precios de las materias primas y un posible incremento de las tasas de interés más contenido que en anteriores episodios de normalización de la Fed.

La volatilidad en los mercados financieros en la región continuó, condicionado fuertemente por los cambios en las previsiones del inicio de aumento de tipos de interés por parte de la Reserva Federal.

Los precios de los principales activos financieros y los tipos de cambio continuaron debilitándose hasta mediados de marzo, momento en el que empezaron a recuperarse (sin revertir completamente las pérdidas) a medida que ganaba más fuerza la percepción de que el ajuste de los tipos de interés por parte de la Fed tardaría más y sería más lento de lo que se anticipaba al inicio del año. Hacia delante, continuará la volatilidad en los mercados financieros a medida que los datos de actividad y empleo en EE.UU. sigan modificando las expectativas sobre el inicio de las subidas por parte de la Fed.

Por su parte, los precios de las materias primas se mantuvieron en niveles moderados, con algunos aumentos en el caso del petróleo y cobre. Parte de los aumentos de precios estuvo relacionado con fundamentales de oferta, pero también estuvieron influidos por una cierta depreciación del dólar a inicios del segundo trimestre, en línea con el resto de activos financieros de la región.

En un contexto de debilidad más o menos generalizada de los indicadores de confianza, revisamos a la baja las previsiones de crecimiento de América Latina, hasta el 0,6% en 2015 y 2,1% en 2016. La revisión a la baja de las previsiones está determinada por (i) un crecimiento menor al anticipado en el cuarto trimestre de 2014 y el primero de 2015; (ii) el deterioro de la confianza de hogares y empresas, causada por aumento del ruido político y de la incertidumbre sobre las políticas económicas en muchas economías de la región, lo que ha lastrado al consumo e inversión del sector privado, y (iii) la caída del gasto público en algunas economías importantes de la región, como Brasil, México, Colombia y Perú. El aumento del crecimiento en 2016 vendría determinado por (i) el empuje de la demanda externa, al hilo del aumento del crecimiento mundial; (ii) el impulso a la inversión pública, especialmente en las economías andinas, y (iii) un menor ajuste macroeconómico en economías importantes como Brasil.

Por países, el ajuste a la baja de las previsiones de crecimiento en 2015 se concentra especialmente en Brasil, México y Perú, pero afecta a casi todos los países de la región. En Brasil, la reducción de la previsión de crecimiento (-1,3 pp en 2015, hasta -0,7%) se produce por un ajuste macroeconómico más fuerte al anticipado, una mayor inflación y la incertidumbre alrededor de la crisis que afecta a Petrobras. El fuerte ajuste del crecimiento en Brasil tendría un impacto significativo básicamente en Argentina, Paraguay y Uruguay, pero muy reducido en el resto de economías de la región (Recuadro 1). Además de Brasil, también son muy significativas las correcciones a la baja en las previsiones de México (-1pp, hasta el 2,5%, en parte por la disminución del precio del petróleo, el débil crecimiento de EE.UU. en el primer trimestre del año y el ajuste del gasto público) y en Perú (-1,7pp hasta el 3,1%, por el lastre de la baja confianza y el retraso de la inversión pública).

La heterogeneidad seguirá predominando en la región, y continuarán siendo los países andinos y Paraguay los que más crezcan en 2015 y 2016. La Alianza del Pacífico mantendrá un crecimiento de

2,7% en 2015, similar al del año anterior, que aumentaría a 3,2% en 2016, por encima del promedio regional aunque aún por debajo de su potencial, que estimamos ligeramente por encima del 4%. Destacará, en particular, el fuerte aumento del crecimiento en Perú y Chile entre 2014 y 2016, de 2,2pp y 1,6pp, respectivamente (véanse las tablas de previsiones en la sección 9).

La inflación aumentó en la región, a pesar de la debilidad cíclica, pero se retornaría a los objetivos de los bancos centrales a finales de 2015 o 2016, salvo en Brasil y Uruguay (aunque dentro de la banda objetivo en Brasil). Con la excepción de México, la inflación al final del primer trimestre se situó por encima de lo que esperábamos hace un año y también hace tres meses, por la depreciación del tipo de cambio (especialmente en Perú y Chile) y por factores idiosincráticos, entre los que destacaron aumentos de impuestos (Chile, Brasil), el alza de precios administrados (Brasil), shocks a los precios de los alimentos (Perú, Colombia) y factores inerciales (Uruguay, Brasil).

A pesar de la debilidad cíclica, se cierra la ventana de oportunidad para una bajada de tipos de interés por parte de los bancos centrales andinos, por la persistencia de la inflación (y en el caso de Perú, por la volatilidad del tipo de cambio). Así, en lugar de bajadas de tipos de interés en los países andinos, como esperábamos hace tres meses, lo más probable es que los tipos de interés se mantengan en los niveles actuales al menos hasta mediados de 2016. En el caso de Brasil las sorpresas inflacionarias y la necesidad de recuperar la credibilidad de la política monetaria forzarán una subida de tipos de interés mayor a la anticipada. Por último, dada la sincronización de la actividad en México con la de EE.UU., seguimos anticipando un aumento de tipos de interés en ese país que siga muy de cerca de la senda de la Fed.

Por su parte, se mantendrá la presión a la depreciación de los tipos de cambio, por el desacoplamiento de las subidas de tipos de interés de la Fed y déficits exteriores aún abultados. La depreciación reciente de los tipos de cambio en la región (sólo levemente corregida por la debilidad del dólar desde abril) se produjo a pesar de las intervenciones cambiarias en algunas economías de la región (Perú). Hacia delante, los mercados cambiarios seguirán muy pendientes de la estrategia de normalización de la política monetaria por parte de la Fed y de la evolución del precio de las materias primas, lo que nos indica que nuevos episodios de volatilidad son muy probables. A pesar de algunas apreciaciones puntuales en algunos países, principalmente en Chile y Colombia, en parte debido a un mayor apoyo del precio del cobre y del petróleo, en muchos casos la depreciación de las divisas continuará a lo largo del horizonte de previsiones, en particular en Brasil, Perú y Paraguay.

Los moderados precios de las principales materias primas de exportación mantendrán déficits externos elevados en la región. Los saldos externos seguirán siendo deficitarios (salvo Chile y Paraguay), si bien se producirá una cierta moderación de los déficits en Perú, Uruguay y Brasil, por la depreciación del tipo de cambio y, la debilidad de la demanda interna. Con todo, estos factores en Colombia y México no serían suficientes para contrarrestar el efecto de la reducción del precio del petróleo. A pesar de un menor peso de la inversión directa extranjera (IDE) como fuente de financiación de la brecha externa, en general, la vulnerabilidad exterior de la región se mantiene acotada.

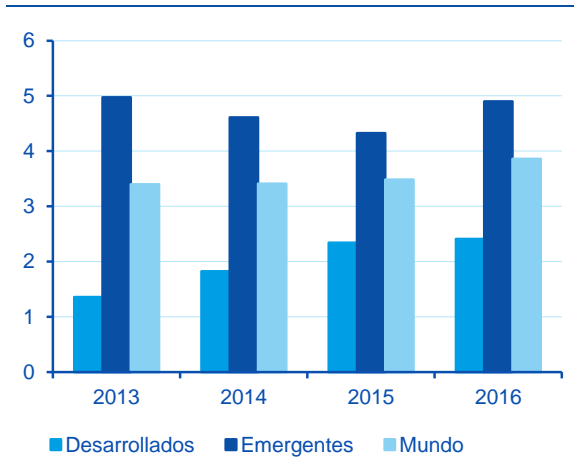
Las perspectivas de los saldos fiscales se mantienen sin cambios respecto a hace tres meses, salvo en el caso de Brasil, donde el déficit público sería significativamente mayor al anticipado. El aumento de la previsión del déficit público en Brasil en 2015 (de -4,4% estimado en enero a -5,6%) se produce a pesar del mayor ajuste macroeconómico en marcha, en parte por el deterioro de las previsiones de crecimiento y también por el aumento de los tipos de interés sobre la deuda.

2 El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes

El crecimiento mundial se moderó en el primer trimestre de 2015

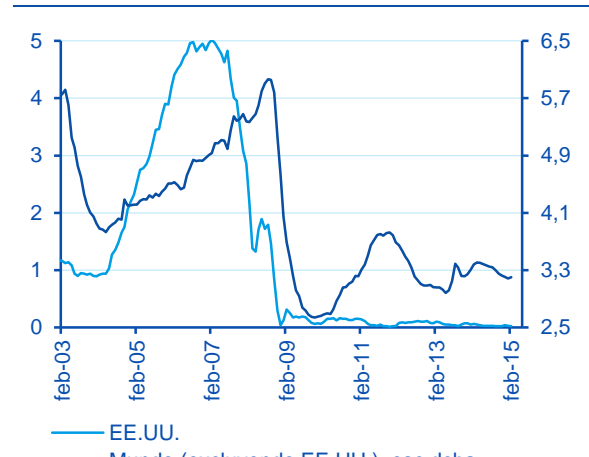
La moderación del crecimiento mundial en el primer trimestre se produjo por la desaceleración de la economía de EE.UU., el menor dinamismo de China y el deterioro de la actividad en algunos de los principales países emergentes (es el caso de Rusia y Brasil). La consolidación del crecimiento en el bloque de países desarrollados contrasta con la pérdida de pulso, prácticamente generalizada, de los emergentes, más intensa en Asia y Latinoamérica que en Europa del Este.

Gráfico 2.1
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Tipos de interés nominales a corto plazo (%)



Fuente: BBVA Research

Así, revisamos el crecimiento mundial para 2015 hasta el 3,5%, una décima menos de lo estimado en enero pasado y solo una décima más que la cifra de 2014 (Gráfico 2.1). En 2016, el PIB mundial registraría un crecimiento promedio del 3,9% como resultado, en parte, de las políticas monetarias expansivas en los países desarrollados, que obtendrían su mejor registro desde 2010. Las economías emergentes, en un escenario de desaceleración tendencial y gradual de China, revertirían la desaceleración actual gracias al efecto arrastre de las desarrolladas, el paulatino aumento de precios de las materias primas y un posible incremento de las tasas de interés más contenido que en anteriores episodios de normalización de la Fed.

La subida progresiva del precio de las materias primas, en línea con nuestras previsiones, y el refuerzo de políticas monetarias laxas de alcance global han sido dos de los elementos destacados del panorama económico en los últimos meses. En efecto, se ha producido un mayor activismo de los bancos centrales, tanto desarrollados como emergentes. Aunque la Fed opte por una estrategia de endurecimiento monetario gradual, las economías emergentes han decidido priorizar la reactivación de su demanda doméstica buscando recortar los tipos de interés (Gráfico 2.2), en algunos casos a costa de asumir una mayor volatilidad en la cotización de sus divisas y de menores incentivos a la entrada y mantenimiento de flujos de capital extranjero.

Con todo, y pese a que las políticas económicas continuarán siendo acomodaticias, los riesgos a la baja para el crecimiento mundial persisten. Los más relevantes residen en el alcance de la desaceleración de

China y las repercusiones del inicio de la normalización de tipos de interés de la Fed. Las presiones deflacionarias asociadas al descenso del precio del petróleo, las tensiones geopolíticas y el posible fracaso del BCE a la hora de relanzar las expectativas de inflación en la eurozona son riesgos que, pese a mostrar una menor probabilidad e impacto esperado que hace meses, no pueden descartarse. Finalmente, un riesgo que sigue latente es la falta de acuerdo entre el gobierno griego y las instituciones europeas y el FMI sobre la refinanciación de su deuda.

Se ralentizó el crecimiento en EE.UU. en el primer trimestre...

EE.UU. ha iniciado 2015 con una ralentización significativa de su ritmo de crecimiento hasta el -0,7% trimestral anualizado frente a un incremento del 3,9% en promedio en los tres trimestres anteriores. La atípica severidad de las condiciones meteorológicas explica parte de esta desaceleración, a lo que se une la caída del precio del petróleo y su impacto sobre el sector energético, la huelga en varios puertos de la costa oeste y el efecto incipiente de la apreciación del dólar sobre las exportaciones. Con todo, la fortaleza que sigue exhibiendo el mercado laboral debería continuar dando soporte a la renta de los hogares y al consumo privado. Así, el crecimiento anual de EE.UU. podría alcanzar el 2,9% en 2015 y mantener tasas cercanas al 3% también en 2016.

La interpretación que realice la Fed de la naturaleza, transitoria o permanente, del menor crecimiento del primer trimestre definirá su función de reacción en adelante. Lo más probable es que el primer aumento de los fed funds se produzca en septiembre de 2015, con una subida gradual posterior para llegar no más allá de 1,5% a finales de 2016.

... y también lo hizo en China

En China, la desaceleración económica ha ganado intensidad en los últimos meses, al crecer 7% interanual en el primer trimestre de 2015, con un ajuste de la producción industrial y la inversión, pero un mejor comportamiento relativo del consumo privado. La desaceleración viene de la mano de la corrección en curso del mercado inmobiliario, la incertidumbre política previa a la celebración de la Asamblea Popular Nacional de marzo; el deterioro de competitividad por la apreciación global del renminbi y, por último, los efectos de la consolidación fiscal de las administraciones locales iniciada en 2014.

El carácter estructural de los factores mencionados soporta el pronóstico de que China crecerá a medio plazo menos y con una volatilidad mayor. El objetivo de crecimiento anual del 7% para 2015 establecido por las autoridades del país descansa en la implementación de nuevas medidas de estímulo, tanto monetario como fiscal. Ya en 2016, el crecimiento se seguiría ajustando al 6,6%.

La eurozona mostró la mayor recuperación en los últimos meses

La eurozona es, de las economías desarrolladas, la que ha mostrado un mejor comportamiento relativo en el arranque de 2015. El PIB podría haber crecido al ritmo más elevado desde mediados de 2011, con Alemania y España liderando el crecimiento del conjunto del área. La recuperación viene impulsada por las mejores condiciones de financiación y la depreciación del euro, ambas generadas por el programa de *quantitative easing* del BCE, junto con el descenso de los precios del petróleo. El carácter menos restrictivo de la política fiscal y la contención de la caída de los salarios nominales en los países periféricos también están contribuyendo a relanzar el crecimiento. De este modo, el avance anual del PIB sería 1,6% en 2015, que aumentaría a 2,2% en 2016.

3 Continúa la volatilidad de los mercados en Latam, atentos al calendario de subida de tipos de interés en EE.UU.

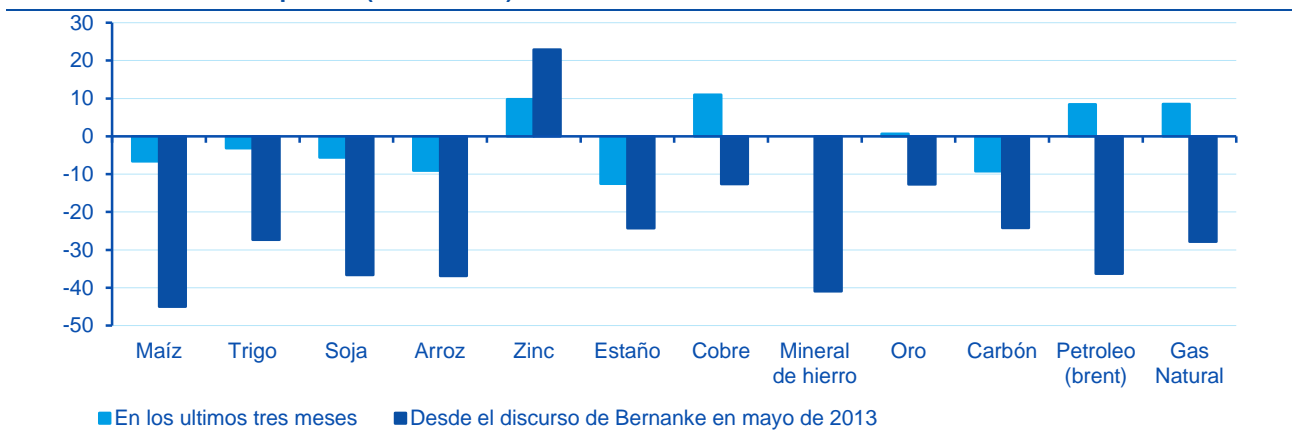
Los precios de las principales materias primas se mantienen moderados, en línea con lo anticipado hace tres meses.

Los precios de las materias primas no presentaron un comportamiento homogéneo en los últimos tres meses. Mientras el precio del petróleo y de algunos metales como el cobre crecieron alrededor de 10%, el precio de las materias primas agrícolas se ajustó a la baja en el período y los del oro y mineral de hierro se mantuvieron prácticamente inalterados (Gráfico 3.1).

La subida del precio de petróleo, ligeramente inferior a la que esperábamos hace tres meses, estuvo relacionada a la reducción de los inventarios del crudo (que sin embargo se mantienen elevados) y a la dinámica de los mercados financieros globales, en particular a la depreciación del dólar y la reducción de la volatilidad observadas desde marzo.

La pérdida de valor del dólar en los mercados globales y la reducción de las turbulencias financieras, que revertieron parcialmente los movimientos en dirección opuesta registrados al inicio del año, apoyaron también la cotización de otra de las materias primas más relevantes para los países de América Latina, el cobre. El repunte en el precio del metal estuvo en línea con lo que anticipábamos hace tres meses.

Gráfico 3.1
Precios de las materias primas (variación %)



Fuente: Bloomberg

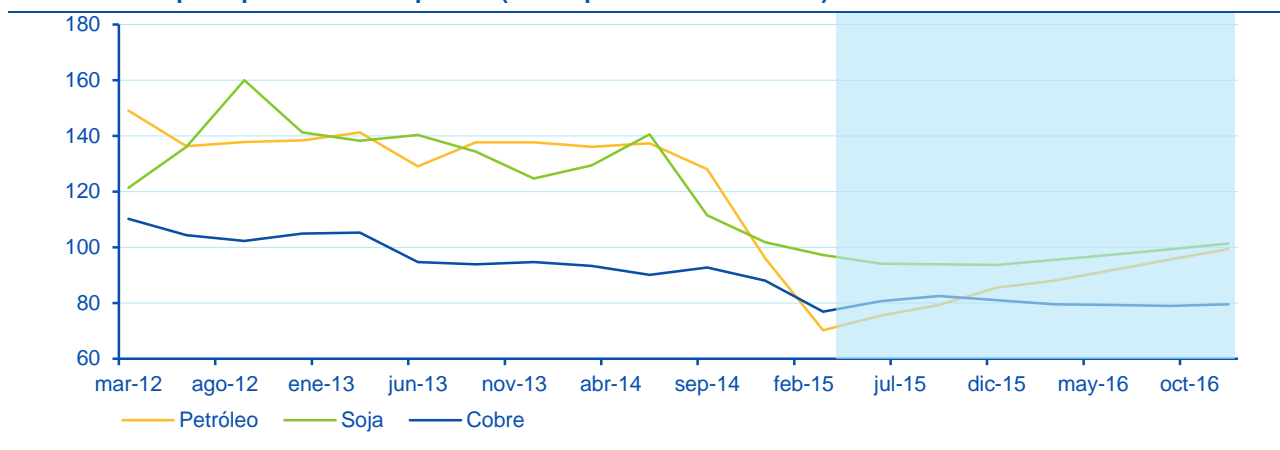
A pesar del apoyo que los factores financieros también dieron al precio de las agrícolas, predominaron en este grupo de materias primas los efectos relacionados a sus fundamentales. En particular, la caída adicional del precio de la soja en los últimos meses refleja el impacto sobre la oferta de las buenas cosechas en EE.UU. y en Argentina y Brasil. La corrección a la baja del precio de la soja contrasta con la expectativa que teníamos hace tres meses de que los precios se mantendrían estables.

En todo caso, los precios se mantienen moderados, muy por debajo de los observados hace dos años cuando los mercados empezaron a reflejar el inicio del *tapering* y de la normalización de la política monetaria en EE.UU. tras el discurso del anterior presidente de la Reserva Federal (Fed), Ben Bernanke. Asimismo, la gradual pérdida de dinamismo de la economía China sumada a la falta de un impulso más

fuerte de la demanda de los países desarrollados ha estado apoyando a que los precios de las materias primas se mantengan en niveles más bajos en los últimos años.

Gráfico 3.2

Precios de las principales materias primas (índice promedio 2010 = 100)



Fuente: BBVA Research

Tomando en cuenta la dinámica de los mercados de materias primas en los últimos tres meses y la reducción a la baja de nuestras previsiones de crecimiento global en 2015, hemos ajustado nuestras previsiones para los precios de corto plazo del petróleo, cobre y soja ligeramente a la baja. Entre tanto, seguimos esperando que los precios converjan gradualmente hasta el cierre de 2016 a sus niveles de equilibrio de largo plazo. En otras palabras, prevemos que el precio del petróleo se siga ajustando al alza, acercándose a los 70 dólares por barril de Brent al cierre de 2015 y a los 80 dólares al cierre de 2016 a la medida que la demanda mundial se incremente y la oferta reaccione a los precios relativamente bajos observados en los últimos meses. Con respecto a la soja y al cobre, estimamos que los precios actuales no distan significativamente de los precios de largo plazo (Gráfico 3.2).

El cambio de perspectivas acerca de la fecha de inicio y ritmo de la subida de tipos de interés por parte de la Fed movió los mercados de Latam.

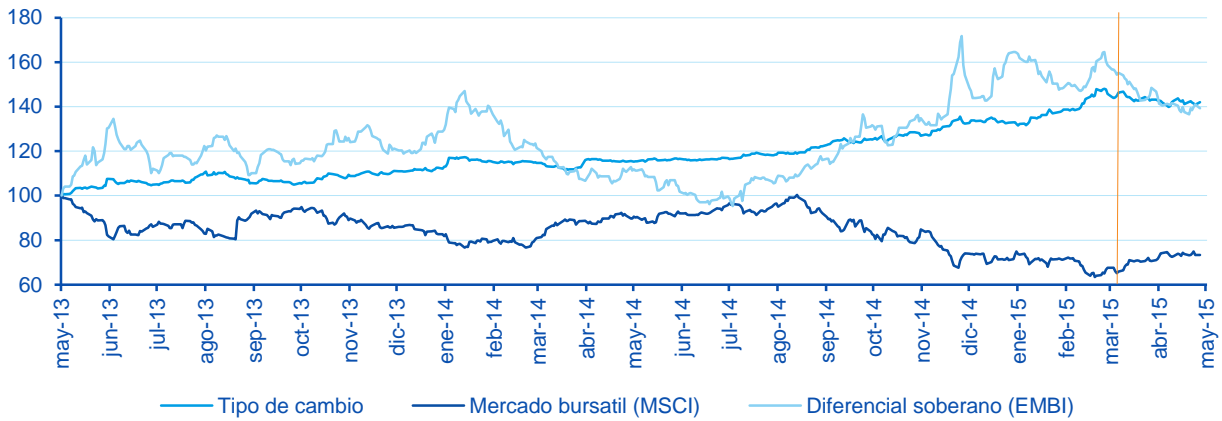
Así como los mercados de materias primas, los precios de los activos financieros latinoamericanos también reaccionaron en los últimos tres meses a las perspectivas de normalización de la política monetaria en EE.UU. En concreto, los mercados de Latinoamérica se deterioraron hasta mediados de marzo y empezaron a recuperarse a partir de entonces en la medida que ganaba más fuerza la percepción de que el ajuste de los tipos de interés por parte de la Fed tardaría más y sería más lento de lo que se esperaba al inicio del año y, en consecuencia, el dólar revertía su tendencia de apreciación.

Así, como ilustra el Gráfico 3.3, el diferencial soberano (el EMBI Latam), el índice bursátil MSCI y el tipo de cambio promedio de la América Latina dejaron de deteriorarse y empezaron a repuntar a partir de la mitad del mes de marzo. Este repunte permitió que el diferencial soberano de la región cayese 31 puntos en los últimos tres meses y que tanto el índice bursátil MSCI como el tipo de cambio promedio de la región borrasen las pérdidas recientes.

Asimismo, la desaceleración de la región y la moderación del precio de las materias primas continuaron pesando sobre el precio de los activos de la región, impidiendo un repunte más marcado desde marzo.

Gráfico 3.3

Latam: Cotizaciones bursátiles, diferenciales y tipos de cambio (índice 23 de mayo de 2013=100)



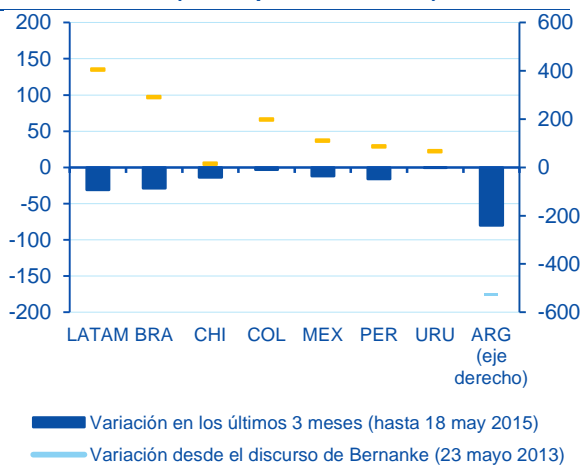
Fuente: BBVA Research

Con pocas excepciones, las tendencias regionales recientes se repitieron de manera relativamente homogénea a los mercados financieros de cada país, sugiriendo que los factores globales pesaron más sobre los mercados locales que los factores idiosincráticos.

El diferencial soberano se corrigió a la baja en los últimos tres meses en todos los países considerados (Gráfico 3.4), con más fuerza en Argentina (-80 p.b.) y en Brasil (-29 p.b.). En el caso argentino, uno de los factores para la reducción del diferencial soberano fue el optimismo con respecto a las perspectivas para el país después de elecciones de octubre. Por su parte, en Brasil hay que tener en cuenta que el deterioro previo había sido mayor que el del resto de la región, al tiempo que la dinámica de la crisis de Petrobras y de las expectativas sobre el ajuste económico en marcha reforzaron los movimientos globales (es decir, deterioro hasta marzo y leve mejora a partir de entonces).

Gráfico 3.4

Evolución de los diferenciales soberanos en América Latina (EMBI, puntos básicos)*



* Datos de Argentina en el eje derecho.
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 3.5

Evolución de las cotizaciones bursátiles en América Latina (variación %, en moneda local)*



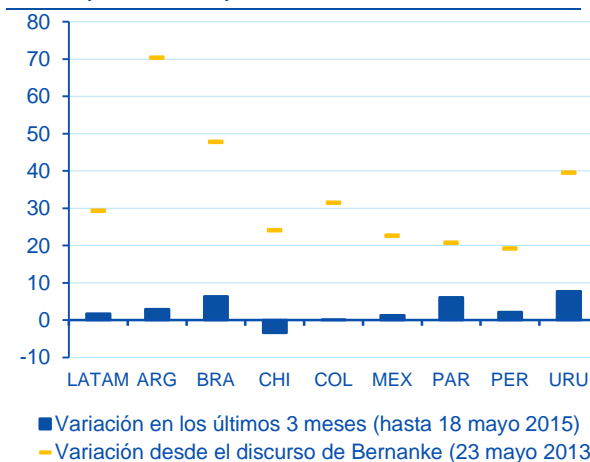
* Datos de Argentina en el eje derecho.
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Aunque sobre los mercados bursátiles hayan pesado más la desaceleración de la actividad y otros factores locales, en general se registraron aumentos en los últimos tres meses, especialmente en Argentina y en Brasil por los motivos referidos anteriormente (Gráfico 3.5).

Con respecto a los mercados cambiarios, a pesar de la reversión de la tendencia depreciatoria a partir de marzo, los tipos de cambio se encontraban a mediados de mayo algo más depreciados que hace tres meses (Gráfico 3.6). El debilitamiento de las divisas fue más fuerte en los países del Mercosur, donde la inflación es más alta (y requiere una depreciación cambiaria más elevada para evitar una pérdida de competitividad) y los mercados de materias primas más relevantes (los productos agrícolas) lastraron más acentuadamente a esos países que a los andinos o a México en los últimos meses (Gráfico 3.1). Además, es posible que haya habido un cierto efecto contagio sobre los demás países del bloque de la depreciación en Brasil (véase el Recuadro 1). Por otro lado, en los países de la Alianza del Pacífico la depreciación fue muy pequeña (2% en Perú y 1% en México) o incluso inexistente (0% en Colombia y -3% en Chile), en parte debido al repunte de aproximadamente 10% del precio del cobre y del petróleo en el período, a lo que se unió las intervenciones en el mercado cambiario en el caso peruano.

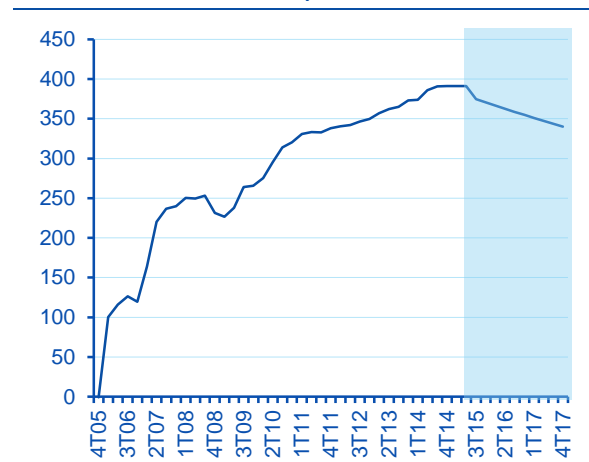
Asimismo, con la notable excepción del riesgo soberano argentino y de los mercados bursátiles de México y Argentina, los precios de los activos financieros de la región se mantienen significativamente por debajo de los valores observados hace dos años, cuando todavía no se descontaba una reducción de la liquidez monetaria en EE.UU. y los mercados de materias primas permitían un dinamismo de la actividad económica mucho mayor al actual.

Gráfico 3.6
Evolución de los tipos de cambio en América Latina (variación %)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 3.7
Flujos de capital a Latam (flujos de cartera en miles de millones de USD)



Fuente: IFS y BBVA Research

La volatilidad continuará hacia adelante, en la medida que la subida de tipos de interés por parte de la Fed dependerá de la evolución de los datos en EE.UU.

Como el proceso de decisión sobre el momento y la magnitud de la subida de los tipos de interés en EE.UU. dependerá fundamentalmente de los datos de actividad del país es muy probable que sorpresas positivas o negativas en estos indicadores generen nuevos ajustes de expectativas y, por tanto, aumento de la volatilidad en los mercados financieros globales y latinoamericanos hacia adelante.

Los bancos centrales de los países de América Latina pueden contribuir a esa volatilidad (especialmente del tipo de cambio) en la medida que se desacoplen (aunque sea parcialmente) de la subida de tipos por parte de la Fed, al atender a las condiciones locales, marcadas por la debilidad del crecimiento.

Asimismo, pese a que la gradual recuperación del crecimiento de la actividad en los países de la región deba apoyar al precio de los activos de la región, lo más probable es que las condiciones globales no serán tan favorables como antes. En particular, estimamos que los flujos de capitales a la región se reduzcan en los próximos años. Bajo nuestro escenario base, caracterizado por un crecimiento global del orden de 3.5% en 2015 y de 3,9% en 2016, con EE.UU. iniciando el proceso de normalización monetaria en el tercer trimestre de este año, y una aversión global al riesgo disminuyendo gradualmente, se produciría una salida neta de capitales de no residentes que acumularía el equivalente a 2% del PIB regional en los próximos dos años (Gráfico 3.7), algo menos de lo que estimamos previamente (véase el Recuadro 2 de nuestro [Situación Latinoamérica del 1T15](#)). Continuaría así, la moderación de los flujos hacia la región observada desde mediados de 2014.

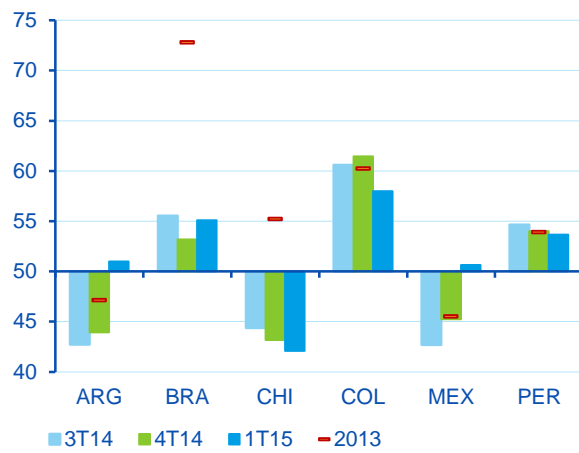
4 El crecimiento en América Latina se mantendrá reducido en 2015 y aumentará en 2016, pero aún por debajo del potencial

La demanda interna del sector privado continúa debilitándose, arrastrada por unos magros indicadores de confianza

Los indicadores de confianza de la región continuaron mostrando pesimismo durante el primer trimestre del año, particularmente del lado de los productores. En Brasil, México y Perú, la confianza de los productores se deterioró notablemente al inicio del año, mientras que en Chile, Colombia y Perú lo hizo también en el lado de los hogares (ver gráficos 4.1 y 4.2). Entre los factores detrás de este sentimiento pesimista están (i) el aumento del ruido político en algunos países, (ii) la incertidumbre sobre las políticas económicas, que incluye procesos de reforma en algunas economías y (iii) el deterioro cíclico, con impacto sobre las perspectivas de renta disponible y rentabilidad de la inversión, influido en gran medida por un entorno externo menos favorable, donde un factor clave ha sido la caída de precios de la materias primas. Por su parte conviene mencionar los casos de Argentina y México donde la confianza de los consumidores ha mejorado considerablemente en los últimos trimestres (y en el caso de Argentina notablemente desde 2013) y Brasil donde permanece relativamente sin cambios aunque muy por debajo de los niveles de 2013. En el caso de la confianza empresarial esta mejoró en Colombia; y aunque en Chile también lo hizo, se mantiene en zona de pesimismo.

Gráfico 4.1

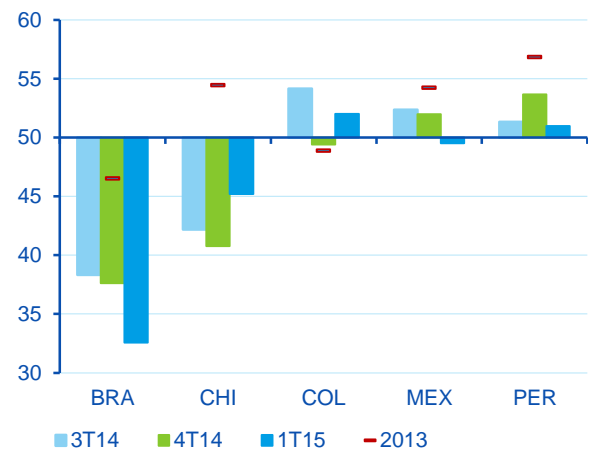
Latam: confianza de los consumidores
(valores sobre 50pts indican optimismo)



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

Gráfico 4.2

Latam: confianza de los productores
(valores sobre 50pts indican optimismo)



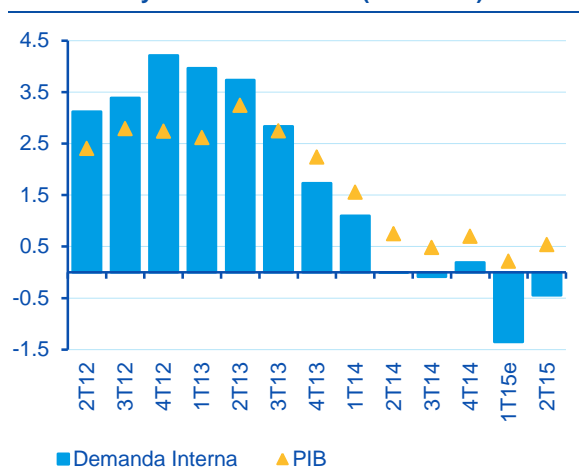
Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

Por su parte, destaca la contracción en términos de comparación anual durante el primer trimestre del año de la demanda interna, factor que ha marcado la importante moderación en el PIB: de un crecimiento interanual de la demanda interna en la región de 1% en el último trimestre de 2014, estimamos que esta se haya contraído hasta -0,1% en el primer trimestre de 2015 (ver gráfico 4.3).

Esta moderación (caída) en la demanda interna ha sido particularmente relevante en el caso de la inversión, (ver gráfico 4.4) componente que interrumpió su recuperación al inicio del 2015, resultado de la débil

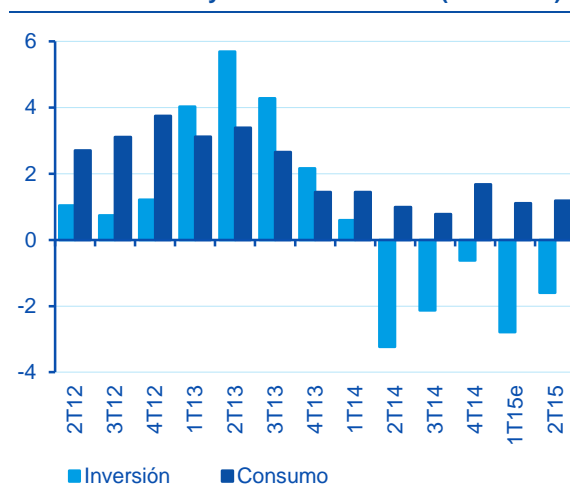
dinámica particularmente en los países andinos y México. En Chile la caída de la inversión ha estado vinculada a factores transitorios relacionados con el temporal en el norte del país en marzo, además de menor inversión privada en parte por la incertidumbre asociada al proceso de aprobación de las reformas. Adicionalmente, la ralentización del ciclo minero vinculado con el menor precio del cobre entre otros factores no ha sido compensada por el aumento de la inversión en otros sectores transables. En Colombia, México y Perú el principal problema ha sido la débil ejecución en la inversión pública además de la lenta recuperación de la industria a pesar de la depreciación en tipo de cambio. Asimismo, en el caso de Perú, igual que en Chile, la corrección de precio del cobre también ha ralentizado el ciclo de inversión minero. En el caso de la inversión privada es probable que algunos agentes hayan anticipado parte de la inversión planeada para 2015 en el cuarto trimestre de 2014, persiguiendo evitar mayores costos futuros de bienes importados. Sobre la inversión pública destaca el caso de Perú donde esta se contrajo en torno a -25% interanual en el primer trimestre del año, mientras que la inversión privada cayó 3,9%, cuarta caída trimestral consecutiva.

Gráfico 4.3
Latam: PIB y Demanda Interna (Var % a/a)



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

Gráfico 4.4
Latam: Inversión y Consumo Privado (Var % a/a)



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

Por su parte, el consumo privado ha mantenido un crecimiento moderado en los últimos trimestres, del 1,2% en 2014, por debajo del 2,7% promedio para la región del 2013 como consecuencia de los menores niveles de confianza (Brasil, Chile) y la debilidad en mercados laborales (Brasil, Chile, México), los que junto con la elevada inflación en Brasil han minado la renta disponible de los hogares.

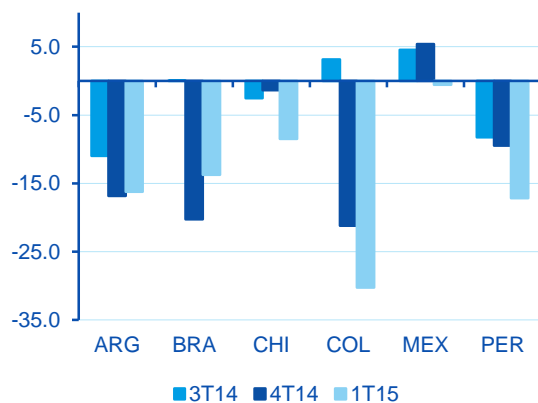
Cabe señalar, sin embargo, diferencias relevantes entre regiones, lo que ha sido la constante en los últimos trimestres: mientras que en los países de la Alianza del Pacífico la expansión de la demanda interna será de cerca de 1,6% a/a en el primer trimestre de este año, en los que componen Mercosur esta caída será de cerca de -2,3% a/a. Esta diferencia en los indicadores de la demanda interna condiciona el crecimiento esperado del PIB en el primer trimestre, que estimamos fue de 0,2% para el agregado de la región, -1,7% en el bloque del Mercosur (a pesar del crecimiento en Uruguay y Paraguay) y de 2,5% en el bloque compuesto por los países de la Alianza del Pacífico (ver Gráfico 4.8).

Las exportaciones sufren el impacto de la caída de precios de las materias primas, aunque también persisten algunos shocks de oferta

Los indicadores de exportaciones continuaron mostrando contracciones en el primer trimestre de 2015, respecto al año anterior, en buena medida condicionado por los menores precios de las principales exportaciones, especialmente las materias primas (ver sección 3). Esta tendencia se acentuó en Chile, Perú y destacadamente Colombia, mientras que en el caso de México las exportaciones manufactureras no compensaron el desplome en las exportaciones petroleras; haciendo la variación en el total de exportaciones ligeramente negativa (ver Gráfico 4.5). Colombia, México y Brasil han sido particularmente afectados por la caída en el primer trimestre en sus términos de intercambio. En el caso de Brasil, la debilidad en el sector externo se retroalimenta con Argentina, esto a pesar de la depreciación de las monedas.

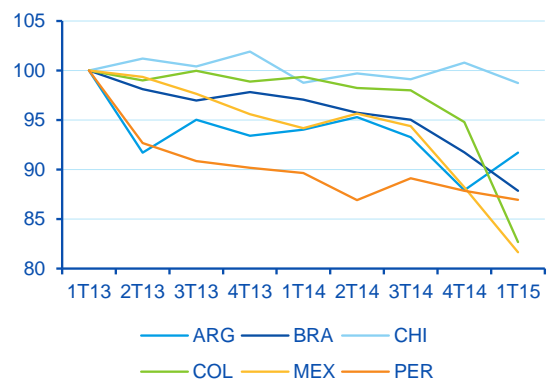
En Perú y Chile, problemas de oferta iniciados en 2014 continuaron afectando a sus sectores extractivos, principalmente, situación empeorada por los menores precios de materias primas. En este sentido cabe recordar (ver sección 2) que los precios de las principales materias primas han tenido una recuperación algo más lenta de lo esperado, situación que afectó particularmente a Colombia y México, por la relevancia que las exportaciones petroleras tienen en su canasta (50% y 10% de las exportaciones, respectivamente).

Gráfico 4.5
Exportaciones (Var % a/a, promedio móvil de tres meses en dólares)



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

Gráfico 4.6
Términos de Intercambio (1T13=100)



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

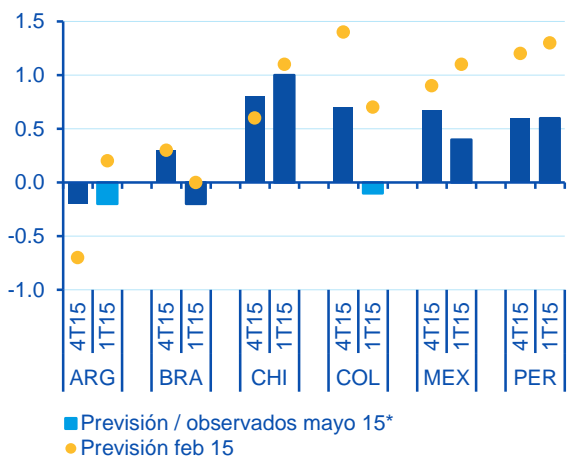
Las previsiones de crecimiento de América Latina en 2015 y 2016 se revisan a la baja al 0,6% y 2,1%, principalmente por la debilidad de la demanda interna y por un impacto mayor al esperado del ajuste de políticas económicas en Brasil.

La evolución de la demanda interna y del sector exportador, se tradujo en sorpresas negativas en el crecimiento previsto para el cuarto trimestre (salvo en Argentina y Chile) y llevaron a revisar nuestras previsiones del primer trimestre en algunos casos de forma significativa. Con datos publicados al primer trimestre para Brasil, Chile, México y Perú, nuestro análisis desestacionalizado (que permite hacer una comparación trimestre contra trimestre previo) revela resultados muy por debajo de lo esperado para los dos últimos países (Gráfico 4.7). Ajustamos así a la baja las previsiones de crecimiento para 2015 y en algunos

casos para 2016. Además del efecto arrastre por el menor crecimiento en el primer trimestre, esta revisión se produce por (i) el mayor impacto del ajuste de políticas macroeconómicas en Brasil, que implicará también un efecto importante en países de Mercosur, según se analiza en el Recuadro 1; (ii) la débil demanda del sector privado, donde la caída en inversión mencionada en la sección anterior tomará algo más de tiempo en recuperarse, a lo que hay que añadir el efecto esperado en el consumo previsible dada la pérdida de optimismo en varias economías; (iii) el ruido político e incertidumbre en algunos procesos de reforma en países andinos, y (iv) los recortes en el gasto público en México y Colombia para cumplir sus reglas fiscales.

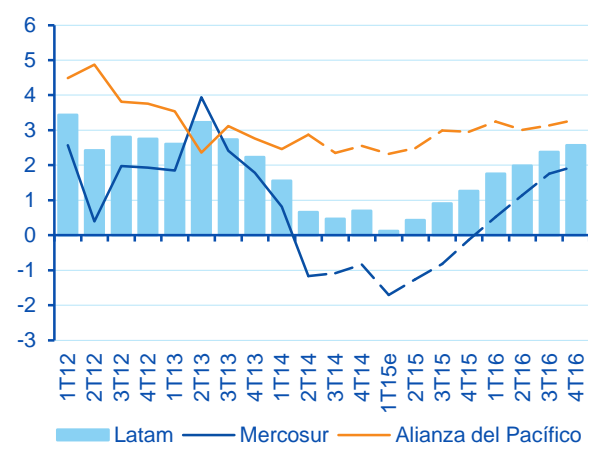
Hemos revisado a la baja las previsiones de crecimiento para 2015 en todos los países, con la excepción de Paraguay. Son particularmente importante las de Perú (-1,7 pp), Brasil (-1,3 pp), México (-1,0 pp) y Colombia (-0,5 pp) y más acotadas en Argentina y Uruguay. Para 2016 ajustamos también las previsiones de crecimiento de Perú (-1,0 pp), México (-0,7 pp) y Colombia y Chile (-0,4 pp). De este modo, el crecimiento para la región para 2015 se reduciría desde el 1,5% estimado hace un trimestre hasta 0,6% estimado ahora, mientras que para 2016 el crecimiento estimado pasa de 2,4% en febrero a 2,1% actual.

Gráfico 4.7
Latam: Crecimiento del PIB, (%/t) estimado en enero y en mayo



*Azul oscuro indica que el dato es observado
Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

Gráfico 4.8
Latam: crecimiento del PIB (% a/a)



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

En el caso de Perú la revisión de las previsiones de crecimiento se produce tras la pronunciada contracción de la inversión (particularmente pública) así como a la ralentización del consumo de las familias. Entre los sectores más afectados están el de la construcción y manufactura no primaria, afectado por la debilidad de la demanda interna. Hacia 2016 la debilidad del gasto privado se prolongará en un entorno donde la implementación de políticas públicas contracíclicas ha enfrentado dificultades, lastrando el crecimiento.

Para Brasil hemos modificado el pronóstico de crecimiento para 2015 desde 0,6% hace tres meses hasta -0,7% actual. Entre los factores para esta reducción están (i) la contracción de los términos de intercambio; (ii) una política fiscal y monetaria más restrictiva que lo anticipado hace tres meses; (iii) el importante alza de la inflación y su efecto en los salarios reales y en los costes de producción; y (iv) la crisis de Petrobras y su impacto en la inversión y el sentimiento. Por su parte, en México revisamos la estimación de crecimiento en 2015 desde 3,5% previa hasta 2,5%, como resultado de (i) la disminución en el precio y plataforma de producción de petróleo; (ii) un débil desempeño de la economía estadounidense en el primer trimestre relacionado en parte con un invierno más severo de lo habitual; (iii) la debilidad del mercado interno, con

una lenta recuperación del sector construcción, y (iv) el recorte en el gasto público y retraso en el proceso de licitación de contratos de la reforma energética¹.

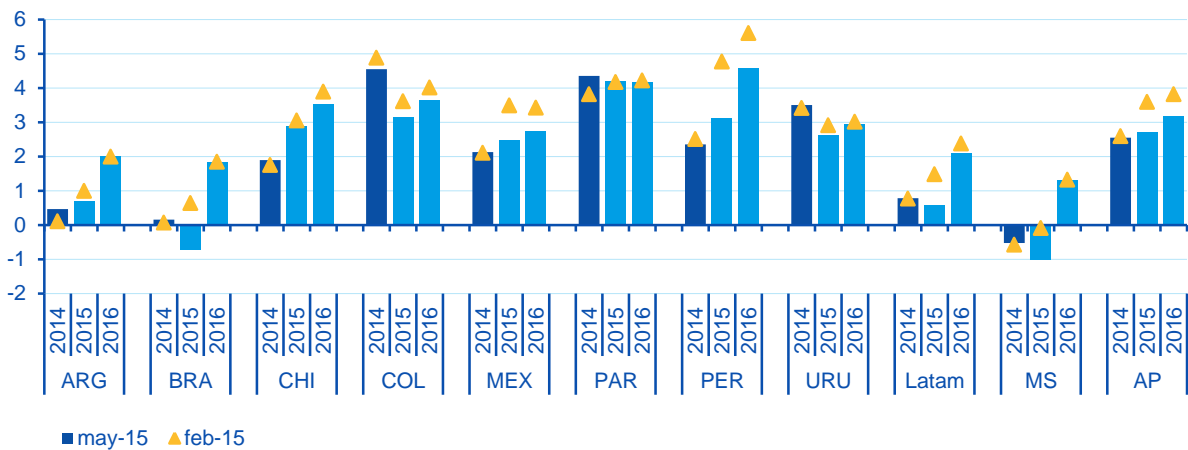
En Colombia y Chile, al igual que en Perú, el ajuste se relaciona con las perspectivas de menor inversión, que tomará algo más de tiempo en recuperarse, y el menor dinamismo en el consumo privado, a lo que hay que añadir, por un lado, el efecto negativo en el consumo que se producirá dada la pérdida de optimismo y por otro, el ruido político e incertidumbre derivado de algunos procesos de reforma.

Los países de la Alianza del Pacífico seguirán siendo los más dinámicos, pero aún por debajo de su potencial en 2015 y 2016.

Con todo, los países de la Alianza del Pacífico serán los más dinámicos con diferencia. El final de 2014 e inicio de 2015 serán el piso del crecimiento pero este continuará siendo positivo y con tendencia creciente aunque por debajo de su potencial. En contraste, los países del bloque Mercosur continuarán con la recesión iniciada en el segundo trimestre de 2014 y en la que prevemos se mantengan el resto del año (Ver Gráfico 4.8).

Por países destacarán Paraguay, Perú, Chile y Colombia como los países con el mayor crecimiento de la región en el bienio 2015-2016, y destaca por el repunte respecto a 2014 Chile (1pp), Perú (0.7pp) y México (0.4 pp). Por el contrario, en Colombia el ajuste respecto a 2014 será el más importante (1.4 pp), seguido de Brasil (0.9 pp), pese a ello Colombia continuará siendo uno de los países con mayor crecimiento de la región.

Gráfico 4.9
Países Latam: crecimiento del PIB (% a/a)



Fuente: BBVA Research

1: Hasta ahora la Comisión Nacional de Hidrocarburos (CNH) ha presentado las bases de licitación de tres de las cinco fases que comprende la ronda 1 de la reforma energética. Las dos fases restantes corresponden a campos de aguas profundas y de recursos no convencionales. En ambos casos la fecha de convocatoria aún no está definida y se ha señalado que dichas licitaciones se han pospuesto debido a los bajos precios del petróleo.

Recuadro 1. ¿Qué impacto tiene Brasil sobre la economía de América Latina?

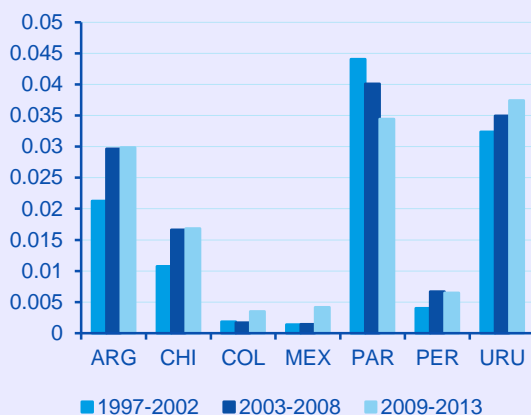
La fuerte desaceleración de la economía brasileña y la preocupación con un eventual contagio a otros países de América Latina nos animan a analizar en qué magnitud y a través de qué canales los movimientos de la economía de Brasil se trasladan a la de sus vecinos regionales. Así, en este recuadro analizamos los principales canales de transmisión y presentamos ejercicios cuantitativos para medir el impacto de choques originados en Brasil en cada uno de sus principales vecinos de la región.

El canal comercial (bienes)

En la última década, las importaciones de bienes de Brasil se mantuvieron en torno al 9% de su PIB; siendo las manufacturas 75% del total, mientras que el resto son commodities. A su vez, del total de compras de Brasil, el 15% tiene su origen en Latinoamérica, conservando prácticamente la misma participación por rubros que las del resto del mundo

Por países, destaca la participación de Argentina en las importaciones totales de Brasil (alrededor de 6% en los últimos años, seguida por Chile y México (aproximadamente 2% en ambos casos).

Gráfico R.1.1
Importancia de exportaciones a Brasil (en % del PIB de cada país exportador)

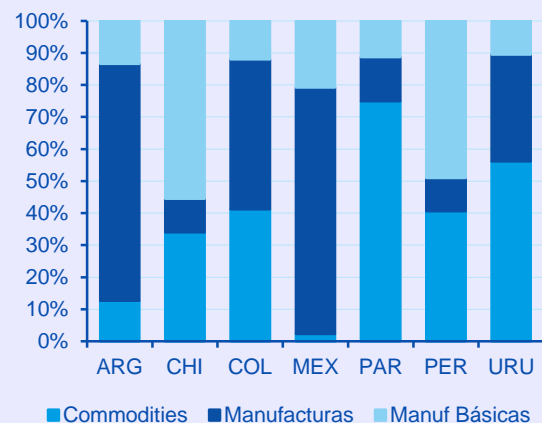


Fuente: Base Alice y WTO

Al observar las ventas a Brasil como proporción del PIB de cada país, se pueden estilizar tres casos de exposición (Gráfico R.1.1) La situación de mayor sensibilidad potencial es la de los socios originales del Mercosur (Argentina, Paraguay y Uruguay), seguida por la de Chile, y en último lugar la del resto de los países (Perú, Colombia y México).

Desde el punto de vista cualitativo, que surge de analizar los ítems que componen cada factura pagada por Brasil a sus socios comerciales de Latinoamérica, también se observa una heterogeneidad entre países, puesto que hay diferencias marcadas en las canastas según el origen (Gráfico R.1.2). Argentina y México serían los países más afectados por un descenso brusco de la demanda de Brasil de bienes importados, dada la alta participación de manufacturas en sus ventas, pero la baja participación de las compras de Brasil en el comercio azteca atempera de manera notoria el riesgo que Brasil representa para México. Una contingencia del mismo tipo pero en menor cuantía afecta a Colombia y en menor medida a Uruguay. En el resto de los países de la muestra los bienes más transados son *commodities* y manufacturas básicas.

Gráfico R.1.2
Exportaciones a Brasil por grupo de bienes (en %, promedio anual 2008 – 2013)



Fuente: Base Alice y WTO

Así, Argentina es el socio que se vería más afectado en caso de una caída de la demanda brasileña. Dentro de la importante relación comercial entre las economías más grandes del Mercosur, se destaca el acuerdo automotriz que ha profundizado la relación comercial a través de la instalación de las fábricas terminales de automotores en ambos países. Impulsado por el acuerdo comercial del Mercosur, Brasil es desde inicios de los 1990s el principal socio comercial de Argentina, tanto en importaciones como en exportaciones. Brasil ha comprendido en 2012-13 el 21% de las exportaciones argentinas, que representó 2,8% del PIB del país. Así la vulnerabilidad de Argentina es alta puesto que el volumen de comercio es importante, y tiene una gran proporción de manufacturas, básicamente automotores y autopartes. Asimismo, las exportaciones de vehículos comprendieron en 2013 49% de las exportaciones a Brasil (43,6% en el periodo 2009-13). Estos rubros presentan importantes rigideces en su comercio tanto por especificaciones técnicas y legales del mercado de destino como por el ciclo de rotación del producto y las características de comercialización. Lo observado en el año 2014 ilustra claramente este riesgo: ante el freno de la economía brasileña las exportaciones industriales argentinas al país cayeron 16% y las de vehículos cayeron 18%.

Los restantes socios originales del Mercosur tienen un perfil de ventas bastante menos expuesto a Brasil. Si bien para Uruguay las exportaciones a Brasil son el 22% del total de sus ventas internacionales y en el caso de Paraguay alcanzan el 12%; en los detalles comerciales de ambos países se constata una elevada participación de *commodities* agrícolas. Esto atempera la dependencia de Brasil por ser bienes de primera necesidad y de más fácil colocación en los mercados internacionales. En el caso de Paraguay si se incluyen las exportaciones de energía eléctrica, el ratio de exportaciones a Brasil sobre el total de exportaciones paraguayas alcanza 36% en 2009-2013. A pesar de que la demanda de energía eléctrica sea relativamente

inelástica, esto muestra la elevada exposición a la economía brasileña.

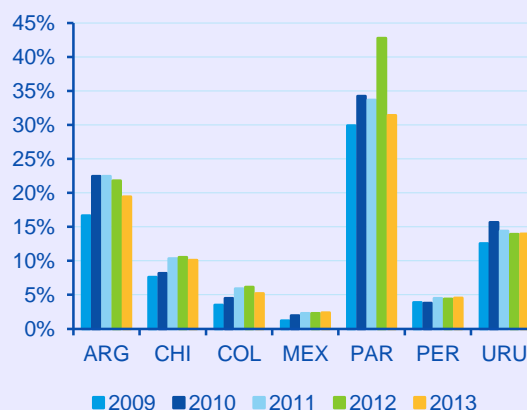
El canal servicios - turismo²

En este segmento destaca el flujo de turistas brasileños dentro del total de visitantes a los países del Mercosur, especialmente Paraguay (Gráfico R.1.3).

Sin embargo, a pesar de su relevancia en el flujo total de turistas, el turismo brasileño tiene un peso muy reducido en la economía de estos países: 0,5% del PIB de Uruguay, 0,3% del de Paraguay y 0,2% del de Argentina. Así, en ningún caso representa un riesgo más allá de para algunos nichos o locaciones específicas.

Gráfico R.1.3

Turistas brasileños sobre el total (%)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

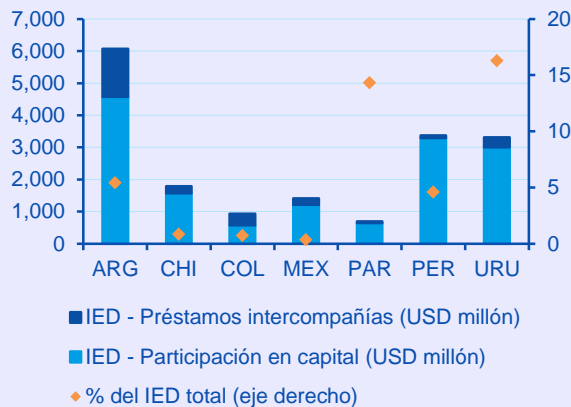
El canal de la IED

El flujo de IED brasileño a los países de la región ha aumentado con fuerza en los últimos años, haciendo que en 2013 el stock de IED en los principales países de América Latina haya alcanzado USD19,7 miles de millones, correspondiendo casi un tercio a Argentina (Gráfico R.1.4). En términos de stock total de IED en cada país, el peso de Brasil es muy significativo en Uruguay y Paraguay (16% y 14%) y relevante en Argentina y Perú (aproximadamente 5%). El stock de IED brasileño tiene un peso aproximado

2: En contraste con lo que ocurre en el comercio de bienes, hay poca disponibilidad de información sobre el comercio de servicios entre los países de América Latina. Aquí analizamos un subsector en general relevante en el sector de servicios para el cual hay mayor disponibilidad de datos: el turismo.

de 6% en el PIB de Uruguay, de alrededor de 2% en Paraguay y Perú, de 1% en Argentina e inferior a 1% en los demás países analizados³.

Gráfico R.1.4
Inversión Extranjera Directa con origen en Brasil, stock en 2013 (en USD millones y % del stock total)*



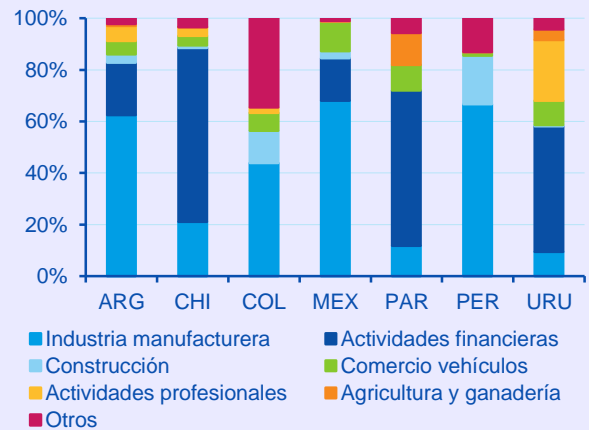
* La Inversión Extranjera Directa (IED) se desglosa, según la metodología empleada por el BCB, en participaciones en el capital y préstamos intercompañías.
Fuente: BCB, WTO

El desglose por sectores muestra que en general son la industria manufacturera y las actividades financieras las que concentran gran parte del stock de IED brasileño (Gráfico R.1.5). Pese a la escasez de datos, la evidencia disponible sugiere que una parte significativa del IED del sector manufacturero de algunos países corresponde a las inversiones de Petrobras.

Este desglose ayuda a evidenciar que, además de un posible impacto macroeconómico, hay sectores especialmente sensibles a una moderación de los flujos de IED brasileño. En particular, tomándose en cuenta el reciente escándalo de corrupción involucrando a Petrobras y a muchas de las principales constructoras del país, hay que destacar el riesgo de que algunos países de la región sean impactados por los problemas financieros de la petrolera y del sector de construcción. En este sentido, el IED de los sectores manufacturero y de construcción, que sirve de proxy para el grado de exposición de cada

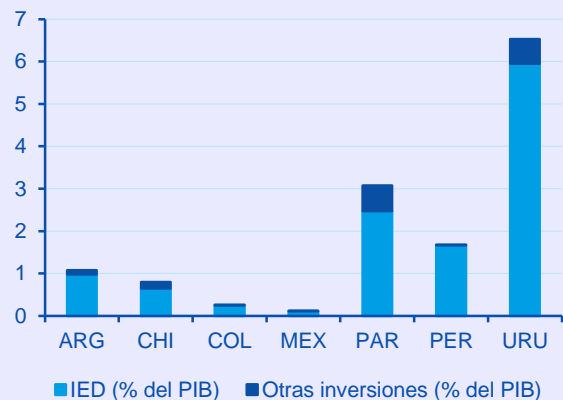
país a este factor, es de 1,4% del PIB de Perú (USD 2,8 miles de millones)⁴, alrededor de 0,5% del PIB de Argentina y Uruguay, 0,3% del PIB de Paraguay y aproximadamente 0,1% del PIB en los demás casos.

Gráfico R.1.5
IED con origen en Brasil, por sectores, stock en 2013 (% del total de la IED de Brasil en el país)*



* Sólo IED – Participación en el capital. No incluye IED – Préstamos intercompañías.
Fuente: BCB

Gráfico R.1.6
Peso de inversiones brasileñas en el PIB, stock en 2013 (%)



* Sólo IED – Participación en el capital. No incluye IED – Préstamos intercompañías.
Fuente: BCB, IMF

3: Los datos utilizados en esta sección provienen del censo de capitales brasileños en el exterior del BCB. En algunos casos, difieren de manera significativa de los divulgados por otras fuentes, con lo cual se recomienda cautela al analizarlos.

4: Al cierre de 2013 Petrobras vendió sus operaciones en Perú por aproximadamente USD 2600 millones, contribuyendo para reducir de manera marcada el stock de IED brasileño en el país.

El canal de las inversiones en cartera

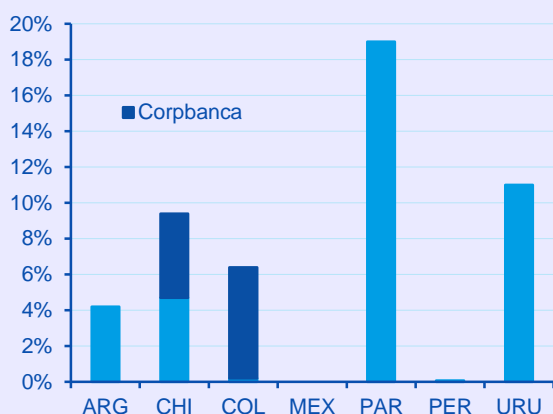
El stock de las inversiones en cartera y en inmuebles es mayor en Argentina y Chile: USD 0,6 y USD 0,4 miles de millones, respectivamente. En estos dos países tienen más peso las inversiones en renta variable. En los demás países de la región, son más significativas las tenencias de monedas y depósitos, así como de inmuebles. Asimismo, en todos los casos las inversiones brasileñas más allá de las de IED son muy poco significativas: representan 0,6% del PIB de Uruguay y Paraguay y no más que 0,1% del PIB de los demás países (Gráfico R.1.6).

El canal bancario

Los bancos de control brasileño representan algo menos de 20% del mercado bancario paraguayo y poco más de 10% del uruguayo (Gráfico R.1.7). Si las recientes fusiones/adquisiciones de activos bancarios son autorizadas por los órganos de competencia, también en Colombia y Chile la presencia de la banca brasileña será significativa; alrededor de 6%. En Argentina el peso de la banca brasileña es de aproximadamente 4%, mientras que en México y, Perú es prácticamente nula.

Gráfico R.1.7

Participación de los bancos de control brasileño en el total de activos del sistema financiero (%)*



* El proceso de fusión de Corpbanca e Itaú está bajo el análisis de las autoridades locales en la fecha de elaboración de este estudio.
Fuente: BBVA Research, estadísticas nacionales

Si bien la significativa presencia de los bancos brasileños en algunos países de la región evidencia un riesgo de contagio, la predominancia del modelo de sucursales sobre el modelo de filiales ayuda a aislar los efectos de los choques con origen en Brasil sobre los países de la región.

El canal “índices financieros regionales”

Parte de las inversiones financieras en América Latina se hace a través de índices financieros regionales que representan una cartera de activos de varios países de la región. Aunque estos mercados representen tan sólo una pequeña parte de las inversiones financieras totales, la inclusión de Brasil en ellos significa que las decisiones de los inversores financieros en activos latinoamericanos están influidas por el desempeño de los valores brasileños. Así, una fuerte corrección a la baja de los activos financieros brasileños puede acabar generando una corrección a la baja del precio de los activos financieros de otros países de la región, probablemente transitoria a menos que los sucesos en Brasil hayan deteriorado los fundamentos de los demás países.

Esta distorsión es mayor cuando los activos brasileños tienen un peso excesivamente elevado en los índices financieros regionales, algo que suele ocurrir principalmente en el caso de los índices financieros bursátiles. En muchos índices financieros de este tipo los activos brasileños tienen una participación de alrededor de 50%, superior a la participación del PIB brasileño en el PIB de la región (alrededor de 38%)⁵.

5: Por ejemplo: 48% en el S&P Latin America 40; 51% en el MSCI Latin America y 53% en el FTSE Emerging Latin America.

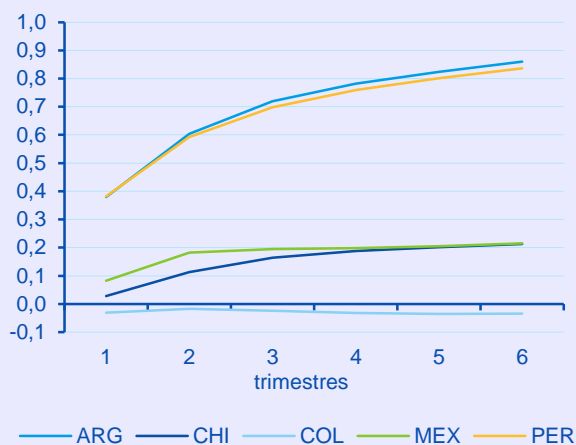
Cuantificando el impacto de Brasil en los países de América Latina

Para estimar el impacto de un choque en Brasil sobre los demás países, estimamos dos modelos econométricos.

En el primer de ellos, un VAR, se incluye un conjunto de factores globales (PIB global, condiciones financieras internacionales y precios de las materias primas), además de los PIBs de Brasil y resto de Latinoamérica. El análisis apunta a que entre los miembros del Mercosur, es Argentina la que más sufre ante problemas en Brasil, aunque todos los países del bloque sean significativamente impactados. El impacto acumulado después de seis trimestres de un choque de una desviación estándar del PIB de Brasil (2,5 pp) es de aproximadamente 0,8 p.p. en Argentina, de algo más de 0,6 p.p. en Uruguay y de alrededor de 0,4 p.p. en Paraguay. Con respecto a los países andinos sólo en Perú el efecto es fuerte, comparable al de los países del Mercosur⁶. Para el resto de economías los efectos son prácticamente nulos.

Gráfico R.1.8

Impulso-respuesta (GVAR), impacto acumulado de 1 desviación estándar sobre el PIB de Brasil en los países de Latam



Fuente: BBVA Research

Un segundo ejercicio es la estimación de un Global VAR (GVAR)⁷. A diferencia del VAR, el GVAR aísla el efecto de un choque idiosincrático de Brasil del efecto que pudiese tener sobre el resto de economías de la región. Los resultados de este modelo apuntan en la misma dirección que el ejercicio anterior: los efectos de un choque de un punto porcentual del PIB de Brasil son más fuertes en los países del Mercosur, principalmente en Argentina, y en Perú. En México, Chile y Colombia el efecto es mucho menor (Gráfico R.1.8).

Conclusiones

Nuestro análisis muestra que dentro de la región, son Argentina, Uruguay y Paraguay los países que están más expuestos a Brasil. En prácticamente todos los canales de contagio estos tres países destacan por sus relaciones con Brasil. Entre ellos es Argentina el país que más afectado sería por un choque en su vecino, principalmente por la magnitud de sus exportaciones de productos manufacturados a Brasil.

En todo caso, los demás países de la región también se verían impactados en alguna medida, aunque menos que Argentina, Paraguay y Uruguay, por problemas originados en Brasil. En este sentido, destacamos los canales bancarios en Colombia y Chile y el de la IED en Perú. En el caso de México, el país menos expuesto a la economía brasileña entre los analizados, el principal vínculo son los flujos comerciales de productos manufacturados.

Asimismo, choques de la misma magnitud en Brasil pueden transmitirse de distintas maneras a los países de la región dependiendo de su origen (real, bancario, financiero...).

Por fin, aunque la economía brasileña afecta la de sus vecinos en la región, hay que destacar que el impacto de un choque negativo en Brasil no es suficientemente fuerte, en general, para aisladamente arrastrar a los países de la región a una crisis, aunque pueda contribuir para ello en algunas situaciones específicas.

6: Los resultados para Perú llaman la atención dado que no son particularmente significativas las relaciones comerciales y financieras entre estos países. Es probable que esto esté reflejando un problema de especificación del modelo, como la no inclusión de algún factor común relevante, por lo que se requiere ahondar más en estos resultados. Cabe agregar que en el documento "Intra-Regional Spillovers in South America: Is Brazil Systemic after All?" de G. Adler y S. Sosa, publicado como Documento de Trabajo por el FMI en junio de 2012, se encuentra un problema similar.

7: Por falta de datos Paraguay y Uruguay no fueron incluidos en la estimación del GVAR.

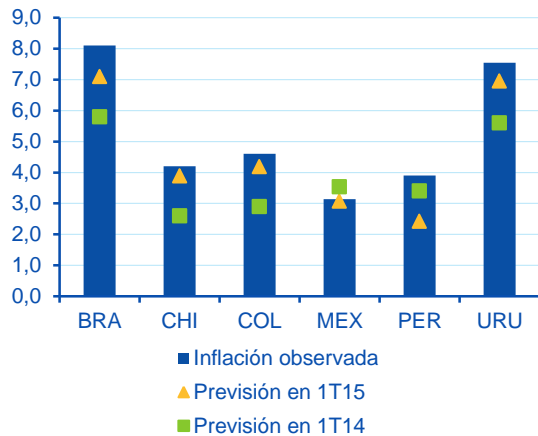
5 Aumenta la inflación en la región, pero se retornaría a las metas a finales de 2015 o inicios de 2016.

Se mantiene la presión sobre la inflación en los países con metas de inflación, a pesar de la debilidad cíclica.

La inflación ha sorprendido al alza en gran parte de los países de América Latina en los últimos meses. En concreto, la inflación anual al cierre del primer trimestre de 2015 estuvo por encima de lo esperado hace un año e incluso de lo que esperábamos hace tres meses en todos los países con objetivos de inflación, con la excepción de México (Gráfico 5.1).

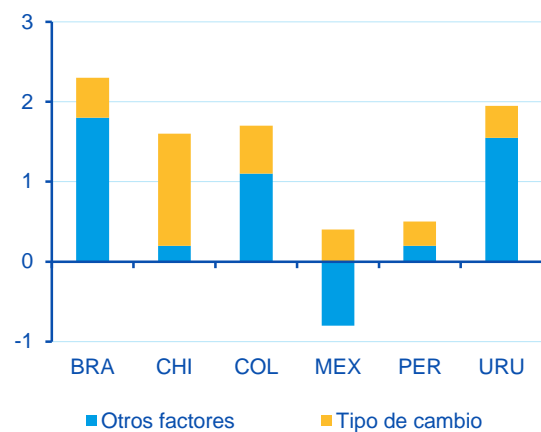
Hay claros factores idiosincráticos que han contribuido a las mayores presiones sobre los precios internos en los últimos meses: aumentos de impuestos (Chile, Brasil), efecto de shocks de oferta sobre el precio de los alimentos (Colombia, Perú), realineamiento de los precios administrados por el gobierno (Brasil), reformas y cambios regulatorios (México) y factores inerciales (Uruguay, Brasil). Sin embargo, la fuerte depreciación del tipo de cambio observada de manera generalizada en los últimos meses (a pesar de la apreciación registrada en las últimas semanas) también ha sido un factor explicativo de las recientes desviaciones de la inflación con respecto a lo previamente estimado.

Gráfico 5.1
Inflación observada al cierre del 1T15 y prevista para el mismo período en 1T14 y al inicio de 1T15 (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 5.2
Desglose de los factores explicativos de la diferencia entre la inflación observada al cierre del 1T15 y la prevista para el período en 1T14 (p.p.)



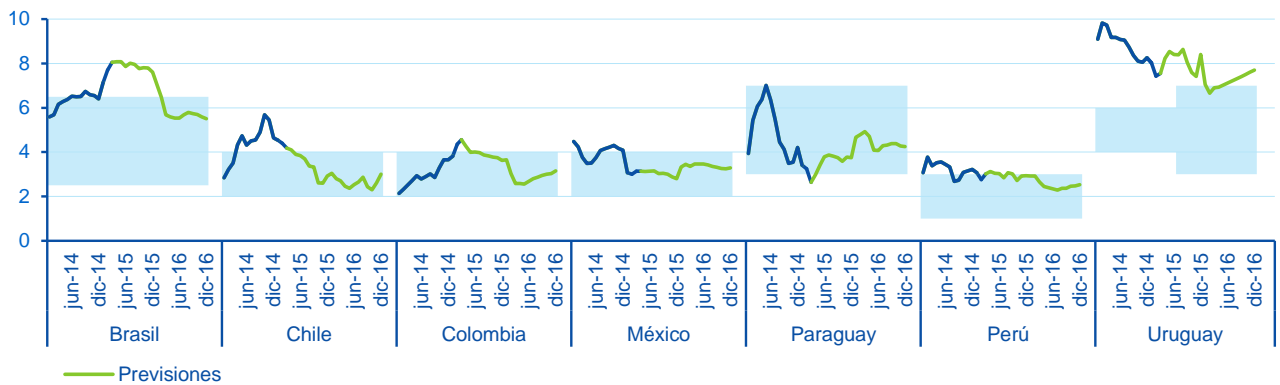
Fuente: BBVA Research

Nuestras estimaciones sugieren que la diferencia entre la inflación observada al cierre de 1T15 y la esperada en 1T14 está en general mayormente explicada por factores idiosincráticos ajenos al tipo de cambio, aunque este factor también sea significativo (Gráfico 5.2). No obstante, en Perú y, principalmente, en Chile la depreciación del tipo de cambio mayor a la que esperábamos hace un año es el principal determinante de la desviación de la inflación con respecto a lo que preveíamos.

Asimismo, tras las sorpresas recientes, la inflación se encuentra muy cerca o por encima del techo del rango objetivo definido por cada banco central (especialmente en el caso de Brasil y Uruguay, como se aprecia en el Gráfico 5.3). Esto ocurre a pesar de la que la debilidad de la actividad económica ayude a que las presiones de demanda sobre los precios no sean, en general, muy significativas.

En México y en Paraguay las presiones inflacionarias son más débiles. En el primer caso la inflación se encuentra cerca del objetivo central (3%) por la debilidad cíclica aunado a los efectos de las reformas implementadas sobre los precios de las telecomunicaciones y la energía eléctrica, al tiempo que también se produjo un menor aumento en los precios de las gasolinas y del gas y se desaceleraron los precios más volátiles de la canasta de consumo. En el caso de Paraguay, la inflación se encuentra en 2% por debajo del nuevo rango objetivo de 2,5% a 6,5% (en 2014, 3% a 7%), básicamente debido a los menores precios de los alimentos y del petróleo.

Gráfico 5.3
Latam: inflación (%a/a) y rango objetivo de los bancos centrales



Fuente: BBVA Research

La inflación convergerá a los objetivos de los bancos centrales en 2015-16.

Nuestras expectativas de inflación para el cierre de 2015 se ajustaron de acuerdo con las sorpresas recientes: al alza en la mayoría de los países y a la baja en México y Paraguay. Con respecto a las previsiones para 2016 se mantuvieron prácticamente inalteradas, con la excepción de la de Perú que fue ajustada ligeramente al alza en 0,3 p.p. hasta el 2,5% por una mayor depreciación esperada del tipo de cambio.

Asimismo, esperamos que las presiones sobre la inflación se vayan a moderar a lo largo de nuestro horizonte de previsión en la medida que el impacto de la moderación de la demanda y de los mercados de materias primas se sobreponga sobre los factores alcistas, en particular el impacto de un tipo de cambio más débil (Gráfico 5.3). Contribuye a esta visión el hecho de que la mayoría de los choques recientes comentados previamente son de carácter temporal, aunque los bancos centrales tendrán que estar atentos a los efectos de segunda vuelta sobre los precios.

La mayor credibilidad de la mayoría de los bancos centrales de la región y el anclaje de las expectativas de largo plazo deben contribuir al proceso de moderación de las presiones sobre los precios y ayudar a que la inflación converja al valor central de los respectivos rangos objetivo.

En Brasil y en Uruguay, donde la inflación permaneció por encima del objetivo central en los últimos tiempos y las expectativas de largo plazo no están tan ancladas, contribuirá a la moderación esperada en los próximos meses un tono más restrictivo de las políticas fiscal y monetaria al tiempo que se diluye el efecto sobre la inflación de los aumentos de impuestos indirectos en el caso de Brasil. En todo caso, en ambos países la inflación se mantendrá en la parte superior del rango objetivo.

6 Se cierra la ventana de oportunidad para bajadas de tipos de interés en Latam

A pesar de la debilidad cíclica se cierra la ventana de oportunidad para una bajada de tipos de interés, por la persistencia de la inflación (y en el caso de Perú, por la volatilidad del tipo de cambio).

Las sorpresas inflacionarias recientes, discutidas en la sección anterior acabaron por determinar un tono más duro de lo previsto de la política monetaria en muchos países de la región. Así, en lugar de bajadas de tipos de interés en los países andinos, como esperábamos hace tres meses, lo más probable es que los tipos de interés se mantengan en los niveles actuales, es decir, 3,25% en Perú, 3% en Chile y 4,5% en Colombia, por un largo período, al menos hasta mediados de 2016 (Gráfico 6.1), cuando la recuperación de la actividad económica exija entonces ajustes al alza.

En el caso de Perú, además de las mayores presiones inflacionarias, la decisión de no recortar los tipos de interés sigue a la preocupación que una política monetaria más expansiva podría presionar más a una depreciación del tipo de cambio, en una economía aun fuertemente dolarizada. En Colombia, además de las presiones inflacionarias, y a pesar de la moderación de la actividad, apoyan también la decisión de no recortar los tipos de interés el alto déficit de cuenta corriente, la buena dinámica del crecimiento de la cartera de crédito y el riesgo de que la elevada inflación acabe contaminando las expectativas. En Chile, la autoridad monetaria se mantiene enfocada en las presiones inflacionarias y su persistencia y ha descartado una reducción de los tipos de política monetaria en el “futuro previsible”. Además, ha sugerido un pequeño ajuste al alza al cierre del año, algo que pensamos finalmente no ocurrirá debido a una moderación de la inflación hacia adelante.

En Brasil, las sorpresas inflacionarias –y la necesidad de recuperar la credibilidad de su política económica– están forzando una subida de los tipos de interés mayor a lo que se preveía. En lugar de poner fin al ciclo de endurecimiento monetario con una tasa SELIC de 12,50%, la autoridad monetaria brasileña ha subido los tipos de interés hasta 13,25% en abril y los debe elevar a 13,75% en su próxima reunión en junio, nivel en el cual permanecería hasta 1T16, cuando la caída de la inflación permita algún grado de relajamiento monetario.

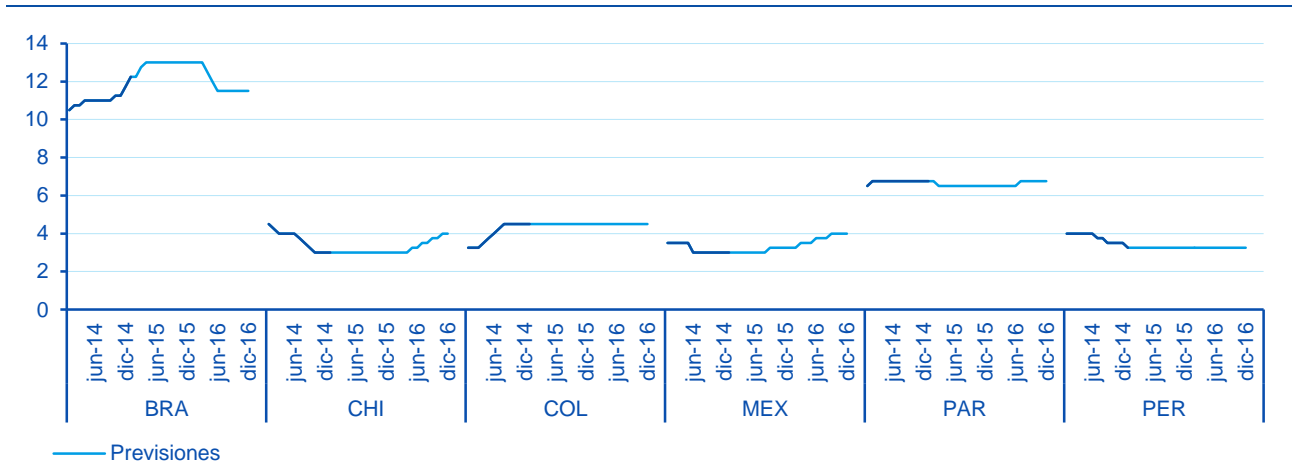
En México y en Paraguay las sorpresas inflacionarias recientes fueron a la baja lo que deja margen de maniobra para sus bancos centrales. Asimismo, la comunicación de Banxico muestra la disponibilidad de sincronizar su ciclo de ajuste monetario con el de EE.UU. Así, esperamos que en México los tipos de interés empiecen a subir en septiembre y que alcancen 3,25% y 4,0% al cierre de 2015 y 2016, respectivamente.

En el caso de Paraguay, el banco central ha bajado los tipos de interés a 6,25% en los últimos meses en lugar de mantenerlos estables en 6,75% como se esperaba. Así como en los demás países de la región, no esperamos recortes adicionales hacia adelante ya que la inflación debe comenzar a subir y el crecimiento se mantendrá relativamente robusto. Esperamos que los tipos permanezcan en el nivel actual hasta mediados de 2016.

Por lo tanto, dada la percepción general de que los problemas de descalce cambiario de las empresas son acotados⁸, lo más probable es que la política monetaria se desacople de la Fed, al menos en el corto plazo. La principal excepción será probablemente México que seguiría sincronizado con la política monetaria de EE.UU., por la integración económica con su vecino del norte.

8: Véase el recuadro sobre este tema en nuestro [Situación Latinoamérica del 1T15](#).

Gráfico 6.1
Latam: Tasa de Política Monetaria, %



Fuente: BBVA Research

Los tipos de cambio se mantendrán presionados hacia la depreciación, por el desacoplamiento de los bancos centrales de la subida de tasas de interés de la Fed y déficits externos aún abultados

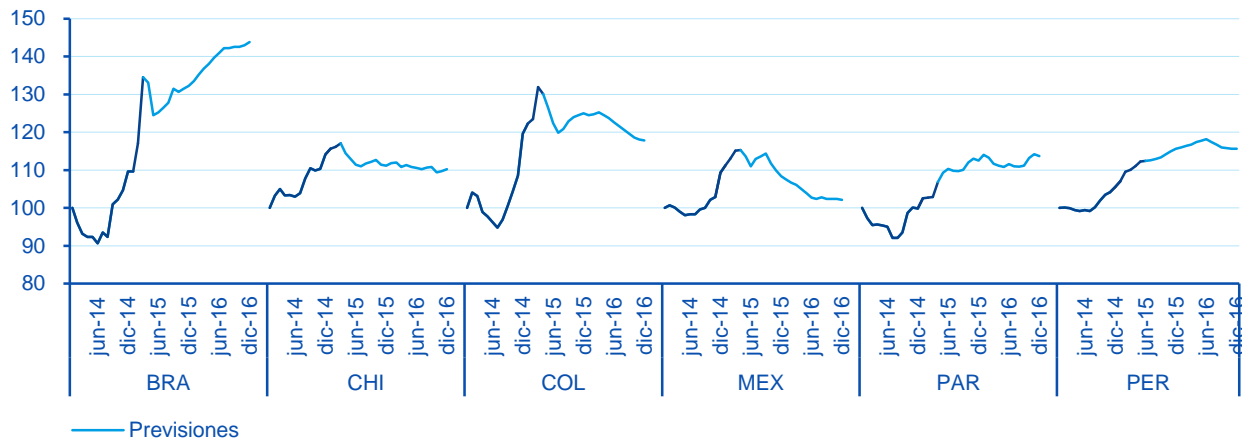
Como analizado en la sección 3, la apreciación de las divisas latinoamericanas desde mediados de marzo borró una parte –relativamente pequeña– de la depreciación observada previamente. En todos los países de la región el tipo de cambio se encuentra bastante más débil que el exhibido en los últimos dos años (Gráficos 3.6 y 6.2). En algunos casos esto ocurre a pesar de las intervenciones cambiarias puestas en marcha por las autoridades locales. Este es el caso de Perú y en menor medida de Brasil, donde el banco central interrumpió su programa de inyección diaria de liquidez en dólares a través de swaps cambiarios al cierre de marzo.

Hacia adelante, los mercados cambiarios seguirán muy pendientes de la estrategia de normalización de la política monetaria por la Fed y de la evolución del precio de las materias primas, lo que nos indica que nuevos episodios de volatilidad son muy probables. Además, el desacople de la política monetaria de la mayoría de los países de la región con respecto a la política monetaria en EE.UU. impondrá presiones depreciatorias a sus divisas. Finalmente, los abultados déficits en cuenta corriente y las perspectivas de moderación de los flujos de capitales hacia la región también deben contribuir a que las divisas sigan en niveles relativamente depreciados (para más detalles, véase la sección 7 y nuestras expectativas sobre el comportamiento de los flujos de capitales hacia la región en la sección 3).

A pesar de algunas pequeñas correcciones a la baja en algunos países, principalmente en Chile y Colombia, en parte debido a un mayor apoyo del cobre y del petróleo, en muchos casos la depreciación de las divisas continuará a lo largo del horizonte de previsiones, en particular en Brasil, Perú y Paraguay (Gráfico 6.2).

Gráfico 6.2

Latam: Tipo de cambio, índice enero 2012 = 100*



* Moneda local por dólar.

Fuente: BBVA Research

7 Los déficits exteriores se mantendrán elevados en Latam, pero aún sostenibles

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

Las cuentas externas continuarán siendo deficitarias en casi todos los países de la región (salvo Chile y Paraguay), marcadas por la moderación en precios de materias primas en la región. En particular, estimamos que el déficit externo se ampliará en Argentina y Colombia en 2015 (y Argentina también en 2016). Detrás de esta previsión de mayor déficit está en el caso de Argentina el supuesto implícito de que se retirarán parcialmente las restricciones cambiarias con lo que aumentaría el flujo de importaciones. Los casos de Colombia y México, como se mencionó en la sección 4 serán especialmente impactados por el menor precio del petróleo, que no alcanzará a compensarse con el aumento en exportaciones no tradicionales en el primer caso y manufactureras en el segundo, aun en el contexto de depreciación cambiaria. Por su parte esperamos menor déficit en Perú, Uruguay y Brasil⁹ (ver Gráfico 4.6). Este menor déficit esperado se relaciona con la depreciación esperada de las monedas y menor actividad económica que implicará menores importaciones durante el año, y en el caso de Perú incorpora además el aumento de la producción minera esperada a partir del segundo trimestre. El único país de la región donde mantenemos la expectativa de superávit en cuenta corriente es Chile, que se ubicará en torno a 1%, en este caso si bien la moderación en la actividad implicará menores importaciones, este efecto será compensado también por menores precios del cobre.

Estos déficits por cuenta corriente serán aun considerables en Colombia, Perú, Uruguay y Brasil en 2015, pero habrán de irse moderando hacia 2016 particularmente en Colombia y Brasil. Para la región en su conjunto será algo mayor que en 2014 para luego comenzar a contraerse a partir de 2016 a medida que entren en funcionamiento proyectos clave (como los mineros en Perú y los relacionados con la reforma energética en el caso de México) y que mejore la demanda mundial con mayor demanda de productos de la región, aun considerando que continuará la moderación en el crecimiento de China.

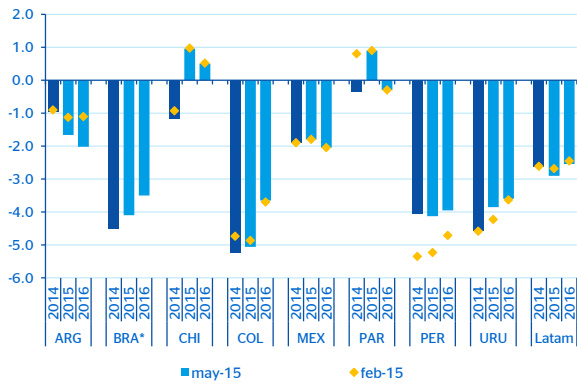
La vulnerabilidad exterior de la región se mantiene acotada, pero se depende más de la financiación de corto plazo

Con todo, la vulnerabilidad de la región se mantiene acotada: la financiación de los déficits continúa siendo mayoritariamente vía Inversión Extranjera Directa, aunque de manera menos holgada que hace unos años: en 2012 y 2013 la IED fue suficiente (salvo excepciones: México en 2012 y Brasil en 2013) para cubrir los déficits externos. Sin embargo según los últimos datos disponibles este no fue el caso en Chile (ver Gráfico 4.8). Esta menor proporción de IED está relacionada tanto con el menor crecimiento esperado para la región así como a los menores precios de materias primas, que concentraban una parte sustancial de la inversión directa extranjera en los países exportadores.

Para 2015 estimamos que continuará esta tendencia en la mayoría de los países. La menor proporción financiada con IED implica que los capitales de corto plazo financian ahora mayor proporción del déficit, lo que puede constituir una vulnerabilidad en el mediano plazo ante un eventual escenario de salida brusca de recursos. Por ahora esta vulnerabilidad es manejable.

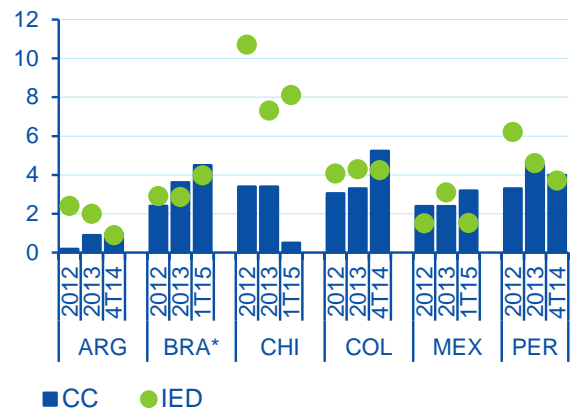
9: Cabe mencionar el caso de Brasil, donde se realizó una revisión metodológica con la que no es posible comparar la serie anterior con la nueva ni por lo tanto las estimaciones anteriores con las nuevas.

Gráfico 7.1
Cuenta corriente como % del PIB



Fuente: BBVA Research * Cambio de serie por ajustes metodológicos por parte del BCB, serie nueva no comparable con anterior.

Gráfico 7.2
Déficit por cuenta corriente e IED; % del PIB, acumulado de los últimos cuatro trimestres



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales. Datos disponibles del 1T15 para Brasil, Chile y México. Estadísticas de Brasil para 2015 no comparables con anteriores, derivado de cambios metodológicos por parte del BCB.

8 Sin cambios en las perspectivas de los déficits fiscales salvo en Brasil y Argentina, donde empeoran significativamente

Empeoran las perspectivas sobre los saldos fiscales en Brasil en 2015, a pesar del ajuste de la política fiscal

La perspectiva fiscal es ahora peor en Brasil y ligeramente mejor en Argentina, en el resto de países no hay cambios relevantes respecto a lo estimado hace un trimestre (ver Gráfico 4.9). En Brasil el gobierno está llevando a cabo un importante ajuste fiscal que tiene como objetivo frenar el deterioro en las cuentas públicas. El ajuste pasa por un recorte al gasto público así como aumento de impuestos en algunos sectores como algunas manufacturas y combustibles. Aunque este ajuste fiscal era necesario, es también razón detrás del ajuste a la baja en perspectivas de crecimiento, como se mencionó en la sección 4. A pesar de estas importantes medidas, las perspectivas fiscales son significativamente peores ahora que hace un trimestre (saldo fiscal de -5.6% del PIB ahora, -4.4% en enero), lo que da una idea de la magnitud del esfuerzo fiscal necesario.

Por su parte, en los países andinos mantenemos básicamente inalteradas las perspectivas fiscales para 2015. En Chile esta perspectiva incorpora ya el supuesto de materialización de menor recaudación tributaria que se compensará con una ejecución del presupuesto algo mayor a 100%. En Colombia, las cuentas fiscales se han deteriorado respecto al escenario de enero, con el consecuente recorte en gasto necesario para preservar la regla fiscal. En los malos resultados de ingresos tributarios ha sido clave los malos resultados de Ecopetrol por la caída del precio del petróleo, con lo que los ingresos del gobierno se habrán deteriorado drásticamente implicando así la necesidad de recortar el gasto significativamente; pero no son solo ingresos petroleros: la reforma tributaria de 2012 puede haber alterado la generación de ingresos del gobierno de manera permanente. Este empeoramiento implicará la necesidad de una reforma hacia 2016 que implicará aumento de impuestos y disminución de gastos. Por último en Perú la previsión de déficit fiscal que se mantiene inalterada incorpora el recorte permanente en tasas impositivas – disminución permanente de los ingresos fiscales - así como el mayor gasto de inversión relacionado con proyectos de infraestructura. Con todo, los déficits en finanzas públicas estimados se ubicarán en niveles manejables y no comprometen la sostenibilidad de largo plazo.

En México el recorte en el gasto anunciado al inicio del año tendrá efectos en particular hacia 2016 (los ingresos por vía petrolera de 2015 están parcialmente asegurados vía coberturas e importaciones de gasolinas). En este sentido el gobierno ha anunciado un presupuesto “base cero” con el que se pretende hacer una revisión integral en el gasto público para 2016; nuestras nuevas estimaciones incorporan este efecto.

Finalmente no esperamos cambios sustanciales para este año en la conducción de la política fiscal argentina, aunque serán necesarios hacia adelante, lo que habrá de pasar por reducciones en subsidios a energía y transporte.

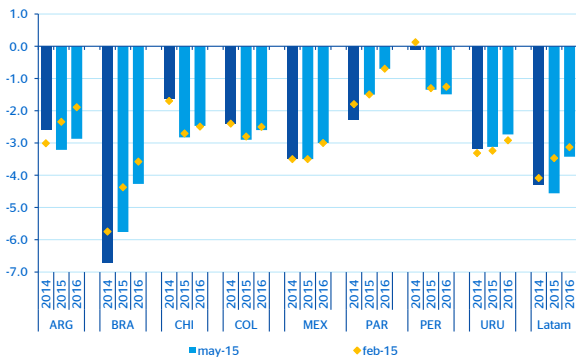
Con todo, los programas de inversión pública serán uno de los factores del crecimiento, especialmente en los países Andinos.

Los programas de inversión pública serán clave particularmente en los Andinos: en Chile el gobierno ha mostrado capacidad para ejecutar el gasto público en su totalidad, a diferencia del año anterior. Esta capacidad de ejecución no está exenta de riesgos relacionados con trabas administrativas que resolver

aunque estimamos un importante componente del gasto de inversión. Por su parte en Colombia pese al recorte estimado en programas de inversión pública estos recursos continuarán siendo importante apoyo al crecimiento, además hay que considerar recursos que no se ejecutaron en el bienio 2013-2014 que representarán una fuente de ingresos adicional en el bienio 2015-2016. Cabe mencionar que Colombia anunció recientemente un plan de reactivación del crecimiento (PIPEII) que no implica más gasto sino priorización y ejecución más rápida de proyectos aprobados. En Perú hará efecto la ejecución de medidas de estímulo fiscal anunciadas al final del año pasado como proyectos de inversión en infraestructura con elevada prioridad; en este sentido el efecto sobre el crecimiento será positivo dado además el efecto base de comparación (recordar que en 2014 la inversión pública cayó 2.4%).

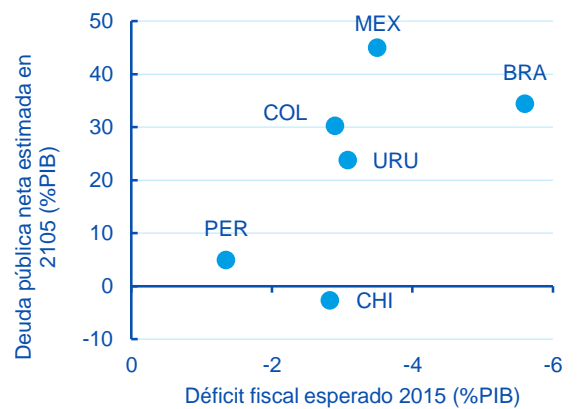
Los ajustes necesarios en Brasil y México podrían traducirse, en contraste, en menor dinamismo de la inversión pública. En el caso de México numerosos proyectos se han retrasado ya por contracción en ingresos relacionados con la caída en precios de petróleo iniciado el año pasado. Para este año este retraso habrá de irse solventando y algunos proyectos serán reencaminados vía asociaciones público-privados. Con todo somos más conservadores respecto a la contribución de la inversión pública en el presente año. En Brasil habrán de recortarse recursos para numerosos proyectos de gasto público, entre ellos gasto social y transferencias.

Gráfico 8.1
Saldos Fiscales como % del PIB



Fuente: BBVA Research *

Gráfico 8.2
Déficit fiscal esperado en 2015 y deuda pública neta estimada en 2014 (% del PIB)



Fuente: BBVA Research y WEO del FMI, abril 2015.

9 Tablas

Tabla 1
PIB (% a/a)

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

*Previsiones
Fuente: BBVA ResearchTabla 2
Inflación (% a/a, promedio)

	2012	2013	2014	2015*	2016*
Argentina	10,0	10,6	20,6	18,2	23,3
Brasil	5,4	6,2	6,3	7,9	5,8
Chile	3,0	1,8	4,4	3,6	2,6
Colombia	3,2	2,0	2,9	4,0	2,9
México	4,1	3,8	4,0	3,0	3,4
Paraguay	3,7	2,7	5,0	3,5	4,4
Perú	3,7	2,8	3,2	3,0	2,5
Uruguay	8,1	8,6	8,9	8,1	7,2

*Previsiones
Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Tipo de cambio (vs. USD, promedio)

	2012	2013	2014	2015*	2016*
Argentina	4,55	5,48	8,12	9,26	12,5
Brasil	1,96	2,18	2,36	3,08	3,40
Chile	486	495	570	608	595
Colombia	1798	1869	2001	2.440	2.388
México	13,2	12,8	13,3	14,9	13,7
Paraguay	4417	4312	4514	4.766	4.862
Perú	2,64	2,70	2,84	3,15	3,28
Uruguay	20,2	20,4	23,2	26,8	29,3

*Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

Tipo de interés (% , promedio)

	2012	2013	2014	2015*	2016*
Argentina	13,85	16,92	22,55	21,64	30,90
Brasil	8,46	8,44	11,02	13,33	12,21
Chile	5,02	4,90	3,69	3,00	3,42
Colombia	4,94	3,35	3,98	4,50	4,50
México	4,50	3,94	3,21	3,08	3,69
Paraguay	6,00	5,54	6,73	6,35	6,38
Perú	4,25	4,21	3,79	3,25	3,25
Uruguay	18,59	17,70	21,52	19,23	18,22

*Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 5

Cuenta corriente (% PIB, a final de periodo)

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

*Previsiones

¹ Los saldos por cuenta corriente de Brasil en 2012 y 2013 no son comparables con los posteriores por cambio de metodología del cálculo por parte del BCB.

Fuente: BBVA Research

Tabla 6

Balance fiscal (% PIB, a final de periodo)

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

*Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 7

Previsión de Materias primas

	2012	2013	2014	2015*	2016*
Petróleo (Brent USD/Barril) (prom)	111,6	108,5	98,9	61,7	74,5
Soja (USD/ton) (prom)	537,8	517,5	465,0	364,6	378,7
Cobre (USD/libra) (prom)	3,6	3,1	2,7	2,7	2,8

*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 Coordinación Latam

Economista Jefe

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

Pablo Urbiola
pablo.urbiola@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Alejandro Faci
alejandros.faci@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Rodolfo Mendez Marcano
rodolfo.mendez@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes
Gonzalo de Cadenas
gonzalo.decadenas@bbva.com
+34 606 001 949

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech Vilariño
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan M. Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sánchez-Caro
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 – 7ª planta
28046 Madrid
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com