

Situación Latinoamérica

Tercer trimestre de 2015

Unidad de Coordinación Latam

- El crecimiento será bajo en Latam en 2015 y 2016, 0,2% y 1,1%, respectivamente. Los indicadores de confianza se mantienen débiles, lastrando el consumo e inversión del sector privado. Paraguay, Perú y Colombia serán los países que más crezcan en 2015-16.
- Reestimamos el crecimiento potencial de la región a la baja hasta el 2,7% para 2016-2020 principalmente por el menor empuje de China y las materias primas a América del Sur. Revisamos al alza el crecimiento potencial de México de 2,8% a 3,4% para 2016-2020.
- La inflación se mantiene por encima de los objetivos de los bancos centrales, especialmente por shocks idiosincráticos fiscales y climáticos. También ha influido una mayor depreciación del tipo de cambio, si bien el grado de *pass-through* a precios domésticos no ha aumentado.
- Crecen los dilemas para los bancos centrales, salvo en México. Enfrentan una mayor debilidad cíclica, pero al mismo tiempo una inflación por encima de las metas y una mayor depreciación cambiaria. México mantendrá la sincronización con la Reserva Federal prevista hace tres meses, pero habrá un desacoplamiento con la Fed en Brasil y los países andinos.

Índice

1 Resumen	3
2 Entorno global: moderación del crecimiento mundial y desaceleración acusada de las economías emergentes	5
3 La Fed, China y la debilidad cíclica lastran los mercados latinoamericanos	7
4 El crecimiento en América Latina se mantendrá bajo en 2015 y 2016	12
Recuadro 1. El potencial de crecimiento de América Latina se ajusta al 2,7%, a pesar de la fuerte revisión al alza en México	17
5 Aumenta la inflación en la región por la depreciación del tipo de cambio y shocks de oferta	19
Recuadro 2. ¿Ha aumentado el <i>pass-through</i> de tipo de cambio a precios en América Latina?	21
6 Mayores dilemas de política monetaria en América del Sur, mientras México se sincroniza con la Fed	26
7 Déficits exteriores se mantendrán elevados en Latam, pero aún sostenibles	29
8 Empeoran las perspectivas sobre los saldos fiscales, especialmente en Brasil y Argentina	31
9 Tablas	32

Fecha de cierre: 3 de agosto de 2015

1 Resumen

El crecimiento mundial se revisa a la baja en 2015, al 3,4%. Éste se recuperaría en 2016 hasta el 3,8%. El bloque de economías desarrolladas continúa compartiendo expectativas de crecimiento favorables, contribuyendo a limitar el impacto que la desaceleración de las emergentes de mayor relevancia está teniendo en la actividad y el comercio mundiales. Además, el contexto global ha estado marcado en el último trimestre por la fuerte corrección del mercado bursátil en China, lo que ralentizaría el crecimiento en ese país en los próximos trimestres. Debido a ello, revisamos a la baja las previsiones de crecimiento en China al 6,7% y 6,2% en 2015 y 2016. Por su parte, el bache de crecimiento en EEUU en el primer semestre también justifica una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento en 2015, al 2,5%, aunque mantenemos la previsión de una primera subida de tipos de interés por parte de la Fed en septiembre.

Los precios de las materias primas industriales sufrieron el impacto de la volatilidad de los mercados financieros en China, pero principalmente se ajustaron por shocks de oferta en el caso del petróleo. En el caso del petróleo pesó mucho el aumento de la producción de la OPEP (Arabia Saudí e Irak), las ganancias de productividad en el sector de shale oil en EEUU y el acuerdo nuclear con Irán. Por su parte, el precio de la soja se vio impulsado por problemas climáticos en EEUU.

La Fed, China y la debilidad cíclica lastraron a los mercados financieros latinoamericanos en los últimos tres meses. Los precios de los principales activos financieros y los tipos de cambio continuaron debilitándose entre abril y agosto, lastrados por las preocupaciones sobre la economía China, el ajuste de los precios de las materias primas (especialmente cobre y petróleo) y el acercamiento de la primera subida de tipos de interés por parte de la Fed. A estos factores también hay que añadir que la propia debilidad cíclica en la región ha pesado negativamente sobre las cotizaciones. Hacia delante, continuará la volatilidad en los mercados financieros a medida que los datos de actividad y empleo en EE.UU. sigan confirmando una subida inminente de los tipos de interés por parte de la Fed.

Los indicadores de confianza continuaron debilitándose en la región, arrastrando al dinamismo de la demanda interna y justificando una revisión a la baja las previsiones de crecimiento de América Latina, hasta el 0,2% en 2015 y 1,1% en 2016. Los dos principales factores detrás de esa revisión a la baja del crecimiento son, en primer lugar, el continuado 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 de forma notable a la inversión del sector privado y (junto con la debilidad de los mercados laborales) al consumo. El segundo factor es un entorno externo menos favorable, dadas las revisiones del crecimiento en China y de los precios de las principales materias primas. El aumento del crecimiento, que empezaría a producirse gradualmente a partir de 2016, vendría impulsado por (i) el empuje de la demanda externa, al hilo del aumento del crecimiento mundial; (ii) el empuje de la inversión pública, especialmente en las economías andinas y México, y (iii) el tono menos restrictivo de las políticas económicas en Brasil.

Con todo, las tasas de crecimiento en la región irán convergiendo gradualmente hacia el potencial, que estimamos alrededor del 2,7% para 2016-2020 (Recuadro 1). Este crecimiento potencial se reduce respecto a la estimación realizada hace un año (3,0%) sobre todo por el ajuste a la baja en América del Sur —al hilo de un entorno exterior menos favorable—, que no se ve del todo compensado por el aumento del crecimiento potencial estimado para México.

La Alianza del Pacífico crecerá 2,6% y 2,9% en 2015-16, por encima del promedio regional, pero aún por debajo de su potencial, que estimamos en 3,8%. Los países que más crecerán en la región en los

próximos dos años serán Paraguay (3,7% en el promedio 2015-16), Perú (3,2%) y Colombia (3,1%). (véanse las tablas de previsiones en la sección 9).

La inflación se mantiene por encima de los objetivos de los bancos centrales de la región, a pesar de la debilidad cíclica, y se convergería más lentamente a lo anticipado a los objetivos de los bancos centrales, en parte por una depreciación más intensa a la anticipada. Con la excepción de México, la inflación al final del segundo trimestre se situó por encima de lo que esperábamos hace un año, principalmente por la depreciación del tipo de cambio (especialmente en Perú, Colombia y Chile) más que por un aumento del grado de traslado del tipo de cambio a precios (pass-through), que no ha aumentado significativamente en la región en el último año (Recuadro 2). La inflación en la región también sorprendió al alza 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).

En un contexto de mayor debilidad cíclica y, al mismo tiempo, sorpresas al alza sobre la inflación, se agudizan los dilemas de política monetaria en América del Sur frente a la inminente subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal. La respuesta a este dilema varía en América del Sur dependiendo en parte del margen de credibilidad de la política monetaria. Así, en Brasil la senda prevista de tipos de interés oficiales es más restrictiva que hace tres meses, con una subida adicional en julio y el retraso en la primera bajada de tipos en 2016. Por otro lado, la senda de tipos de interés en Chile es ahora más acomodaticia que la que anticipábamos hace tres meses, con un recorte de 50pb en los tipos de interés a finales de este año. Por último, en Colombia y Perú seguimos manteniendo la perspectiva de tipos de interés estables en lo que resta de este año y 2016. En contraposición, seguimos anticipando, como hace tres meses, que México seguirá sincronizando su política monetaria con la de la Reserva Federal, dado lo alineados de sus ciclos económicos.

Dado el desacoplamiento de los bancos centrales respecto a la Fed (salvo en México) y un entorno externo menos favorable, continuará la tendencia a la depreciación de los tipos de cambio en la región. La depreciación reciente de los tipos de cambio se produjo en un contexto de desaceleración cíclica, menores precios de las materias primas y las dudas sobre el crecimiento en China. Hacia delante, es probable nuevos episodios de volatilidad en anticipación a las primeras subidas de tipos de interés en EEUU. En países como México, Chile y Colombia, tras alcanzar su nivel más débil después de la primera subida de la Fed, es probable que haya una cierta apreciación del tipo de cambio a partir de finales de 2015, a medida que se vaya recuperando el crecimiento y levemente también el precio del petróleo y cobre.

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), si bien se producirá una cierta moderación de los déficits en 2016 en casi todos los países, por la depreciación del tipo de cambio, la debilidad de la demanda interna y cierta recuperación de los términos de intercambio. La vulnerabilidad exterior de la región se mantiene contenida, a pesar de un menor peso de la inversión directa extranjera (IDE) como fuente de financiación de la brecha externa.

Las perspectivas de los saldos fiscales empeoran especialmente en Argentina y Brasil. En la mayoría de países la desaceleración ha tenido un impacto negativo sobre las previsiones de ingresos fiscales, a lo que se une en algunos casos la aceleración del gasto. El principal deterioro de las perspectivas fiscales se produce en Argentina, por un mayor impulso de gasto en 2015, y en Brasil, donde las fuertes dificultades económicas y políticas para alcanzar las metas de superávit condicionaron una revisión a la baja de las mismas, lo que implicará un esfuerzo mayor en 2016. La principal excepción a este deterioro más o menos generalizado de las cuentas públicas es México, donde las previsiones de déficit se mantienen estables respecto a hace 3 meses.

2 Entorno global: moderación del crecimiento mundial y desaceleración acusada de las economías emergentes

El crecimiento mundial se revisa a la baja en 2015, al 3,4%. Éste se recuperaría en 2016 hasta el 3,8%

Luego del bache del primer trimestre, el PIB mundial parece mostrar un mayor dinamismo en el segundo trimestre al hilo de la recuperación de EE.UU., la fortaleza del área euro y el mantenimiento del crecimiento chino en el 7% anual. Con todo, el PIB mundial habría crecido por debajo del 3% anual en el primer semestre del año, justificando la revisión a la baja de nuestro pronóstico de crecimiento para el conjunto de 2015 (3,4%, una décima menos que el contemplado en abril). En 2016, la economía mundial podría acelerar su ritmo de avance hasta alcanzar un crecimiento del 3,8% (Gráfico 2.1).

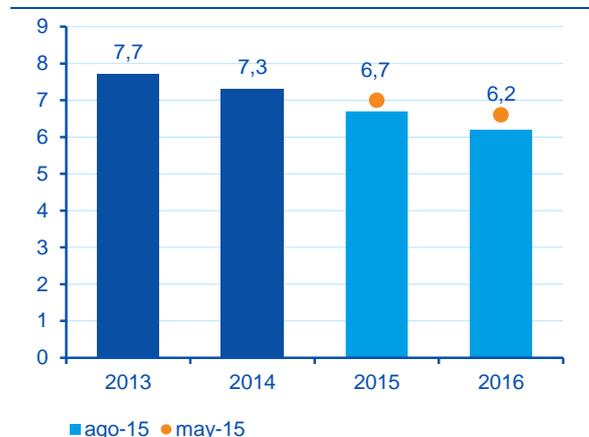
El bloque de economías desarrolladas continúa compartiendo expectativas de crecimiento favorables, contribuyendo a limitar el impacto que la desaceleración de las emergentes de mayor relevancia está teniendo en la actividad y el comercio mundiales. De hecho, mientras que el primer grupo podría crecer en 2015 a su ritmo más elevado desde 2010, superando ligeramente el 2% anual, el segundo volvería a moderar su crecimiento por quinto año consecutivo.

Gráfico 2.1
Crecimiento del PIB mundial (%) y contribuciones



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 2.2
China, crecimiento del PIB, % a/a



Fuente: BBVA Research

Además de la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico, el contexto global se ha caracterizado en el último trimestre por la materialización de algunos de los eventos de riesgo señalados hace tres meses y cuya agudización podría frenar la recuperación mundial. El primero de ellos reside en el episodio de inestabilidad financiera en China ocasionado por la fuerte corrección de su bolsa de valores, en un escenario de moderación tendencial del crecimiento, muy intensivo en el recurso al endeudamiento, y un proceso de liberalización financiera en marcha. El segundo, e igualmente relevante, es la crisis griega y las dificultades existentes para alcanzar un acuerdo que asegure, en el corto plazo, el cumplimiento de los compromisos financieros del país y, a más largo plazo, la sostenibilidad de su deuda mediante reformas que aumenten la capacidad de crecimiento económico. La combinación de ambos eventos de riesgo, a la vez que se acerca la primera subida de tipos de interés de la Fed (que seguimos situando en septiembre), ha

elevado las tensiones financieras a escala global, en particular, en forma de mayor volatilidad en los mercados bursátiles y de divisas, y con una intensidad superior en el área del euro y Asia.

El bache de crecimiento en el primer semestre justifica una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento en EEUU en 2015...

En EEUU, el PIB se contrajo en el primer trimestre y mostró un avance modesto en el segundo a tenor de la lectura de los indicadores disponibles de actividad y confianza. Esto justifica la revisión a la baja de la previsión de crecimiento para el conjunto de 2015, pudiendo situarse en el 2,5%, cuatro décimas inferior a la contemplada en abril. La incertidumbre sobre el comportamiento del ciclo económico en los próximos trimestres es ahora mayor teniendo en cuenta el impacto de la apreciación persistente del dólar sobre las exportaciones, la debilidad de la inversión privada y el deterioro del contexto global. Aun así, el PIB estadounidense podría crecer al 2,8% en 2016.

... al tiempo que la volatilidad financiera en China también reduce las previsiones de su crecimiento en 2015 y 2016

En China, es previsible que el ritmo de crecimiento económico se ralentice en los dos próximos trimestres debido al impacto del episodio reciente de tensiones financieras. Además del efecto negativo en la confianza de los agentes privados, también se puede dar un potencial retraimiento de las decisiones de consumo como consecuencia del descenso de la riqueza de los hogares. Pero, sobre todo, es previsible un deterioro de las condiciones de financiación empresarial, vinculado tanto a la suspensión de nuevas ofertas de acciones en el mercado bursátil como a la pérdida de valor del colateral en la obtención de préstamos bancarios. Es en estos factores en los que se sustenta la revisión a la baja del pronóstico de crecimiento de China para 2015 y 2016, hasta situarse en el 6,7% y 6,2% respectivamente (tres y cuatro décimas menos que en el escenario de abril, véase el Gráfico 2.2). La batería de medidas de estímulo adoptadas por las autoridades del país para evitar que el contagio al ciclo de actividad sea mayor explica que no se contemple un ajuste más intenso de la senda de crecimiento.

La eurozona sigue recuperando el crecimiento, a pesar de la crisis Griega

La eurozona sigue mostrando un patrón de recuperación sostenida, con tasas de crecimiento trimestral del PIB del orden del 0,4% en los dos primeros trimestres del año. El mayor dinamismo de Francia e Italia se une a la fortaleza de Alemania y al avance del PIB español a ritmos próximos al 1% trimestral. La emergencia de algunos focos de riesgo con impacto diferencial en la región puede reducir ligeramente el crecimiento esperado para 2015 y 2016 pero, incluso así, los pronósticos siguen siendo positivos (+1,4% en 2015 y +1,9% en 2016, una y tres décimas inferiores a los de abril). Con todo, el reto más significativo reside en evitar cualquier duda sobre la irreversibilidad del proyecto de unión monetaria.

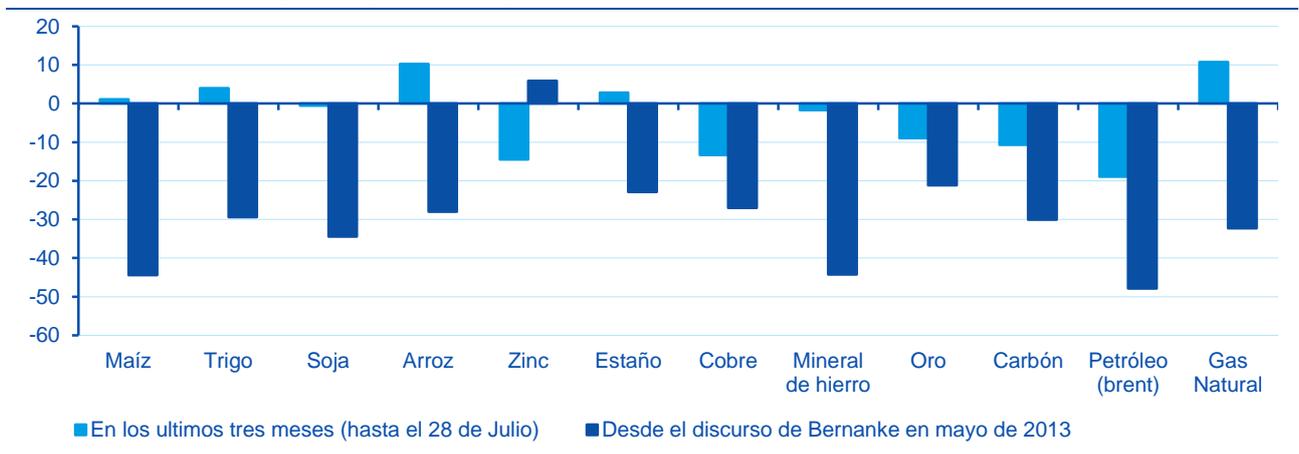
3 La Fed, China y la debilidad cíclica lastran los mercados latinoamericanos

Los precios de las principales materias primas sufren el impacto de la volatilidad de los mercados financieros en China, pero principalmente se ajustaron por shocks de oferta

En los últimos tres meses el precio de la mayoría de las materias primas se ha movido a la baja (Gráfico 3.1). Esto se debió en parte a la moderación económica y las recientes turbulencias financieras en China, pero sobre todo a shocks de oferta registrados en algunos mercados específicos y la renovada fortaleza del dólar (que afecta a los precios a través de un efecto denominación).

Entre los productos más afectados por las correcciones bajistas en los últimos meses destacan el cobre (-13%) y el petróleo (-19%). Sobre estos dos mercados – así como sobre otros- han pesado la situación de la economía china, dado la significativa participación de la demanda del país en la demanda global, y el impacto financiero que tiene la apreciación del dólar. Con todo, los principales factores que han influido en la caída reciente del precio del crudo han provenido del lado de la oferta. En primer lugar, el aumento de la producción en la OPEP (especialmente en Arabia Saudí y en Irak). En segundo lugar, el mantenimiento de la producción y las ganancias de productividad en el shale oil en EEUU. Por último, el acuerdo nuclear entre el país norteamericano e Irán, que podría aumentar la oferta de petróleo en un mercado de crudo ya sobreabastecido. Adicionalmente, el precio del petróleo ha reflejado el aumento de los inventarios en los países de la OCDE y un menor apetito de los fondos de pensiones por invertir en el mercado de crudo.

Gráfico 3.1
Precios de las materias primas (variación %)



Fuente: Bloomberg

En nuestra opinión, los factores que incidieron sobre el precio del petróleo en los últimos meses, en particular los más estructurales como las ganancias de productividad en el shale oil, limitarán también el repunte del valor del crudo en el horizonte de previsión. Así, hemos ajustado nuestras previsiones para el precio del petróleo Brent a la baja: esperamos que promedien 61 y 69 dólares, respectivamente, en 2015 y 2016, en comparación con las expectativas de 62 y 75 dólares que teníamos hace tres meses (Gráfico 3.2).

De manera similar, hemos revisado a la baja nuestras previsiones para el precio promedio del cobre, hasta 2,62 y 2,68 dólares por libra, respectivamente, en 2015 y 2016, desde 2,71 y 2,71 hace tres meses. El

principal determinante de esta revisión han sido las menores perspectivas para el crecimiento en China. En todo caso, seguimos esperando que el precio del cobre se recupere por la expectativa de caída de los inventarios de ese metal, impulsados por una moderación de la oferta.

La dinámica del precio de la soja – así como la de otras materias primas agrícolas- ha sido diferente de las anteriores. Por un lado, porque es menos sensible que los metales y el petróleo a los efectos financieros y a la moderación de la economía china (entre otros motivos, debido a que la desaceleración del crecimiento en el país asiático ocurre a la vez que una reorientación hacia el consumo –más intensivo en agrícolas- y en detrimento de la inversión –más intensiva en metales y petróleo). Por otro lado, el precio de la soja se benefició del impacto negativo de exceso de lluvias sobre las perspectivas de producción en EE.UU. Esperamos que estos factores sigan impulsando el precio de la soja en lo que queda de año y que una normalización de la oferta, con buenas perspectivas para la producción en el hemisferio sur, arrastre los precios ligeramente a la baja en 2016.

Gráfico 3.2
Precios de las principales materias primas (índice promedio 2010 = 100)



Fuente: BBVA Research

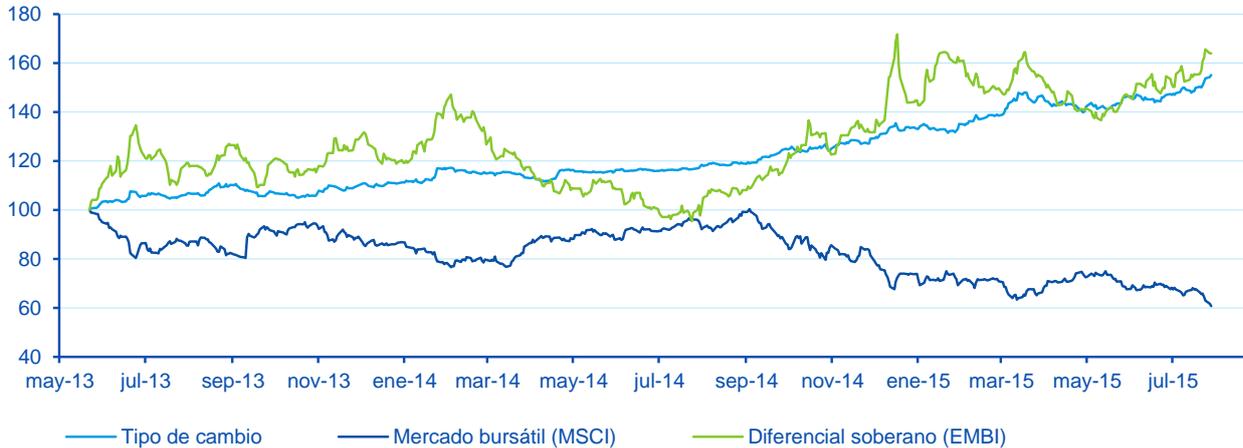
Significativas correcciones a la baja en los precios de los activos financieros latinoamericanos en los últimos meses

Tras un moderado repunte en parte de marzo y abril, los precios de los activos financieros latinoamericanos volvieron a presentar una tendencia bajista en los últimos tres meses (Gráfico 3.3). Como venimos advirtiendo en nuestros informes, parte importante de la debilidad y de la volatilidad reciente está relacionada con las perspectivas de normalización de la política monetaria por la Fed. Como el proceso de decisión sobre el momento y la magnitud de la subida de los tipos de interés en EE.UU. depende fundamentalmente de los datos de actividad del país, las sorpresas positivas o negativas en estos indicadores generan ajustes de expectativas y, por tanto, aumento de la volatilidad en los mercados financieros globales y de la región. Asimismo, la renovada percepción de que la Fed subirá los tipos de interés ya en el tercer trimestre es uno de los factores que explica las pérdidas recientes en los mercados latinoamericanos.

En todo caso, las crecientes preocupaciones con la economía china y la consecuente moderación de los mercados de materias primas también pesaron en los mercados de activos financieros de América Latina. Efectivamente, la importancia de estos factores para los mercados financieros de la región fue posiblemente mayor en los últimos tres meses que en el inicio del año, no sólo por las mayores preocupaciones con China

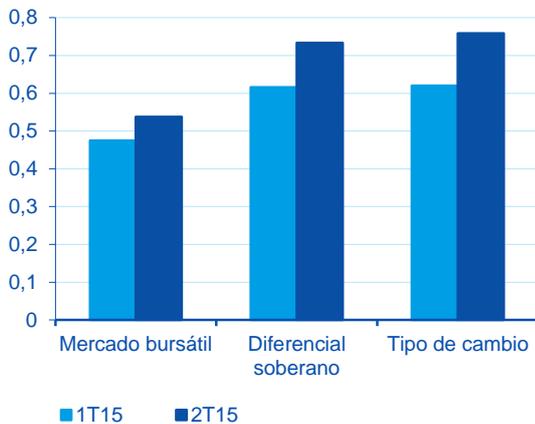
y mayores correcciones en los precios de las materias primas, sino que también por la mayor correlación entre la evolución de los precios de los principales productos primarios exportados por los países de la región y la evolución de sus activos financieros (Gráfico 3.4).

Gráfico 3.3
Latam: Cotizaciones bursátiles, diferenciales y tipos de cambio (índice 23 de mayo de 2013=100)



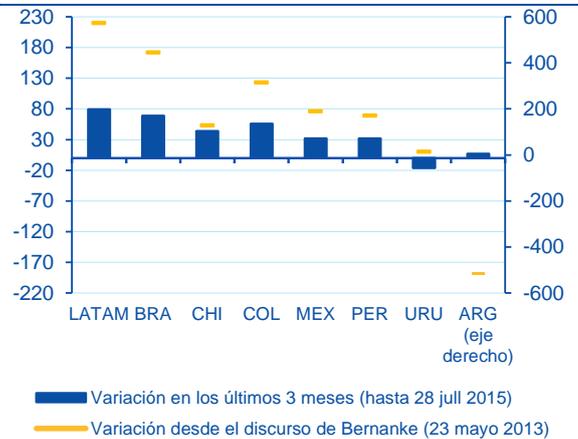
Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.4
Correlación del índice de materias primas con el mercado bursátil, el diferencial soberano y tipo de cambio de Latam*



* Valor absoluto de la correlación en cada trimestre entre los distintos índices. Índice de materias primas: CRB; Mercado bursátil: MSCI; diferencial soberano: EMBI Latam; tipo de cambio: tipo de cambio promedio de los principales países de la región.
Fuente: CRB, Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 3.5
Evolución de los diferenciales soberanos en América Latina (EMBI, puntos básicos)*



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

Finalmente, otro de los principales factores por detrás de las pérdidas en los mercados de América Latina ha sido la debilidad cíclica de las economías de la región: en general el crecimiento se ha moderado, las presiones inflacionarias no recrudecieron y, al menos en algunos casos, los saldos externos y fiscales se deterioraron (véanse las secciones siguientes para más detalles sobre la evolución macroeconómica de Latinoamérica). Un ejemplo de la importancia de los temas idiosincráticos para los mercados financieros es Brasil, donde el deterioro reciente -más marcado que en otros países- ha determinado una creciente

preocupación con una eventual pérdida del grado de inversión de su deuda soberana, principalmente después que S&P, que mantiene la clasificación del país al límite de grado de inversión, revisara en julio la perspectiva de la nota para el país desde “estable” hasta “negativa”.

En este entorno, la evidencia reciente apunta a una moderación de la entrada de flujos de capitales a los países de la región. Asimismo, en ciertos países como Colombia y Brasil los flujos de portafolio se volvieron negativos en junio. Este fenómeno era de cierta manera previsible dada la inminente normalización de la política monetaria por la Fed, y es un proceso que se espera que continúe hacia adelante. Nuestra previsión es que las salidas netas de capitales sumen alrededor de 2% del PIB de la región en los próximos dos años.

Con respecto a los diferenciales soberanos, el indicador agregado EMBI Latam registró un repunte de 80p.b. en los últimos tres meses. En este mercado, los ajustes más fuertes se han sentido en Brasil y en Colombia, pero también en Chile, Perú, México y Argentina. La excepción ha sido Uruguay, donde el diferencial soberano cayó ligeramente en los últimos tres meses (Gráfico 3.5).

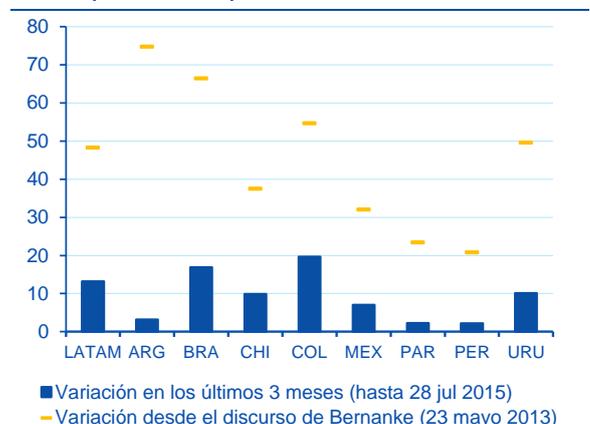
Las pérdidas se han observado también en los mercados bursátiles y cambiarios. En estos dos casos no ha habido excepciones a la tendencia bajista generalizada. Como en el caso de los diferenciales soberanos, Brasil y Colombia son los que han pasado por los ajustes más significativos. En el primer caso, por el deterioro económico más marcado –por no hablar de la mayor liquidez de sus mercados financieros–, y en el caso de Colombia por su dependencia del petróleo, producto cuyo precio afrontó las mayores correcciones a la baja en los últimos tres meses (Gráfico 3.1).

Gráfico 3.6
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

Gráfico 3.7
Evolución de los tipos de cambio en América Latina (variación %)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Se mantendrá la volatilidad hacia adelante a medida que se acerque el inicio de la subida de tipos de interés por parte de la Fed

Cabe destacar que, tras las correcciones recientes, los mercados financieros profundizaron las pérdidas acumuladas desde mayo de 2013, cuando el discurso del entonces presidente de la Fed, Ben Bernanke, hizo que los mercados empezasen a reflejar el inicio del *tapering* y del proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. (Gráficos 3.5 a 3.7).

Hacia adelante, estimamos que la volatilidad en los mercados financieros latinoamericanos continuará e irá en aumento a medida que nos acerquemos a la posible fecha de inicio de las subidas de tipo por la Fed y se

desacoplen aún más los bancos centrales en América del Sur de la política monetaria de EE.UU., algo que puede afectar especialmente los mercados cambiarios (ver sección 6). La expectativa de que la economía china seguirá moderándose en los próximos años también apoya esta visión de entorno poco favorable para los activos de la región (ver sección 2).

Con todo, también anticipamos hacia adelante una recuperación de los precios de algunas materias primas clave, como el petróleo y cobre, respecto a los deprimidos niveles actuales, lo cual apoyaría a algunos mercados fuertemente vinculados como Colombia, Perú y Chile. Además, la gradual recuperación del ritmo de actividad económica debería poco a poco quitar presiones bajistas a los mercados financieros de América Latina.

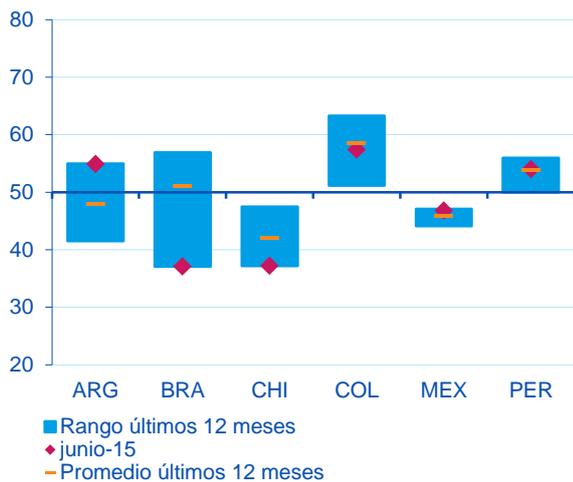
4 El crecimiento en América Latina se mantendrá bajo en 2015 y 2016

Continúa la debilidad de los indicadores de confianza de familias y empresas, lo que arrastra a la demanda interna

Durante el segundo trimestre las confianzas de los consumidores y productores se han deteriorado, las razones detrás de ello apuntan a: (i) factores políticos (ii) incertidumbre de políticas económicas incluyendo procesos de reforma (Chile y Colombia); (iii) deterioro cíclico, incluyendo mercados laborales menos boyantes (Brasil, Chile, Perú) y menores expectativas para los productores; y (iv) un entorno externo menos favorable donde continúan los efectos del menor crecimiento esperado en China, además de que los precios de materias primas no terminan de recuperar terreno perdido. Así, los indicadores de confianza en la mayoría de países continuaron ubicándose en terreno pesimista en el mes de junio (Gráficos 4.1 y 4.2).

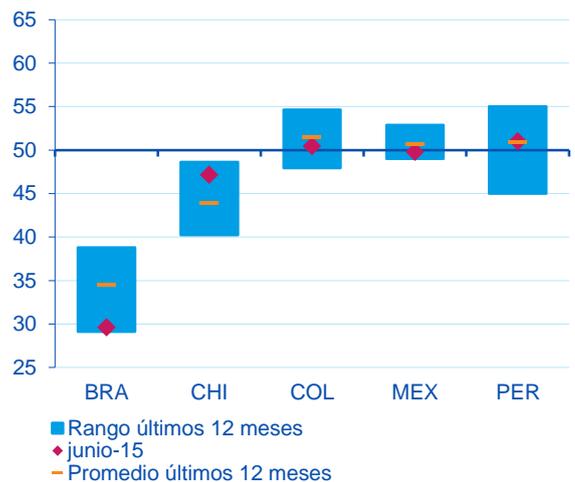
Factores idiosincráticos encabezaron los contrastantes cambios en confianzas en los vecinos Argentina y Brasil: por una parte, los consumidores argentinos apuntaron a una mayor confianza de la mano de las próximas elecciones así como por la mayor estabilidad cambiaria y desaceleración de la inflación. Por su parte, en Brasil aprieta la crisis política con el gobierno en un papel más comprometido, a lo que se suman los mayores registros inflacionarios y empeoramiento del mercado laboral. Los consumidores chilenos también reaccionaron negativamente ante las sorpresas inflacionarias y el mayor ruido político, mientras que los consumidores colombianos, influenciados por mejora en el empleo reportaron un sentimiento positivo. En México continúa la recuperación muy lenta de la confianza y en Perú la confianza de los consumidores se mantuvo prácticamente sin cambios en promedio respecto a un trimestre antes.

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)



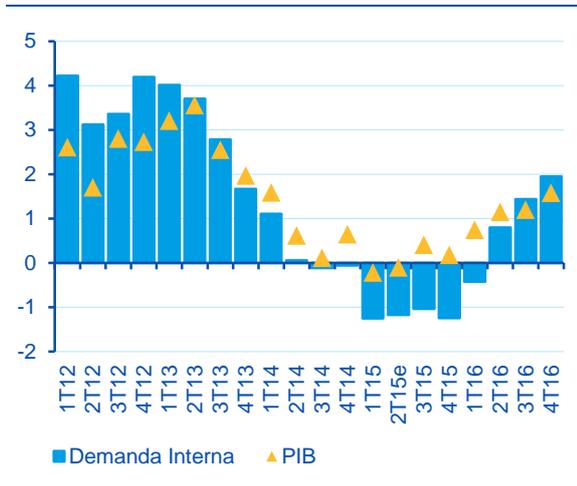
Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

Entre los productores, los empresarios brasileños continuaron reflejando caídas en confianzas, aunque parece que lo peor ha quedado atrás. En Colombia no se materializaron las mejoras en exportaciones no tradicionales esperadas, lo cual se reflejó en deterioro de confianza. Los chilenos fueron los únicos que subieron en promedio su nivel de confianza comparado con los primeros tres meses del año; productores

chilenos dieron cuenta de la leve recuperación del ciclo, aunque se reanudó la discusión sobre reformas y continuó el ruido político en el 2T. Productores peruanos reportaron un repunte en confianza en el mes de junio. Finalmente en México la confianza de los productores se mantuvo prácticamente sin cambio comparada con el trimestre anterior.

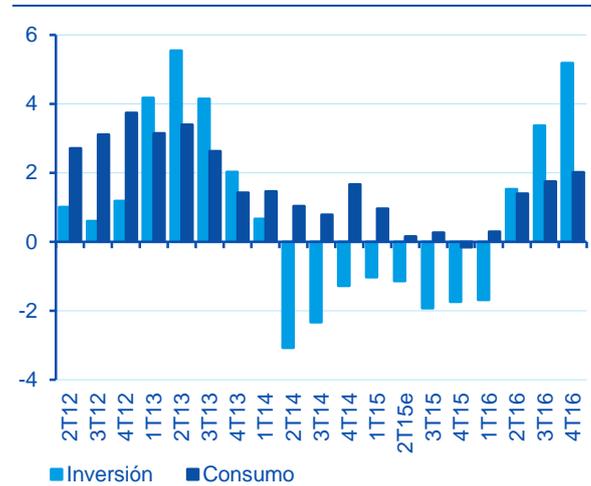
De la mano de los menores registros de confianza de los productores, la inversión ha continuado moderándose fuertemente. En los últimos meses destacan las caídas en el componente de inversión de Cuentas Nacionales particularmente de Brasil (-7,7% a/a) y Chile (-1,7% a/a), mientras que en Perú la inversión apenas creció (0,1% a/a). Buenos resultados observamos en Colombia, por aceleración en ejecución de obras civiles y en México influido por efecto base de comparación. El consumo también sintió los efectos de una menor confianza de los hogares, con caídas en Brasil (-0,9% a/a en el primer trimestre) y desaceleración en el resto de la región. Así, la demanda interna en la región ha pasado de crecer en promedio 0,2% a/a en 2014 a contraerse -1,2% a/a en el primer trimestre de 2015 (Gráfico 4.3).

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

Hacia adelante, se anticipa el mantenimiento de la confianza en niveles bajos, a medida que se agrega a los factores internos mencionados anteriormente la reducción en precios de materias primas y la desaceleración y volatilidad financiera en China. Así, esperamos dinámicas poco alentadoras en la mayoría de economías: la inversión permanecerá deprimida en Argentina, Brasil, Chile y Perú. En Brasil, país donde más fuerte será el ajuste en inversión, tanto por la parte pública, debido al proceso de ajuste fiscal, como por la parte privada, por el deterioro de la confianza y de las expectativas hacia adelante. Por su parte, en Chile pese a la subida reciente en confianza de los productores, se han registrado retrasos importantes en la ejecución de inversión pública que implica incluso que no se llegase a ejecutar la totalidad del presupuesto del año. Por su parte, el fin de ciclo minero y la incertidumbre asociada al proceso de reforma fiscal ha implicado ajustes en inversión privada. Similares problemas de lenta ejecución presupuestal se viven en Perú y Paraguay, particularmente en los gobiernos subnacionales y por condiciones climatológicas adversas en Paraguay. Por el contrario, en Colombia, México y Uruguay el panorama es bastante más benigno y de estabilidad en proyectos de inversión: el gobierno colombiano adelantará obras del proyecto 4G, lo que compensará parcialmente el impacto negativo sobre proyectos de inversión vinculado a los menores precios del petróleo. En México, la mejor dinámica de la economía estadounidense habrá de

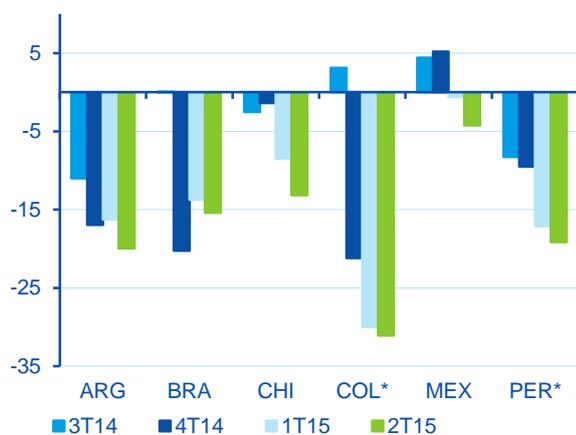
implicar derrames positivos en inversión particularmente privada, que tenderán a compensar recortes de gasto anunciados al inicio del año.

Por el lado del consumo esperamos moderaciones en Colombia, Chile y Perú; y caída en Brasil en los próximos trimestres. El consumo se verá impactado por el repunte inflacionario de los primeros meses del año que ha repercutido en menores salarios reales, deterioro cíclico en el mercado laboral, moderación del crédito en algunos casos (Brasil y Chile) y, en suma, menor confianza de los consumidores. En contraste, esperamos ver una mejora en el consumo en Argentina y México: en Argentina por un mayor impulso fiscal, así como el cierre de las negociaciones salariales, el aumento de jubilaciones y las obras públicas pre-electorales y en México por mejora en ingreso laboral, donde repercutirá el incremento tanto en empleo formal como en salarios reales (Gráfico 4.4).

Las exportaciones siguen sufriendo el impacto de la caída de precios de las materias primas

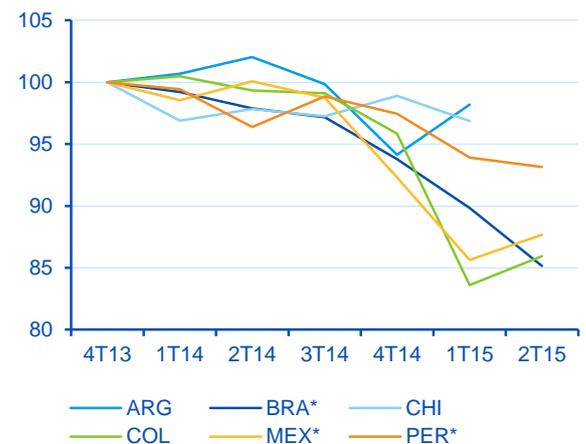
Por su parte, el valor de las exportaciones continúa resintiendo los menores precios de materias primas, lo que ha impactado a todas las economías (Gráfico 4.5). Los términos de intercambio continuaron deteriorándose en la mayoría de los países, si bien con ligera mejora en algunos casos (México, Colombia), la comparación de precios del comercio exterior sigue estando muy por debajo de los niveles observados hace un año (Gráfico 4.6). Además, la recesión en Brasil ha impactado muy negativamente a las exportaciones argentinas y uruguayas, a lo que se han sumado en el caso de Argentina, choques de oferta como la huelga de aceiteros en mayo. La caída en el precio del petróleo ha tenido efectos adversos particularmente en Colombia y México; ambos exportadores netos, situación que no se ha compensado por otras exportaciones. En México ha tenido buena dinámica la industria automotriz pero el resto de las manufacturas ha mostrado dinámica débil, a pesar de la depreciación cambiaria. Por su parte, en Perú también continuó y se acentuó la caída en exportaciones que retrocedieron en los primeros meses del año más de lo previsto.

Gráfico 4.5
Latam: Exportaciones (Var% a/a)



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales. * Datos hasta mayo para estos países.

Gráfico 4.6
Latam: Términos de intercambio



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales. * Datos hasta mayo para estos países.

Las previsiones de crecimiento de América Latina en 2015 se revisan a la baja, principalmente por la debilidad de la demanda interna en la región. Las previsiones de 2016 se ven afectadas adicionalmente por un entorno externo menos favorable al anticipado

En el primer trimestre Argentina y Colombia crecieron por arriba de lo esperado y Brasil se desaceleró menos de lo previsto (Gráfico 4.7). El mayor crecimiento provino del consumo en el primer caso, la mejora en exportaciones netas y acumulación de inventarios en Brasil y por la sorpresa positiva proveniente de la construcción de obras civiles en el caso de Colombia. Por su parte la variación se mantuvo en línea con lo esperado en Chile y Paraguay, y casi en línea en México y Perú.

Los indicadores del segundo trimestre apuntan a que la desaceleración habrá continuado o se acentuará revertiendo las sorpresas positivas del 1T (Brasil y Colombia), con lo que el crecimiento será menos de lo esperado. Sin embargo, en el caso de Argentina ahora anticipamos algo más de crecimiento en 2015 que hace un trimestre, proveniente principalmente de un mayor gasto público.

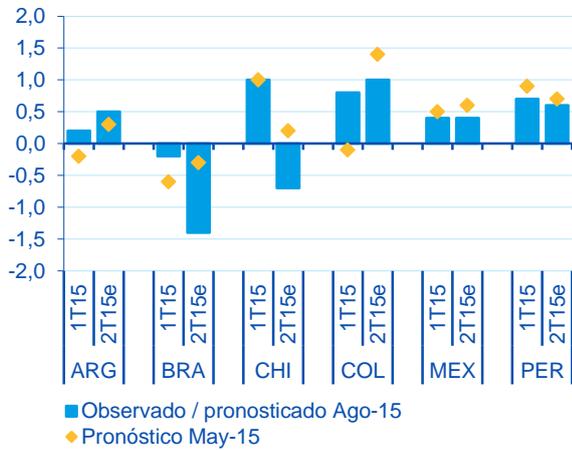
La moderación esperada en inversión es el factor más relevante detrás de la moderación esperada en PIB en el 2T15. Destacan los casos de Brasil donde la caída en PIB será significativamente mayor a lo esperado hace un trimestre (-0,3% t/t en abril, -1,4% t/t ahora) y de Chile, donde ahora esperamos una caída de PIB en contraste con el crecimiento esperado anteriormente (0,2% t/t en abril, -0,7% t/t ahora). Para Colombia, México y Perú las nuevas estimaciones son ligeramente menores a lo esperado hace un trimestre (Gráfico 4.5).

Para el resto del año predominarán las condiciones adversas que han implicado ajuste a la baja en las previsiones de crecimiento de la región, a saber: (i) el mayor deterioro de la confianza en Brasil; (ii) una débil demanda del sector privado en los países andinos y en Brasil; y (iii) el ruido político e incertidumbre en algunos procesos de reforma (particularmente los países andinos).

Estos factores han implicado una reducción del crecimiento esperado para 2015, al 0,2% a/a frente al 0,6% a/a hace un trimestre. Este ajuste de las previsiones ya incluye una recuperación del crecimiento en la segunda parte del año que, en el caso de Perú, Chile y México no serán suficientes para compensar la moderación del primer semestre. Somos menos optimistas para el resto del año en Brasil, Colombia, Paraguay y Uruguay, geografías donde estimamos que en la segunda parte del año se acentuará la moderación del crecimiento. Cabe mencionar el caso de Brasil, donde el anuncio de un ajuste fiscal más gradual implica un impacto negativo de la confianza en un entorno ya bastante deteriorado, en el que prevemos una recesión en torno a -1,5% a/a este año (en lugar del -0,7% previo) e una salida lenta hacia 2016 (0,5% a/a, desde 1,8% previo). De este modo, las revisiones más importantes en el crecimiento de 2015 han sido en Brasil (0,8 pp), Chile y Perú (0,6 pp). En contraste, la revisión es positiva en el caso de Argentina 0,6 pp. Y es nula en México y Uruguay.

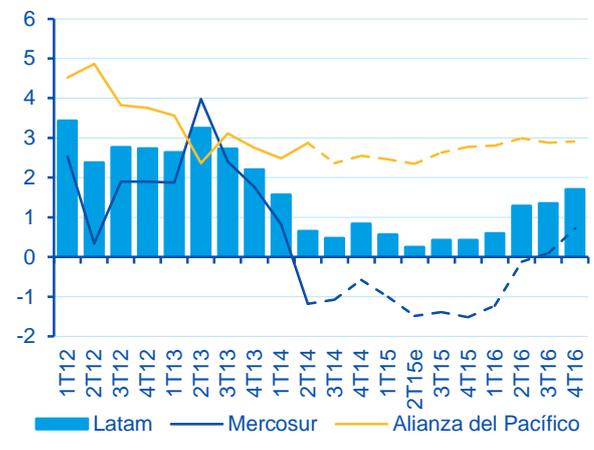
En 2016 estimamos que la peor parte del ajuste haya pasado aunque continuará la debilidad de la demanda interna y el entorno externo continuará siendo menos favorable de lo esperado hace unos meses. Impactará en este sentido el menor crecimiento esperado de China y de Brasil. A favor se tendrá algún impulso de los bancos centrales (como por ejemplo en Brasil), se reactivará la confianza empresarial ayudada por la reasignación de gasto público y el empuje de la inversión pública particularmente en los países andinos. Estos factores implicarán una recuperación de la senda de crecimiento aunque a niveles muy por debajo de las tasas de crecimiento potencial (Ver recuadro 1 para una actualización de las tasas de crecimiento potencial estimadas). Para 2016 destaca por encima de todas las geografías la revisión a la baja del crecimiento en Brasil (1,3 pp), seguida de lejos por Chile (0,8 pp) y Perú (0,7 pp). Con ello en 2016 esperamos ahora un crecimiento de la región de 1,1% a/a, frente al 2,1% a/a esperado hace un trimestre.

Gráfico 4.7
Latam: Crecimiento observado y estimado (Var t/t%)



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

Gráfico 4.8
Latam: PIB (var% a/a)

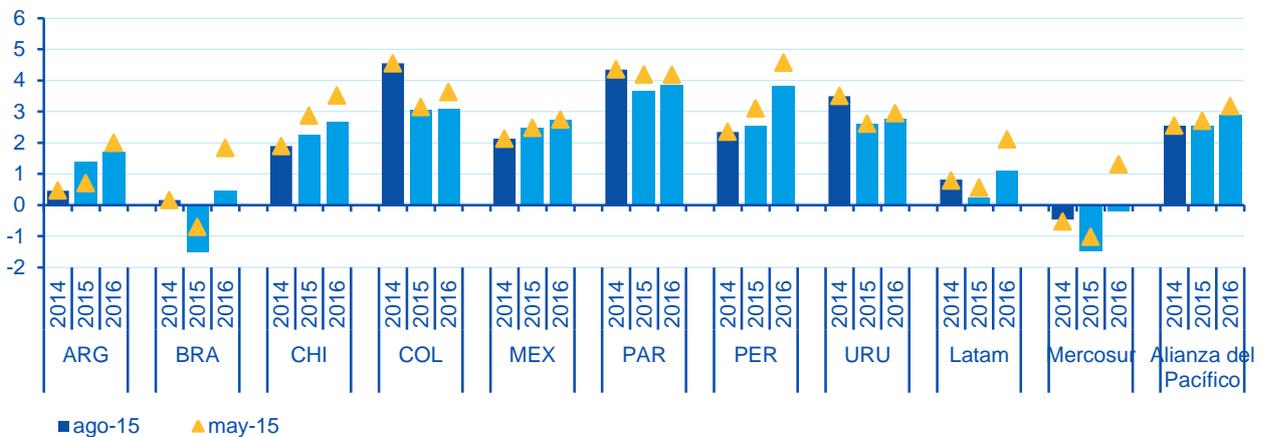


Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

Los países de la Alianza del Pacífico seguirán creciendo por encima del promedio regional, pero aún por debajo de su potencial en 2015 y 2016.

El ritmo de la región seguirá marchando en dos velocidades muy distintas: por una parte los países del cono sur agrupados aquí en Mercosur (aunque habría que considerar que Uruguay y Paraguay continuarán marchando a relativo buen ritmo), y los países de la Alianza del Pacífico por otra (Gráfico 4.8). En primer grupo estimamos una contracción del PIB este año de -1,5% a/a, y de -0,2% en el 2016. En el segundo grupo, estimamos crecimiento de 2,6% y 2,9%, respectivamente. En todo caso, el crecimiento de la región se aleja momentáneamente de su tasa potencial. Destacarán, pese a las revisiones en el bienio 2015 y 2016 los crecimientos de Paraguay, Perú y Colombia con variaciones de 3,7%, 3,2% y 3,1% (Gráfico 4.9).

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



Fuente: BBVA Research

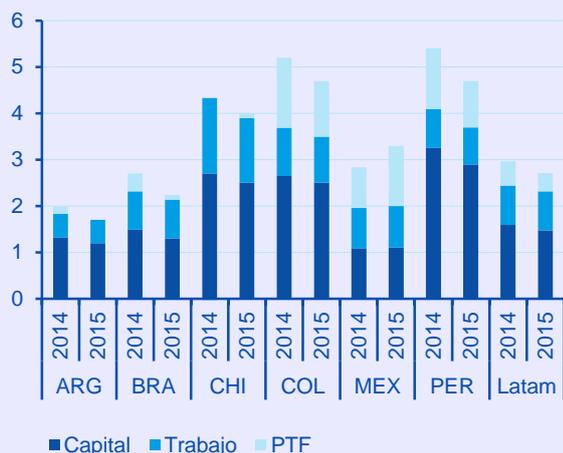
Recuadro 1. El potencial de crecimiento de América Latina se ajusta al 2,7%, a pesar de la fuerte revisión al alza en México

Como en años anteriores, hemos revisado nuestras estimaciones de potencial de crecimiento de largo plazo y las contribuciones de los factores capital y trabajo y de la productividad para las principales economías de América Latina^{1 2}.

Los resultados apuntan a un PIB potencial de largo plazo, definido aquí como el PIB potencial promedio del periodo 2016-2020, de 2,7% para América Latina, por debajo de la estimación de 3,0% realizada hace un año (Gráfico R.1.1).

Gráfico R.1.1

Crecimiento potencial de largo plazo (%), estimación actual vs. febrero de 2014 promedio anual 2016-2020)



Fuente: BBVA Research

Revisamos a la baja nuestra estimación de PIB potencial de largo plazo en todos los países de América del Sur considerados: Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. En contraste, para México hemos revisado nuestras estimaciones al alza, desde el 2,8% hasta el 3,4%.

De una manera general, el potencial de crecimiento es más bajo ahora que lo previamente estimado en Sudamérica por el entorno externo menos favorable y por los pocos avances durante los años de bonanza para poner en marcha reformas y otras medidas para elevar la acumulación de capital y la productividad. En otras palabras, las revisiones a la baja del potencial de crecimiento en los países de América del Sur están relacionadas al impacto de menores precios de las materias primas y a las dificultades internas, económicas y políticas, para priorizar y acelerar las inversiones en capital fijo y la productividad³. Asimismo, notamos que en términos de componentes del PIB potencial, el principal determinante de la revisión a la baja del PIB potencial de los países sudamericanos ha sido la peor perspectiva con respecto a la evolución de la PTF y, secundariamente, la menor contribución esperada del factor capital^{4 5}.

Por otro lado, en México la situación es distinta por dos motivos. En primer lugar el país está poniendo en marcha una serie de reformas económicas que deben permitir el aumento de la PTF del país en los próximos años. En segundo lugar, la reforma energética permitirá la llegada de capitales que incrementan la inversión privada e indirectamente la pública a través del aumento de los ingresos públicos por el aumento de la renta petrolera. Además, México se beneficiará más que sus vecinos regionales de la recuperación de la actividad económica en EE.UU.⁶.

Más allá de las revisiones realizadas, el PIB potencial de largo plazo sigue siendo más alto en

1: Para las revisiones anteriores, de 2013 y 2014, véanse respectivamente nuestros [Situación Latinoamérica del 3T de 2013](#) y [Situación Latinoamérica del 3T de 2014](#).

2: Para evaluar el potencial de crecimiento de largo plazo, es decir, el PIB potencial, utilizamos el método de estimación de una función de producción en que el producto generado por cada economía depende del stock de capital acumulado, de la mano de obra disponible, la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU) y de la Productividad Total de los Factores (PTF), que puede entenderse como la eficiencia con la que se combinan los factores capital y trabajo.

3: Desde el 3T14, hemos revisado a la baja nuestras previsiones de largo-plazo para el petróleo, soja y cobre en, respectivamente, 31%, 13% y 4%. Para más detalles sobre nuestras previsiones y la evolución reciente del precio de las materias primas, véase la sección 3.

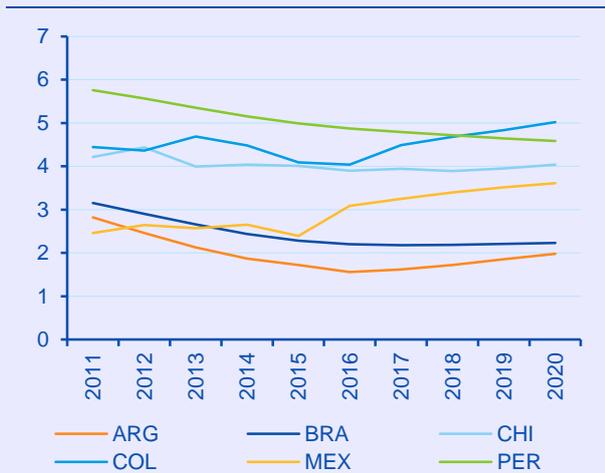
4: El caso chileno difiere en alguna medida de los de los demás países sudamericanos ya que el principal determinante del ajuste del PIB potencial es el factor capital. En este caso la PTF se ajustó muy ligeramente al alza, pero se mantiene en niveles muy bajos.

5: Para más detalles sobre la correlación entre la PTF y las reformas económicas, véase el Recuadro sobre el tema publicado en nuestro [Situación Latinoamericana del 3T 2013](#).

6: Según nuestras estimaciones más recientes, el PIB potencial de EE.UU. aumentará desde 2,3% en 2011-2015 hasta 2,7% en 2016-2020.

Perú (4.7%), Colombia (4.6%) y Chile (3.9%). Tras los avances recientes, México se acerca a los andinos. Estos cuatro países juntos, que confirman la Alianza del Pacífico, presentan un PIB potencial de 3,8%, incluso mayor que el esperado hace un año (3,7%).

Gráfico R.1.2
Crecimiento anual del PIB potencial entre 2011 y 2020 (%)

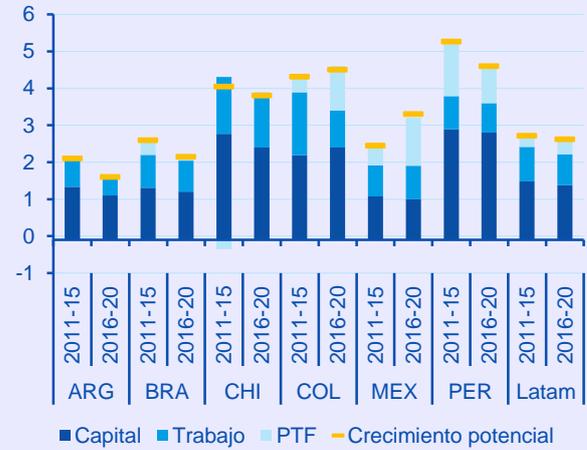


Fuente: BBVA Research

Finalmente, las expectativas de crecimiento se mantienen más bajas en Brasil (2,2%) y Argentina (1,8%). En estos dos países, la contribución de cada uno de los tres componentes del PIB potencial – capital, trabajo y productividad – es inferior al promedio de las respectivas contribuciones de los países de la Alianza del Pacífico. Nuestras estimaciones anuales muestran que el potencial de crecimiento aumentará gradualmente en los próximos años no sólo en México sino que también en Argentina y principalmente Colombia (Gráfico R.1.2). En Argentina los avances esperados deben contrarrestar parte del deterioro observado recientemente. Con respecto a Colombia, el país se convertiría en 2020 en el país con mejores perspectivas de crecimiento en la región.

Nuestros resultados también muestran que el PIB potencial debe mantenerse relativamente constante en los próximos años en Brasil y Chile y ajustarse a la baja en Perú, donde sin embargo continuará en niveles superiores a los de la mayoría de los países de la región.

Gráfico R.1.3
Crecimiento promedio anual del PIB potencial en 2011-2015 y 2016-2020 (%)



Fuente: BBVA Research

Asimismo, el empuje de México y Colombia en los próximos años debe hacer que el PIB potencial de la región se mantenga prácticamente inalterado en el período 2016-2020 en comparación con el quinquenio anterior (Gráfico R.1.3). En todo caso, la región no debería resignarse con un potencial de crecimiento de esta magnitud. Como lo demuestran los ejemplos de México y Colombia, la apuesta por una agenda de reformas que permita aumentar la contribución del factor capital y elevar la productividad es clave para compensar los efectos de la moderación de los precios de las materias primas.

5 Aumenta la inflación en la región por la depreciación del tipo de cambio y shocks de oferta

La presión sobre la inflación se mantiene alta en los países con metas de inflación, a pesar de la debilidad cíclica

La inflación siguió sorprendiendo al alza en la mayoría de los países latinoamericanos en el segundo trimestre, dando continuidad así a una tendencia observada ya en el primer trimestre del año. Las presiones sobre los precios mayores a las previstas resultaron en junio en una inflación de 8,9% a/a en Brasil, muy por encima del objetivo de 4,5% a/a, de 4,4% tanto en Chile como en Colombia (objetivo: 3%), de 3,5% en Perú (objetivo: 2%) y de 8,5% en Uruguay (objetivo: 5%). En ninguno de estos casos las desviaciones con respecto a lo que se esperaba se debe a factores de demanda ya que en los cuatro países el ritmo de crecimiento se encuentra en estos momentos por debajo del ritmo potencial e incluso ha sorprendido a la baja en los últimos meses (véase la sección 4 y el Recuadro 1 para más detalles sobre este punto). Entre los principales determinantes de la inesperada robustez de la inflación en estos países se encuentran: i) la depreciación de sus divisas, mayoritariamente por su elevada magnitud ya que, como se destaca en el Recuadro 2, en general no hay evidencia de un mayor coeficiente de *pass-through* (es decir, de un mayor grado de traslado a los precios de una determinada depreciación cambiaria); ii) el efecto de algunos shocks de oferta, principalmente sobre el precios de los productos alimenticios, que suelen tener un peso muy importante en las canastas de consumo de los países de la región; iii) el ajuste mayor que lo esperado de los precios regulados por el gobierno en Brasil, en un entorno en que el ajuste fiscal en marcha limita el margen para conceder subsidios a través de precios más bajos.

Gráfico 5.1
Latam: inflación (%a/a) y rango objetivo de los bancos centrales



Fuente: BBVA Research

En contraste con lo que ocurrió en Brasil, Uruguay y en los países andinos, la inflación sorprendió a la baja en Paraguay, al llegar a 2,5% al cierre del primer semestre, y en México, donde recientemente alcanzó un nuevo mínimo histórico al ubicarse en 2,9%.

Tras la mencionada evolución en los últimos meses, en general la inflación se encuentra en estos momentos por encima del techo de los rangos objetivos establecidos por las autoridades económicas, con la excepción de México y Paraguay. Destaca la distancia entre la inflación actual y el rango objetivo en

Brasil y en Uruguay, donde los efectos de segunda vuelta e inerciales son una fuente de preocupación para las autoridades monetarias. En el caso de México y Paraguay la inflación se encuentra no sólo dentro de los respectivos rangos objetivos, sino que en la parte baja de dichos intervalos. En el caso mexicano esto se debe no sólo a la debilidad cíclica, sino que también a al impacto de las reformas en los sectores de telecomunicaciones y energía y al moderado traslado a precios de la depreciación del peso mexicano.

La inflación convergerá más lentamente a lo anticipado a los objetivos de los bancos centrales en 2015-16

La evolución reciente de la inflación ha condicionado nuestras previsiones para la segunda mitad del año. Así, por un lado, hemos aumentado nuestras estimaciones para los países en que la inflación recientemente sorprendió al alza y reducido nuestra estimación para México, en 0,3p.p. hasta 2,5%, país en el cual la inflación sorprendió recientemente a la baja. A pesar de que Paraguay también haya registrado una inflación menor a la esperada, en este caso hemos revisado nuestra previsión para el cierre del año ligeramente al alza, hasta el 4,0% en comparación con 3,8% hace tres meses, debido a una mayor depreciación de su divisa (para las previsiones actuales véanse los Gráficos 5.1 y las tablas al final de este informe).

Pronosticamos que al cierre de 2015 la inflación continuará muy por encima de los objetivos en Brasil (8,9%) y en Uruguay (8.4%), ligeramente por encima del techo del rango meta en Colombia (4,1%) y en Perú (3,7%) y dentro de los intervalos establecidos en los demás países. Además, estimamos que a lo largo de 2016 la inflación siga convergiendo a los respectivos objetivos centrales, lo que implica moderación en la mayoría de los casos y una tendencia alcista en Paraguay y México.

Asimismo, hemos revisado ligeramente a la baja nuestras previsiones para el próximo año para la mayoría de los países, en gran parte por las revisiones a la baja en sus tasas de crecimiento y en el caso mexicano por la fuerte reducción reciente del nivel de la inflación en el país. Sin embargo, para Perú la hemos ajustado ligeramente al alza, por una depreciación más fuerte del nuevo sol peruano y por el efecto sobre los precios de los alimentos de un El Niño más intenso (algo que también contribuye para la revisión al alza en 2015).

Cabe destacar que pese a la desaceleración esperada hasta el cierre de 2016, la inflación en Brasil y especialmente en Uruguay seguirá no sólo en un nivel significativamente más alto que en los demás países, sino que por encima del objetivo central de 4,5% en Brasil y por sobre el techo del rango meta en Uruguay. La elevada inercia y la mayor tolerancia con respecto a la inflación exhibida en el pasado dificultarán una convergencia más rápida a las respectivas metas pese las medidas tomadas por las autoridades monetarias de ambos países. En todo caso, la contracción de la demanda interna, el tono restrictivo de la política monetaria y el fin del proceso de ajuste generalizado de los precios administrados deben permitir una significativa reducción de la inflación en Brasil, desde el 8,9% al cierre de 2015 hasta 5,3% al final de 2016.

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

La inflación ha sorprendido al alza en 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 en el primer trimestre de 2014 en todos los países con objetivos de inflación, con la excepción de México.

En algunos casos 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), empuje por inercia salarial (Uruguay y Brasil). Sin embargo, la fuerte depreciación del tipo de cambio (mayor a la esperada) observada de manera generalizada en los últimos meses también ha sido un factor importante para explicar las recientes desviaciones de la inflación con respecto a lo previamente estimado. Con todo, además de esa mayor depreciación del tipo de cambio subsiste la duda sobre si la mayor inflación también ha sido causada por un mayor traspaso a los precios internos de una determinada depreciación del tipo de cambio (*pass-through*)⁷.

Así, el objetivo de este recuadro es analizar cuál es la contribución del tipo de cambio a las sorpresas recientes de inflación y contrastar empíricamente si se ha producido un aumento reciente del coeficiente de *pass-through*.

Para ello se estima en primer lugar un modelo VAR homogéneo para todos los países considerados en este recuadro. Después de este ejercicio comparativo preliminar se exploran los resultados de los modelos estimados separadamente en cada país tomando en cuenta las peculiaridades de cada economía.

Análisis preliminar a través de un modelo VAR homogéneo para todos los países

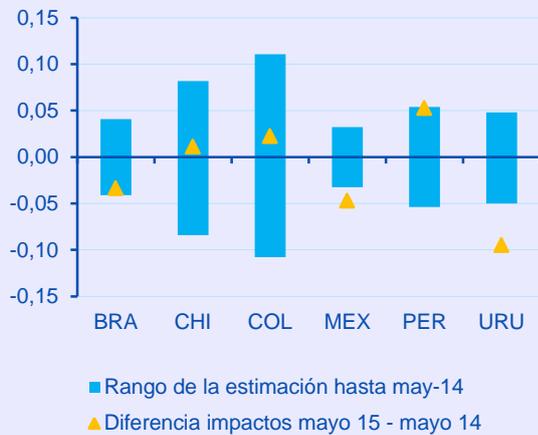
Se plantea un ejercicio VAR con coeficientes variantes (TVC-VAR por sus siglas en inglés) para el periodo de enero de 2000 a mayo de 2015 con datos mensuales⁸. Se comparan las estimaciones con datos hasta mayo de 2015 frente a la estimación un año antes, a mayo de 2014. Nos interesa saber si el efecto del traspaso es más alto o más bajo ahora que hace un año y si esta diferencia es estadísticamente significativa.

Encontramos que la respuesta de la inflación anual a la depreciación ha aumentado (aunque no significativamente) en el último año en Chile, Colombia y Perú mientras que ha disminuido en Brasil, México y Uruguay (Gráfico R.2.1). La estimación actual está dentro del intervalo de confianza de las estimaciones realizadas con datos de hace un año, salvo en Uruguay y México; en ambos casos sin embargo, el límite inferior del intervalo de confianza de la estimación previa está dentro del límite superior de la actual.

7: La literatura académica suele destacar que el coeficiente de *pass-through* es mayor en periodos de mayor depreciación cambiaria y en momentos en que el debilitamiento del tipo de cambio no es percibido como un fenómeno temporal, situación que se ajusta a la de muchas economías de la región.

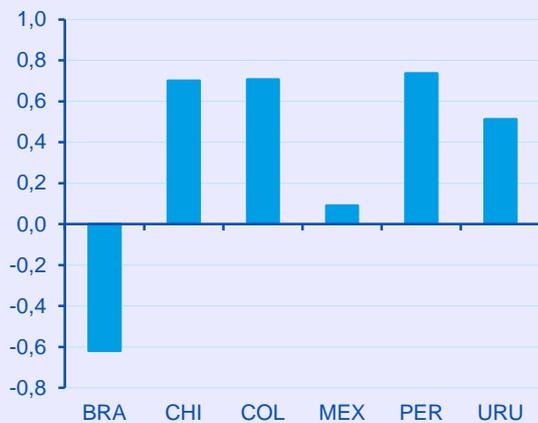
8: Se incluyen como variables endógenas: un índice de actividad económica, tasa de interés de referencia, el tipo de cambio de la moneda local frente al dólar, y el índice general de precios. Como variables exógenas se incluyen el indicador de producción industrial estadounidense, la tasa de interés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

Gráfico R.2.1
Diferencia del coeficiente de *pass-through* acumulado en 12 meses (para una depreciación del 1%): mayo 2015 frente a mayo 2014



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.2.2
Coefficiente de correlación entre el *pass-through* acumulado en 12 meses y la depreciación del tipo de cambio (Ene 10 – May 15)



Fuente: BBVA Research

Asimismo, encontramos una relación positiva entre los coeficientes de traslado y el tamaño de la depreciación del tipo de cambio en ese periodo, lo que apunta a asimetrías en el *pass-through* de tipo de cambio a precios (mayor en momentos de depreciación que con apreciaciones del tipo de cambio). Las únicas excepciones son Brasil y México. En el caso de Brasil el resultado podría relacionarse con periodos donde apreciaciones fuertes ocurrieron en periodos de inflaciones

elevadas en el pasado, y también a la dinámica de los precios administrados que no siempre refleja factores de mercado. En el caso de México el bajo coeficiente puede relacionarse con la respuesta directa a precios de productos importados y no a la inflación general (Gráfico R.2.2).

Análisis a partir de modelos idiosincráticos para cada país

En esta sección exploramos las estimaciones de *pass-through* con modelos específicos para cada país, aunque los resultados no son directamente comparables con los anteriores ni entre sí.

Brasil

Se estima un modelo en que la inflación de precios de mercado (i.e. excluyendo los precios administrados por el gobierno) está determinada por la inflación pasada, las perspectivas de inflación, la brecha del producto, los precios de las materias primas, algunas variables de control para choques de oferta y el tipo de cambio (BRL/USD) a través del método de mínimos cuadrados en dos etapas, utilizando datos trimestrales desde el 1T99 hasta el 2T15. El resultado encontrado es de un traslado a la inflación prácticamente idéntico al encontrado en las estimaciones con datos hasta el 1T14, lo que sugiere que no ha habido cambio del coeficiente de *pass-through* en el último año y, por lo tanto, continúa alrededor de 5%. Si bien hay algunos factores que podrían estar actuando en el sentido de reducir el coeficiente del *pass-through* en estos momentos (en su Informe de Inflación del 1T15 el BCB citó algunos como el débil desempeño de la actividad económica, el tono restrictivo de la política monetaria y la menor depreciación del tipo de cambio efectivo - multilateral- en comparación con el tipo de cambio bilateral BRL/USD), la estabilidad del coeficiente de *pass-through* encontrada en nuestros modelos implica que hay otros factores actuando en dirección contraria (entre los principales candidatos están la elevada magnitud de la depreciación del tipo de cambio y la percepción de que no se trata de un fenómeno temporal).

Asimismo, tomando en cuenta los resultados de nuestro modelo, las sorpresas recientes de inflación en Brasil se explican en gran parte por factores ajenos a la depreciación del tipo de cambio y del *pass-through*, como el fuerte reajuste de los precios administrados por el gobierno.

Chile

La estimación puntual del coeficiente de traspaso hecha en el 1T14 con un modelo en el cual se estima la inflación anual en función de la depreciación anual del tipo de cambio y de una tendencial lineal era de 10,1% con una desviación estándar de 2,5% (ver nuestro [Observatorio Económico](#) sobre el tema). Extendiendo este cálculo hasta abril de 2015, observamos un aumento del coeficiente de traspaso hasta 14,3%, con una desviación estándar de 2,2%. El resultado no difiere mayormente de la estimación hecha por el BCCCh usando una metodología de VAR. En el [estudio publicado en febrero de 2015](#), se estimó un coeficiente de traspaso en torno a 14%, con un rango que va desde 10% a 20%. Entre las razones que pueden explicar el aumento del traspaso cambiario en Chile están, además de la magnitud de la depreciación, el aumento observado de la participación de bienes de consumo manufacturados en los sucesivos cambios de canasta de IPC. En todo caso, en 2T14 proyectábamos una inflación de 2,1% en doce meses y esta resultó ser 4,4%. Por su parte, la depreciación del tipo de cambio efectiva fue 11,5%, versus el 1,5% proyectado (+10%). Además el coeficiente de traspaso subió de 10% a 14%. Considerando un coeficiente de traspaso de 14% y la depreciación efectiva del tipo de cambio, nuestra estimación de inflación hubiese sido 1,4 pp mayor, quedando una diferencia de 0,9 pp por explicar, lo cual respondería principalmente a los efectos inesperados de la Reforma Tributaria aprobada a fines de 2014. (Gráfico R.2.4).

Colombia

Para la estimación del *pass-through* en Colombia se emplea un modelo VAR con la tasa de cambio,

el índice de precios de productos importados, el índice de precios de productor total y el índice de precios al consumidor. La estimación con datos hasta 1T15 muestra que el traslado de la depreciación de 10% del peso colombiano a los precios internos no es significativamente diferente de la estimación realizada en 1T14, o sea, de aproximadamente 5% en 12 meses (véase nuestro [Observatorio Económico](#) publicado en abril de 2014, que incluye también una revisión de la literatura relevante para el país). A pesar de que el coeficiente de *pass-through* se haya mantenido prácticamente constante según nuestro modelo, el tipo de cambio se depreció mucho más de lo esperado en el último año, principalmente a partir del 4T14, lo que ha tenido un impacto estimado de 0,8 p.p. en la inflación anual observada en junio de 2015. Sin embargo, el principal factor detrás de las sorpresas recientes en la inflación es el impacto de shocks de oferta internos sobre el precio de los alimentos (Gráfico R.2.4).

México

El traspaso de las variaciones en el tipo de cambio a los precios en México parece haber disminuido en los últimos años. El coeficiente de nuestro modelo de inflación – un modelo de margen de sobrecosto (*markup*) que concibe la inflación como un fenómeno de empuje de costos - ha disminuido a lo largo de los años. Por ejemplo, si restringimos la muestra a terminar en 2005, el *pass-through* estimado es de 6,8%, mientras que con una muestra hasta 1T14 el coeficiente había disminuido a 4,2% y hasta 1T15 bajaba adicionalmente para ubicarse en 4%. No obstante, si consideramos ventanas móviles de 36 meses para la misma estimación encontramos que la elasticidad de traspaso de los movimientos en el tipo de cambio sobre el nivel general de los precios al consumidor es cercana a 0%, consistente con estimaciones recientes de Banxico. Lo anterior puede responder al hecho de que la estabilidad de precios de los últimos años y las ganancias de credibilidad del banco central asociadas a este favorable desempeño podrían haber eliminado en buena parte el efecto indirecto

de los movimientos del tipo de cambio sobre la inflación (es decir, su influencia indirecta al cambiar las expectativas inflacionarias). Con ello, ahora dichos movimientos parecen afectar a la inflación solo directamente al elevar los precios de las importaciones (un peso de 19,7% en el índice general de precios al consumidor). La mayor inflación de mercancías asociada en gran medida al *pass-through* ha tenido una incidencia en torno a 0,13 pp sobre la inflación general. Consideramos que en los próximos meses los precios de dicho componente continuarán aumentando y la incidencia podría ubicarse finalmente entre 0,3 y 0,4pp. No obstante, el impacto sobre la inflación general de la debilidad cíclica antes mencionada, aunado a la reforma de telecomunicaciones que ha provocado disminuciones en los precios de la telefonía, a un menor aumento en los precios de las gasolinas, al efecto favorable de los menores precios del gas natural y la reforma energética sobre los precios de la electricidad, y a un inicio de año muy favorable para los precios más volátiles, se ha traducido en una menor inflación de la que anticipábamos hace un año a pesar de la depreciación del peso (Gráfico R.2.3).

Perú

En 1T14 se estimaba en 10% el efecto traspaso de una depreciación del tipo de cambio a precios domésticos con unas bandas de confianza de +/- 4 p.p. Los coeficientes se estimaron a través de un VAR entre enero 2004 y diciembre 2013⁹. Una actualización de esta estimación, con información disponible a marzo de 2015, encuentra que el coeficiente se mantiene alrededor de 10%. De otro lado, empleando nuestro modelo de inflación trimestral encontramos que la diferencia entre la inflación observada al cierre de 2T15 y la proyectada hace un año, es de 0,8 p.p. De esta diferencia, 1,1 p.p. se explica por el desvío del tipo de cambio observado respecto al esperado

(13,2% frente a 2,5% proyectado inicialmente). El resto, -0,3 p.p., se explica por la debilidad cíclica de la economía y el efecto del menor precio del petróleo, parcialmente compensado por el impacto conjunto de mayores precios de los alimentos producidos localmente y una mayor inercia debido a expectativas de inflación que se han mantenido relativamente altas (cerca del límite superior del rango meta). (Gráfico R.2.3).

Uruguay

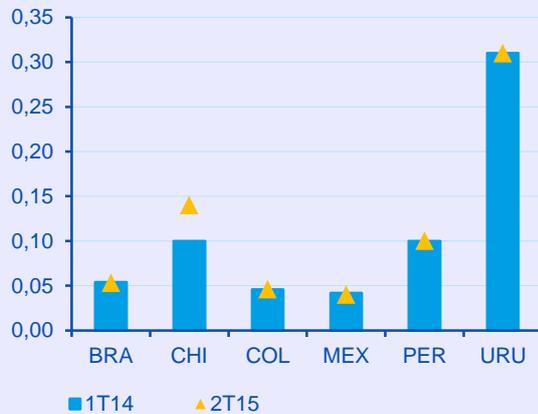
Las estimaciones actuales para Uruguay arrojan un coeficiente de traslación de tipo de cambio a inflación de 31% acumulado en 12 meses¹⁰, valor similar a lo observado con datos hasta 2T15. La estimación se realizó con un modelo trimestral (1947:1-2015:1) uniecuacional que estima la relación entre la inflación y el tipo de cambio, controlando por dos rezagos de la propia inflación para capturar la inercia inflacionaria. Este coeficiente es relativamente elevado en comparación con los demás países de la región (Gráfico R.2.3). Una explicación para ello es la alta dolarización de la economía uruguaya, lo que incrementa el traspaso de una devaluación a la inflación. Además, a diferencia de Perú, donde también hay un alto grado de dolarización, la persistencia de la inflación en niveles por encima del rango meta del Banco Central ha minado la credibilidad de la autoridad monetaria y generado una fuerte inercia en los aumentos de precios. Además es importante resaltar la importante la cuota de bienes importados en amplios segmentos de la oferta. Como en la mayoría de los demás países de la región, las sorpresas recientes de inflación no están relacionadas mayormente con la reciente depreciación del tipo de cambio, en el caso de Uruguay la dinámica de los precios está motorizada básicamente por la inercia salarial.

9: McCarthy (1999): "Pass-Through of Exchange Rate and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies", BIS Working Paper N° 79, Bank for International Settlements. Este mismo artículo sirve de base para Winkelried (2012), "Traspaso del tipo de cambio y metas de inflación" en el Perú. Revista de Estudios Económicos N° 23,9-2. Banco Central de Reserva del Perú. Este trabajo, el más reciente de la literatura aplicada al país, demuestra que la adopción del régimen de metas de inflación habría contribuido significativamente con la reducción del efecto traspaso, pasando de 60% en la década de los noventa a cerca de 10% al final de la muestra (2011).

10: Una estimación del FMI (2008), "Pass-Through, Dollarization, and Credibility in Uruguay", en el Country Report No. 08/46, calculó un valor de 450 p.b. para este mismo coeficiente, con datos entre 1990 y 2005, y encuentra que el valor del coeficiente había caído en el tiempo. Parte de la explicación de nuestras diferencias con FMI (2008) puede deberse a que nuestra muestra incluye datos más recientes (hasta 1T15).

Gráfico R.2.3

Pass-through acumulado en 12 meses frente a una depreciación del tipo de cambio en 1%, de acuerdo con los modelos adaptados a cada país



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.2.4

Desglose de los factores explicativos de la diferencia entre la inflación observada al cierre del 2T15 y la prevista para el período en 2T14 por BBVA Research (p.p.)



Fuente: BBVA Research

Conclusión: Escasa evidencia de aumento del *pass-through* en América Latina

Tanto el ejercicio basado en el modelo VAR estimado de manera homogénea para los países analizados, como los modelos desarrollados tomando en cuenta las idiosincrasias de cada economía muestran que en general no hay evidencia de que recientemente el *pass-through* haya aumentado significativamente en América Latina, más allá de lo que ha podido suceder en otros episodios de depreciación del tipo de cambio (dadas las asimetrías aparentes del *pass-through* respecto a la dirección de los movimientos del tipo de cambio). Así, las sorpresas en la inflación observada en los primeros meses de 2015 no están determinadas por un aumento del traslado del tipo de cambio a los precios (Gráfico R.2.4), con la excepción de Chile donde este factor sí ha contribuido en determinar que la inflación se alejara de lo previsto anteriormente, aunque de manera secundaria. El hecho de que los tipos de cambio se hayan depreciado más de lo esperado al inicio de 2015 sí ha contribuido a las sorpresas recientes en la inflación. Sin embargo, en la mayoría de los países estas sorpresas están determinadas por otros factores ajenos al tipo de cambio. Hay alguna evidencia en el sentido de respuesta asimétrica del tipo de cambio a precios en los países andinos y Uruguay, donde en periodos de depreciaciones se ha verificado que el traslado del choque es mayor que en periodos de apreciación.

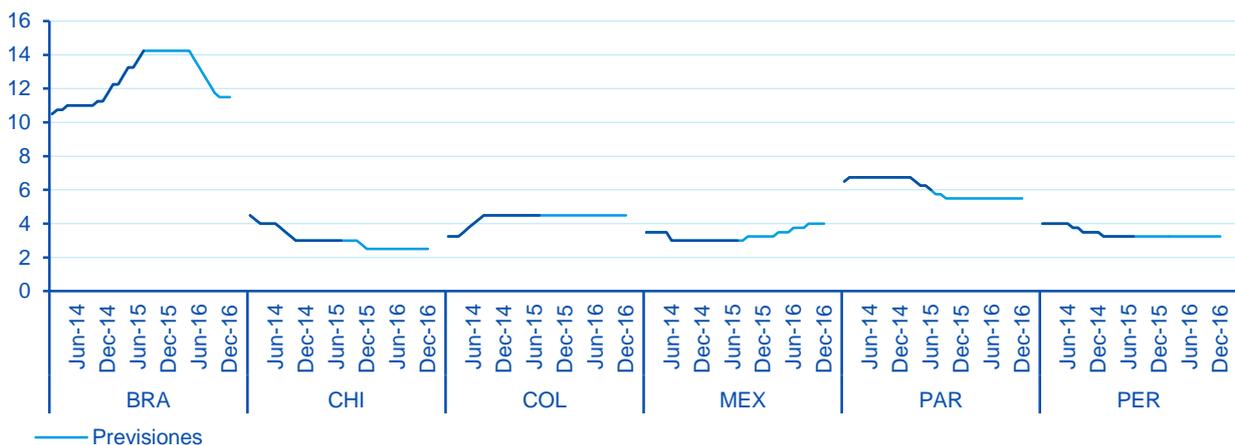
6 Mayores dilemas de política monetaria en América del Sur, mientras México se sincroniza con la Fed

Se optarían por bajadas de tipos de interés en Brasil, Chile y Paraguay, estabilidad en Perú y Colombia y aumentos en México de aquí al cierre de 2016

Los países de la región afrontan actualmente el dilema de subir los tipos para minimizar los efectos de segunda vuelta del reciente repunte inflacionario y asegurar el anclaje de las expectativas o bajarlos para facilitar la recuperación de la actividad económica que en estos momentos crece por debajo de su ritmo potencial. La inminente subida de los tipos de interés por la Fed en EE.UU. añade complejidad a la situación ya que el desacople de las políticas monetarias locales debería exacerbar las presiones sobre las divisas, algo que impactaría no sólo a la inflación, sino que conllevaría un coste para los agentes que mantienen pasivos en dólares.

Frente a este dilema, la mayoría de los bancos centrales de los países latinoamericanos han optado por mantener los tipos de interés estables en lo que va de año. En concreto, la tasa de política monetaria se ha mantenido sin cambios desde el inicio del año en Chile (3,0%), Colombia (4,5%), Perú (3,25%) y México (3,0%). En contraste, en Paraguay la autoridad monetaria ha recortado en los últimos meses los tipos de interés en 100p.b. hasta 5,75% y Brasil los ha subido hasta 14,25%. En el caso paraguayo el relajamiento monetario acompañó la tendencia bajista de la inflación mientras que en Brasil fue una respuesta a la aceleración de los precios y un intento de recuperar la credibilidad de la política monetaria y anclar las expectativas.

Gráfico 6.1
Latam: Tasa de Política Monetaria, %



Fuente: BBVA Research

Hacia adelante prevemos mayor heterogeneidad en las estrategias de los bancos centrales de la región (Gráfico 6.1). El desacople de la Fed, que estimamos empezará a subir los tipos de interés de manera gradual en septiembre, se materializará de distintas maneras en los países de América del Sur. Creemos que en Colombia y Perú las tasas de referencia de política monetaria seguirán en los niveles actuales por un largo período de tiempo. En concreto, en estos dos casos nuestra previsión es de estabilidad a los

niveles actuales hasta el cierre de 2016, aunque en Perú, donde la preocupación con una excesiva volatilidad en los mercados cambiarios es particularmente relevante debido a los elevados niveles de dolarización de su economía, cambios en la política monetaria pueden seguir siendo introducidos a través de otros instrumentos. En Brasil, la comunicación del banco central sugiere que el ciclo alcista ha finalmente llegado a su fin. También en este caso esperamos que los tipos de interés se mantengan estables por un período de tiempo prolongado, aunque menos que en Perú y Colombia; un ciclo de relajamiento monetario - menos agresivo que los observados en ocasiones anteriores- posiblemente empezará a mediados del próximo año acompañando la moderación de la inflación. En Chile nuestra previsión es que el ajuste a la baja vendría antes que en Brasil, aún en 2015, por el debilitamiento de la demanda interna. Finalmente, en Paraguay un ajuste adicional de -25p.b. debe ser anunciado en los próximos meses, tras el cual los tipos de interés probablemente permanecerán en 5,5% hasta al menos el cierre de 2016.

Si, por un lado, proyectamos un desacople de las políticas monetarias en Sudamérica de la política monetaria en EE.UU; por otro lado, evaluamos que la política monetaria mexicana seguirá sincronizada con la de su vecino del norte. En este sentido, los comunicados recientes de Banxico ya han dejado claro que el principal determinante de sus decisiones será la política monetaria adoptado por la Fed. Eso significa que, dada nuestra previsión de que la Fed iniciará el proceso de subida de los tipos de interés en septiembre, Banxico debe subir su tasa de fondeo desde el nivel de 3,0% en que se encuentra desde junio de 2014 hasta 3,25% también en septiembre y luego, en 2016, ajustarla adicionalmente al alza hasta que alcance 4,0%.

Los tipos de cambio de la región se mantendrán depreciados hacia delante, presionados por el desacoplamiento de los bancos centrales de la subida de tasas de interés de la Fed, y un entorno externo menos favorable

Como se comentaba en la sección 3, las divisas latinoamericanas se han depreciado de manera generalizada en los últimos tres meses, influidas por factores internos, tales como el probable desacoplo de la política monetaria local en relación con la de la Fed y la desaceleración del crecimiento, y por factores externos, especialmente la apreciación del dólar americano en los mercados globales, las turbulencias financieras recientes en China y la contracción del precio de las principales materias primas.

De una manera general, la volatilidad en los mercados cambiarios debe continuar en los próximos meses, a medida que la Fed vaya concretando la normalización de la política monetaria.

Aunque en ningún caso los tipos de cambio deben mostrar hacia adelante la fortaleza exhibida hace algunos años, en países como México, Chile y Colombia es probable que las divisas se aprecien a partir del último trimestre, tras alcanzar su nivel más débil inmediatamente después de la primera subida de la Fed, en consecuencia de la progresiva recuperación de la actividad económica y de un mayor respaldo, en los casos de México y Colombia, del precio del petróleo y, en el caso chileno, del precio del cobre (Gráfico 6.2 y Anexo).

Gráfico 6.2
Latam: Tipo de cambio, índice enero 2014 = 100 (moneda local por dólar)



Fuente: BBVA Research

En los demás países analizados la depreciación debe continuar más allá de 2015. En Perú, además del entorno externo menos favorable, pesaría también en favor de una mayor debilidad de su moneda las menores perspectivas de crecimiento, el empeoramiento de las expectativas para las cuentas externa y fiscal y la menor resistencia de las autoridades económicas debido a que la dolarización del crédito está bajando más rápido que lo previsto. En Brasil, la depreciación adicional del cambio sería también una respuesta a la necesidad del país de recuperar la competitividad de su sector manufacturero y al riesgo de que el país acabe perdiendo su grado de inversión.

Asimismo, cabe destacar que el elevado grado de volatilidad puede acabar determinando una mayor intervención en los mercados cambiarios, tal como ha ocurrido recientemente en México, donde se ha incrementado el monto de dólares a subastar desde 52 hasta 200 millones de dólares diarios.

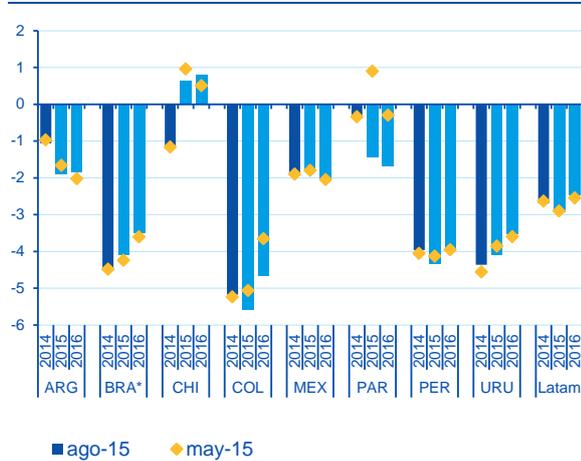
7 Déficits exteriores se mantendrán elevados en Latam, pero aún sostenibles

Los déficits exteriores de la región seguirán lastrados por moderados precios de las principales materias primas de exportación

La perspectiva en términos de cuenta corriente ha empeorado ligeramente para 2015 casi en todas las economías. Las exportaciones continúan resintiendo la caída en precios de materias primas y menor crecimiento de los principales socios comerciales, no compensada todavía por exportaciones no tradicionales. La excepción será Chile, donde seguimos pronosticando superávit en cuenta corriente en 2015, aunque menor que el esperado hace un trimestre. La menor dinámica en términos de actividad implicará también ajuste suave en las cuentas externas (Gráfico 7.1).

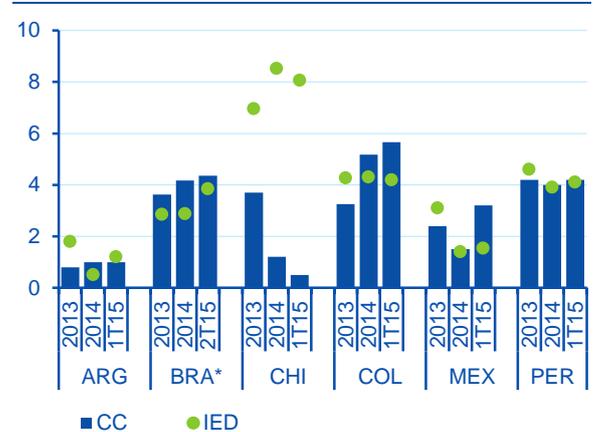
Para 2016 la estabilización de materias primas y la maduración de proyectos de inversión hoy en marcha (proyectos mineros en Perú y Chile, reforma energética en México) así como el impulso de exportaciones no tradicionales (Colombia, manufacturas distintas a automotriz en México), mejorará la perspectiva exportadora, lo que junto con el ajuste en demanda interna esperado habrán de contribuir a disminuir la brecha externa. Cabe reconocer sin embargo que el menor crecimiento esperado para China representa un desafío importante para los países de la región; y el ajuste podría ser en niveles más elevados de lo esperado hasta hace un trimestre.

Gráfico 7.1
Cuenta corriente como % del PIB



* Cambio de metodología adoptado por la BCB. Previsiones anteriores y actuales no comparables
Fuente: BBVA Research

Gráfico 7.2
Déficit por cuenta corriente e IED como % del PIB



* Cambio de metodología adoptado por la BCB. Previsiones anteriores y actuales no comparables, último dato: 2T15.
Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

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

La financiación de los déficits ha sido en mayor medida que hace un trimestre vía flujos de corto plazo. Las medidas de vulnerabilidad de la región apuntan que los riesgos para la región siguen acotados.

Cabe alertar sobre la mayor vulnerabilidad relacionada con el aumento de la proporción del déficit exterior financiado con capitales de corto plazo. En 2013 la IED fue suficiente para cubrir el déficit externo en todos los países salvo Brasil, mientras que en 2014 y a inicios de 2015 solo lo hizo en Chile y, en menor medida, en Argentina (Gráfico 7.2).

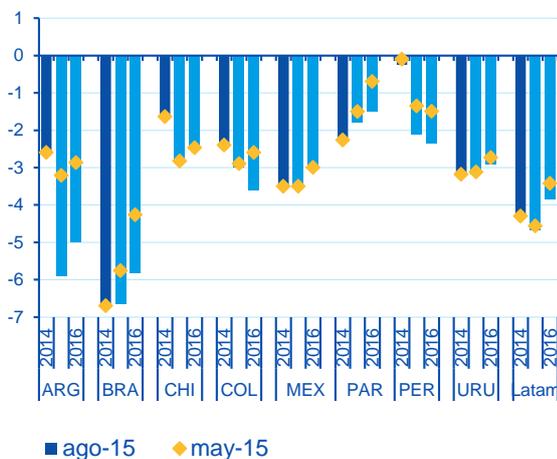
8 Empeoran las perspectivas sobre los saldos fiscales, especialmente en Brasil y Argentina

Empeoran las perspectivas sobre los saldos fiscales en Brasil en 2015, por el deterioro cíclico y el menor ajuste fiscal

Deterioro importante en cuentas públicas en los países de América del Sur, por menores ingresos provenientes de moderación en la actividad que implica menor recaudación (Chile, Brasil, Colombia, Perú y Paraguay) acompañada en algunos casos de aceleración del gasto (Argentina, Perú y Paraguay). Por su parte, se muestra una mayor estabilidad en las cuentas públicas en México.

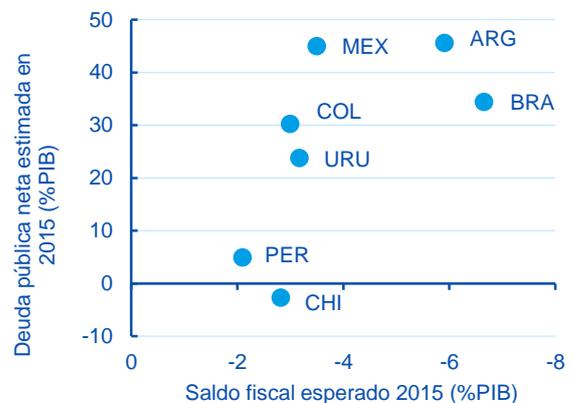
Las cuentas fiscales se han deteriorado fuertemente en Argentina (Gráfico 8.1 y 8.2) y lo continuarán haciendo hacia 2015, resultado de una política de mayor gasto público, que posiblemente comenzarían a revertirse hacia 2016. El superávit primario en Brasil será menor al previsto, no sólo por el efecto de la contracción de la demanda interna sobre los ingresos, sino también por las dificultades políticas de poner en marcha un ajuste fiscal más fuerte. El reciente anuncio de reducción de los objetivos de superávit primario, desde 1,1% del PIB en 2015 y 2,0% en 2016 y 2017 hasta 0,15% en 2015, 0,7% en 2016 y 1,3% en 2017, son una evidencia de que el ajuste fiscal, sobre el cual sigue habiendo mucha incertidumbre, será más gradual que lo esperado. Además, el mayor gasto por el pago de intereses, por una tasa de política monetaria más alta y por el coste de mantenimiento de un stock de swaps cambiarios (cuyo monto asciende a alrededor de USD100bn), también pesarán sobre el saldo fiscal brasileño. En los países andinos y Paraguay los proyectos de inversión principalmente pública vía mejora en infraestructura serán uno de los impulsos importantes al crecimiento, aunque con una intensidad menor a la anticipada hace un trimestre. En Colombia, el déficit fiscal se acelerará en 2015 y 2016 por la menor renta petrolera, y el mayor déficit admitido por la regla fiscal. En el Caso de Chile la convergencia al balance estructural en 2018 se empieza a ver comprometida: se reducen los espacios de gasto público desde 2016. En Perú el principal impulso al crecimiento en la segunda mitad del año será el inicio de la construcción de obras importantes de infraestructura (metro, gasoducto, refinería Talara).

Gráfico 8.1
Saldos Fiscales como % del PIB



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

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



Fuente: BBVA Research, WEO del FMI y estadísticas nacionales

9 Tablas

Tabla 9.1
PIB (% a/a)

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

* Previsiones
Fuente: BBVA Research

Tabla 9.2
Inflación (% a/a, promedio)

	2012	2013	2014	2015*	2016*
Argentina	10,0	10,6	20,6	16,9	20,8
Brasil	5,4	6,2	6,3	8,7	6,1
Chile	3,0	1,8	4,4	4,1	2,9
Colombia	3,2	2,0	2,9	4,3	3,4
México	4,1	3,8	4,0	2,8	3,3
Paraguay	3,7	2,7	5,0	3,7	4,4
Perú	3,7	2,8	3,2	3,4	3,1
Uruguay	8,1	8,6	8,9	8,1	7,2

* Previsiones
Fuente: BBVA Research

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

	2012	2013	2014	2015*	2016*
Argentina	4,55	5,48	8,12	9,26	12,47
Brasil	1,96	2,18	2,36	3,18	3,41
Chile	486	495	570	642	631
Colombia	1798	1869	2001	2.578	2.513
México	13,17	12,77	13,29	15,36	14,62
Paraguay	4417	4312	4514	5.064	5.366
Perú	2,64	2,70	2,84	3,17	3,37
Uruguay	20,23	20,40	23,20	26,59	29,12

* Previsiones
Fuente: BBVA Research

Tabla 9.4

Tipo de interés (% , promedio)

	2012	2013	2014	2015*	2016*
Argentina	13,85	16,92	22,55	21,19	21,90
Brasil	8,46	8,44	11,02	13,58	12,94
Chile	5,02	4,90	3,69	2,94	2,50
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	6,00	5,50
Perú	4,25	4,21	3,79	3,25	3,25
Uruguay	18,59	17,70	21,52	20,23	18,54

* Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 9.5

Cuenta corriente (% PIB, a final de periodo)

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

* Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 9.6

Balance fiscal (% PIB, a final de periodo)

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

* Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 9.7

Previsión de Materias primas

	2012	2013	2014	2015*	2016*
Petróleo (Brent USD/Barril) (prom)	111,6	108,5	98,9	60,9	69,0
Soja (USD/ton) (prom)	537,8	517,5	458,3	362,3	366,8
Cobre (USD/libra) (prom)	3,61	3,32	3,11	2,62	2,68

* 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

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

Alejandro Faci
alejandro.faci@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Rodrigo Falbo
rodrigo.falbo@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas
Rafael Doménech Vilariño
r.domenech@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Área de Sistemas Financieros y Regulación
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Áreas Globales

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes
Alvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Asia
Le Xia
le.xia@bbva.com

Inclusión Financiera
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

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

Innovación y Procesos
Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Coordinación LATAM
Juan M. Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución
José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global
Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@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