

Situación Latinoamérica

4º TRIMESTRE DE 2015 | UNIDAD DE LATAM



01 Latam se mueve a dos velocidades, con la Alianza del Pacífico creciendo al 2,4% en 2015-16 y Brasil, en recesión, lastrando a Mercosur

02 Se produjo una alta volatilidad en los mercados al hilo de las dudas sobre China, lo que generó una fuerte depreciación de los tipos de cambio

03 La inflación continúa por encima de los objetivos de los bancos centrales (salvo en México). Los países andinos endurecen su política monetaria

04 Un escenario de riesgo con una mayor desaceleración en China tendría un impacto negativo muy significativo en América del Sur

Índice

1 Resumen	3
2 Entorno global: freno del crecimiento en 2015 y mejora limitada en 2016	5
3 Fuerte volatilidad de los mercados latinoamericanos, al hilo de las dudas sobre el crecimiento en China.	7
4 América Latina se desacelera a dos velocidades	13
Recuadro 1. Cuál sería el impacto de una mayor desaceleración de China sobre América Latina?	19
5 La depreciación del tipo de cambio empuja a la inflación en América del Sur	24
6 Endurecimiento de la política monetaria en América del Sur frente al aumento de la inflación	27
7 Déficits exteriores elevados en Latam, que se corregirán lentamente hacia delante	30
8 Perspectivas fiscales perjudicadas por las materias primas y la desaceleración y, en Brasil, por el proceso político	32
9 Tablas	34

Fecha de cierre: 13 de noviembre de 2015

1 Resumen

El crecimiento mundial se frena ligeramente en 2015, al 3,2% y se recuperaría en 2016 hasta el 3,5%. Ambas cifras son ligeramente menores que las estimadas hace tres meses y dan cuenta de la debilidad del crecimiento especialmente en las economías emergentes, en un contexto de dudas sobre el crecimiento en China. En efecto, esas dudas generaron un episodio de muy fuerte volatilidad en los mercados internacionales en julio y agosto, que afectó particularmente a los activos de las economías emergentes. Los precios de los principales activos en América Latina, muy encadenada a las perspectivas sobre la economía china (especialmente América del Sur) no se vieron inmunes a este proceso y registraron caídas violentas como pocas veces se vio en los últimos 10 años.

Por supuesto, las dudas sobre China generaron también una presión a la baja sobre los precios de las principales materias primas de exportación de la región y moderaron la perspectiva de recuperación de precios hacia adelante. Por su parte, los riesgos que se derivan para EEUU de un entorno global más desfavorable han retrasado la primera subida de tipos de interés en ese país, que ahora probablemente se realice en diciembre, seguido de un aumento más gradual en 2016 de lo que se anticipaba hace tres meses. Con todo, la posible volatilidad que genere el inicio del proceso y la propia debilidad cíclica de la región seguirán presionando a los mercados latinoamericanos.

Los indicadores de confianza continuaron debilitándose en la región. Se vieron lastrados por el ruido político y el adverso entorno externo, así como un mercado laboral más débil y el alza de la inflación. Esto continuó debilitando tanto a la inversión como al consumo de forma más o menos generalizada. Por otro lado, el sector externo de la región continúa también debilitado, marcado por las dudas sobre el crecimiento en China y una nueva corrección del precio de las principales materias primas de exportación.

En este contexto, nuestras previsiones de crecimiento para América Latina se ajustan a la baja respecto a las de hace tres meses. Anticipamos que el promedio de la región permanecerá prácticamente estancado este año y el siguiente. En particular, anticipamos una contracción de la actividad de -0.3% en 2015 y un leve aumento de 0.3% en 2016. Con todo, el promedio regional enmascara una desaceleración generalizada del crecimiento pero que se produce a dos velocidades: por un lado, la Alianza del Pacífico (México, Colombia, Perú y Chile) crecerá a un ritmo promedio de alrededor de 2,4% en 2015 y 2016, mientras que Brasil atravesará una fuerte recesión en ambos años (-2,5% y -0.5%, respectivamente), lo que acabará lastrando al resto de países de Mercosur, con fuertes relaciones comerciales con él. Por países, seguirán siendo Perú, Colombia y Paraguay los países que mantengan un mayor crecimiento en la región este año y el próximo (véanse las tablas de previsiones en la sección 9). El aumento del crecimiento, que empezaría a producirse gradualmente a partir de finales de 2016, vendría impulsado por (i) el empuje de la demanda externa, al hilo del aumento del crecimiento mundial y un tipo de cambio más depreciado, y (ii) el soporte de la inversión pública, especialmente en las economías andinas y México. Así, la región debería tender a un promedio de crecimiento similar a su potencial, cercano al 3%, hacia 2018.

La inflación se mantiene por encima de los objetivos de los bancos centrales de la región, a pesar de la debilidad cíclica. Se convergería más lentamente a lo anticipado a los objetivos de los bancos centrales, en gran parte por una depreciación más intensa a la anticipada, particularmente después del episodio de volatilidad de julio y agosto. La inflación en la región también sorprendió al alza por factores idiosincráticos, entre los que destacaron el alza de precios administrados (Brasil), shocks a los precios de los alimentos (Perú, Colombia) y factores inerciales (Uruguay, Brasil). La principal excepción a este patrón de alza en la inflación es México, donde esta se sitúa por debajo del objetivo del banco central, en buena medida por el impacto de las reformas en los sectores de telecomunicaciones y energía. Más importante que el incremento de las tasas de inflación, se

empezaron a observar algunos incrementos -leves aún- de las expectativas de inflación en algunos países, de nuevo con la excepción de México.

Así, ante el riesgo de un desanclaje de las expectativas de inflación, los bancos centrales de los países andinos decidieron endurecer el tono de sus políticas monetarias con incrementos en las tasas de referencia, a pesar de un contexto de mayor desaceleración. Por su parte, en Brasil se mantuvieron los restrictivos niveles actuales, ante una inflación por encima del objetivo y en México también se mantuvo inalterada la tasa de política monetaria, esperando sincronizar la primera subida con la de la Reserva Federal. Hacia adelante, en la medida que la presión sobre la inflación persista y se recupere la actividad, anticipamos más subidas de tipos de interés en los tres países andinos en lo que resta del año o en 2016, una senda más restrictiva que la que anticipábamos hace tres meses. Por su parte, México tratará de sincronizar su política monetaria con la primera primeras subidas de la Fed en diciembre y en 2016, para reducir la volatilidad de mercado, para posteriormente desacoplarse y atender más a las condiciones internas de baja inflación y relativa desaceleración. En contraposición, Brasil podría empezar a reducir su elevada tasa de política monetaria en la segunda mitad de 2016, a medida que la inflación se reduzca, si bien existe el riesgo sobre la inflación proveniente de una mayor depreciación o una fallida corrección fiscal.

Con el inicio de las subidas de tipos de interés por parte de la Fed, un entorno externo menos favorable y una mayor desaceleración en la región, continuará la tendencia a la depreciación de los tipos de cambio en la mayoría de países. La depreciación reciente, muy intensa en julio y agosto, se produjo en un contexto de menores precios de las materias primas y las dudas sobre el crecimiento en China. Hacia adelante, 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 en 2016, 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 (salvo Chile) y también presionan al alza a los déficits fiscales. Los déficits externos se empezarán a moderar en 2016 en algunos países, por la depreciación del tipo de cambio, la debilidad de la demanda interna y cierta recuperación de los términos de intercambio. Las perspectivas de los saldos fiscales empeoran especialmente en Brasil, como consecuencia de una recesión más intensa a la anticipada, así como el impasse político que dificulta seriamente la adopción de las necesarias medidas de ajuste fiscal.

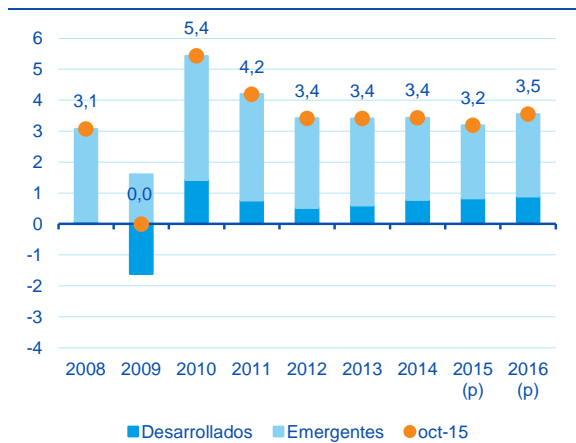
Uno de los principales riesgos para la región es una mayor desaceleración de China. Un escenario de riesgo en el que la desaceleración de la inversión lleve a un crecimiento de alrededor del 4% en ese país impactaría a la región a través de una caída del precio de las materias primas y un aumento de la aversión al riesgo (Recuadro 1). El impacto de estos dos elementos se vería multiplicado por el escaso espacio para políticas contracíclicas (salvo la fiscal en Perú y Chile) y por el significativo impacto que tendría sobre la confianza de hogares y empresas -que parte ya de niveles muy reducidos-. Los países más afectados ante este shock serían probablemente Brasil y Colombia, al estar fuertemente expuestos a China, además de la debilidad de los fundamentos macroeconómicos en el caso de Brasil y el impacto de una fuerte caída del precio del petróleo en el caso de Colombia. Por su parte, los menos afectados serían México y Argentina. En el caso de México, se encuentra menos ligado al ciclo chino y a las materias primas, mientras que Argentina enfrenta un menor impacto sobre sus términos de intercambio, si bien sufriría por el impacto indirecto a través de Brasil.

2 Entorno global: freno del crecimiento en 2015 y mejora limitada en 2016

Según nuestras estimaciones, el PIB mundial habría encadenado cuatro trimestres consecutivos de crecimiento inferior al registrado en promedio entre 2010 y 2014 debido, fundamentalmente, a la progresiva desaceleración de los principales países emergentes, en un contexto en el que las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico y la estabilidad financiera de China desencadenaron un repunte significativo de las tensiones financieras y nuevas correcciones en los precios de las materias primas.

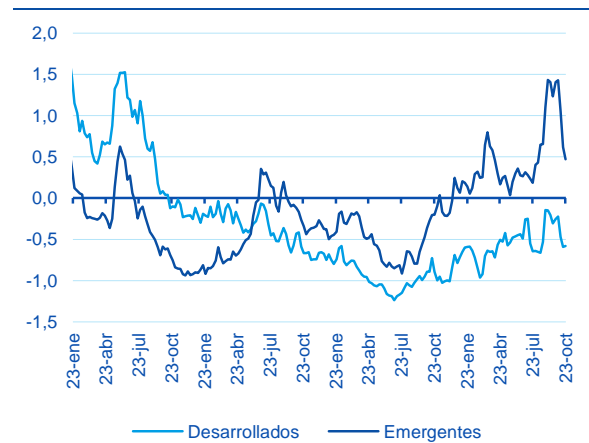
De este modo, el PIB mundial crecería 3,2% en 2015 (dos décimas menos de lo pronosticado hace tres meses), el más reducido desde 2009 (Gráfico 2.1) y con una moderación del crecimiento en las economías emergentes a apenas un 4% anual, frente a un promedio superior al 5,5% en los cinco años precedentes. Las perspectivas para 2016 son ligeramente más favorables, con un repunte del crecimiento mundial hasta el 3,5% (tres décimas por debajo del pronóstico del anterior trimestre), sustentadas en un mejor comportamiento relativo tanto de las economías desarrolladas como emergentes.

Gráfico 2.1
PIB mundial: crecimiento anual (%). Previsiones 2015-16



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Con todo, la estabilización del precio de las materias primas en cotas reducidas y el repunte sostenido de las tensiones financieras en las economías emergentes (Gráfico 2.2), acompañado de salidas intensas de capitales, depreciaciones acusadas de sus divisas y un aumento de los diferenciales soberanos, ponen de manifiesto que el balance de riesgos sigue siendo bajista a escala global. Aun cuando la política monetaria en los países desarrollados pueda mitigar el impacto de un escenario de menor crecimiento, el espacio del que dispone para reactivar el ciclo económico es reducido, teniendo en cuenta los bajos niveles de tipos de interés y el elevado volumen de liquidez ya existente. La combinación de un *shock* financiero en China, que sitúe el crecimiento anual de la economía bien por debajo del 6%, con una recuperación del bloque desarrollado todavía más lenta de lo observado hasta el momento es, sin duda, un escenario de riesgo relevante, tanto por su grado de plausibilidad (limitado pero no extremo) como de severidad por su impacto potencial sobre la economía mundial en general y sobre América Latina en particular (ver, a este respecto, el Recuadro 1 para el impacto específico sobre América Latina).

EE.UU.: revisión a la baja del crecimiento por el deterioro del entorno externo

Repasando el panorama en las principales áreas económicas, resulta notable la estabilización del crecimiento de EE.UU. en tasas reducidas respecto a las registradas en otras fases de recuperación. El consumo privado sigue siendo determinante en la dinámica de recuperación, pero no compensaría del todo la caída tanto de las exportaciones (por la apreciación del dólar y la debilidad de las economías emergentes) como de la inversión en el sector energético. Así, el PIB crecería el 2,5% en 2015 y 2016.

Los riesgos que se derivan para EE.UU. de un entorno global más desfavorable están condicionando la reacción de la Fed y el inicio de la primera subida de tipos de interés, que se produciría en diciembre. En cualquier caso, la senda de incremento de tipos de interés se antoja muy gradual, con niveles de llegada a finales de 2016 probablemente inferiores a lo esperado hace un trimestre y no superiores al 1%.

China: revisión al alza del crecimiento esperado para 2015 que no disipa las dudas sobre el ritmo de la desaceleración económica en el futuro

La posición cíclica de China constituye, sin duda, una de las principales variables a vigilar a escala global. La fuerte corrección de su mercado bursátil el pasado mes de agosto alertó de los riesgos derivados de un shock financiero en el país con capacidad para comprometer el crecimiento de su gasto doméstico. La magnitud de las salidas de capitales y del repunte de la volatilidad financiera derivó en una amplia batería de medidas de política monetaria encaminadas a suavizar el deterioro de las condiciones de liquidez y su potencial impacto sobre la financiación del sector empresarial, altamente endeudado. El inesperado cambio anunciado por las autoridades en el proceso de fijación del tipo de cambio y los recortes progresivos de los tipos de interés se enmarcan en este contexto, caracterizado, además, por una desaceleración progresiva de la actividad que ha situado el crecimiento del PIB por debajo del 7% interanual en el tercer trimestre.

Todo apunta a que las autoridades continuarán recurriendo a medidas de estímulo monetario (no se descartan más bajadas de tipos de interés) y al margen de política fiscal del que dispone el Gobierno central para garantizar que el crecimiento económico no cae por debajo del 6% anual. Nuestros pronósticos cifran el crecimiento en el 6,9% y 6,2% en 2015 y 2016.

Eurozona: resistencia de la demanda doméstica y BCE listo para evitar la recaída de la inflación

En la eurozona, la recuperación económica prosigue aunque no se intensifica, tal y como se preveía hace unos meses. El PIB de la eurozona podría incrementar su ritmo de avance en 2016 hasta el 1,8% (apenas una décima menos que lo esperado el trimestre anterior) por el relanzamiento de Italia y Francia. La acentuación de los riesgos a la baja para las previsiones de inflación, en gran medida debido al abaratamiento de los bienes importados, junto con la apreciación reciente del euro parecería impulsar al BCE a la adopción de nuevas medidas de estímulo a corto plazo, tal y como ha anticipado.

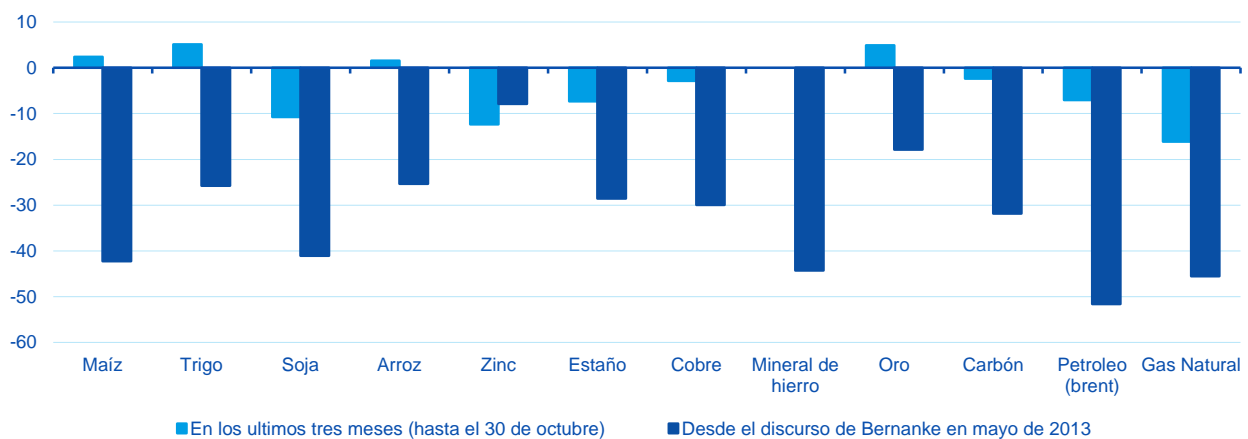
3 Fuerte volatilidad de los mercados latinoamericanos, al hilo de las dudas sobre el crecimiento en China

Los precios de las principales materias primas sufren el impacto de las dudas sobre el crecimiento en China, lo que se suma al ajuste por shocks de oferta del segundo trimestre del año

El precio de las materias primas continuó ajustándose a la baja en los últimos tres meses, con las excepciones de algunas materias primas agrícolas, del oro y del mineral de hierro, cuyo precio se mantuvo constante. La caída de precios ha sido más fuerte en los mercados de gas natural, zinc, soja, estaño y petróleo y menos pronunciada en los de cobre y carbón (Gráfico 3.1). En todos los casos considerados los precios se encontraban, al cierre de octubre, en niveles bastante por debajo de los observados hace algo más de dos años, cuando el discurso del entonces presidente de la Reserva Federal americana, Ben Bernanke, hizo que los mercados empezasen a reflejar el inicio del *tapering* y el proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU..

Gráfico 3.1

Precios de las materias primas (variación %)



Fuente: Bloomberg

En todo caso, el principal factor tras la moderación del precio de las materias primas es la disminución del ritmo de crecimiento de China y la reorientación de su economía hacia el consumo, que es menos intensivo en materias primas, principalmente en las metálicas y en las energéticas, en detrimento de la inversión. Si bien los mercados de materias primas llevan ya años pendientes de la evolución de la principal economía asiática y su impacto sobre la demanda, la preocupación ha aumentado en los últimos meses, principalmente en julio y agosto, como consecuencia de las turbulencias comentadas en la sección anterior, lo que ha contribuido de manera decisiva a las correcciones bajistas observadas recientemente.

Asimismo, la ralentización de la demanda parece la principal justificación frente al aumento de la oferta para explicar la caída del precio del petróleo desde los 65 dólares por barril en los que cotizaba a mediados de año a alrededor de 45 dólares en los que se situaba en noviembre. La dinámica del petróleo es similar a la de otras materias primas, principalmente de las metálicas, como el cobre y el mineral de hierro, lo que resulta consistente con la existencia de un factor común a todas ellas vinculado al freno de la demanda. En el caso de la soja, un producto muy relevante para países como Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay, además de los factores globales, ha influido en el precio la buena cosecha en EE.UU. De una manera general, los ajustes de oferta ante

una situación de caída significativa de precios ya se empiezan a manifestar, sin embargo, sin que puedan compensar los efectos de una demanda más débil.

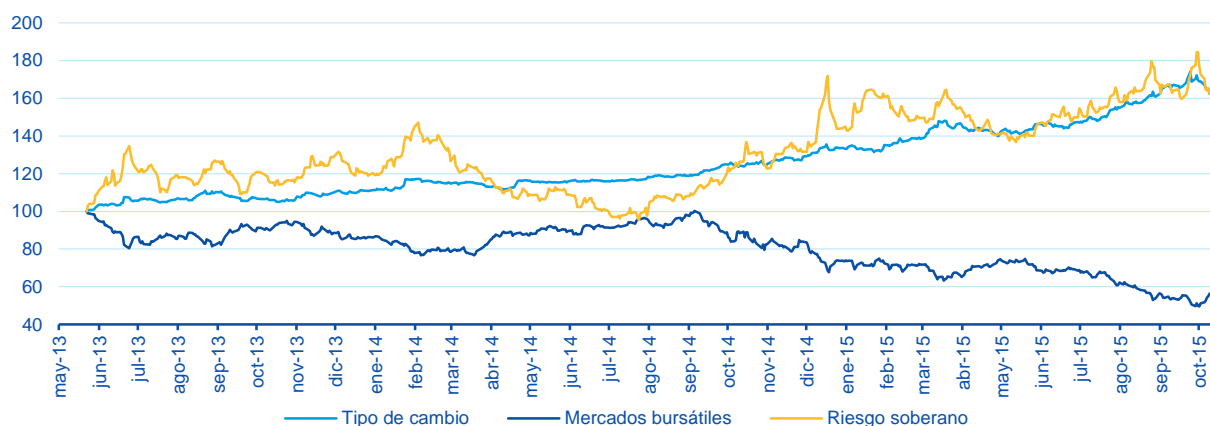
La caída de precios de materias primas y la volatilidad de los mercados lastró a los principales activos de la región

Los problemas en China han impactado directamente no sólo a los mercados de materias primas, sino que también a los mercados financieros de la región, por la importancia de la economía asiática -y de los productos primarios- para prácticamente todas las economías de la región. Si bien la Reserva Federal de EE.UU. retrasó la primera subida de tasas de interés, los mercados continuaron nerviosos, reflejando la incertidumbre sobre los próximos pasos de la autoridad monetaria americana.

Además del entorno externo poco favorable, la situación interna en la mayoría de los países también afectó negativamente el precio de los activos financieros latinoamericanos, principalmente debido a la generalizada moderación de la actividad económica. Entre los factores internos a la región destaca el fuerte deterioro fiscal y la consecuente pérdida del grado de inversión de la deuda de Brasil por parte de S&P en septiembre. En la práctica, el deterioro de la economía brasileña es otro elemento negativo que pesa sobre los mercados financieros latinoamericanos, aunque su impacto sea limitado, seguramente inferior al de la desaceleración china y al de la normalización de la política monetaria en EE.UU.¹

Gráfico 3.2

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



* Tipo de cambio: promedio de los países de la región. Indicador bursátil: MSCI. Riesgo soberano: EMBI Latam. En el caso del tipo de cambio, un aumento del índice indica depreciación.

Fuente: Haver Analytics, Datastream y BBVA Research

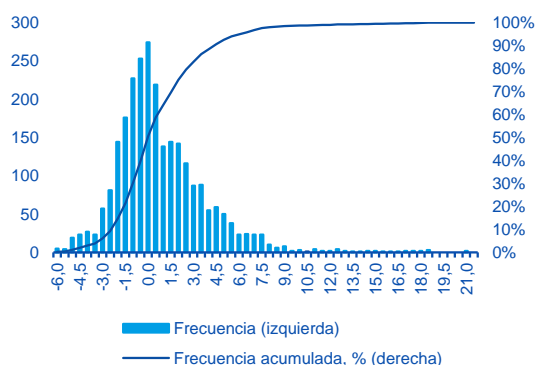
En este contexto, el precio de los principales activos financieros se ajustó adicionalmente a la baja en los últimos tres meses, principalmente debido a las correcciones observadas hasta el inicio de septiembre. Desde el cierre de julio hasta el final de octubre el EMBI Latam aumentó aproximadamente 20 puntos base, el indicador de mercado bursátil MSCI se contrajo casi 10% y los tipos de cambio se depreciaron alrededor de 8% en promedio (Gráfico 3.2). Se trata de pérdidas significativas, mayores que las registradas durante el *taper tantrum* en el verano de 2013, tras el famoso discurso de Ben Bernanke.

Asimismo, las correcciones observadas en los aproximadamente 45 días entre mediados de julio y finales de agosto, período en que en que los mercados financieros del país asiático exhibieron fuerte turbulencias y las preocupaciones con la economía China se intensificaron, tomaron proporciones atípicas. El caso de los

1: Para más detalles sobre la pérdida del grado de inversión en Brasil, así como eventuales consecuencias para la región, véase nuestro informe "Economic Watch: Brazil, back to high-yield"

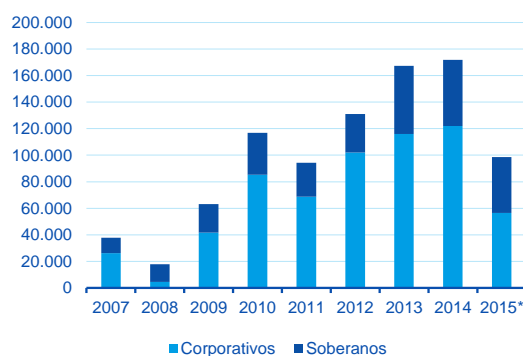
mercados de divisas es ilustrativo: durante los 45 días que duraron las tensiones financieras en China, el tipo de cambio de los principales países de América Latina se depreció en promedio 10,1%. En los últimos 10 años, sólo durante el inicio de la crisis de Lehman Brothers en 2008 la región observó una depreciación más fuerte de sus divisas. En los otros casos, que representan el 99% del período entre 2005 y ahora, la depreciación cambiaria no fue nunca más significativa que la ocurrida recientemente (Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3
Distribución de frecuencia de la depreciación cambiaria media acumulada en 45 días en Latam*



* Variación cambiaria acumulada en 45 días calculada diariamente entre noviembre de 2005 y octubre de 2015. En eje horizontal los números positivos (negativos) reflejan una depreciación (apreciación) cambiaria. Promedio simples de las divisas de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
Fuente: Datastream y BBVA Research

Gráfico 3.4
Emisiones en moneda extranjera (USD millones)



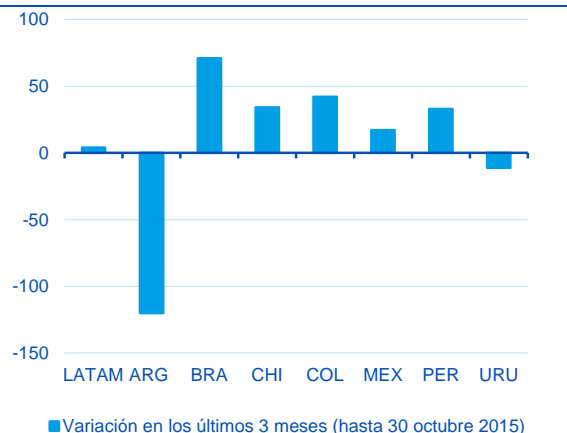
* En el caso de 2015, el dato se refiere a emisiones acumuladas hasta octubre.
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Otra consecuencia del actual contexto económico fue la moderación de los flujos de capitales hacia la región, que sin embargo se mantiene en general en niveles positivos. Asimismo, las emisiones en moneda extranjera tanto de los soberanos como de los sectores corporativos se han desacelerado mucho este año con respecto a los tres años anteriores (Gráfico 3.4). En concreto, las emisiones acumuladas en 2015 hasta octubre son un 34% inferiores a las acumuladas en el mismo periodo el año pasado, siendo que las contracciones más significativas son las del sector corporativo (-54%) y las realizadas por Brasil (-83%).

Las pérdidas financieras en los últimos meses han sido generalizadas, tanto en términos de países, como en términos de activos. Las únicas excepciones claras fueron el diferencial soberano y el mercado bursátil argentino, que acumularon ganancias en los últimos tres meses, probablemente debido a las perspectivas para la economía del país tras las elecciones presidenciales de noviembre.

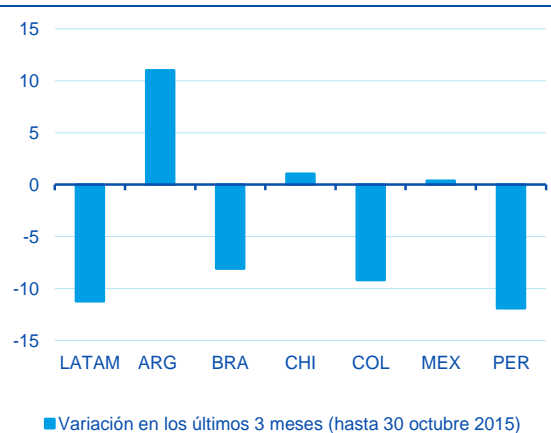
Con la excepción de Argentina, en los demás países analizados el diferencial soberano aumentó en los últimos tres meses, aunque menos en Uruguay, probablemente relacionado a los movimientos observados en Argentina, y en México, cuya dinámica económica es distinta a la de los demás países de la región ya que el país se beneficia más directamente de una recuperación de la actividad económica en EE.UU. y está menos expuesto a la economía china. El aumento del riesgo-país fue más pronunciado en Brasil, debido al impacto del ya citado deterioro fiscal y de la inestabilidad política (Gráfico 3.5).

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



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 3.6
Evolución de las cotizaciones bursátiles en América Latina (variación %, en moneda local)



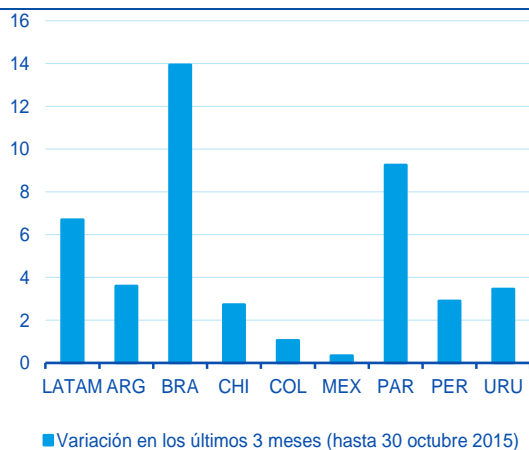
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Con respecto a los mercados bursátiles, las pérdidas registradas en los últimos tres meses fueron tan o incluso más relevantes en Colombia y en Perú que en Brasil. Además de su mayor nivel de partida, las cotizaciones bursátiles peruanas y colombianas sufrieron con la moderación reciente de sus economías, con el ruido político en el primer caso y con la fuerte caída del precio del petróleo en el segundo caso. Por otro lado, los mercados bursátiles lograron mantenerse relativamente estables en Chile y en México, pese al complejo entorno internacional (Gráfico 3.6).

Finalmente, en el caso de los mercados cambiarios todas las divisas analizadas, sin excepción, se debilitaron desde el cierre de julio. Como en los casos anteriores, el ajuste más fuerte ha ocurrido en Brasil, lo que pudo contribuir, junto con la fuerte corrección del precio de la soja y las presiones depreciatorias determinadas por una inflación en general elevada, a que las depreciaciones cambiarias hayan sido aún más fuertes en Argentina, Paraguay y Uruguay que en los demás países de la región (Gráfico 3.7).

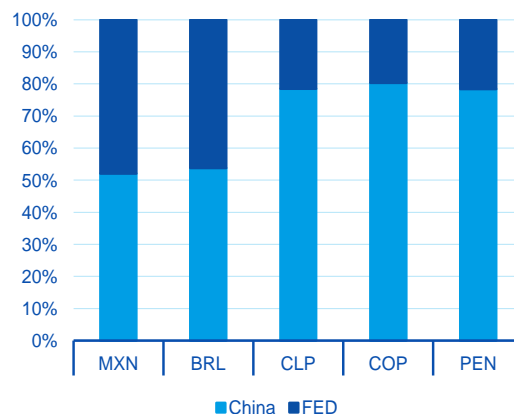
Vale la pena destacar que aunque tanto la moderación de la economía china como la incertidumbre relacionada a la normalización de la política monetaria en EE.UU. tengan un impacto negativo sobre los activos financieros de todos los países de la región, el primero pesa más en los países andinos que en Brasil y en México, ya que Chile, Perú y Colombia dependen en mayor magnitud de la venta de productos primarios a China. La importancia de las turbulencias relacionadas con la subida de los tipos de interés por la Reserva Federal es mayor en México y en Brasil, en gran medida debido al mayor grado de profundidad de sus mercados financieros (Gráfico 3.8).

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



Fuente: Datastream y BBVA Research

Gráfico 3.8
Peso de la moderación de China y dudas sobre la Fed en la dinámica cambiaria en Latam (acumulado desde enero de 2013)



* MXN: peso mexicano; BRL: Real brasileño; CLP: peso chileno; COP: peso colombiano; PEN: nuevo sol peruano. Para detalles sobre la metodología de estimación, véase nuestro informe "Flows & Assets Report 3Q15".
Fuente: BBVA Research

Se mantendrá la volatilidad hacia adelante, tanto por las acciones de la Fed como por las dudas sobre la desaceleración en China

A la medida que la economía china continúe ajustándose y que la Fed vaya revelando su estrategia de subida de tipos de interés, los mercados financieros de América Latina irán reaccionando, muy probablemente con sobresaltos, dada la relevancia y también la elevada incertidumbre que subyace ambos procesos. En este entorno, es difícil imaginar que los mercados financieros de la región recuperarán rápidamente las pérdidas acumuladas en los últimos tiempos.

Otro factor que apunta en la misma dirección es la probable rebaja de Brasil por debajo del grado de inversión por una segunda calificadora de riesgo en los próximos meses (posiblemente a mediados de 2016), lo que determinará un ajuste automático de cartera de ciertos tipos de inversores, lo que podría tener un impacto, aunque limitado, en la región, más allá de Brasil.

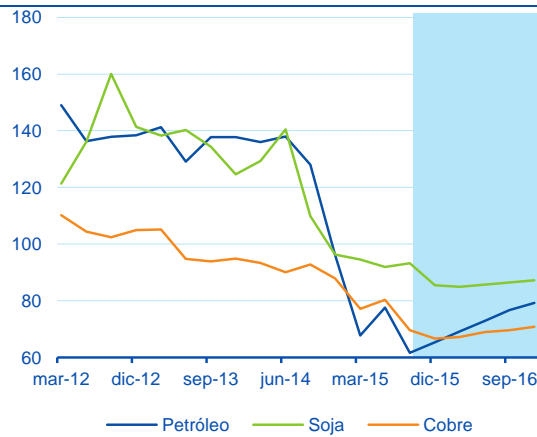
Con todo, los mercados financieros regionales se deben beneficiar de una recuperación de los precios de algunas materias primas clave como el petróleo y cobre, respecto a los deprimidos niveles actuales, lo cual apoyaría a algunos mercados fuertemente vinculados como Colombia, Perú y Chile (Gráfico 3.9).

En el caso del petróleo, esperamos que los precios superasen la barrera de 50 dólares por barril en lo que queda de año, y que converjan hasta algo más que 60 dólares a lo largo del próximo año. De manera similar, esperamos que tras tocar fondo y acercarse a 2 dólares por libra en los próximos meses, el precio del cobre aumente gradualmente a lo largo de 2016 hasta un nivel de aproximadamente 2,14 dólares. Aunque estas previsiones son más negativas que hace tres meses, por la mayor preocupación con respecto a China, ambas siguen considerando el esperado impacto en los precios de mayores ajustes de la oferta. Por otro lado, vemos como más probable que el precio de la soja se mantenga relativamente estable en el horizonte de previsión.

Finalmente, estimamos que tras las correcciones recientes el precio de al menos algunos activos financieros de la región puede estar en estos momentos por debajo del precio de "equilibrio" según sus fundamentales. Este es,

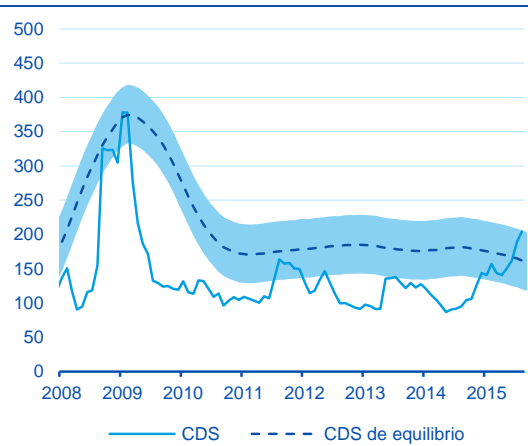
por ejemplo, el caso del CDS Latam, ilustrado en el Grafico 3.10. En nuestra opinión, esto debe limitar las presiones bajistas en los próximos meses.

Gráfico 3.9
Previsiones de precio de las principales materias primas (índice promedio 2010 = 100)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.10
Prima de riesgo en Latam: CDS observado y de equilibrio (puntos base)*



* Zona sombreada: promedio de cuadro modelos alternativos + 0,5 desviación estándar. Para más detalles sobre el cálculo del equilibrio, véase nuestro informe "Flows & Assets Report 3Q15".
Fuente: BBVA Research

4 América Latina se desacelera a dos velocidades

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

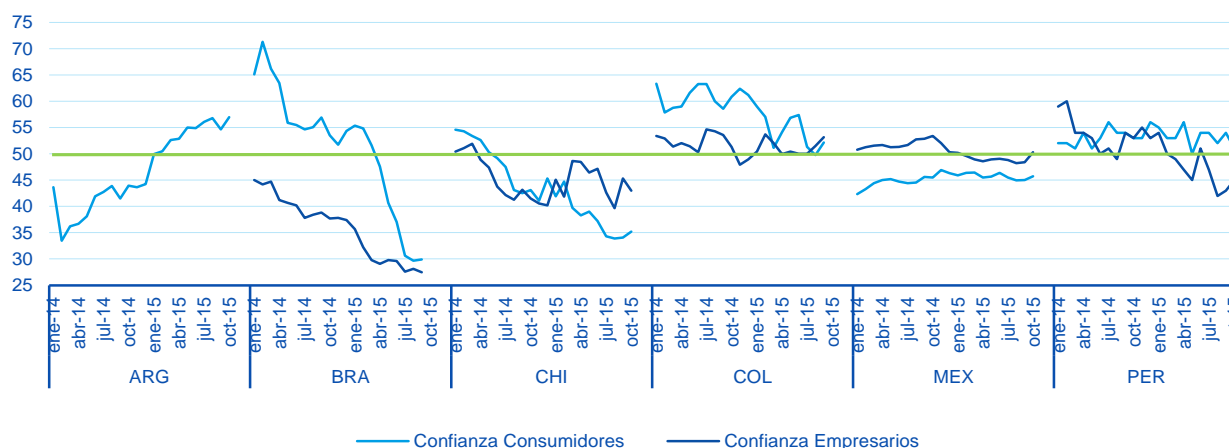
La confianza de los hogares y empresarios se mantiene en terreno pesimista en la mayoría de los países en América Latina. Los factores detrás de ello continúan siendo, por el lado de los productores (i) la incertidumbre política y sobre políticas económicas (Brasil, Chile, Perú), (ii) el entorno externo menos favorable, influenciado por la caída en el precio de materias primas, y menor demanda por productos entre socios regionales. Por su parte, por el lado de los hogares, han influido decisivamente (i) el mayor deterioro cíclico que han implicado mercados laborales menos boyantes y (ii) la mayor inflación que afecta a la renta disponible y, por ende, el consumo familiar.

Por parte de los productores, la profundización del pesimismo ha sido particularmente importante en Brasil y en alguna medida en Perú, influenciados por el ruido político y, en el caso de Brasil, la incertidumbre asociada al desarrollo de políticas económicas futuras. En Colombia y México las confianzas de los consumidores se mantienen sin cambios significativos respecto a meses previos y en Chile hemos visto algún repunte asociado a efectos temporales y a un muy leve repunte por datos de actividad algo mejores a lo estimado, aunque las confianzas se mantienen en niveles de pesimismo.

Las tasas de inflación se han mantenido en niveles altos en comparación histórica (Gráfico 5.1), con no pocas sorpresas respecto a lo esperado hace unos meses. La elevada inflación ha perjudicado directamente a los salarios reales e ingreso disponible. Por su parte la calidad del empleo continúa deteriorándose, con moderaciones en el empleo asalariado en los países andinos y Brasil. Así, la confianza de los consumidores se ha deteriorado notoriamente en Brasil, Chile y Colombia, mientras que se mantiene estable pero débil en Perú. En contraste, en México, las tasas de inflación acotada (con fuerte descenso en México) y mejoras en el mercado laboral han apoyado a que la confianza de los consumidores se mantenga en niveles altos.

Gráfico 4.1

Confianza consumidor y productor (valores sobre 50 indican optimismo)



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

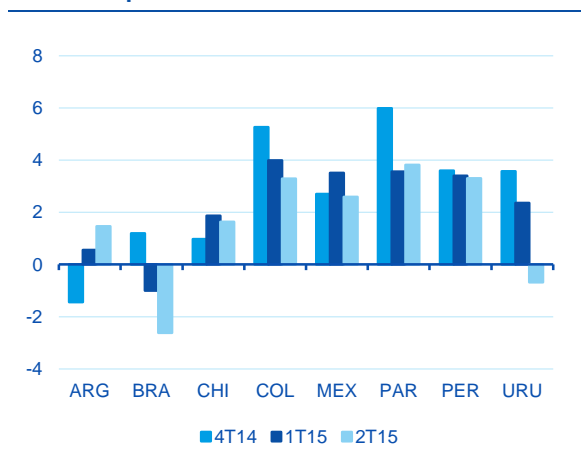
Estas moderaciones en la confianza se han traducido en general en menores crecimientos en consumo e inversión en el segundo trimestre, último dato disponible. El consumo privado se desaceleró (en términos de comparación anual) en todas las economías de la región salvo Argentina y Paraguay. Destacaron particularmente las caídas en el consumo de las familias en Brasil y Uruguay (Gráfico 4.1). En el primer caso la caída en consumo ha sido particularmente intensa y es la más fuerte desde al menos 2005. La

moderación (y caída) del consumo se concentra en bienes comerciables, influenciado por la importante depreciación de las monedas de la región y la moderación de los mercados laborales.

El componente de la demanda interna que más se ha desacelerado es, como en trimestres previos, la inversión (Gráfico 4.2). En el segundo trimestre de 2015 ésta perdió impulso en comparación anual en todos los países salvo en Argentina y muy ligeramente en Colombia. En el caso de Argentina conviene advertir que la comparación en inversión puede estar impulsada por un efecto estadístico importante: en 2014 se invirtió poco. La dinámica de la inversión fue débil en el trimestre para la mayoría de países de la región.

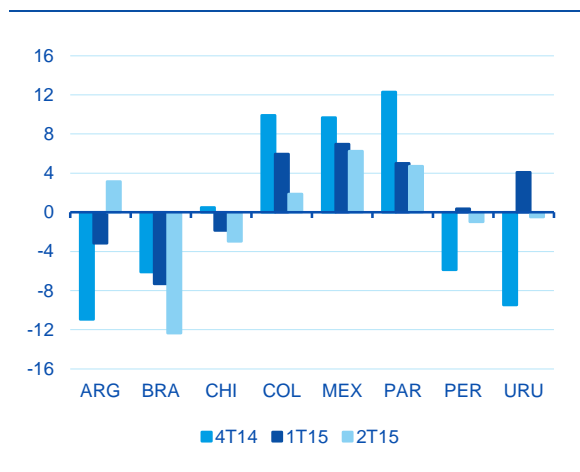
Cabe mencionar que pese a ser dos de las economías con mayor potencial de verse afectadas ante una recesión de su vecino Brasil, la dinámica en Argentina y Uruguay ha seguido patrones muy diferenciados, influenciados por el fuerte empuje del gasto e inversión pública en el primer caso (habitual en los periodos electorales), con lo que probablemente parte de estos efectos positivos se revertan en los siguientes trimestres.

Gráfico 4.2
Consumo privado: Var% a/a



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

Gráfico 4.3
Inversión: Var% a/a



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

La recuperación de la demanda interna llevará algo más de tiempo en concretarse, pues se anticipa que los niveles de confianza continuarán siendo bajos en los siguientes trimestres, lastrando el consumo e inversión.

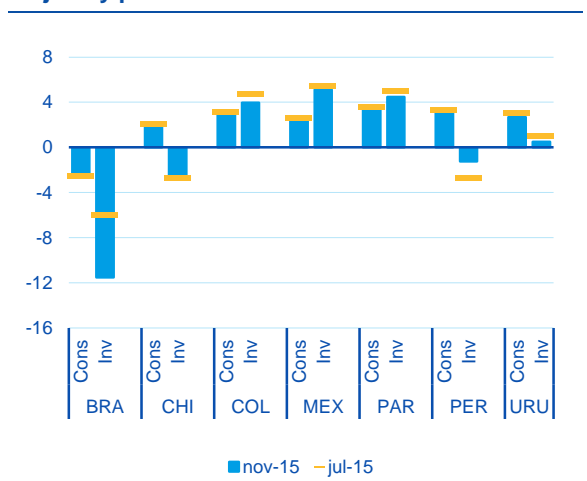
La turbulencia política y deterioro fiscal implican que la expectativa de menor demanda interna es particularmente intensa en Brasil, donde aún no hay señales de estabilización; por el contrario creemos que el consumo y la inversión profundizarán su deterioro en los siguientes trimestres, apuntando a que 2015 tendrá las peores dinámicas de la última década (consumo privado: -2,6%, inversión: -11,5%), caídas que incluso se extenderán hacia 2016 (-1,0% en consumo, -4,3% en inversión).

La situación en los andinos será también de moderación algo más duradera que lo pronosticado hace un trimestre: esperamos mayor profundidad en la desaceleración de la inversión en Perú y en menor medida, Colombia (Gráfico 4.3). En Perú, a diferencia de lo previsto hace unos meses esperamos ahora un impacto mayor del fenómeno de “El Niño”, y hay señales de que el crecimiento se ha impulsado en cierta medida por la acumulación de inventarios, que podría revertirse. En Chile se mantiene la debilidad en demanda interna, particularmente en inversión, que implicará dilación en la recuperación.

La excepción a estas dinámicas negativas está el caso de México, donde algunos indicadores recientes han sorprendido al alza, si bien esperamos alguna desaceleración hacia la última parte del año dados los recortes anunciados en el gasto público.

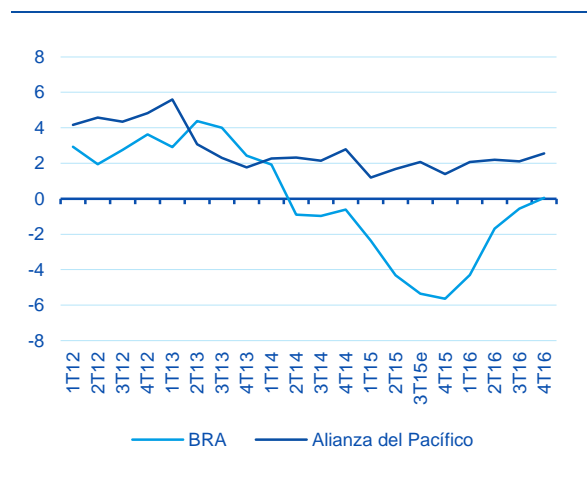
Es así que la dinámica de la demanda interna en América del Sur se desacelerará a dos velocidades: por una parte Brasil atravesando una recesión fuerte en 2015 y 2016 y, por otro, los países andinos (Gráfico 4.4 y 4.5), con moderación algo más duradera que lo estimado hace un trimestre, pero creciendo a tasas entre 2% y 3%. Por su parte, en Argentina la buena dinámica de la demanda interna se mantendrá en 2015. En cualquier caso, será solo hacia el final de 2016 cuando veamos una mejora en la demanda interna en la región.

Gráfico 4.4
Consumo e inversión en 2015, var% a/a, esperado en julio y previsión actual



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

Gráfico 4.5
Demanda interna: Brasil y Alianza del Pacífico, var% a/a



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

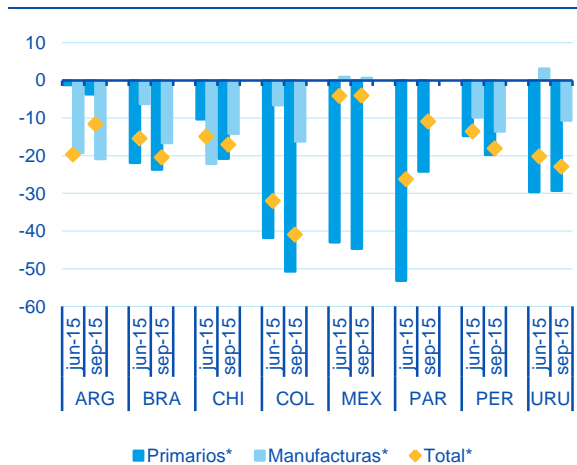
Las exportaciones siguen sufriendo el impacto de la caída de precios de las materias primas

Como se mencionó en el capítulo previo, el precio de las materias primas continuó perdiendo impulso en el tercer trimestre y, si bien esperamos un escenario de recuperación, esta será más suave y demorada que lo previamente esperado. Estos menores precios de materias primas han impactado negativamente a la región: si bien los volúmenes de exportaciones de materias primas no han cambiado drásticamente, el precio se mantiene bajo, lo que ha impactado en el valor total de las exportaciones (Gráfico 4.6). En términos anuales, las caídas en exportaciones han sido particularmente importantes en Brasil, Colombia, Perú y Uruguay.

Cabe señalar que las exportaciones no tradicionales (es decir las que no son de materias primas ni de procesamiento básico de las mismas) se han mantenido débiles pese a la fuerte depreciación de los últimos trimestres frente al dólar. En este sentido, la desaceleración de la propia región, que representa un mercado importante para esas exportaciones (Gráfico 4.7) ha implicado moderaciones en las exportaciones de bienes manufacturados en todos los países. El ejemplo más saltante (aunque no el único) es la retroalimentación entre la debilidad de la demanda de exportaciones industriales entre Argentina y Brasil. Además, la escasa respuesta de las exportaciones no tradicionales también se debe en parte a que las monedas latinoamericanas se han depreciado simultáneamente, negando esa ganancia de competitividad tan saltante frente al dólar.

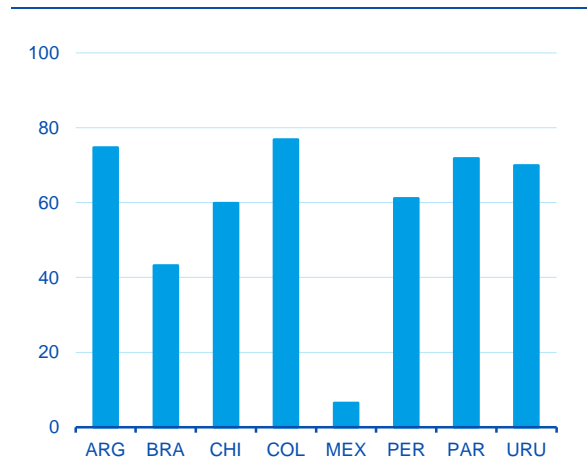
En el caso de México, pese a que la industria automotriz mantiene un crecimiento elevado, las exportaciones manufactureras distintas a automotriz crecen débilmente, pese a la depreciación del peso y también pese a la mejora en crecimiento de Estados Unidos.

Gráfico 4.6
Valor de las exportaciones, var % a/a



Fuente: BBVA Research y Haver. Dentro de productos "Primarios" se comprende en Chile productos mineros, en Colombia y Perú exportaciones tradicionales, en México exportaciones petroleras. En Colombia y Perú, "Manufacturas" se refiere a exportaciones no tradicionales.

Gráfico 4.7
Exportaciones a Latam de manufacturas no básicas* como % de las exportaciones de no básicas (2014)



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales.
* Incluye productos químicos, caucho, plásticos, caucho, textiles, prendas de vestir, cuero y calzado, maquinaria electrónica, equipo de transporte y otras manufacturas no básicas.

La actividad económica en América Latina permanecerá prácticamente estancada en 2015-16 (-0.3% y 0.3%, respectivamente)

La dinámica de la primera parte del 2015 se ha caracterizado por la entrada en recesión de Brasil, liderada por la caída en inversión, moderaciones más prolongadas en la demanda interna de los andinos, Paraguay y Uruguay, además de continuación en la pérdida de valor de las exportaciones totales en toda la región.

En la mayoría de países, (salvo Argentina y Chile) el crecimiento en el segundo trimestre resultó menor al estimado un trimestre atrás. Esta información decepcionante (también en los datos parciales del tercer trimestre) junto con unas perspectivas menos robustas en el panorama externo y, principalmente, en el interno, han implicado una revisión a la baja en las previsiones de crecimiento para 2015 en todos los países salvo en Perú (sin cambios) y Argentina, donde la sorpresa positiva del segundo trimestre implicó una revisión al alza en la previsión para el conjunto del año.

En particular, en 2015 hemos revisado a la baja las previsiones de crecimiento respecto a lo estimado en el pasado julio, especialmente en Brasil (-0,8 pp), Uruguay (-0,9 pp), Paraguay (-0,5 pp), y Chile, Colombia y México (promedio -0,3 pp). Por su parte, en Perú no variamos la previsión de crecimiento de 2015 y en Argentina la ajustamos al alza (0.8 pp). El crecimiento en 2015 en la región lo esperamos ahora en -0.3 a/a (0.2% hace un trimestre).

Hacia 2016 estimamos que la recesión continúe en Brasil, condicionado fuertemente (como se mencionará en el Capítulo 7) por el inmovilismo político y los ajustes por hacer en el plano fiscal. Este ajuste tendrá un impacto negativo sobre el crecimiento estimado en sus principales socios comerciales (Argentina, Paraguay y Uruguay). En el caso de Argentina, estimamos que la sorpresa positiva del segundo trimestre se revertirá

ligeramente y la dinámica futura será muy dependiente de la confianza de los agentes ante el nuevo gobierno entrante en diciembre.

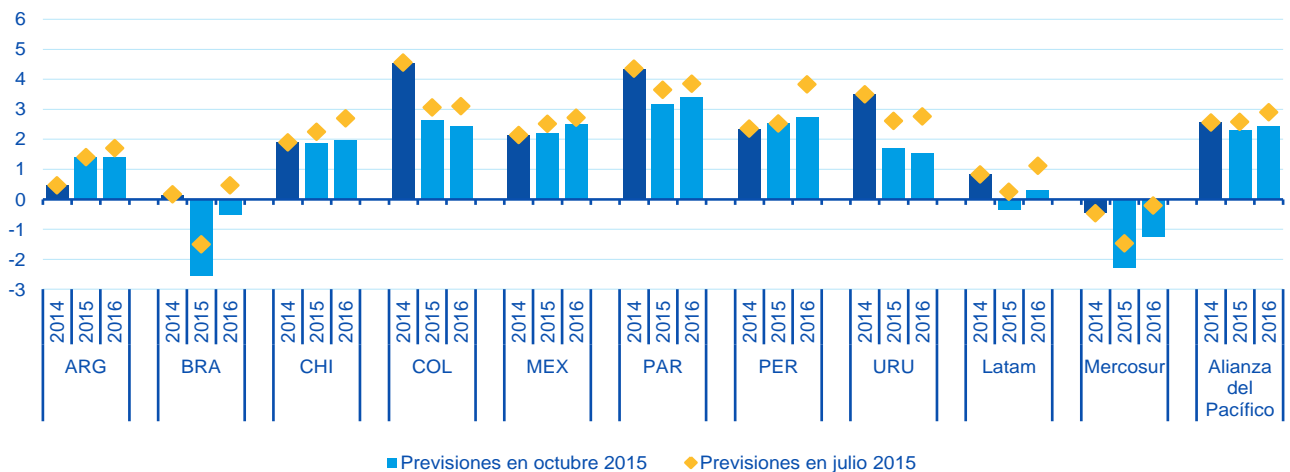
En los países andinos, la perspectiva es de recuperación suave, apoyado en el impulso de la inversión pública, al tiempo que se produce un gradual retroceso del ruido político e incertidumbre asociada a procesos de reformas, y se recupera también lentamente un entorno externo menos desfavorable, con un lento aumento del precio de las principales materias primas de exportación.

En el caso de México, la economía mantiene tasas de crecimiento moderadas; la economía se ha visto afectada por una menor demanda externa que mejora lentamente además de precios de petróleo que han afectado fuertemente las exportaciones. A esos factores hay que agregar la falta de contribución al crecimiento del gasto público y las consecuencias del anuncio de recortes adicionales al gasto público. A pesar de ello la demanda interna privada pero principalmente el consumo continúa sorprendiendo positivamente. En la dinámica de 2016 será clave la recuperación estadounidense así como el proceso de licitaciones relacionado con la reforma petrolera.

Seguimos en todo caso anticipando un aumento del crecimiento de la región en 2016 que será lento. Este aumento estará condicionado al empuje de la inversión pública mencionada anteriormente, particularmente en los andinos y el aumento esperado en el crecimiento mundial (Gráfico 4.8).

El principal elemento de riesgo para el escenario central aquí planteado lo constituye una moderación más intensa en China de lo estimado ahora (un crecimiento de alrededor del 6% anual). Este escenario afectaría significativamente a la región en primer lugar a través del canal comercial y vía aún menores precios de materias primas, además de por un aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, como se desarrolla en el Recuadro 1.

Gráfico 4.8
PIB a/a%, 2015 y 2016



Fuente: BBVA Research y Haver

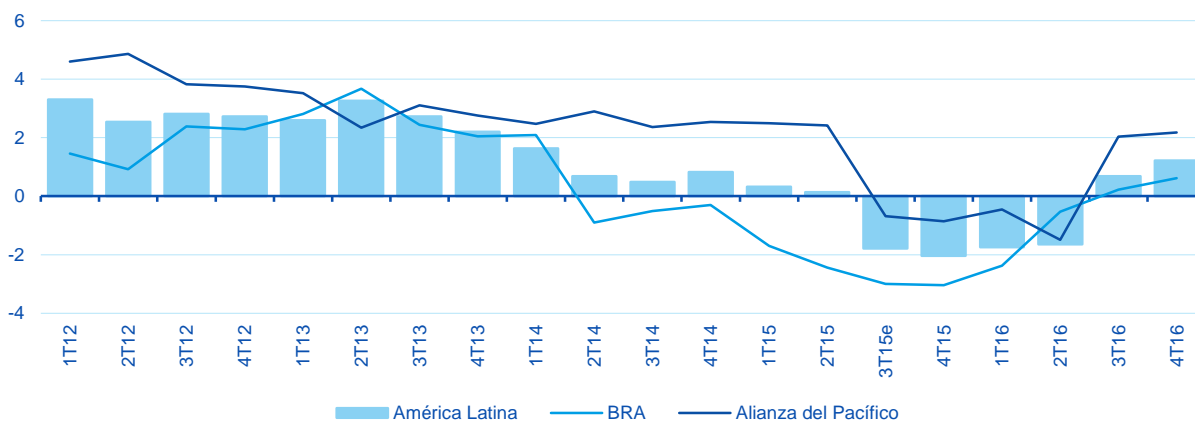
La región se desacelera a dos velocidades: los países de la Alianza del Pacífico crecerán alrededor de 2,4% en 2015 y 2016, mientras Brasil profundiza su recesión en los dos años

Con todo, el ajuste en el crecimiento en la región será a dos y, si cabe, tres velocidades (Gráfico 4.9 y Tabla 9.1): por una parte Brasil destacará negativamente con una recesión que prevemos se extienda hasta entrado 2016. En Brasil hemos revisado el crecimiento esperado para 2015 y 2016 desde -1,5% y 0,5% hace tres meses hasta -2,5% y -0,5% actualmente. Esta revisión es con mucho la corrección más relevante que ha influenciado ajustes fuertes en Paraguay y, particularmente, Uruguay. En Argentina el efecto positivo del incremento del gasto de gobierno impulsa al alza la previsión de crecimiento de 2015 que estimamos revertirá levemente en 2016, con lo que el crecimiento para el conjunto 2015-2016 se mantiene con leves cambios (1.6% anterior, 1.4% actual).

Otra velocidad en el ajuste estará dado por los países de la Alianza del Pacífico, donde se mantendrá la estabilidad en el crecimiento en torno a 2,4% en el promedio 2015-16, una revisión a la baja de dos décimas respecto a nuestra previsión hace tres meses. Para México, el ajuste es menor: desde 2,5% y 2,7% estimados hace un trimestre para 2015 y 2016, hasta 2,2 y 2,5% actuales. Así los países más afectados de este segundo grupo serán Colombia por el ajuste del precio del petróleo y Perú, por el fenómeno de El Niño.

En conjunto el área Latam se contraerá ligeramente en 2015 (-0,3%) y crecerá 0,3% en 2016, muy por debajo del crecimiento potencial estimado para la región (cercano a 2,7%). Continuarán destacando por su crecimiento Paraguay (3,3%), Perú (2,7%), y Colombia (2,5%) en el promedio de estos dos años

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



Fuente: BBVA Research

Recuadro 1. Cuál sería el impacto de una mayor desaceleración de China sobre América Latina?

Las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico y la estabilidad financiera de China propiciaron un repunte significativo de las tensiones financieras y nuevas correcciones en los precios de las materias primas durante agosto y septiembre de este año.

Un escenario de riesgo para China: desaceleración persistente

Si bien nuestro escenario central supone que las autoridades continuarán apoyando un crecimiento no menor al 6% anual, resulta relevante explorar el efecto de una brusca y persistente desaceleración en China, que lleve a un crecimiento significativamente por debajo de esas cotas.

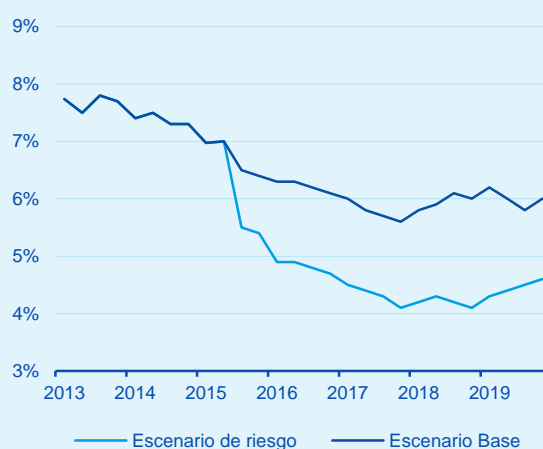
El desencadenante de ese escenario de bajo crecimiento podría ser una situación de escasos avances en las reformas estructurales, para reequilibrar el consumo y la inversión. En esta situación, con dudas acerca de la calidad de las fuertes inversiones inmobiliarias y en capacidad productiva, el crecimiento en China desaceleraría significativamente en los siguientes años. Si bien seguiría siendo cierto que las autoridades aumentarían sus esfuerzos para estimular la demanda interna (probablemente a través de mayor inversión pública), ésta no compensaría la reducción de la inversión por parte del sector privado. Así, a pesar del empuje de las políticas económicas (fiscales y monetarias) la economía operaría por debajo de su potencial. Al mismo tiempo, las medidas de estímulo generarían una presión a la depreciación del tipo de cambio del renminbi y al aumento de la inflación. Este sería un escenario de estancamiento persistente, en el que las tasas de crecimiento del PIB se acercarían al 4% -en lugar del 6% del escenario central, ver Gráfico R.1.1- la inversión crecería por debajo del 7% anual (Gráfico R.1.2) y la producción industrial por debajo del 4% (Gráfico R.1.3) -11% y 7%, respectivamente, en el escenario base-.

Es importante resaltar que este es un escenario con una probabilidad de ocurrencia reducida, aunque significativa, especialmente teniendo en cuenta que

el escenario central ya incorpora una desaceleración del crecimiento. Con todo, este escenario tendría un impacto sustancial en economías muy ligadas a la China, como las de América del Sur.

Gráfico R.1.1

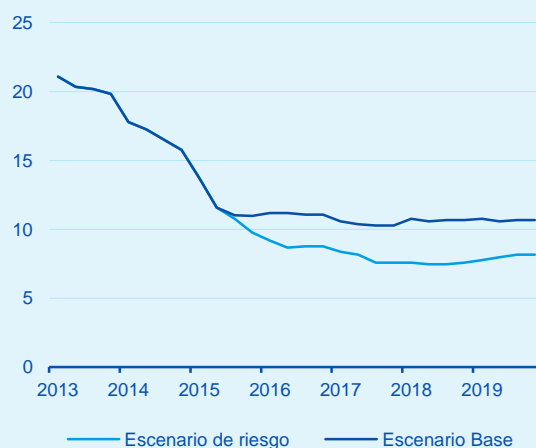
China: crecimiento del PIB en el escenario base y riesgo (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.1.2

China: variación de la inversión en activos fijos (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.1.3

China: variación de la producción industrial (% a/a)



Fuente: BBVA

Un shock negativo en el crecimiento en China afectaría especialmente a América del Sur en primer lugar a través de una menor demanda y menores precios de materias primas

El escenario de riesgo descrito anteriormente afectaría a América Latina principalmente a través de dos canales principales: (i) una reducción de la demanda exterior de América Latina, pero principalmente una reducción del precio de las principales materias primas de exportación; y (ii) un aumento de la aversión global al riesgo, con efectos negativos especialmente en los activos de las economías emergentes. Estos canales operarían especialmente para los países de América del Sur y escasamente en el caso de México, menos dependiente de las materias primas (excepto en lo referido a los ingresos tributarios) y menos ligado al ciclo chino.

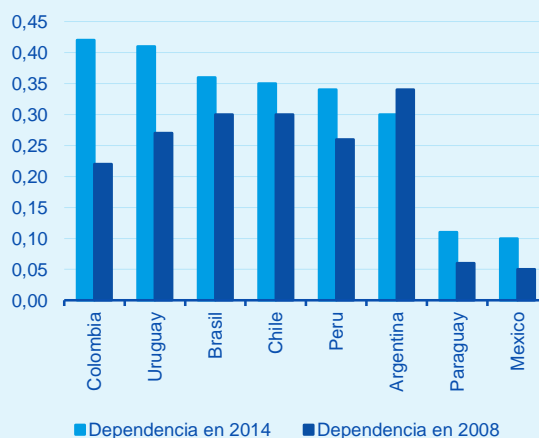
En relación al primer canal, cabe recordar que China constituye uno de los principales socios comerciales de América Latina, especialmente de los países de América del Sur. Los países para los cuales las exportaciones directas a China tienen un mayor peso en sus exportaciones totales son Chile, Brasil, Perú y Uruguay, que envían entre el 15% y 25% de sus exportaciones a ese país. En contraposición, México solamente envía el 2% de sus exportaciones a China.

Con todo, la dependencia de China no sólo está determinada por las ventas directas a ese país, sino también por la influencia que China tiene sobre los precios de las principales materias primas de exportación de la región. En particular, la dependencia de China de un país de la región será mayor cuanto mayor sea el peso en sus exportaciones totales de materias primas enviadas a China en las cuales ese país tenga una posición dominante (por el lado de la demanda) que influya mucho en el precio final.

Teniendo en consideración este peso de China en el mercado de cada materia prima de exportación, el gráfico R.1.4 resume la ratio de dependencia² de los principales países de América Latina respecto a China, en 2008 y 2014. Por un lado, resalta el aumento de la dependencia de China en la mayoría de países en los últimos años (con la excepción de Argentina, de la mano de la caída de las exportaciones de soja y petróleo a China). Por otro lado, destaca la dicotomía entre la alta dependencia de los países de América del Sur y la escasa dependencia de México, ya comentada anteriormente.

Gráfico R.1.4

Índice (0-1) de dependencia de las exportaciones de China*

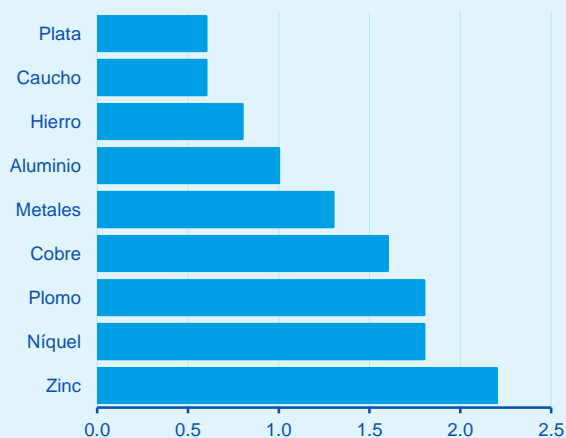


* Un índice más alto indica una mayor dependencia de China.
Fuente: BBVA Research

2: Para más detalles de la construcción del índice de dependencia de China, véase el Documento de Trabajo de BBVA Research 15/26 "Measuring Latin America's export dependency on China" de agosto 2015.

Adicionalmente, el impacto en los precios de las principales materias primas de exportación dependerá sustancialmente de la intensidad con la que la inversión en China (el componente del PIB más afectado en este escenario de riesgo) demanda cada tipo de materia prima. El Gráfico R.1.5 muestra las elasticidades de los precios de las principales materias primas industriales frente a una reducción de la inversión.

Gráfico R.1.5
Elasticidad* de los precios de las materias primas a la inversión en China



* Impacto porcentual en el precio de las materias primas un año después de una disminución de 1pp del crecimiento de la inversión en activos fijos en China.

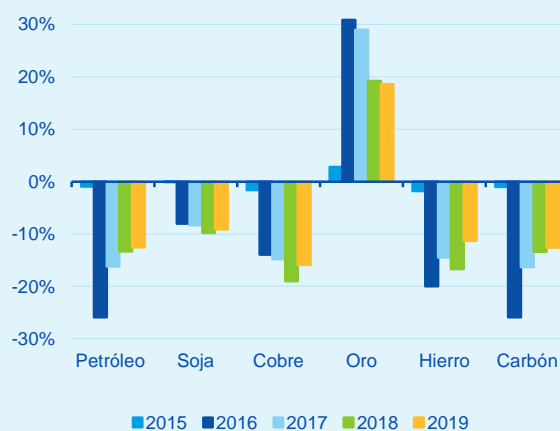
Fuente: FMI y BBVA Research

Teniendo en cuenta estas elasticidades, el impacto que estimamos para el consumo e inversión en China en el escenario de riesgo, así como el aumento esperado de la aversión global al riesgo (ver detalles más adelante) y el exceso de oferta actual en algunos mercados de materias primas (el más destacable es el del petróleo), el Gráfico R.1.6 muestra el impacto estimado sobre el precio de las principales materias primas de exportación de la región, respecto al escenario base de previsiones.

Destaca en particular el fuerte efecto negativo que tendría este escenario de riesgo sobre los precios de los principales metales industriales (cobre, hierro), especialmente por la reducción de la demanda industrial y para inversión inmobiliaria. Los precios de las materias primas energéticas también se verían fuertemente afectados, especialmente el petróleo, inicialmente incluso más que los metales al

coincidir el shock de menor demanda con una situación en la que subsisten las dudas sobre la capacidad de reabsorber los excesos de oferta actuales. Por su parte, el precio de los alimentos no sufriría una reducción tan sustancial, por estar más ligado al comportamiento del consumo, menos afectado en este shock.

Gráfico R.1.6
Efecto en el precio de las principales materias primas en el escenario de riesgo en China (% de diferencia en el precio respecto al escenario base)



* Impacto porcentual en el precio de las materias primas un año después de una disminución de 1pp del crecimiento de la inversión en activos fijos en China.

Fuente: BBVA Research

El segundo canal de impacto en la región sería un aumento de la aversión global al riesgo

Una desaceleración severa en China muy probablemente tendría aparejada un aumento de la aversión global al riesgo, al acentuarse las dudas sobre la capacidad de sustentar el crecimiento global, la posibilidad de inestabilidad financiera en China, así como la calidad de los activos en ese país y en otras economías emergentes más ligadas a ella. En el caso de China, podría producirse un aumento de las primas de riesgo que sobrepasaran incluso las observadas inmediatamente después de la quiebra de Lehman Brothers, y el impacto en América Latina sería sustancial, con primas de riesgo cercanas a las observadas en 2009. El aumento de la aversión al riesgo generaría una huida hacia la seguridad de los activos de las economías desarrolladas y una presión sobre el precio de los activos en América Latina y sobre los

tipos de cambio. Precisamente, esta huida hacia activos más seguros apuntalaría un aumento del precio del oro por encima del esperado en el escenario base (Gráfico R.1.6)

Estos dos canales se verían amplificados por el impacto negativo sobre la confianza de hogares y empresas y por la falta de espacio para políticas contracíclicas, salvo la fiscal en Perú y Chile

Los dos canales de transmisión se verían amplificados por el impacto negativo sobre la confianza de familias y empresas dentro de la región. De hecho, después de la quiebra de Lehman Brothers en 2008, uno de los principales canales de transmisión a América Latina fue la fuerte caída de la confianza de ambos tipos de agentes, lo que condujo a una contracción muy fuerte y brusca de la demanda interna. Dada la importancia de China para América del Sur, es muy posible que se volviera a repetir una fuerte reducción de la confianza, aunque con el agravante de que los indicadores de confianza ya se encuentran en niveles muy deprimidos (de hecho, más deprimidos que en 2009 en el caso de Brasil, por ejemplo). En particular, suponemos que el efecto negativo sobre la confianza de familias y empresas sería de similar al observado después de la quiebra de Lehman Brothers, con una duración de entre 4 y 6 trimestres.

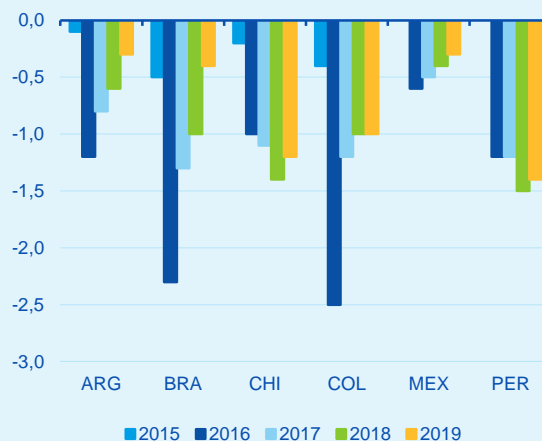
Adicionalmente, hay que tener en cuenta que, a diferencia de 2009, la región cuenta con mucho menor espacio para políticas económicas contracíclicas que puedan amortiguar el impacto del shock. Por el lado monetario, el aumento de la inflación y el riesgo de desanclaje de expectativas (salvo en México) hace poco probable una relajación monetaria (no sería necesaria en México). Por otro lado, el espacio fiscal se ha agotado en algunos países como Brasil y Argentina y se ha reducido mucho en el resto, por el impacto sobre las finanzas públicas de la caída de los precios de las principales materias primas. La única excepción sería el caso de Perú y Chile, donde un punto de partida de menores déficits fiscales y endeudamiento público en 2015 les permitiría cierto margen de maniobra, aunque no excesivo para no comprometer su calificación soberana. De este

modo, las políticas en la mayoría de países serían claramente procíclicas y dejarían a la depreciación del tipo de cambio como el principal amortiguador del shock.

Un escenario de desaceleración sostenida de la inversión en China tendría un impacto negativo sustancial en América del Sur, soportado mejor por Argentina, Chile y Perú

Ante un escenario de desaceleración en China como el descrito anteriormente, la demanda interna en América del Sur se vería fuertemente afectada, tanto por la reducción del consumo como de la inversión, ante la caída de la confianza de familias y empresas. Si bien los países con espacio para políticas económicas contracíclicas (principalmente Chile y Perú) implementarían algún estímulo fiscal inicial, la demanda interna se vería negativamente afectada, aunque en menor medida que en otros países sin tal espacio. El Gráfico R.1.7 muestra que precisamente Brasil y Colombia serían unos de los países más afectados, al estar fuertemente expuestos a China y en el primer caso, enfrentar el shock con fundamentos muy debilitados y la necesidad de continuar el ajuste fiscal al tiempo que, en el caso de Colombia, sufriría el fuerte impacto de la caída del precio del petróleo (superior a la de otras materias primas).

Gráfico R.1.7
Impacto sobre el crecimiento del escenario de riesgo en China (diferencia en p.p. respecto al escenario base)



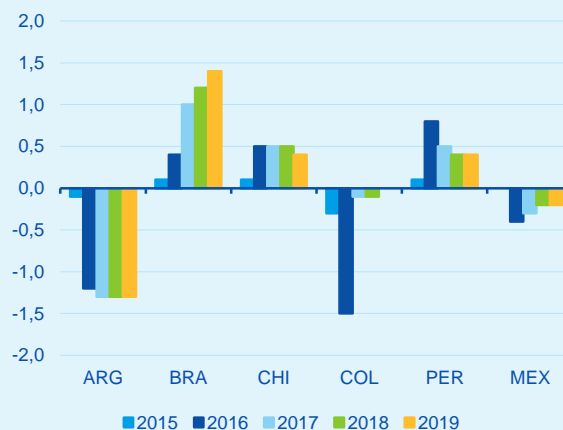
Fuente: BBVA Research

Perú y Chile, por su parte, están fuertemente expuestos a un shock proveniente de China, pero cuentan con cierto amortiguador en el espacio para políticas fiscales contracíclicas (al menos inicialmente) que atemperarían ese impacto inicial. En el caso de Argentina, el impacto sería menor en buena medida porque el shock sobre los precios de los alimentos (su principal producto de exportación) es mucho menor que en el caso de los metales y la reducción del precio del petróleo importado en realidad contrarresta parte del efecto negativo sobre las cuentas externas. Por último, el efecto sobre México sería escaso, por su baja exposición a China, aunque sí sufriría el impacto de un menor precio del petróleo en las cuentas públicas.

De este modo, en el escenario de riesgo Brasil enfrentaría una fortísima recesión en 2016 (más profunda que la ya incorporada en nuestro escenario base) y estancamiento en 2017, mientras el crecimiento en Argentina y Colombia sería prácticamente nulo en 2016, pero con una recuperación a tasas más cercanas al 2.5% en 2017. El crecimiento en Chile y Perú se reduciría solamente al entorno del 1,5% en 2016, para recuperar ritmos en los años subsiguientes de 2,5% y 3,2%, respectivamente. Resulta interesante resaltar que, de forma similar a lo sucedido en 2008, la fuerte reducción de la demanda interna más que compensaría el deterioro de la demanda externa y de los términos de intercambio, lo que haría que el déficit exterior en el caso de Perú, Chile y Brasil en realidad mejore respecto al escenario base (Gráfico R.1.8).

Así pues, los resultados de este ejercicio de simulación demuestran que algunos países de la región, como México, Perú y Chile, pueden soportar relativamente mejor un shock proveniente de China, si bien el punto de partida de debilidad macroeconómica hace que los efectos sean bastante pronunciados en la mayoría de países, salvo México. Al mismo tiempo, el ejercicio destaca la importancia de contar con espacio para políticas contracíclicas, espacio que no se llegó a recomponer después de haber sido utilizado, con éxito, para amortiguar la crisis global de 2008-9.

Gráfico R.1.8
Impacto sobre la cuenta corriente (% PIB) del escenario de riesgo en China (diferencia en p.p. respecto al escenario base)



Fuente: BBVA Research

5 La depreciación del tipo de cambio empuja a la inflación en América del Sur

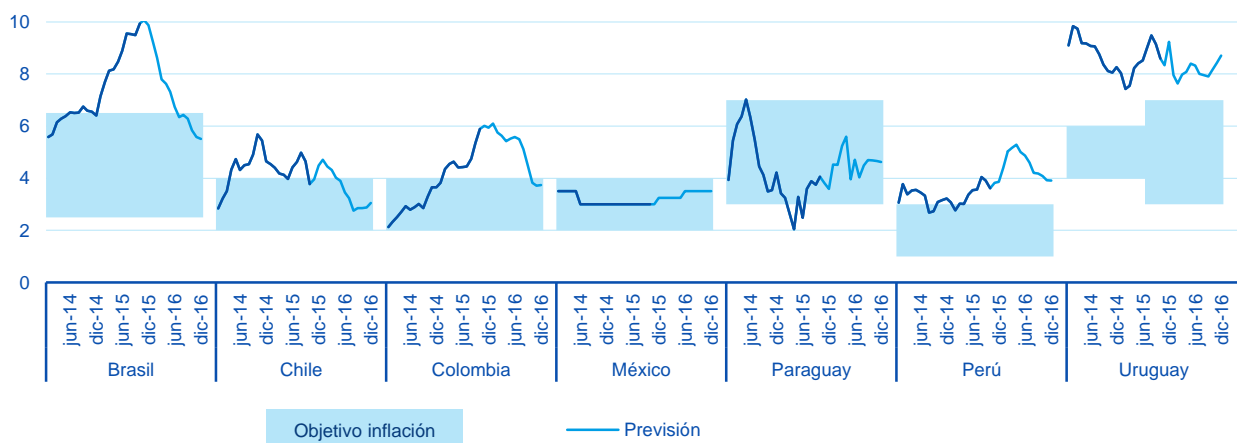
La presión sobre la inflación se mantiene alta en los países con metas de inflación en América del Sur, a pesar de la debilidad cíclica

Pese al tono más negativo de la actividad económica, la inflación sigue por encima de los objetivos y aumentando en la mayoría de los países de América del Sur, en general por factores de oferta. Entre ellos destaca la depreciación del tipo de cambio, por ser un elemento de presión importante en todos los países analizados. Entre los demás se incluyen el alza del precio de los alimentos, de los precios regulados por el gobierno y el impacto de cambios impositivos.

La situación es más compleja en Brasil y en Uruguay, donde la inflación se encuentra en niveles muy elevados: 9,8% en el primero y 9,2% en el segundo. Asimismo, en Chile, Colombia y Perú se encuentra en niveles más bajos, pero en los tres casos por encima del techo del respectivo rango-objetivo, de 4% en los dos primeros y de 3% en Perú. El único país sudamericano en el que la inflación se encuentra en estos momentos dentro del rango establecido por las autoridades monetarias es Paraguay (Gráfico 5.1).

En todos los países de América del Sur la inflación ha presentado una tendencia alcista en los últimos meses. La depreciación cambiaria ha estado jugando un papel importante en este deterioro. Esto se debe más a la magnitud de dicha depreciación (Gráficos 3.7 y 6.2) que al aumento del coeficiente de *pass-through* (i.e. del grado de traslado a los precios internos de una determinada depreciación del tipo de cambio)³. En algunos casos, como en Chile, ya hay incluso indicios de efectos de segunda ronda relacionados a la depreciación cambiaria.

Gráfico 5.1
Inflación: observada y prevista (a/a %)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

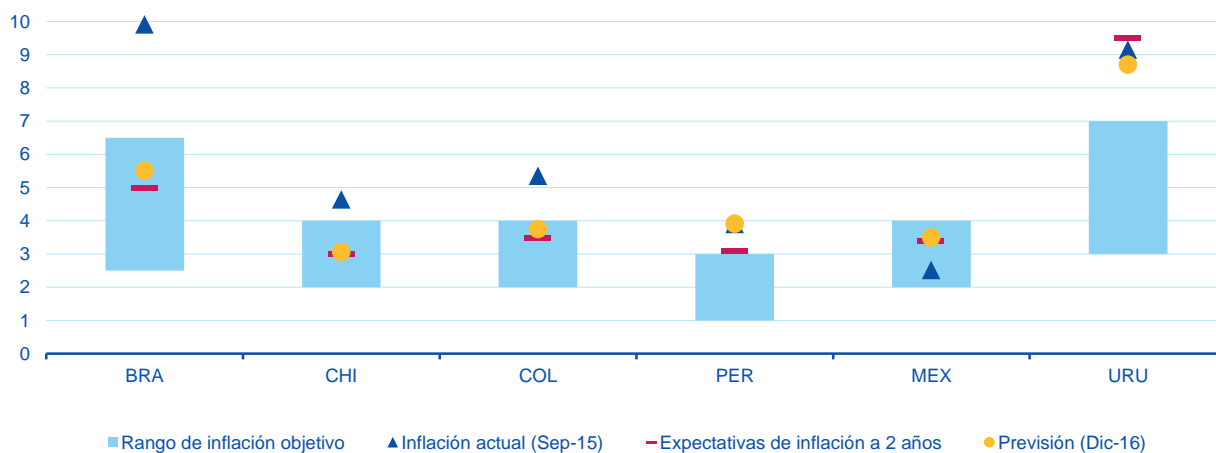
Además de este factor, la dinámica inflacionaria está influida en Brasil por el fuerte aumento del precio de los productos y servicios administrados por el gobierno (17,5% a/a en octubre), en un entorno en que el menor margen fiscal dificulta el mantenimiento de subsidios a través de los precios regulados. Otro problema afrontado por el país es el de inercia inflacionaria, dado que diversos mecanismos de indexación de precios siguen

3: Para más detalles sobre este asunto véanse nuestro informe [Situación Latinoamérica del tercer trimestre](#) o el informe [Observatorio Económico Latam "¿Ha aumentado el pass-through de tipo de cambio a precios en América Latina?"](#)

funcionando. Este es un problema que, además de Brasil, ha estado afectando a la dinámica inflacionaria también en Uruguay. En muchos países el precio de los alimentos ha contribuido a la tendencia alcista de los precios en los últimos meses. Destacan los casos de Colombia y Perú, en los que los efectos de las anomalías climáticas relacionadas a un fenómeno El Niño de fuerte intensidad, han tenido un papel importante en el precio de dichos productos.

Como un todo, estos factores explican las sorpresas recientes en inflación y, en consecuencia, los ajustes en nuestras previsiones en Sudamérica (véase abajo). Explican también el deterioro de las expectativas de inflación en muchos países, principalmente en Perú donde ya se encuentran por encima del rango objetivo de su banco central (Gráfico 5.2).

Gráfico 5.2
Inflación: actual y expectativas de mercado (a/a %)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

En México, la situación contrasta con la de los demás países de la región, ya que la inflación permanece en niveles históricamente bajos (2,5% en septiembre), en la parte inferior del rango-objetivo de Banxico, y en desaceleración. Además de que las presiones de demanda sean todavía débiles, la baja inflación se explica también por el impacto de las reformas en los sectores de telecomunicaciones y energía, una depreciación cambiaría menor que la registrada en otros países y un grado de *pass-through* relativamente bajo.

La inflación convergerá más lentamente a lo anticipado a los objetivos de los bancos centrales

La inflación en la región tiende, en general, a moderarse a medida que los choques de oferta previamente citados desvanezcan, especialmente cuando los tipos de cambio dejen de depreciarse a una velocidad tan rápida como lo hicieron últimamente. Cuando esto ocurra, predominará entonces el efecto de una demanda interna más débil que en los últimos años, que vendrá acompañada de una desaceleración del mercado laboral y de los salarios nominales. La poca tolerancia que la mayoría de los bancos centrales de la región ha estado demostrando con la inflación y el endurecimiento del tono de su política monetaria limitan el riesgo de desanclaje inflacionario y respaldan la visión de moderación de precios hacia adelante.

Con todo, las sorpresas alcistas recientes, y un escenario más negativo en términos de tipo de cambio y precios de alimentos, han determinado un ajuste al alza de nuestras previsiones de inflación en prácticamente todos los países analizados, tanto en 2015 como en 2016. Asimismo, continuamos esperando que la inflación converja, aunque de manera más lenta de lo que preveíamos hace tres meses, a los objetivos de inflación (Gráfico 5.1).

A pesar de que el proceso de convergencia hacia niveles más bajos podría empezar ya en los próximos meses, en Colombia y Perú lo más probable es que la inflación se mantenga por encima del rango-objetivo al menos

hasta el final de 2016. En Chile, el proceso de convergencia debería ocurrir antes y se espera que la inflación cierre 2016 en 3,1%, muy cerca del objetivo central del Banco Central de Chile. En Brasil, la moderación de la inflación vendrá por la pérdida de fuerza de los ajustes en precios administrados el próximo año y, así como en los demás países, por la moderación de la demanda interna. Se espera en este caso que la inflación caiga desde el 9,9% al cierre de 2015 al 5,5% al cierre de 2016.

En Paraguay y en México la convergencia hacia los objetivos sería distinta, desde abajo, ya que la inflación se encuentra en estos momentos por debajo del punto central de los respectivos rangos-meta. En el caso de México, prevemos que la inflación se mantendrá alrededor de 2,5% hasta el cierre de este año y que luego aumentará suavemente hasta alcanzar el 3,3% el final de 2016.

En Uruguay la moderación de la inflación hacia adelante será muy gradual. Los precios internos seguirán creciendo a niveles muy elevados al menos hasta el cierre de 2016 con una inercia inflacionaria alimentada en buena medida por la indexación de los acuerdos salariales.

6 Endurecimiento de la política monetaria en América del Sur frente al aumento de la inflación

El aumento de la inflación y el riesgo de desanclaje de expectativas llevaron a un aumento de tipos de interés en los tres países andinos

Ante el aumento, en parte inesperado, de la inflación en los últimos meses y el deterioro de las expectativas, los bancos centrales de Chile, Colombia y Perú han decidido endurecer el tono de la política monetaria en los últimos meses. En concreto, el Banco Central de Chile subió la tasa de referencia para la política monetaria en 25 puntos básicos en octubre, el Banco de la República de Colombia aumentó sus tipos de interés en 25 p.b. en septiembre y luego en 50p.b. la última semana de octubre, dejándolos en 5,25% y el Banco Central de Reserva de Perú aumentó la tasa de política monetaria en 25p.b. en septiembre (Gráfico 6.1).

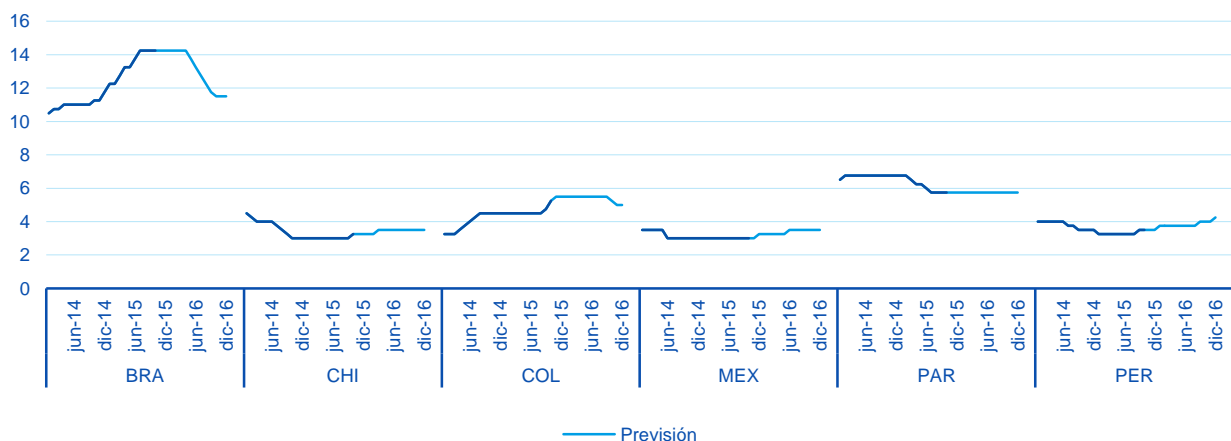
En los tres casos, el endurecimiento monetario sorprendió a menos parte del mercado que esperaba que los tipos de interés se mantuviesen inalterados dada la fuerte desaceleración de la actividad económica. El giro hacia una política monetaria más dura, si bien no está libre de riesgos en términos de actividad, demuestra el compromiso con el cumplimiento de los objetivos de inflación.

El Banco Central de Brasil ha mantenido el tipo de interés Selic estable en sus últimas reuniones, tras un ajuste de 300bp desde el fin de 2014 y julio de 2015, a pesar de que la inflación siga aumentando con fuerza. Su estrategia parece ser la de tolerar una inflación más alta en 2015 y 2016 y mantener los tipos de interés en el actual nivel restrictivo hasta que las previsiones de inflación para 2017 converjan a 4,5%.

Las tasas de interés de política monetaria también se mantuvieron sin cambios en los últimos meses en Paraguay y en México, algo no sorprendente dado que en ambos países la inflación no se encuentra lejos de los respectivos objetivos. En el caso mexicano, si bien la inflación y la dinámica de actividad hayan podido generar un tono más acomodaticio por parte de Banxico, las preocupaciones con respecto a la inminente subida de los tipos de interés en EE.UU. parecen estar pesando más en el balance de riesgos de la autoridad monetaria.

Gráfico 6.1

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



Fuente: BBVA Research

En los próximos meses, en la medida que la inflación persista, se anticipan subidas adicionales de tipos de interés en los países andinos. México sincronizará sus aumentos de tipos de interés con la Fed, al menos inicialmente

En nuestra opinión, el proceso de endurecimiento de las condiciones monetarias en los tres países andinos continuará en los próximos meses, tras los ajustes anunciados en los últimos meses. En Chile esperamos un nuevo ajuste de 25p.b. en el primer trimestre de 2016 y luego estabilidad de la tasa monetaria en 3,50% hasta el cierre del año. En Colombia lo más probable es una subida adicional de 25p.b. en lo queda de año y que a finales de 2016 haya recortes en la tasa de política monetaria. En el caso de Perú, se produciría un aumento adicional de 25 p.b. en enero y un endurecimiento posterior a partir de agosto, que la llevaría a 4,25% a fin de año. (Gráfico 6.1). En los tres casos, tendríamos entonces una senda menos acomodaticia que la esperada hace tres meses⁴.

En México lo más probable es que haya una sincronización de la política monetaria de Banxico con la de la Fed durante el inicio del proceso de ajuste de los tipos de interés en EE.UU. Dicha sincronización permitiría a la autoridad monetaria mexicana reducir el riesgo de volatilidad financiera relacionado al ajuste en el país vecino. Asimismo, después de la sincronización inicial con la Fed, lo más probable es que la autoridad monetaria pase a ponderar más los fundamentales internos y a dar menos peso a la política monetaria de la Fed. En la práctica, nuestras previsiones son una subida de 25pb de la tasa de Fondeo en Diciembre y luego, en 2016, dos subidas de 25pb adicionales, de tal manera que dicha tasa cerraría el próximo año en 3,75%.

En Brasil, tomando en cuenta la comunicación reciente de su banco central, tras un período de estabilidad de los tipos Selic, que debería durar hasta al menos el segundo trimestre de 2016, lo más probable sería el inicio de un ciclo de relajación monetaria, a medida que la presiones de precio se moderen y se consolide la tendencia de convergencia de inflación de 2017 hacia 4,5%. El riesgo, sin embargo, es que una mayor debilidad cambiaria o nuevos deterioros fiscales retrasen dicho recorte para el segundo semestre del año.

Los tipos de cambio de la región se mantendrán depreciados, presionados por la subida de tasas de interés de la Fed y un entorno externo menos favorable

Como se ha comentado en la sección 3, tanto el proceso de normalización monetaria por la Fed como el de ajuste de la economía china seguirán condicionando la evolución de los mercados financieros latinoamericanos, en particular de los mercados de divisas. Asimismo, la volatilidad probablemente continuará muy presente, y no dejará demasiado margen para una apreciación muy significativa de los tipos de cambio de los países de América Latina

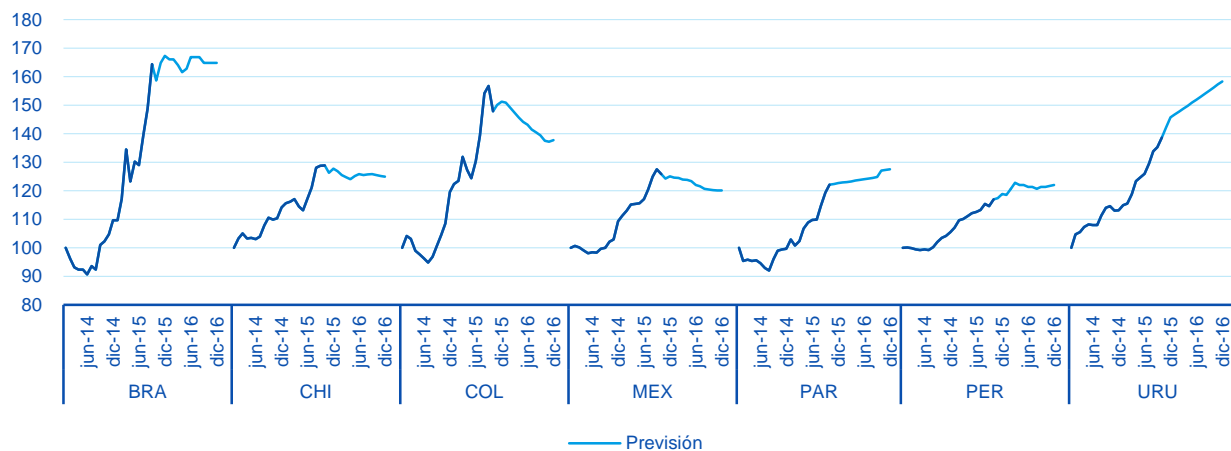
En algunos casos, como los de Brasil, Perú, Paraguay y Uruguay, lo más probable es que los procesos de debilitamiento de las monedas continúen por más tiempo. Por otro lado, en México, Chile y Colombia prevemos que, una vez iniciado el proceso de aumento de los tipos de interés en EE.UU. y a la medida que el precio de las materias primas se vayan ajustando gradualmente al alza (Gráfico 3.9) y se refuercen sus fundamentales, sus divisas se aprecien de forma moderada a lo largo de 2016 (Gráfico 6.2 y tabla de previsiones presentadas al final de este informe).

Vale la pena destacar que en un entorno de elevada volatilidad, las autoridades económicas podrán seguir adoptando medidas para intentar frenar movimientos bruscos de sus divisas. Acciones en esta línea se han puesto en marcha recientemente en México, Brasil, Colombia, Perú y Uruguay, por ejemplo.

4: Véase nuestro informe [Situación Latinoamérica del tercer trimestre](#) para más detalles.

Gráfico 6.2

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



Fuente: BBVA Research

7 Déficits exteriores elevados en Latam, que se corregirán lentamente hacia delante

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

La previsión de déficits externos de la región para 2015 y 2016 ha tenido movimientos mixtos. Por una parte las exportaciones continuarán resintiendo la caída en precios de materias primas y manufacturas, así como la moderación en la demanda de los socios comerciales, y por otra, además de las menores importaciones esperadas influenciadas por la menor demanda interna, estimamos que habrá menores remesas de utilidades de empresas, factores que amortiguarán los menores ingresos de la cuenta corriente.

Los términos de intercambio han continuado empeorando para la mayoría de países de la región, lo que ha tendido a deteriorar el balance externo. Con todo, en la mayoría de los países, las menores importaciones asociadas a moderación de la demanda interna y la depreciación del tipo de cambio así como las menores salidas por renta de factores no serán suficientes para compensar la profundización en la caída de las exportaciones y la menor dinámica esperada en demanda externa.

En balanza comercial, las menores importaciones en la región por la moderación en la demanda interna no compensarán la caída de las exportaciones por los menores precios de las materias primas así como la menor demanda externa (Argentina, Chile, Colombia, México y Uruguay). En la balanza de factores veremos estrecharse los déficits por menores remesas de dividendos de empresas por bajos retornos financieros (Chile, Perú). En general el efecto de ampliación del déficit (o menor reducción del superávit en el caso de Chile) tenderá a prevalecer. En los casos de Brasil y Perú prevemos una mejora de la balanza comercial por crecimiento de exportaciones mineras en Perú y el efecto positivo de la depreciación sobre las exportaciones brasileñas. En el medio plazo veremos un ajuste algo más lento en las cuentas corrientes, que continuarán cerrándose en la medida que los términos de intercambio se estabilicen.

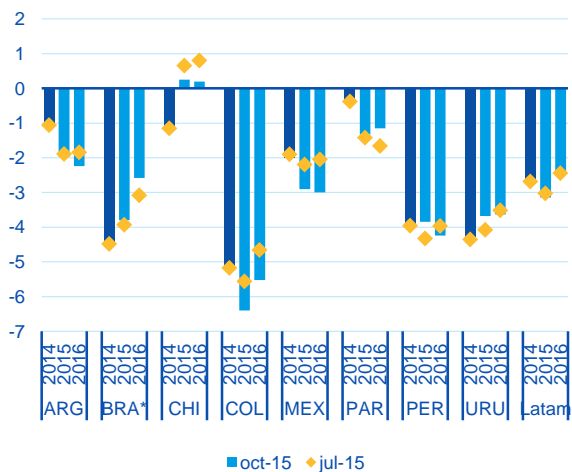
La vulnerabilidad exterior de la región se mantiene acotada, pero se depende más de la financiación de corto plazo

Al segundo trimestre del año la Inversión Extranjera Directa (IED) continuó financiando la mayor parte del déficit por cuenta corriente en la región aunque en menor proporción que en el pasado (Gráfico 7.2). Por su parte, la presión cambiaria durante el trimestre se ha reflejado en una moderación en el acervo de reservas internacionales en algunos países, acentuado en el tercer trimestre en Uruguay y Paraguay y en menor medida en Brasil, Argentina y Colombia. En Chile y Perú hemos observado alguna mejoría en el acervo de reservas en el trimestre.

Uno de los efectos de la moderación esperada de la región es la menor salida en la cuenta financiera asociada a la reducción de remesas por bajos retornos de activos financieros y corporativos en moneda local, en el contexto de tipos de cambio más depreciados. Esta menor remesa de utilidades esperada implicará también un menor atractivo para la IED, lo que podría implicar, a futuro, una mayor vulnerabilidad externa en la medida en que mayor proporción de la cuenta corriente se financie a través de capitales de corto plazo en vez de IED.

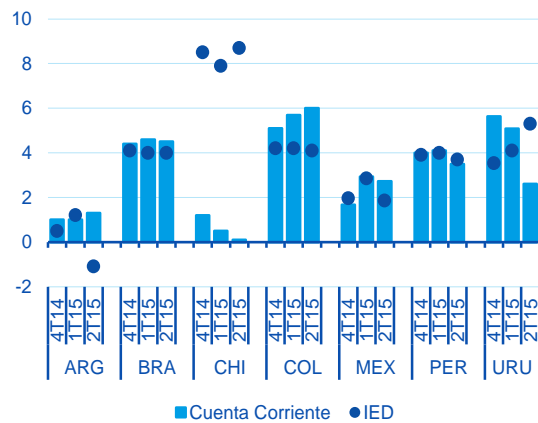
En el mediano plazo, la convergencia hacia menores niveles de déficit será más lenta que lo estimado hace un trimestre, aunque en condiciones normales de liquidez internacional seguirá siendo financiable mayoritariamente con entradas de largo plazo.

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



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

8 Perspectivas fiscales perjudicadas por las materias primas y la desaceleración y, en Brasil, por el proceso político

El deterioro fiscal en Brasil seguirá hacia adelante

En Brasil se mantiene el escepticismo sobre la implementación del ajuste fiscal, por los problemas –en gran parte políticos- que el gobierno está afrontando para recortar gastos y subir impuestos y también por el impacto sobre la recaudación de la contracción de la demanda interna. Así, se consolida la visión de que el país será incapaz de cumplir sus metas fiscales, que además se han estado revisando a la baja recientemente, lo que ha contribuido a la reciente pérdida de su grado de inversión por parte de S&P. Asimismo, esperamos que el ajuste fiscal ocurra de manera muy gradual hacia adelante, sin impedir que los resultados fiscales empeoren y la deuda pública siga subiendo. En ese contexto lo más probable es que se produzcan recortes adicionales en la calificación de la deuda brasileña.

Hemos ajustado las perspectivas de saldos fiscales de la región, particularmente en Brasil (en 1 pp en 2015 y 1,7 pp en 2016) desde -6,7% hasta -9,1% en 2015 y desde -5,8% hasta -7,7% del PIB en 2016. La situación fiscal seguirá siendo complicada en Argentina aunque mantenemos la perspectiva de una senda decreciente con déficit en torno a 5,9% del PIB en 2015 y 5% en 2016 que supone una senda de ajuste en tarifas de energía y transporte.

En Chile y Perú estimamos un deterioro fiscal de la mano de menores ingresos tributarios por pérdida de dinamismo de la actividad, además del impacto de menores precios de las materias primas. En Chile la expansión del gasto será mayor al proyectado por la autoridad y en ambos casos, el cierre del déficit fiscal estructural tendrá que esperar algunos años más. Con todo, el límite de deuda pública bastaría para financiar el mayor déficit estimado. En Perú, el deterioro fiscal implicará un saldo de la deuda pública con perfil creciente hacia los siguientes años. Por su parte, en Colombia estimamos una reducción en el gasto del gobierno importante en el bienio 2015 y 2016, que irá acompañada de menores ingresos por la moderación en la actividad, lo cual mantiene la perspectiva de saldo fiscal prácticamente sin cambios en los dos años respecto al escenario anterior (Gráfico 8.1). México también ha anunciado un recorte en el gasto público hacia el segundo semestre, lo que ya está contemplado en el crecimiento esperado y afectará principalmente a la inversión física y en menor medida al gasto corriente. A pesar de este recorte en el gasto, la deuda pública continuará aumentando hacia 2016.

Los programas de inversión pública serán uno de los factores del crecimiento, especialmente en los países Andinos, aunque con una intensidad menor a la anticipada hace tres meses

La recaudación en los países andinos se verá afectada por la moderación en actividad, por su parte el gasto público continuará apuntalando el crecimiento en los tres casos aunque en menor medida de lo estimado hace un trimestre.

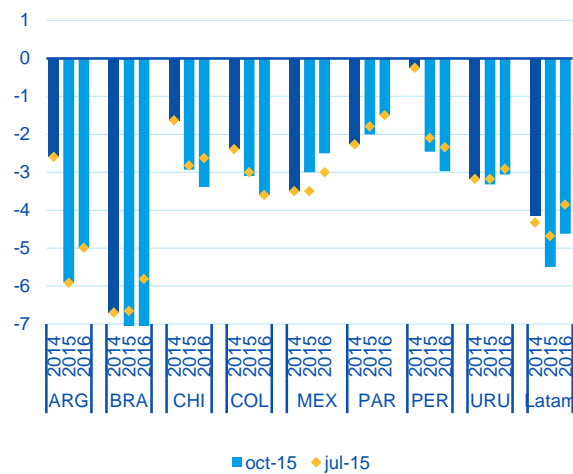
El déficit fiscal de Chile se ampliará, ya que el gasto público tendrá una incidencia clave en el crecimiento de 2015. Pese al subejercicio observado en inversión pública, este rubro crecerá en el año en curso cerca de 7.3% y 5.7% en 2016. El déficit fiscal estimado será financiado por el límite de deuda contenido en la Ley de Presupuestos. En Colombia, el déficit fiscal se mantiene en 2015 e incorpora un ajuste en el gasto (0.2 pp en 2016), este ajuste requerirá un esfuerzo importante y serán necesarios ingresos adicionales, por lo que no descartamos una reforma tributaria. En Perú, la trayectoria de los déficits estructurales decrecientes

planteados por el gobierno implicarán menor nivel de expansión del gasto e inversión pública aunque seguirán siendo relevantes.

En México, se contemplan reformas fiscales encaminadas para promover la inversión tales como deducción inmediata de inversiones en empresas micro y pequeñas así como estímulos para reinversión de utilidades, además se prevé recorte en el gasto público. Reducimos nuestra estimación de déficit fiscal respecto a la estimada hace un trimestre medio punto, aunque mantenemos la estimación de que la deuda pública se ubique algo por arriba de 50% del PIB.

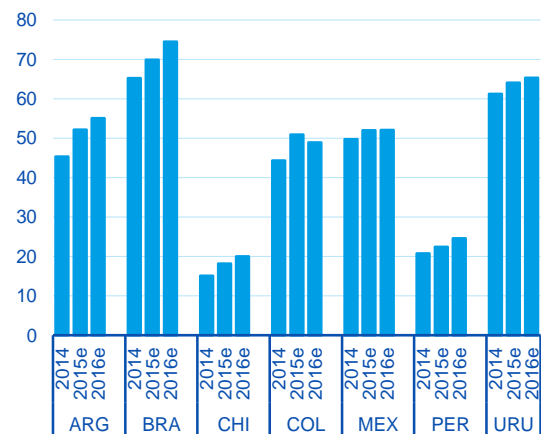
En Argentina, Paraguay y Uruguay, esperamos pocos cambios en déficit fiscal en comparación al estimado de hace un trimestre. Entre ellos destaca ligeramente Paraguay, donde la caída en ingresos fiscales será mayor a la estimada hace un trimestre y no se compensará con menores gastos.

Gráfico 8.1
Saldos Fiscales como % del PIB



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

Gráfico 8.2
Deuda pública bruta (% 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	1,4
Brasil	1,8	2,7	0,2	-2,5	-0,5
Chile	5,5	4,2	1,9	1,9	2,0
Colombia	4,0	4,9	4,6	2,7	2,4
México	3,8	1,6	2,1	2,2	2,5
Paraguay	-1,2	14,2	4,4	3,2	3,4
Perú	6,0	5,8	2,4	2,5	2,8
Uruguay	3,3	5,1	3,5	1,7	1,5
Mercosur	1,7	2,5	-0,4	-2,3	-1,3
Alianza del Pacífico	4,3	2,9	2,6	2,3	2,4
América Latina	2,8	2,7	0,8	-0,3	0,3

* Previsiones
Fuente: BBVA Research

Tabla 9.2
Inflación (% a/a, promedio)

	2012	2013	2014	2015*	2016*
Argentina	10,0	10,6	20,6	15,7	16,0
Brasil	5,4	6,2	6,3	8,9	6,9
Chile	3,0	1,8	4,4	4,3	3,5
Colombia	3,2	2,0	2,9	4,9	5,0
México	4,1	3,8	4,0	2,8	3,3
Paraguay	3,7	2,7	5,0	3,3	4,6
Perú	3,7	2,8	3,2	3,5	4,6
Uruguay	8,1	8,6	8,9	8,5	8,1

* 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	9,25	12,47
Brasil	1,96	2,18	2,36	3,42	4,00
Chile	486	495	570	651	674
Colombia	1798	1869	2001	2711	2800
México	13,2	12,8	13,3	15,8	16,1
Paraguay	4417	4312	4514	5244	5845
Perú	2,64	2,70	2,84	3,19	3,47
Uruguay	20,2	20,4	23,2	27,5	32,5

* Previsiones
Fuente: BBVA Research

Tabla 9.4

Tipo de interés (% , promedio)

	2012	2013	2014	2015*	2016*
Argentina	13,8	16,9	22,5	21,0	21,5
Brasil	8,5	8,4	11,0	13,6	12,9
Chile	5,0	4,9	3,7	3,1	3,5
Colombia	4,9	3,4	4,0	4,8	5,4
México	12,9	13,0	14,4	16,5	15,9
Paraguay	6,0	5,5	6,7	6,1	5,8
Perú	4,3	4,2	3,8	3,3	3,9
Uruguay	18,6	17,7	21,5	22,1	23,0

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

* Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 9.6

Balance fiscal (% PIB, a final de periodo)

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

* Previsiones

Fuente: BBVA Research

Tabla 9.7

Previsión de Materias primas

	2012	2013	2014	2015*	2016*
Petróleo (Brent USD/Barril) (prom)	112	109	99	54	59
Soja (USD/ton) (prom)	538	517	458	352	332
Cobre (USD/libra) (prom)	3,61	3,32	3,11	2,51	2,37

* 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 de Coordinación Latam

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Venezuela
Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Asia
Le Xia
le.xia@bbva.com

Marina Conesa
marina.conesa@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

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

Asia
Le Xia
le.xia@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

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

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubio@bbva.com

Inclusión Financiera
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

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

Regulación Digital
Álvaro Martín
alvarojorge.martin@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos
Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@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