

Situación Latinoamérica

1^{er} TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE LATAM



01 La volatilidad en los mercados y factores de oferta presionan a la baja a los precios de las materias primas, especialmente al petróleo...

02 ... lo que, junto con factores internos, continúa lastrando al crecimiento. Anticipamos -0,9% en 2016 y 1,9% en 2017

03 La inflación se mantiene elevada, salvo en México. Esto, junto con las subidas de la Fed, fuerza a endurecer la política monetaria en la región

04 Empeoran las perspectivas de las cuentas fiscales en la mayoría de países, pero empiezan a corregirse los déficits externos

Índice

1 Resumen	3
2 Entorno global: crecimiento anémico y más vulnerable	5
3 En los mercados financieros latinoamericanos sigue predominando la volatilidad	7
Recuadro 1. Ajuste y perspectivas del precio del petróleo	12
4 El crecimiento en Latam sufre el impacto de la volatilidad de los mercados y la debilidad de la demanda interna	200
5 Inflación elevada en América del Sur, por la depreciación cambiaria y el precio de los alimentos	244
6 Prosigue el endurecimiento de la política monetaria en América Latina	277
7 Déficit exteriores elevados en Latam, pero empiezan a corregirse	300
8 Perspectivas fiscales perjudicadas por el proceso político, las materias primas y la desaceleración	322
9 Tablas	333

Fecha de cierre: 17 de febrero de 2016

1 Resumen

La economía mundial seguirá creciendo, pero a un menor ritmo y con mayores riesgos. Los índices de confianza empresarial y el repunte de las tensiones financieras apuntan a un inicio de 2016 de crecimiento más moderado al previsto hace un trimestre. Así, el PIB mundial crecería apenas un 3,2% en 2016 (igual que 2015) y postergando la recuperación a 2017 cuando alcanzaría tasas cercanas al 3,5%. De este modo, la economía mundial se enfrenta a un 2016 de crecimiento reducido y con un balance de riesgos sesgado a la baja y concentrado en el bloque emergente, si bien la recuperación esperada de las economías desarrolladas también se presenta frágil. Precisamente, el aumento de la probabilidad de un escenario de riesgo con un crecimiento menor en China y las economías emergentes y una caída adicional del precio del petróleo, con impactos negativos sobre empresas del sector y países exportadores parece haber estado detrás del aumento de la volatilidad de los mercados internacionales en enero y febrero de este año.

Las dudas sobre el crecimiento en China y el resto de las economías emergentes presionaron nuevamente a la baja a los precios de las materias primas, a lo que se sumó también la resistencia de la oferta en el caso del petróleo (Recuadro 1). La propia volatilidad de los mercados internacionales y la caída de los precios de las materias primas son factores que también se trasladaron a los principales activos financieros de la región, con correcciones importantes en las bolsas, diferenciales soberanos y tipos de cambio, similares en intensidad a los ya observados en el episodio de volatilidad de julio y agosto del año pasado, es decir, correcciones poco vistas en los últimos 10 años. Hacia adelante, la evolución de la economía china, tanto en lo que respecta al grado de desaceleración de la actividad como a la gestión que hagan las autoridades de los desequilibrios financieros existentes, seguirá condicionando la dinámica de los flujos de financiación y del precio de las materias primas (más allá del petróleo). A esto se sumará el ritmo de incremento de los tipos de interés oficiales en EEUU, que podría ralentizarse ante las dudas sobre el entorno exterior.

Los indicadores de confianza continuaron siendo débiles, con la excepción de Argentina. Se mantienen en terreno pesimista (Brasil, Chile) o muy débiles (México, Colombia, Perú) sin duda influidos negativamente por el ruido político y el adverso entorno externo, así como la debilidad del empleo y una inflación que se mantiene elevada. La principal excepción es Argentina, donde los indicadores de confianza se han mantenido en terreno positivo, aunque levemente impactados a la baja por las necesarias medidas de ajuste del nuevo gobierno. Como consecuencia de este relativo pesimismo de familias y empresas tanto la inversión como el consumo se mantuvieron débiles y se anticipa que mantengan, en general, un reducido dinamismo al menos en la primera parte de este año. Por otro lado, el sector externo de la región continúa también debilitado, marcado por las dudas sobre el crecimiento en China, la desaceleración de los mercados en la propia región y una nueva corrección del precio de las principales materias primas de exportación.

En este contexto de debilidad interna y exterior, el crecimiento de América Latina tocará fondo en 2016 y se recuperará en 2017 (-0,9% y 1,9%). Estas previsiones suponen una rebaja significativa respecto a las estimadas hace tres meses. Como es habitual, el promedio regional esconde una fuerte heterogeneidad entre países, pues contrasta la fuerte recesión en Brasil (-3.0% en 2016) con el desempeño de los países de la Alianza del Pacífico (México, Colombia, Perú y Chile), que crecerán a un ritmo promedio de alrededor de 2,5% en 2016 y 2017. La recuperación del crecimiento en 2017 vendrá impulsada por tres factores. En primer lugar, el impulso del sector externo, apoyado en la recuperación del crecimiento mundial, la depreciación del tipo de cambio y una cierta mejora de los términos de intercambio. En segundo lugar, por el lado interno, anticipamos un fuerte empuje de la inversión en países como Argentina, Perú o Colombia. Por último, también esperamos que la incertidumbre política en Brasil se disipe y el país retome la senda de crecimiento.

La inflación se mantiene elevada (salvo en México y Paraguay), a pesar de la debilidad cíclica. Se convergería más lentamente a lo anticipado a los rangos objetivos de los bancos centrales, en gran parte por una depreciación más intensa a la anticipada (a lo que se añade el episodio de volatilidad de diciembre y enero) y por el alza del precio de los alimentos, impulsados por el Fenómeno del Niño que afecta a la mayor parte de la región. Las principales excepciones a este patrón son México y Paraguay, donde la inflación también se ha incrementado levemente pero se mantiene dentro del rango objetivo del banco central, en el caso mexicano por el impacto de las reformas en los sectores de telecomunicaciones y energía. Con todo, el principal riesgo es el desanclaje de las expectativas de inflación, más evidente en el caso de Uruguay, pero también un riesgo significativo en el caso de Brasil, Perú o Colombia.

El empeoramiento de las perspectivas para la inflación y el aumento de las tasas de interés por parte de la Fed forzaron el endurecimiento de la política monetaria por parte de los bancos centrales de la región.

El aumento de la inflación y el riesgo de desanclaje de expectativas sobre la misma forzaron la continuación de los aumentos de los tipos de interés por parte de los bancos centrales de Colombia, Chile, Paraguay y Perú en los últimos meses. Sin duda también contribuyó a esta decisión la presión sobre los tipos de cambio de la región, en parte por el aumento de las tasas de interés por parte de la Fed, lo que en caso mexicano contribuyó a un aumento sorpresivo de sus tasas de interés, para moderar la volatilidad de sus mercados financieros. Hacia adelante, en la medida que la presión sobre la inflación persista y se mantenga una senda de subidas por parte de la Fed, anticipamos más aumentos de tipos de interés en los tres países andinos, una senda más restrictiva que la que anticipábamos hace tres meses. En contraposición, Brasil posiblemente dejará inalterada por un largo período de tiempo su elevada tasa de política monetaria, hasta que una reducción más significativa de la inflación permita una reducción de los tipos de interés, algo que probablemente sólo ocurra en 2017.

La subida de tasas de interés por parte de la Fed y un entorno exterior menos favorable deben mantener los tipos de cambio en niveles relativamente depreciados. Las dudas sobre China y sobre la política monetaria en EEUU mantendrá la volatilidad de los mercados hacia adelante. En concreto, esperamos que el tipo de cambio se siga depreciando, aunque con más moderación que la observada en 2015, en la mayoría de países. Las principales excepciones serían Chile, México y Colombia, donde podemos anticipar una cierta apreciación del tipo de cambio a lo largo de 2016, en la medida que sus fundamentales se refuercen y que los precios de las materias primas como el cobre y el petróleo se recuperen gradualmente.

Empiezan a corregirse los déficits externos en la mayoría de países, pero en cambio se anticipa una mayor presión sobre las cuentas fiscales. La depreciación del tipo de cambio y la desaceleración de la demanda interna está empezando a disminuir los déficits externos, que aún son elevados en algunos países. Por el contrario, la desaceleración ha empeorado las perspectivas fiscales en la región.

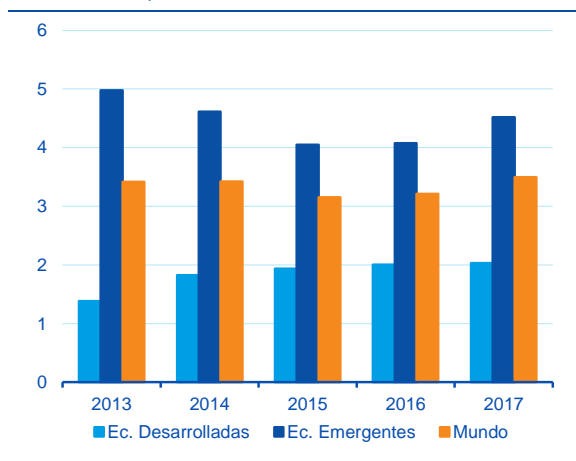
Los moderados precios de las principales materias primas de exportación mantendrán déficits externos elevados en la región (salvo Chile) y también presionan al alza a los déficits fiscales. Los déficits externos se empezarían a moderar en 2016 en algunos países, por la depreciación del tipo de cambio, la debilidad de la demanda interna y cierta recuperación de los términos de intercambio. Con todo, la IED probablemente también se ajuste ante la caída de la rentabilidad del sector primario, lo que puede generar el riesgo de un aumento de la dependencia de la financiación de corto plazo en momentos en los que se vuelve más esquiva. Por su parte, las perspectivas fiscales continúan empeorando (especialmente en Brasil y Colombia) por la desaceleración de la demanda interna y los menores precios de las materias primas.

2 Entorno global: crecimiento anémico y más vulnerable

La intensificación de algunos de los focos de riesgo con impacto global durante el último trimestre de 2015 ha provocado una nueva revisión a la baja en los pronósticos de crecimiento económico mundial para este año. La transición hacia un patrón de crecimiento más bajo en China, con reformas en la economía y cambios en la definición de objetivos clave como el tipo de cambio, está viniendo acompañada de episodios de fuerte volatilidad financiera y descensos de los precios de las materias primas. Todo ello genera un panorama global mucho menos favorable para las economías exportadoras de materias primas, pero también para aquellas percibidas como más vulnerables financieramente.

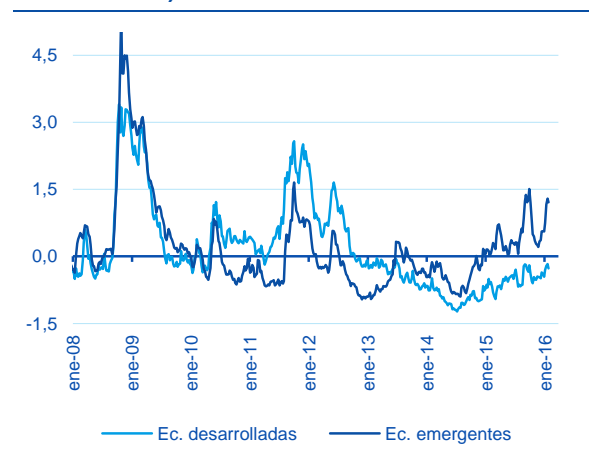
En efecto, los índices adelantados de confianza empresarial y el repunte de las tensiones financieras apuntan a un inicio de 2016 de crecimiento más moderado al previsto hace un trimestre. Así, el PIB mundial crecería apenas un 3,2% en 2016 (igual que 2015) y postergando la recuperación a 2017 cuando alcanzaría tasas cercanas al 3,5% (Gráfico 2.1). Este crecimiento reducido responde al deterioro de la demanda en las economías emergentes. La recuperación de las economías desarrolladas continúa siendo frágil y muy condicionada al impacto que, finalmente, tengan la desaceleración del comercio mundial y la inestabilidad financiera sobre la producción industrial, la inversión y el consumo. Con EE.UU. creciendo a tasas del 2,5% y la Eurozona haciéndolo por debajo del 2%, la tenue mejora de la actividad en el conjunto de economías desarrolladas no será suficiente para compensar la desaceleración de los países emergentes.

Gráfico 2.1
PIB mundial, % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico mundial (incluyendo en particular a las economías emergentes) explican, en buena parte, el comportamiento reciente de los mercados financieros. Los indicadores de actividad siguen concentrando en la industria y el comercio de bienes el mayor grado de deterioro. La actividad en los servicios, que hasta el momento se había visto beneficiada por la recuperación del consumo privado en las principales economías desarrolladas, también está empezando a mostrar signos de menor dinamismo. Así, el índice BBVA de tensiones financieras para el grupo de países emergentes ha repuntado hasta las cotas observadas en julio y agosto de 2015 (primera oleada de la crisis bursátil china), equiparándose con los niveles de estrés de 2011 (Gráfico 2.2). La volatilidad permanece contenida en las economías desarrolladas, en un contexto en el que el capital trata de refugiarse en activos financieros con un menor perfil de riesgo como los bonos soberanos de países como Japón, EE.UU. o Alemania.

De este modo, la economía mundial se enfrenta a un 2016 de crecimiento reducido y con un balance de riesgos sesgado a la baja y concentrado en el bloque emergente. La evolución de la economía china, tanto en lo que respecta al grado de desaceleración de la actividad como a la gestión que hagan las autoridades de los desequilibrios financieros existentes, seguirá condicionando la dinámica de los flujos de financiación y del precio de las materias primas (más allá del petróleo). La posición de endeudamiento empresarial de aquellos países emergentes más vulnerables al contexto externo constituye un foco adicional de inestabilidad, en un entorno de menores beneficios y costes de financiación al alza (mayores primas de riesgo). Junto a lo anterior, las tensiones geopolíticas en algunas geografías y el riesgo de un escenario de bajo crecimiento y baja inflación en las principales economías desarrolladas completan el panorama esperado para la economía mundial en 2016.

EE.UU.: crecimiento moderado y dependiente del consumo.

Durante el último semestre de 2015, la economía estadounidense ha estabilizado su crecimiento en tasas del orden del 2,5% anual. Por el momento, nuestro escenario base mantiene un crecimiento estimado del 2,5% para este año y el próximo, pero la desaceleración de la actividad en el cuarto trimestre, junto con las señales adelantadas que ofrecen los indicadores de confianza empresarial, eleva la probabilidad de que el crecimiento en 2016 pudiera ser menor. Por su parte, la Fed sigue reiterando que la senda de subidas de tipos de interés será gradual y condicionada al seguimiento continuo de la dinámica de gasto doméstico e inflación. Sin presiones alcistas sobre la inflación y ante la caída de precios del petróleo esperamos como máximo dos aumentos de tipos de interés en 2016.

China: el reto de eliminar la inestabilidad financiera

Las dudas sobre la capacidad de China para gestionar con éxito la transición hacia un patrón de crecimiento económico más moderado y equilibrado han vuelto a acrecentarse en el último trimestre de 2015 tras un nuevo episodio de inestabilidad financiera que tuvo su origen, como el pasado mes de agosto, en los mercados bursátil y de divisas.

Aun cuando el mantenimiento de la estabilidad financiera sea clave para evitar que se repitan episodios de aversión al riesgo como el reciente, la dinámica de crecimiento que muestre China a corto y medio plazo sigue siendo determinante para el ciclo económico mundial. Por ahora continúa la senda de moderación gradual del crecimiento y recomposición del mismo iniciada en 2011. Nuestro escenario base mantiene el crecimiento del PIB para 2016 en el 6,2% y en el 5,8% para 2017. No son descartables medidas adicionales de estímulo monetario durante 2016 en forma de rebaja de los tipos de interés de referencia aunque éstas estarán condicionadas al impacto que puedan tener sobre los flujos de capital. Con todo, hay una probabilidad relevante de que este escenario derive en uno de mayor riesgo dadas las dudas sobre el ritmo del rebalanceo de la economía y el margen de maniobra de las autoridades para gestionarlo sin sobresaltos.

Eurozona: sin cambios en el crecimiento esperado

Si se mantiene la dinámica de recuperación reciente, la Eurozona podría crecer este año un 1,8% y un 2,0% en 2017, los mismos registros que se anticipaban el trimestre anterior. El efecto positivo que la corrección de los precios energéticos, el tono más expansivo de la política fiscal y el mantenimiento de condiciones monetarias laxas sería parcialmente compensado por el impacto negativo de la desaceleración del comercio internacional sobre las exportaciones de bienes y del aumento de la inestabilidad financiera y política sobre las decisiones de inversión.

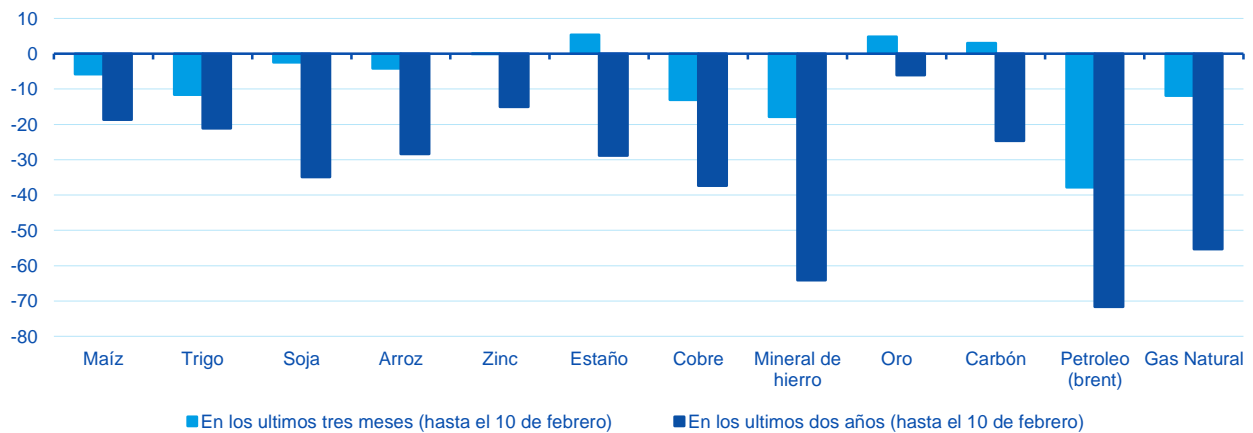
3 En los mercados financieros latinoamericanos sigue predominando la volatilidad

Nuevas caídas de los precios de las materias primas, por las dudas sobre el crecimiento en emergentes y, en algunos casos, la resistencia de la oferta

La tendencia bajista del precio de las materias primas, iniciada a mediados de 2014 cuando se intensificaron las preocupaciones sobre la moderación del crecimiento en China y en otras geografías, continuó en los últimos tres meses (Gráficos 3.1 y 3.2). En concreto, desde el cierre de octubre hasta el inicio de febrero, la gran mayoría de productos primarios presentó un ajuste a la baja en su precio, con la excepción del estaño, carbón y oro, este último debido a su propiedad de activo refugio en tiempos de turbulencia. El ajuste ha sido más fuerte en el caso del petróleo, lo que, además de reflejar las dudas sobre el proceso de desaceleración de la economía china, en particular, y de las economías emergentes, en general, se explica por la relativa robustez de la oferta, determinada principalmente por resistencia y las ganancias de productividad en el *shale oil*, la reincorporación del petróleo de Irán a los mercados mundiales y la persistencia de la elevada producción en los países miembros de la OPEP. El precio del crudo se redujo casi 40% desde el cierre de octubre (para más detalles sobre la evolución reciente del mercado del petróleo, véase el Recuadro 1 abajo).

Gráfico 3.1

Precios de las materias primas (variación %)



Fuente: Bloomberg

En los demás mercados las correcciones no han sido tan bruscas, aunque tampoco se puedan calificar como irrelevantes. Entre las materias primas metálicas, el precio del cobre, de gran importancia para Perú y principalmente para Chile, presentó una disminución de alrededor de 13% en los últimos tres meses. Tras este ajuste, el precio del metal ha caído a niveles por debajo incluso de los costos promedios de producción. A pesar de que se han reducido las estimaciones de crecimiento mundial, de que hay más dudas sobre la evolución futura de la economía china y de que una apreciación del dólar en los mercados globales añade presión bajista sobre los precios (no sólo del cobre, sino de las materias primas, en general), la baja reciente del precio del metal no se explica completamente por variables fundamentales. La actividad del mercado de derivados de agentes no comerciales, en gran parte de carácter especulativo, también está detrás de los precios actuales.

Entre las materias primas agrícolas, que están más aisladas del impacto de la moderación de la actividad en China ya que el ajuste se está produciendo sobre todo en la inversión, que es menos intensiva en alimentos, la

caída más pronunciada ha sido del trigo (alrededor de 12%), pero también los precios de la soja, del maíz y del arroz se ajustaron recientemente a la baja. En algunos casos las buenas cosechas recientes también ayudan a entender las correcciones a la baja en los últimos meses.

Asimismo, tras los ajustes observados recientemente, las materias primas exhiben precios muy inferiores a los observados hace no mucho tiempo. Los precios del petróleo, cobre y trigo, por ejemplo, se encuentran en niveles 72%, 37% y 35%, respectivamente, por debajo de los observados hace dos años, al inicio de 2014, cuando la moderación de la economía china empezó a afectar con más fuerza los mercados de materias primas (Gráfico 3.1).

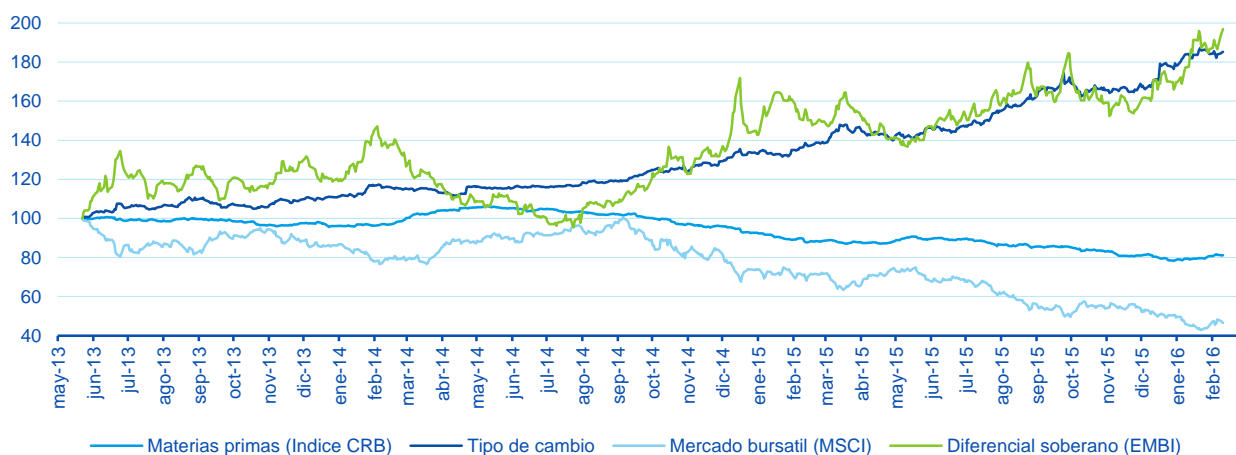
La volatilidad de los mercados financieros globales lastró a los principales activos de la región

Como destacado en la sección 2, además de una fuerte corrección en los mercados de materias primas, también se ha registrado un desplome de los mercados globales y un aumento de las tensiones financieras en los últimos meses. Lo más probable es que, de manera similar a lo que ocurrió a mediados de 2015, la volatilidad reciente sea una consecuencia de las dudas que subyacen el proceso de reequilibrio de la economía china y del temor que las autoridades chinas no logren realizar un “aterrizaje suave”. Asociado a esto, los mercados parecen preocupados con el efecto que un petróleo más barato pueda tener sobre el equilibrio macroeconómico de los países exportadores y sobre el sector corporativo más expuesto a materias primas.

Aunque la subida de los tipos de interés por la Fed y la ralentización de la economía global no contribuyan a la estabilidad de los mercados globales, parecen no ser los principales determinantes de las turbulencias recientes. Por un lado, el inicio del proceso de normalización monetaria en EE.UU. no sólo estaba ampliamente descontado por el mercado, sino que además, en paralelo a la corrección de las bolsas, las expectativas de subidas de la Reserva Federal se están ajustando a la baja, sin que esto tranquilice a los mercados. Por otro lado, tampoco parece ser que las tensiones financieras sean una consecuencia de la desaceleración del crecimiento global. En la segunda mitad de 2015, los indicadores de actividad han estado básicamente en línea con lo previsto, o incluso por encima de lo esperado en algunas economías desarrolladas. Asimismo, aunque el crecimiento mundial esté siendo relativamente bajo y el ritmo de mejora demasiado lento, este entorno no es una novedad y, por tanto, no justifica las correcciones recientes en los mercados.

Gráfico 3.2

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



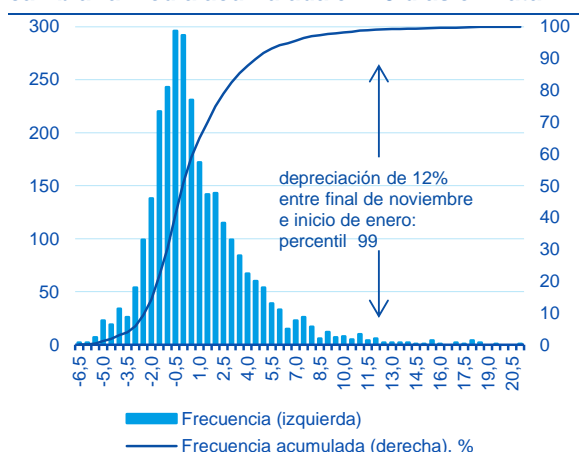
* Tipo de cambio: promedio de los países de la región. Indicador bursátil: MSCI. Riesgo soberano: EMBI Latam. En el caso del tipo de cambio, un aumento del índice indica depreciación.

Fuente: Haver Analytics, Datastream y BBVA Research

En todo caso, las turbulencias financieras globales están lastrando el precio de los activos financieros latinoamericanos. En los últimos tres meses, desde el final de octubre hasta el inicio de febrero, el tipo de cambio se depreció aproximadamente 12% en promedio, las principales bolsas latinoamericanas perdieron 14% y el EMBI Latam, que mide el riesgo soberano de la región, creció alrededor de 24%, (Gráficos 3.2, 3.4, 3.5 y 3.6).

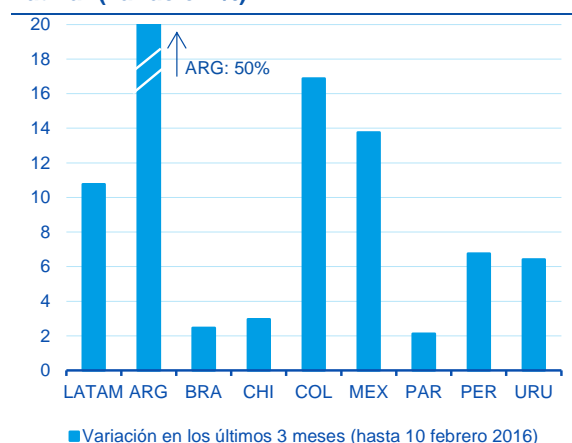
Las correcciones recientes en los precios de los activos financieros locales hacen recordar, por sus causas e incluso por su magnitud, las observadas el año pasado, durante el verano septentrional. El ajuste en los mercados de divisas es representativo de lo que ocurrió en otros mercados financieros de la región: en la primera quincena de enero el grado de depreciación acumulada en 45 días alcanzó 12% en promedio. Desde 2005, sólo durante el inicio de la crisis de Lehman Brothers en 2008, las divisas de la región se debilitaron más que ahora. En 99% de los casos los ajustes cambiarios en América Latina han sido más suaves que los observados al inicio de 2016 (Gráfico 3.3). En particular, las correcciones recientes son ligeramente superiores a las observadas en el episodio de turbulencia anterior, entre junio y agosto del año pasado. En aquel momento las principales divisas regionales se depreciaron 10% en promedio.

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 enero de 2005 y febrero de 2016. En eje horizontal los números positivos (negativos) reflejan una depreciación (apreciación) cambiaria. Promedio simple de las divisas de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
Fuente: Datastream y BBVA Research

Gráfico 3.4
Evolución de los tipos de cambio en América Latina* (variación %)



* Variaciones positivas representan depreciaciones cambiarias.
Fuente: Datastream y BBVA Research

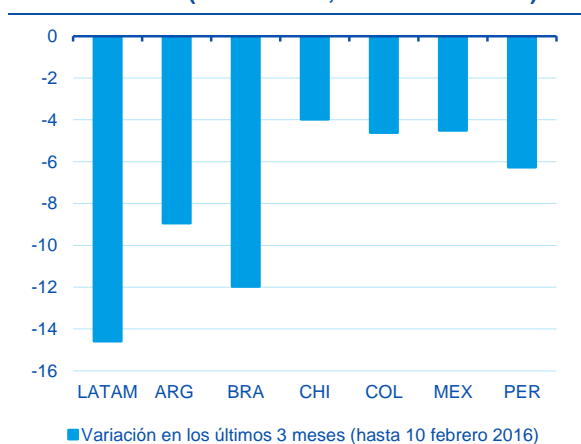
Asimismo, hay que tener en cuenta que algunos factores idiosincráticos contribuyeron también a la volatilidad reciente. En el caso de los mercados de divisas, por ejemplo, destaca la depreciación de alrededor de 45% del peso argentino tras la eliminación del cepo cambiario por las nuevas autoridades económicas del país. En efecto, si no consideráramos a Argentina, la depreciación media de las divisas regionales al inicio de 2016 hubiera sido de 5%, aun superior a 98% del período de tiempo desde 2005 hasta ahora, pero por debajo de la depreciación de 10% registrada el año pasado, en el verano septentrional.

Aparte del ajuste del peso argentino, las correcciones recientes más fuertes se han visto en Colombia y México, economías que están más expuestas a las caídas del precio del petróleo (Gráfico 3.4).

En el caso de los mercados bursátiles (Gráfico 3.5), las pérdidas más fuertes ocurrieron en Brasil, lo que no llega a sorprender dados el deterioro macroeconómico, los problemas políticos observados y la consecuente pérdida del grado de inversión del país (en diciembre Fitch retiró el grado de inversión del país, tres meses de que lo hiciera S&P).

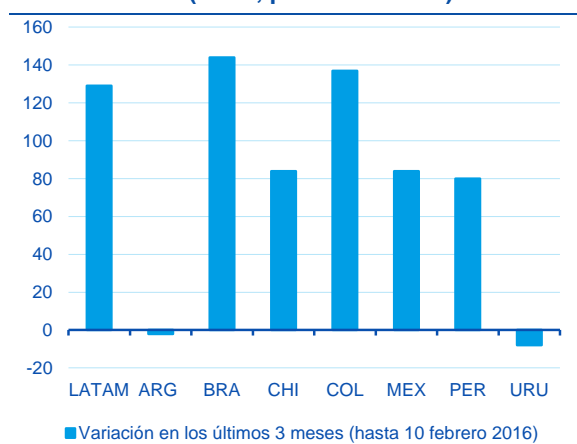
Con respecto a los diferenciales soberanos, los únicos países en que en los últimos tres meses no se registró un significativo deterioro fueron Argentina y Uruguay. Por otro lado, los ajustes más fuertes ocurrieron en Brasil y Colombia, debido al fuerte deterioro de la situación económica y política en el primer caso, y al impacto de la caída del precio del petróleo en el segundo. Tras las correcciones recientes, el diferencial soberano de Argentina es ahora inferior al de Brasil.

Gráfico 3.5
Evolución de las cotizaciones bursátiles en América Latina (variación %, en moneda local)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 3.6
Evolución de los diferenciales soberanos en América Latina (EMBI, puntos básicos)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Por fin hay que notar que la subida de los tipos por la Fed y la mayor aversión al riesgo global, coadunadas con la desaceleración de las economías latinoamericanas, están provocando una moderación de los flujos de capital hacia la región e incluso, en algunos casos como el de Brasil, una salida de capitales. Asimismo, las emisiones corporativas y soberanas en el exterior, retrocedieron 33% en 2015, en gran parte debido a la desaceleración de las primeras, principalmente en Brasil.

Se mantendrá la volatilidad hacia adelante, pero una recuperación de las materias primas debería limitar las pérdidas

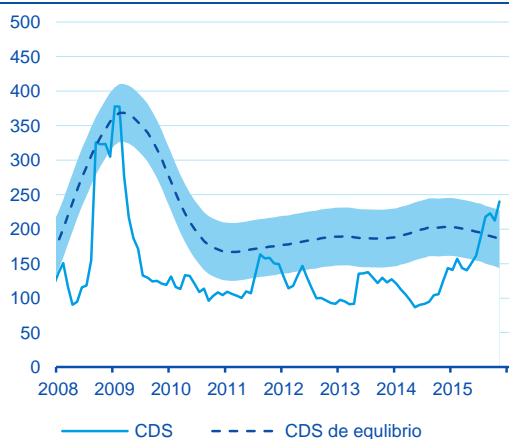
Como hemos venido alertando desde hace algún tiempo, tanto el proceso de recuperación de la economía de EE.UU., que condiciona la velocidad de normalización de las condiciones monetarias por la Fed, como la transición de la economía china hacia tasas de crecimiento más bajas, menos dependientes de la inversión y más del consumo interno, seguirán determinando el ritmo de la evolución de la actividad económica global y el desempeño de los mercados financieros. Aunque la economía americana logre recuperar gradualmente su fortaleza y la economía china evite un escenario de aterrizaje forzoso, lo más probable es que la complejidad de ambos procesos y la atención de los mercados a los indicadores de corto plazo en ambas geografías seguirán generando turbulencias, como las observadas al inicio de este año y las registradas en junio-agosto del año pasado.

Considerándose estas perspectivas para el entorno internacional, y tomando en cuenta que el proceso de desaceleración de al menos algunas economías de la región todavía no ha acabado y que en algunos casos los problemas e indefiniciones políticas seguirán teniendo un papel destacado, no se puede afirmar que los mercados financieros de la región se recuperarán rápidamente y significativamente.

En todo caso, el hecho de que en algunos casos el precio de los activos financieros, como los tipos de cambio (véase sección 6) y los CDS (Gráfico 3.7), se encuentre ya por debajo del valor determinado por los fundamentales debe limitar las pérdidas hacia adelante.

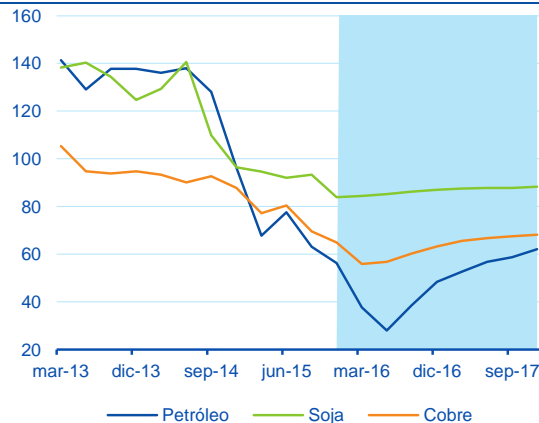
Otro factor que debe apoyar moderadamente a los activos regionales es la evolución de los precios de las materias primas. Aunque de manera gradual, las condiciones actuales de estos mercados deben determinar reducciones de la oferta, lo que permitiría que los precios de productos como el petróleo y cobre convergiesen a niveles menos deprimidos, alrededor de 10% más altos al final de 2017 que al cierre de 2015 en el caso del petróleo, y de 5% en los dos otros casos (para más detalles véase el Gráfico 3.8 y, para el caso del petróleo, el Recuadro 1). Aunque moderada, esta recuperación del precio de las materias primas permitiría que el dinamismo de la actividad económica aumentara a lo largo de los dos próximos años.

Gráfico 3.7
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

Gráfico 3.8
Previsiones de precio de las principales materias primas (índice promedio 2010 = 100)



Fuente: BBVA Research

Recuadro 1. Ajuste y perspectivas del precio del petróleo

El fin de una era

Entre principios de la década de 2000 y la segunda mitad de 2014, el precio del petróleo mostró un aumento sostenido interrumpido temporalmente por la Gran Recesión. En este “superciclo” de las materias primas, las condiciones del mercado petrolero se caracterizaron por un robusto crecimiento tanto de la demanda proveniente de fuera de los países de la OCDE, como de la oferta de crudo no OPEP. Una política monetaria flexible, avances tecnológicos sin precedentes y estrategias de inversión en busca de rentabilidad permitieron asignar enormes cantidades de recursos al sector del gas y petróleo.

La demanda global fue impulsada en gran medida por la formidable expansión económica de los mercados emergentes. Entre 2000 y 2015, los mercados emergentes contribuyeron con 70 céntimos de cada dólar adicional de PIB mundial, ajustado por PPA. En el mismo período, el aumento de la demanda mundial de productos derivados del petróleo estuvo impulsado en su totalidad por los mercados emergentes. Además, el impresionante crecimiento medio del PIB de China (9,5%) durante este periodo y sus importantes repercusiones en otros mercados emergentes explican el 62% del incremento neto de la demanda de productos derivados del petróleo en los últimos 15 años.

Gráfico R.1.1

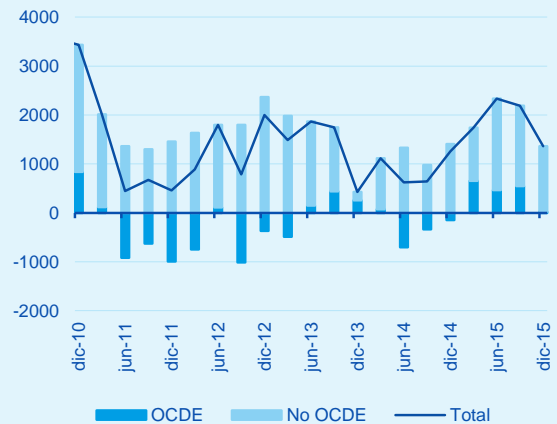
Precio al contado del WTI (\$ por barril)



Fuentes: BBVA Research y Haver

Gráfico R.1.2

Demanda de productos del petróleo (variación a/a, miles de barriles/día)

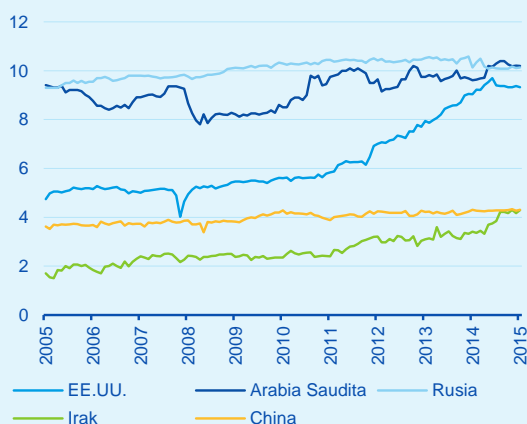


Fuentes: BBVA Research y Haver

El crecimiento de la oferta no OPEP estuvo liderado por EE.UU., donde la combinación de unos precios del petróleo elevados, el fracking (fracturación hidráulica), la perforación horizontal, las tecnologías de aguas profundas y los tipos de interés históricamente bajos alentaron una importante cantidad de inversiones en el sector del gas y petróleo. Así, el total de inversiones de capital en gas y petróleo respecto al PIB aumentó del 0,4% en 2000 al 2,1% en 2014, acumulando 2,8 billones de dólares en 15 años. La consecuencia de ello es que la producción de petróleo de EE.UU. pasó de 5,7 millones de barriles diarios en 2011 a 9,7 millones de barriles diarios en abril de 2015. En este periodo, EE.UU. representó el 83% del incremento neto acumulado en la oferta de petróleo mundial.

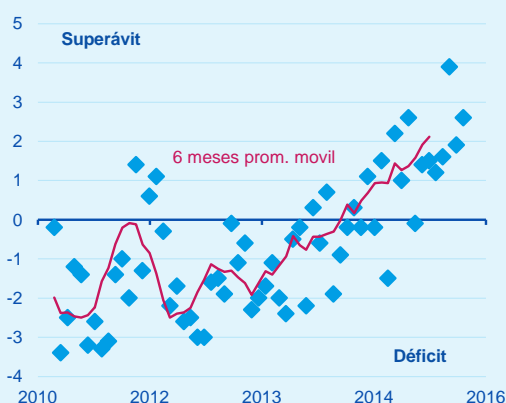
El aumento de los precios del petróleo durante este periodo indica que el factor de la demanda dominó las expectativas del mercado. Sin embargo, a principios de 2011, cuando la oferta de EE.UU. empezó a repuntar, los precios del petróleo se estabilizaron, pues las expectativas daban por descontado un mercado más equilibrado. No obstante, en 2014 la demanda no pudo absorber la oferta, dando lugar a una caída de los precios que continúa hasta la fecha.

Gráfico R.1.3
Producción de petróleo (millones de barriles/día)



Fuentes: BBVA Research y Haver

Gráfico R.1.4
Equilibrio de la oferta y demanda de petróleo mundial (millones de barriles/día)



Fuentes: BBVA Research y Haver

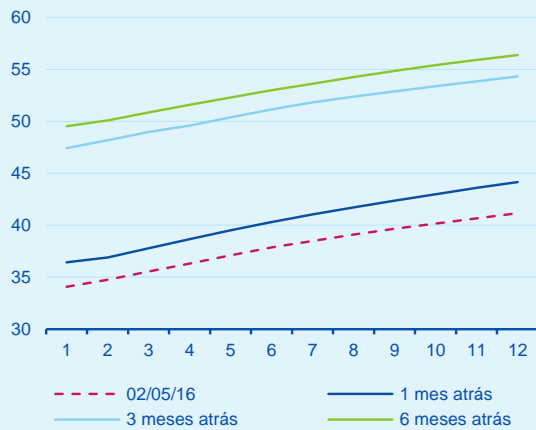
En anteriores episodios de contracción de precios, la reacción de la OPEP hubiera sido reducir su producción, como lo hizo en 2001 y 2008; sin embargo, en noviembre de 2014 el cártel sorprendió a los mercados con su decisión de mantener los niveles de la misma, lo que se entendió como un intento de proteger su cuota de mercado. La reticencia a recortar la producción, e incluso el aumento de la misma en 2015 cuando los precios seguían cayendo, fue interpretado por algunos expertos como un intento de forzar a los productores con mayores costes a salir del mercado.

Al mismo tiempo, a mediados de 2014, la desaceleración económica de China se había hecho aún más evidente. Por ejemplo, el PMI manufacturero ha caído de forma continuada desde julio de 2014, tras alcanzar su máximo nivel (51,7). Los efectos en el resto de los mercados emergentes han sido notables. Por ejemplo, el crecimiento de la producción industrial y el volumen de comercio exterior desde y hacia esta región se ha frenado hasta situarse en los niveles más bajos en seis años.

Nuestro análisis econométrico confirma que la caída del precio del petróleo se debe a los fundamentos: oferta y demanda, incluidas las expectativas con respecto a ambos factores. En concreto, la solidez y las expectativas acerca de la oferta de petróleo no OPEP, y la debilidad y las expectativas acerca de la demanda agregada de los países de fuera de la OCDE han desempeñado un papel preponderante en la determinación del nivel del precio del petróleo y en su volatilidad. Además, la revisión de las expectativas de crecimiento mundial a favor de las economías desarrolladas con respecto a los mercados emergentes y la divergencia de las políticas monetarias en las economías desarrolladas, dos factores que fortalecen el valor relativo del dólar, han generado aún más presiones bajistas sobre los precios. La volatilidad de los precios también refleja factores geopolíticos como el levantamiento de las sanciones en Irán y los conflictos de Oriente Medio.

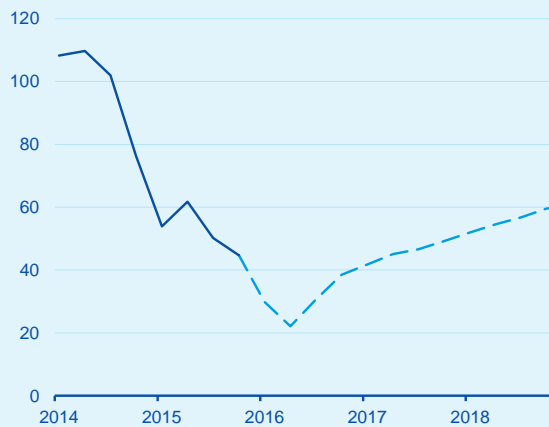
De esta forma, nuestro escenario central prevé un ajuste a la baja durante el primer semestre del año, seguido de una recuperación suave a partir de entonces. A finales de 2018 se prevé que los precios se estabilizarán en torno a 60 \$/barril, precio en el que estimamos el nivel de equilibrio a largo plazo.

Gráfico R.1.5
Futuros del petróleo Brent (\$ por barril)



Fuentes: BBVA Research y Haver

Gráfico R.1.6
Previsión del precio del petróleo: referencia (Brent, \$ por barril)



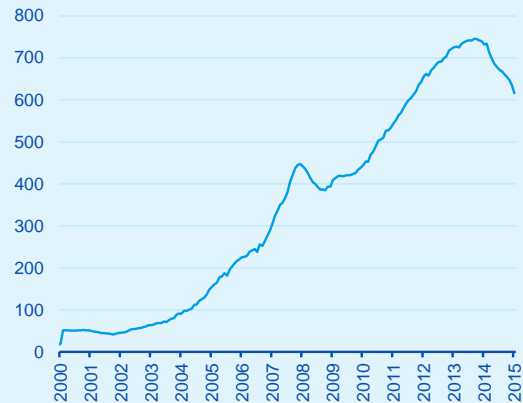
Fuentes: BBVA Research y Haver

Es posible que se produzca una nueva corrección de precios en los próximos meses

Desde que el precio empezó a caer, los contratos de futuros han revisado a la baja las expectativas persistentemente, lo que indica que aún existe incertidumbre sobre el momento en el cual el precio alcanzará su mínimo. Desde el punto de vista de la oferta, aún persisten preocupaciones respecto al exceso de la misma. La OPEP no ha mostrado indicios sobre la posibilidad de recortar la producción, lo que podría explicarse por dos factores. Por un lado, el coste marginal por barril para Arabia Saudita y otros miembros de la OPEP

sigue muy inferior a 20 \$/barril. Por otro lado, Arabia Saudita, el mayor productor y propietario de las segundas mayores reservas probadas, ha podido absorber el impacto de los bajos precios en su economía mediante una combinación de medidas de austeridad y venta de reservas de divisas. Teniendo en cuenta el nivel de reservas de divisas (616.000 millones de dólares, es decir, el 100% del PIB) y que la deuda pública es baja (6,7% del PIB), el país dispone de un margen para soportar un periodo prolongado con el precio del petróleo bajo.

Gráfico R.1.7
Arabia Saudita: Reservas de divisas (total menos oro, final del periodo, miles de millones de USD)



Fuentes: BBVA Research y Haver

Gráfico R.1.8
Irán: Producción de petróleo (millones de barriles/día)



Fuentes: BBVA Research y Haver

Las divisiones dentro de la OPEP dificultan la posibilidad de acuerdo entre los miembros. El cártel

está dividido en dos grupos. El primero incluye países como Venezuela, Nigeria, Irán, Irak y Libia, cuyas maltrechas economías necesitan desesperadamente unos precios del petróleo más altos. Estos países desearían que los miembros con mayor solidez económica recortaran la producción.

El segundo grupo está compuesto por Arabia Saudita y otros estados del Golfo, que creen que cualquier corte de la producción debería compartirse, no solo por los miembros de la OPEP sino también por los productores no OPEP, una condición necesaria para mantener sus cuotas de mercado. Sin embargo, algunos países que no pertenecen a la OPEP, como Rusia, que es el segundo mayor productor del mundo, y Brasil, podrían tener dificultades para recortar la producción voluntariamente, pues sus economías se contraen y los ingresos del petróleo son críticos para apoyar la política fiscal. No es sorprendente, por tanto, que hayan fracasado los recientes esfuerzos por persuadir a Rusia para que se una a un recorte de la producción de la OPEP.

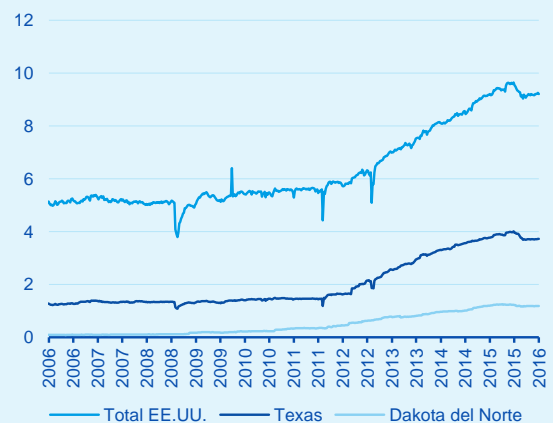
Otra fuente de presiones bajistas sobre los precios está relacionada con la capacidad de Irán para exportar crudo tras el levantamiento de las sanciones como resultado del acuerdo con el grupo P5+1. El gobierno iraní tiene como objetivo aumentar la producción en 1 millón de barriles/día en 2016, lo que significaría volver a su plena capacidad de producción, estimada en cerca de 4 millones de barriles/día. No obstante, una estimación más razonable apunta a que la cantidad de petróleo adicional que el país puede inyectar en el mercado mundial a corto plazo se ubica entre 300.000 y 500.000 barriles/día. Un crecimiento mayor de la producción llevará tiempo, pues se necesitan importantes inversiones para modernizar una infraestructura deteriorada. Estas inversiones no van a producirse inmediatamente, dadas las estrictas condiciones crediticias y el menor apetito por el riesgo.

Dado que las negociaciones entre la OPEP y Rusia parecen estar en un callejón sin salida y que se está produciendo la reintegración de Irán en el mercado mundial, la atención ha girado hacia EE.UU., donde la producción ha mostrado más fortaleza de la

esperada. Desde su último nivel máximo de 9,7 millones de barriles/día en abril de 2015, la producción de petróleo de EE.UU. ha ido disminuyendo gradualmente hasta situarse en 9,3 millones en noviembre de 2015.

La ausencia de una caída abrupta en la producción de EE.UU. puede explicarse por una serie de factores. Primero, los operadores, muy apalancados, necesitan seguir produciendo y vendiendo petróleo para pagar la deuda. Segundo, los costes variables se han ajustado más rápido de lo previsto, proporcionando un alivio temporal para absorber parcialmente la caída del precio. El tercer factor es la heterogeneidad del sector. Los precios de equilibrio varían entre los distintos yacimientos de esquisto y lo mismo ocurre con las respuestas de los operadores ante la caída del precio, ya que algunas empresas están más diversificadas que otras o tienen activos de mejor calidad. Los ajustes de la producción han sido heterogéneos entre los distintos yacimientos de esquisto; por ejemplo, a fecha de diciembre de 2015, la producción seguía expandiéndose en Permian y Utica, pero se había contraído en Bakken y en Eagle Ford. Sin embargo, estos factores no pueden ser considerados como permanentes, de forma tal que la caída de la producción de petróleo de EE.UU. será más intensa en la medida en que continúe el actual escenario de precios bajos.

Gráfico R.1.9
Producción de petróleo de EE. UU.
(millones de barriles/día)



Fuentes: BBVA Research y Haver

Tabla R.1.1
Crecimiento del PIB real
(variación % a/a)

	Estimaciones	Previsiones	
	2015	2016	2017
Rusia	-3,7	-1,0	1,0
China	6,9	6,2	5,8
India	7,3	7,6	8,0
Brasil	-3,8	-3,0	1,3
Sudáfrica	1,3	0,7	1,8

Fuentes: BBVA Research, FMI y Haver

Por el lado de la demanda, las perspectivas de crecimiento global han disminuido a causa de la debilidad de los mercados emergentes y del modesto crecimiento de las economías desarrolladas. En concreto, se prevé que el crecimiento económico de China pasará del 6,9% en 2015 al 6,2% en 2016, y al 5,8% en 2017. Nuestro escenario central presupone un "aterrizaje suave"; sin embargo, la incertidumbre sobre la magnitud de la desaceleración y la capacidad del gobierno para manejar el ciclo a través de la política fiscal y monetaria ejercerá probablemente presiones a la baja sobre los precios del petróleo a corto plazo. El crecimiento más lento de China tendrá efectos secundarios en otros mercados emergentes, con repercusiones negativas para la demanda de petróleo.

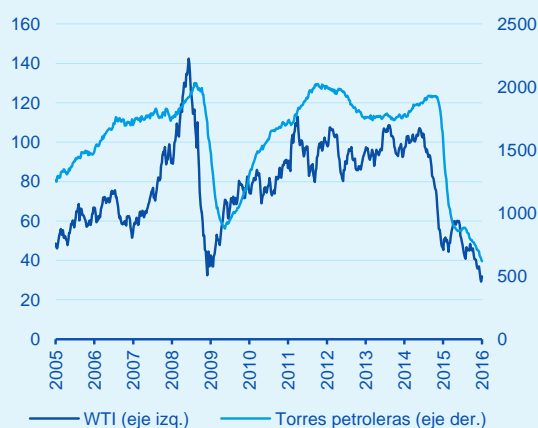
Otro factor que impedirá que los precios suban a corto plazo son los niveles persistentemente elevados de los inventarios, sobre todo en EE. UU., donde las existencias de petróleo excluyendo las reservas estratégicas son las más altas de los últimos ochenta años, y donde a pesar del aumento, las presiones sobre la capacidad de almacenamiento operativo todavía se mantienen contenidas.

Modesta mejora en el segundo semestre de este año y durante 2017

Aunque el precio podría caer aún más durante el primer semestre, un ajuste más intenso en la producción de EE.UU. podría hacer que este suba en el segundo semestre y durante el 2017, en especial si la caída de la producción de EE.UU. es mayor que el incremento potencial de la oferta de otros productores (por ejemplo Irán). La rápida reducción de los pozos activos indica que la producción de petróleo de EE.UU. podría caer alrededor de 1 millón de barriles/día en los próximos doce meses. Esto supondría recortar una parte sustancial del exceso de oferta del mercado, que actualmente se calcula que está entre 1,5 y 1,8 millones de barriles/día.

En 2015, la inversión fija privada real en prospección minera y pozos se contrajo un 35%, es decir 47.300 millones de dólares menos que en 2014. Es probable que esta tendencia continúe en 2016, pues el sector de gas y petróleo reducirá más el CAPEX como respuesta a las presiones sobre la rentabilidad. El CAPEX del sector de gas y petróleo en EE.UU. caerá hasta el 1,5% del PIB, que representa el nivel más bajo desde 2008. La producción de EE.UU. también se verá afectada por el creciente número de quiebras y un entorno de mayor aversión al riesgo, que se refleja en unas normas crediticias más estrictas para la financiación del sector de gas y petróleo.

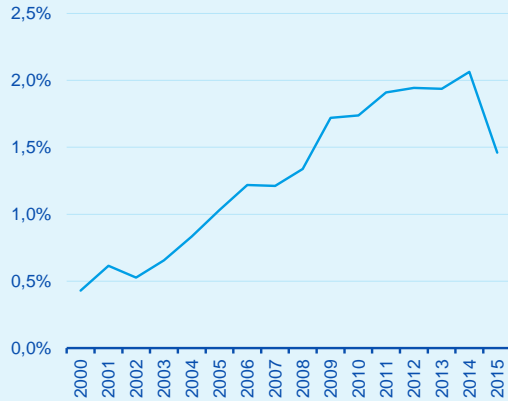
Gráfico R.1.10
Número de pozos activos en EE. UU. y petróleo WTI
(unidades y \$/barril)



Fuentes: BBVA Research y Haver

Gráfico R.1.11

Inversiones de capital en EE. UU. en el sector del gas y petróleo (porcentaje del PIB, %)



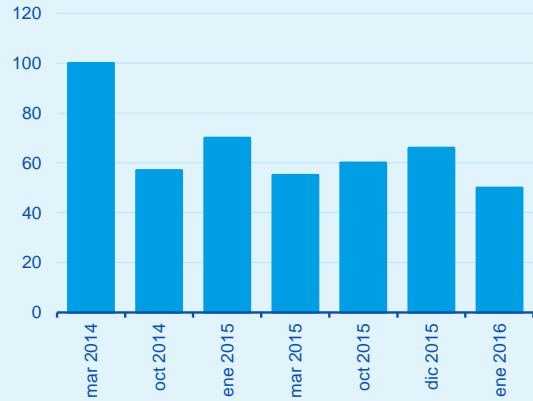
Fuentes: BBVA Research y Haver

Aunque un ajuste más profundo de la producción de EE.UU. o un acuerdo de la OPEP con Rusia podrían provocar un nuevo incremento del precio, éste estará limitado por los siguientes factores: en primer lugar, si Arabia Saudita y sus socios desean mantener o ganar cuota de mercado necesitan que los precios estén justo por debajo de los precios de equilibrio de los productores que tienen altos costes. Esto significa que no pueden recortar la producción hasta un punto en que los productores con altos costes vuelvan a ser competitivos.

En segundo lugar, la flexibilidad y la eficacia del sector del esquisto de EE.UU. indican que las empresas pueden revitalizar su producción relativamente rápido una vez que perciban que los precios vuelven a subir. El corto plazo entre la decisión de inversión y la producción efectiva dificulta que el sector del esquisto de EE.UU. sea el factor clave para mantener el repunte de los precios. En tercer lugar, las perspectivas de un menor crecimiento económico podrían contrarrestar las subidas derivadas de un ajuste de la oferta. Dicho de otro modo, para que la estrategia saudita funcione, el periodo de precios del petróleo bajos tiene que ser prolongado para evitar una vuelta rápida de los productores de petróleo de esquisto.

Gráfico R.1.12

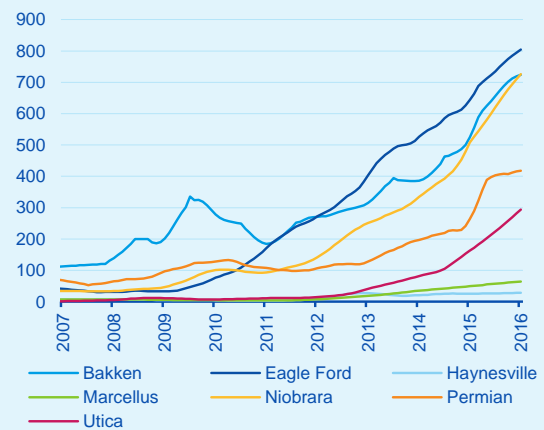
Precios medios de equilibrio de América del Norte (producción de petróleo ajustada, \$ por barril)



Fuentes: BBVA Research, FT, HIS, Wood Mckenzie

Gráfico R.1.13

Productividad de los pozos (barriles/día por pozo)



Fuentes: BBVA Research y AIE

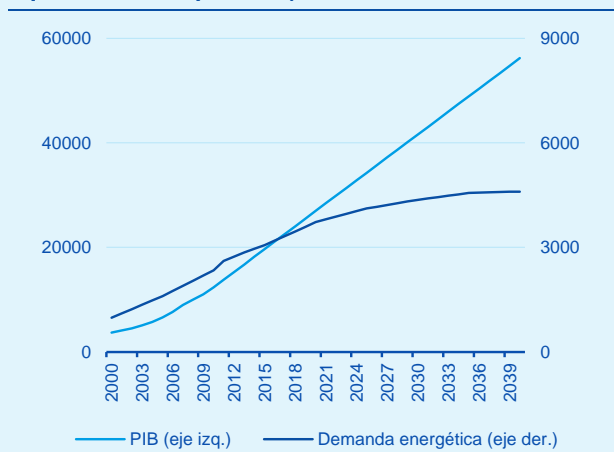
¿Se dirigen los precios del petróleo a un equilibrio más bajo a largo plazo? Sí, es probable que así sea, pero la incertidumbre es elevada

Los cambios estructurales en el mercado de la energía tendrán un impacto importante a largo plazo. Por el lado de la oferta, la creciente competencia de productores fuera de la OPEP seguirá debilitando su función como estabilizador de precios. La mayor competencia fomentará la innovación, lo que podría bajar los precios de equilibrio, de modo que los productores que actualmente tienen costes altos serían más

competitivos en el futuro. La revolución del esqui en EE.UU. ha demostrado que un entorno más competitivo promueve innovaciones que aumentan la productividad y ofrecen acceso a recursos que antes no estaban disponibles.

Los avances tecnológicos han hecho que la noción de "pico de producción petrolera", es decir, el momento hipotético en que la producción alcanza su nivel máximo a partir del cual entra en declive hasta el agotamiento, sea menos relevante en un mundo en el que siguen descubriéndose reservas y la extracción es cada vez más viable. Un ejemplo de ello es la tecnología plasma-pulso, que potencia al máximo la recuperación del petróleo utilizando un arco de plasma de alta energía en vez de inyectar fluidos a alta presión para estimular el yacimiento. Esta tecnología es más eficaz y es una opción más respetuosa con el medio ambiente.

Gráfico R.1.14
China: PIB y demanda energética (billones de \$ PPA y millones de toneladas equivalentes de petróleo)

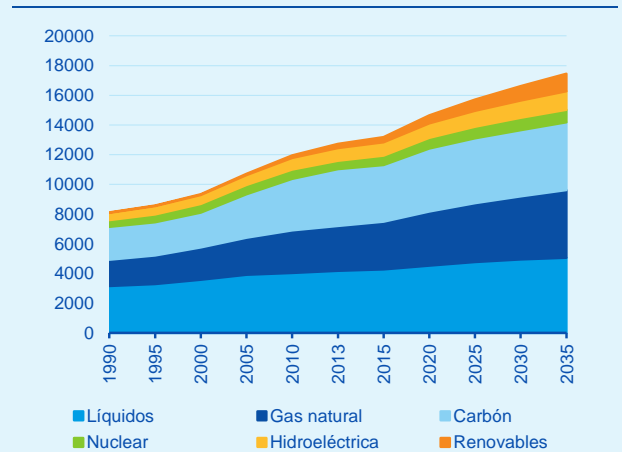


Fuentes: BBVA Research y AIE

Por el lado de la demanda, los mercados emergentes seguirán impulsando el crecimiento mientras que la demanda de los países desarrollados seguirá perdiendo importancia relativa; sin embargo, el reequilibrio de la economía china podría tener repercusiones de mayor alcance para el petróleo. Aunque el PIB de China se mantuviera muy por encima del 6%, la recomposición de las fuentes de crecimiento podría implicar un ajuste mucho más pronunciado en la demanda de petróleo que si el crecimiento se

mantuviera principalmente con el apoyo del sector industrial.

Gráfico R.1.15
Consumo energético mundial por combustible (millones de toneladas equivalentes de petróleo)



Fuentes: BBVA Research y AIE

En la medida de que en China haya una transición de una economía impulsada por la inversión a una economía impulsada por el consumo, es probable que el consumo energético por PIB cambie, como ha sucedido en los países desarrollados. En este sentido, la Agencia Internacional de la Energía prevé que la demanda energética de China empezará a desvincularse del PIB a finales de esta década y se estabilizará en cerca de 4.000 millones de toneladas equivalentes de petróleo en 2040. Esta divergencia hará bajar la ratio de energía-PIB, lo que implica mayor eficiencia energética en el transporte y en la actividad comercial e industrial.

Por último, se prevé que los compromisos para reducir las emisiones de CO2 en la atmósfera, a partir de la Conferencia de la ONU sobre el Cambio Climático de 2015, promoverán la inversión de cara a aumentar la cuota de las energías renovables en el mix energético mundial. Estas inversiones, junto con incentivos fiscales, prometen incrementar la competitividad en costes de las energías limpias con respecto a los combustibles fósiles. La adopción de la tecnología por parte de los mercados emergentes podría hacer que tuvieran una transición relativamente rápida a fuentes energéticas eficientes y renovables aunque los precios del

petróleo se mantengan bajos durante un periodo de tiempo prolongado.

Estas tendencias conllevarían un nuevo precio de equilibrio para el petróleo, razonablemente más bajo de lo previsto, aunque hay una enorme incertidumbre en cuanto a la intensidad o incluso en cuanto a la manifestación efectiva de estos factores a largo plazo en el horizonte de las previsiones.

Desde una perspectiva de largo plazo, el mercado podría avanzar hacia un nuevo paradigma en que los hidrocarburos serán más accesibles, y donde la demanda energética cambia hacia múltiples fuentes. Las necesidades energéticas del mundo son enormes, pero también complejas. Por un lado, se necesitan enormes cantidades de energía barata para apoyar el crecimiento económico de los países en desarrollo, donde se prevé el mayor crecimiento demográfico. Sin embargo, a medida que el impacto del cambio climático se agudiza más y los gobiernos y organismos privados de todo el mundo se conciencian, la necesidad de una energía "limpia y barata" ya no es una opción sino algo imprescindible. Los hidrocarburos solo encajan en la parte "barata" de la ecuación. Las energías renovables, por otro lado, son limpias, pero se tardará algún tiempo antes de que sean una alternativa rentable para el desarrollo económico, y aún más si los precios se mantienen bajos. En este nuevo paradigma, el petróleo seguirá siendo necesario, pero menos importante en términos relativos.

Elevada incertidumbre en torno a nuestro escenario central, también a corto y a medio plazo

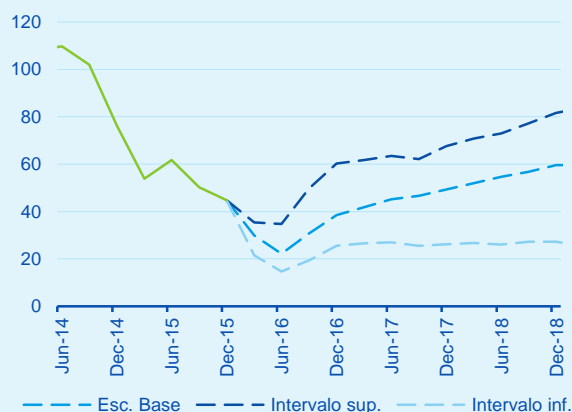
La incertidumbre no desaparece a corto y medio plazo. Los precios podrían dejar de caer y repuntar rápidamente si: 1) la OPEP decide recortar la producción, 2) la producción de EE.UU. muestra un ajuste más rápido de lo esperado con un impacto duradero en el sector, y 3) la desaceleración de la economía mundial resulta más suave de lo previsto.

Los acontecimientos inversos podrían producir un escenario de precios opuesto, es decir si: 1) se materializa un "aterrizaje brusco" de la economía china, 2) la OPEP mantiene sus cuotas de

producción actual y se embarca en una guerra de precios contra otros productores, y 3) la producción de EE.UU. se mantiene sólida mientras que los precios de equilibrio bajan debido a la innovación.

En conclusión, la solidez financiera de los productores de petróleo, tanto los de la OPEP como los no OPEP, ante un escenario de precio de petróleo bajo, la incertidumbre sobre el aterrizaje suave de los mercados emergentes y el impacto real de las innovaciones tecnológicas en el sector del petróleo condicionarán el resultado final de los precios del petróleo.

Gráfico R.1.16
Previsiones del precio del petróleo Brent, \$/barril



Fuentes: BBVA Research

Tabla R.1.2
Previsiones del precio del petróleo

	Escenario central	Al alza	A la baja
2015	52,6	52,6	52,6
2016	30,3	45	20,3
2017	45,7	63,7	26,4
2018	55,7	75,7	26,8
2019	59,6	83,5	23,7
2020	59,6	87,7	21,4

Fuentes: BBVA Research

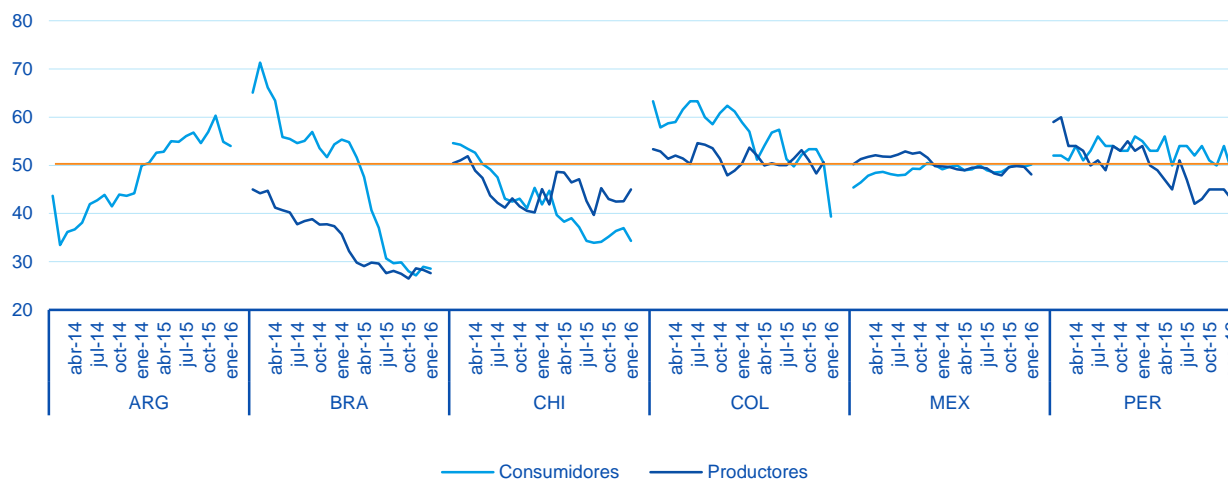
4 El crecimiento en Latam sufre el impacto de la volatilidad de los mercados y la debilidad de la demanda interna

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

Los indicadores de confianza han dejado de deteriorarse en la mayor parte de geografías, pero se mantienen en terreno pesimista (Brasil, Chile, Colombia) o muy débiles (como en Perú y México) por (i) factores políticos, (ii) incertidumbre sobre las políticas económicas (incluyendo procesos de reforma en algunos países); (iii) el deterioro cíclico, incluyendo mercados laborales menos boyantes; (iv) una mayor inflación, que afecta a la renta disponible; y (v) un entorno externo menos favorable, incluyendo por la caída de precios de materias primas. La principal excepción es Argentina, donde los indicadores de confianza se han mantenido en terreno positivo, aunque con los registros de enero se observa algún efecto negativo del impacto que han tenido las necesarias medidas de ajuste del nuevo gobierno sobre la confianza de los consumidores (Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1

Confianza consumidor y productor (valores sobre 50pts indican optimismo)*



*Para Colombia el último dato es diciembre-15. Y solo confianza empresarial en Chile hasta enero.
Fuente: BBVA Research

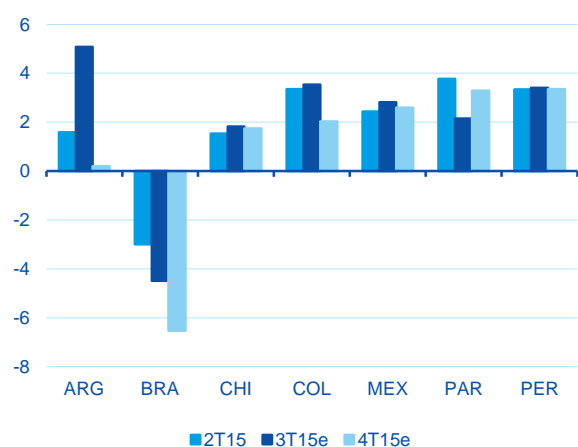
Se anticipa poca recuperación de la demanda interna hasta finales de 2016.

En congruencia con los menores niveles de confianza, el consumo privado continuó desacelerándose en la mayoría de países, en lo que ha sido clave el repunte inflacionario de la última parte del año (salvo en México), cuyos efectos fueron parcialmente compensados por un mercado laboral aún resiliente aunque algo más deteriorado que al inicio del año pasado. La inversión continuó también desacelerándose e incluso profundizó su caída en términos anuales en el cuarto trimestre en Brasil y Chile, mientras que se mantuvo débil en el resto de países (Gráfico 4.2 y 4.3). La recesión en Brasil ha impactado negativamente a los países socios del Mercosur como Argentina, Paraguay y Uruguay, principalmente por el canal real; pero también turismo e inversión directa. Recordar que las exportaciones a Brasil representan en torno al 3%,

3,5% y 3,8% del PIB de Argentina, Paraguay y Uruguay, respectivamente y el 21%, 22% y 12% de las exportaciones totales de aquellos países tienen por destino Brasil¹.

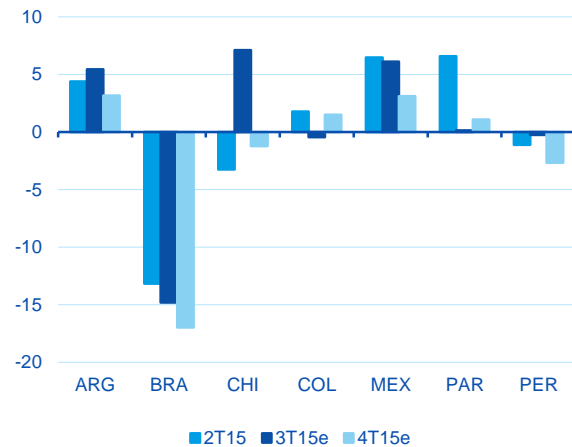
La continuación de precios de materias primas bajos, así como la moderación de la demanda externa, además de incertidumbre política y eventuales reformas anticipa una lenta recuperación de la demanda interna en los siguientes trimestres.

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

Las exportaciones continuaron sufriendo el impacto de la caída de los precios de materias primas, aunque en el último trimestre en menor medida que en el tercero, si bien los volúmenes de exportación no disminuyeron demasiado. A los menores precios de *commodities* se suma el impacto de menor demanda externa y particularmente de otros mercados latinoamericanos. Destaca la caída en exportaciones en el caso de Colombia (Gráfico 4.4) donde el menor precio del petróleo ha sido clave. Recordar que las exportaciones a países de Latinoamérica de bienes distintos a materias primas es relativamente elevado: entre 80% y 85% en Argentina, Brasil y Uruguay y cerca de 75% en los tres países andinos, con lo que una moderación en la demanda por bienes manufacturados (manufactura básica y no básica) incide en el resto de la región.

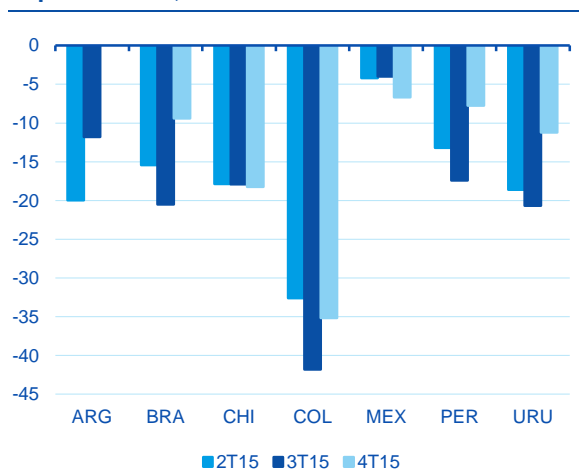
El crecimiento en América Latina tocará fondo en 2016 y recuperará en 2017 (-0,9% y 1,9%)

Las previsiones de crecimiento de América Latina en 2016 y 2017 se revisan a la baja, principalmente por un entorno externo menos favorable, incluyendo menores precios de las materias primas, sobre todo el petróleo. A la revisión contribuye también el efecto de un entorno doméstico menos favorable en la mayoría de los países, que incluye políticas monetarias y fiscales algo más restrictivas.

Destaca por su magnitud la caída esperada en crecimiento en Brasil (Gráfico 4.5), donde la recesión de 2015 continuará, influida por falta de resolución en varios frentes, comenzando por el fiscal, situación que se complica por el eventual proceso de destitución de la presidenta Rousseff, que complica generar acuerdos políticos que lleven a reformas fiscales.

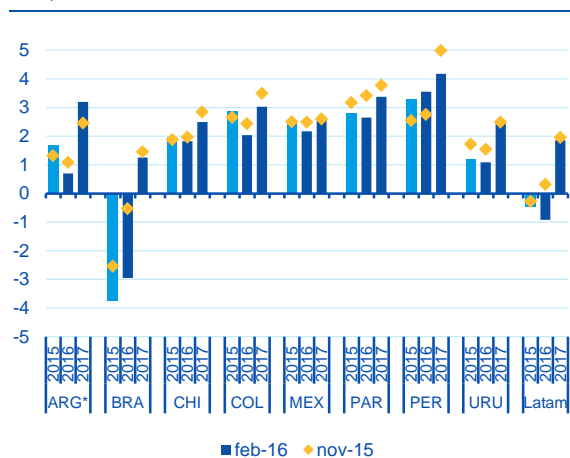
1: Para un análisis más extenso ver: ¿Qué impacto tiene Brasil sobre la economía de América Latina? BBVA Research, junio 2015.

Gráfico 4.4
Exportaciones, var % a/a



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

Gráfico 4.5
PIB, var% a/a



* Para Argentina se están revisando las estadísticas oficiales con lo que se considera una medida del PIB privado.
Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

En el resto de países el principal factor que ha impulsado la revisión a la baja en el crecimiento en 2016 es el menor precio de las materias primas, que afectará no solo las exportaciones pero también la inversión en los sectores relacionados con la materia prima en cuestión. Esta moderación en la inversión será parcialmente compensada por mejora en la inversión pública particularmente en Perú y Colombia. Adicionalmente en el frente doméstico continuará afectándose el consumo de los hogares influido por mercados laborales menos dinámicos, inflación en la parte alta de los rangos objetivo de los bancos centrales y endurecimiento de las condiciones crediticias (Brasil, Chile, Colombia, Perú), situaciones todas que continuarán afectando la confianza de los hogares. A estos factores internos se suma como se mencionó anteriormente, el efecto adverso que se retroalimenta de menor demanda en la región.

Destaca en contraste el caso de Perú, donde hemos revisado la previsión de crecimiento al alza respecto a lo estimado hace un trimestre en 2016, influido por el menor impacto esperado del fenómeno de El Niño, que hace unos meses tenía pronóstico de ser “excepcionalmente intenso” y ahora “moderado”. A esto se suma el adelantamiento del inicio de operaciones de proyectos mineros importantes.

Hacia 2017, anticipamos un aumento del crecimiento en la región, aunque será lento. La mejora en perspectivas de crecimiento en 2017 se basan en (i) el empuje del sector externo, ayudado por la recuperación del crecimiento mundial, la mejora de los términos de intercambio y la depreciación del tipo de cambio; (ii) la disminución de la incertidumbre política en Brasil; (iii) el resurgimiento de la inversión privada en Argentina, especialmente si se resuelve el conflicto con los *holdouts* de la deuda; y (iv) el empuje de la inversión en infraestructura en los países andinos, especialmente Colombia y Perú.

Será clave el próximo año el aumento en los términos de intercambio para Brasil, que implicará un crecimiento de las exportaciones. La incertidumbre política actual tenderá a reducirse hacia mediados del año, cuando se llegue a una decisión final sobre la destitución o no de la presidenta Dilma Rousseff, permitiendo que la economía deje de contraerse hacia el 4T16. Esta mejor perspectiva para el siguiente año se contagiará a los principales socios comerciales de Brasil, a lo que se unirá la eventual resolución de desbalances en Argentina. Por su parte, en los países andinos en 2017 será clave la mejora en el sector externo, aunque los precios de materias primas seguirán condicionando el crecimiento. En el caso de Colombia la reforma tributaria afectará al consumo privado, con efecto de una sola vez. En el caso de Perú las mejores perspectivas de 2016 por un fenómeno de El Niño menos intenso implicarán también un menor

efecto rebote en 2017. Con estos factores reducimos ligeramente la perspectiva de crecimiento en los tres países andinos.

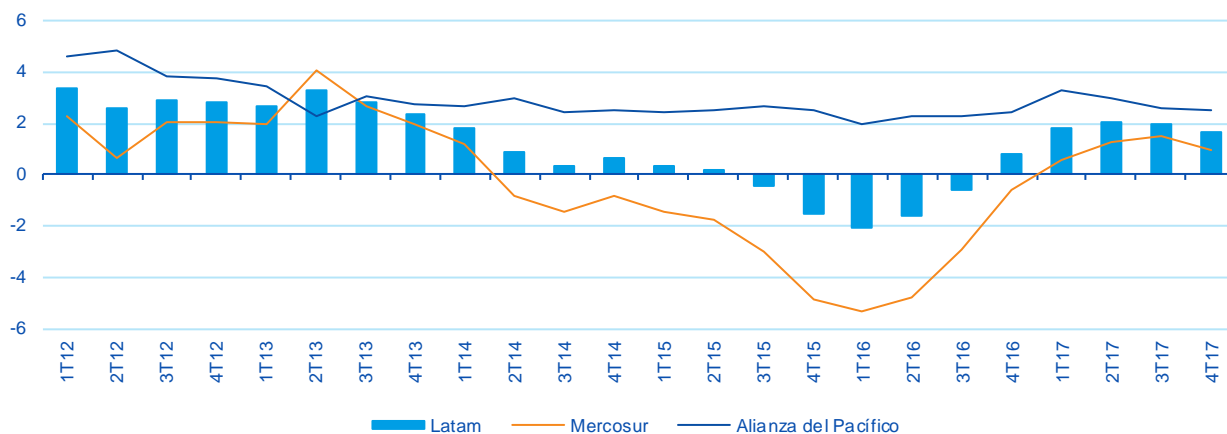
En México la moderación esperada este año (2.2% en 2016, frente a 2.5% en 2015), influida por petróleo y recortes de gasto, tenderá a compensarse por mejora en demanda de manufacturas por parte de Estados Unidos y alguna mejora en precios del petróleo.

Se mantendrá la fuerte heterogeneidad en la región. Los países de la Alianza del Pacífico serán los más dinámicos en 2016, a los que se unirá Argentina en 2017

La región recuperará 2017 en términos de crecimiento, aunque aún debajo del crecimiento potencial, estimado en torno a 2.7%. Los países de la Alianza del Pacífico mantendrán crecimiento cercano a 2.5% aunque significativamente menor a lo estimado hasta hace tres años (cerca de 4%). Destaca además la salida mucho más lenta de lo esperado hace unos meses para el caso de Brasil. Seguirán destacando Perú, Colombia, México y Paraguay como los países con mayor crecimiento en 2016, mientras que Argentina se unirá al grupo de alto crecimiento en 2017, luego de que el programa de ajuste haya encaminado la corrección de los desequilibrios durante este año (Gráfico 4.6).

En el bienio 2016-2017 continuará siendo factor de riesgo para la región una desaceleración de China mayor a la prevista, que implicaría también un efecto negativo en el precio de las materias primas. Además de esto, cabe destacar el que los riesgos políticos y la incertidumbre continuarán al menos durante el primer semestre en la región, con lo que un deterioro aún más prolongado o duradero de los niveles de confianza se podrían traducir en un deterioro adicional de la demanda interna.

Gráfico 4.6
Países Latam: crecimiento del PIB (% a/a)



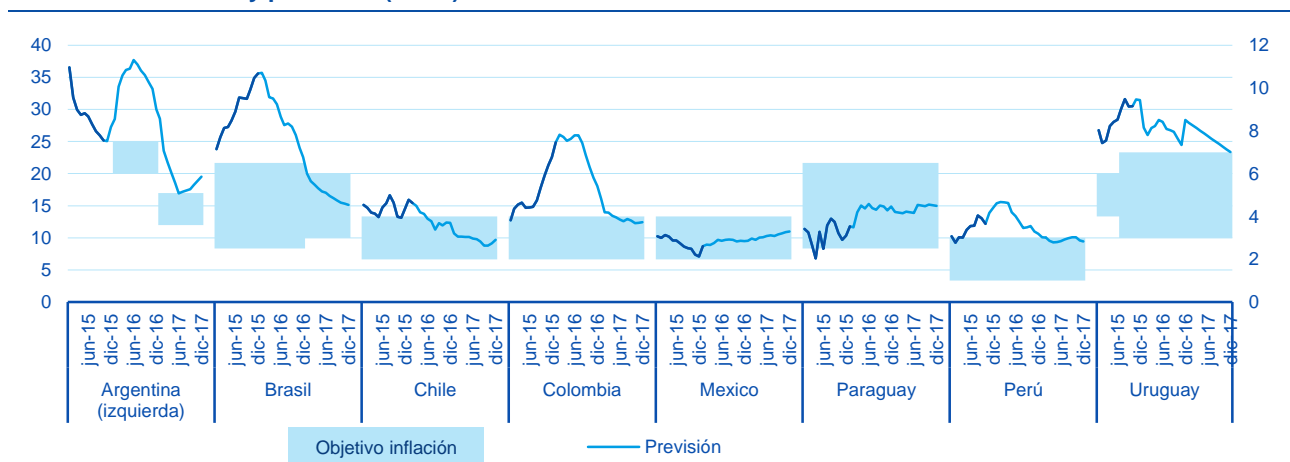
e= estimación.
Fuente: BBVA Research

5 Inflación elevada en América del Sur, por la depreciación cambiaria y el precio de los alimentos

La presión sobre la inflación se mantiene alta, a pesar de la debilidad cíclica. Hay riesgo de desanclaje de expectativas en algunos países

Las presiones inflacionarias se mantienen en niveles elevados en la mayoría de los países de América Latina. En los países con objetivos de inflación, los índices más recientes muestran variaciones de precios por encima del rango meta de cada economía, con la excepción de México y Paraguay (Gráfico 5.1). Especialmente altos son los registros de inflación en Brasil y Uruguay (10,7% a/a y 9,7% a/a respectivamente en enero de 2016). En Chile, Colombia y Perú la inflación se encuentra en niveles más bajos en comparación con los dos países del Mercosur, pero sin embargo elevados en comparación con períodos anteriores, principalmente tomándose en cuenta la relativa debilidad de la demanda interna. En Chile y Perú la inflación se encontraba, en enero, ligeramente por debajo de 5% a/a (4,8% a/a y 4,6% a/a respectivamente), mientras que en Colombia alcanzó el 7,5% a/a, el nivel más alto en 8 años. En Paraguay, la inflación saltó desde 3,1% en diciembre a 5,2% en enero, pero se mantuvo dentro del rango meta. Finalmente, en México la inflación también aumentó al inicio del año, desde el 2,1% en diciembre hasta 2,6%, pero se mantuvo en niveles excepcionalmente bajos, en gran medida por el efecto de las reformas sobre los precios en sectores como las telecomunicaciones.

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



* Los datos de Argentina están en el eje izquierdo. Los de los demás países, en el derecho.
Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

En general, lo que explica que la inflación permanezca elevada en la mayor parte de la región, en un entorno de debilidad de la demanda interna, es la depreciación cambiaria (aunque no hay evidencia de aumento en los coeficientes de traslado del cambio a la inflación) y los mayores aumentos en los precios de los alimentos. Lo último se explica principalmente por problemas de oferta debido a variaciones climáticas que, en general, estuvieron relacionadas con el fenómeno de El Niño. Así, por ejemplo, la inflación interanual de alimentos alcanzó en enero 14,6% en Brasil, 12,3% en Colombia, 8,3% en Uruguay, 6,4% en Paraguay y 5,4% en Perú. Asimismo, la elevada inflación de alimentos contribuyó a que en prácticamente toda la región los registros de inflación superaran las previsiones en enero.

Además del impacto de la depreciación del cambio y de los mayores precios de los alimentos, hay algunos otros elementos, si bien de carácter más local, contribuyendo a las alzas recientes de precios. Destacan el papel de los precios regulados por el gobierno (en Brasil y Uruguay), de los mecanismos de indexación propagadores de

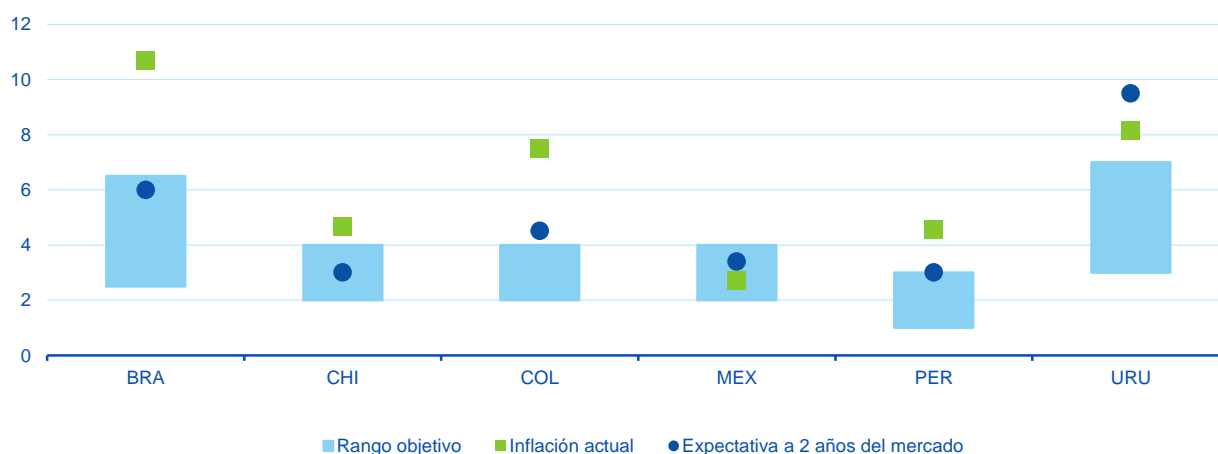
inflación (especialmente en Brasil y en Uruguay, pero también en Colombia y Chile) y de los ajustes impositivos (en Chile).

Las presiones inflacionarias recientes han tenido un impacto sobre las expectativas de inflación futura, que en algunos casos no se encuentran perfectamente ancladas (Gráfico 5.2). En Uruguay, las expectativas a 2 años, después de que el impacto directo de los choques recientes se desvanezca, se encuentran por encima del rango objetivo, cerca de 10% a/a. En Brasil, las expectativas de inflación por parte del mercado se han ajustado al alza y se encuentran cerca del techo del rango objetivo de 2017, el cual fue reducido a 6,0% el año pasado. Tanto en Uruguay como en Brasil, anclar las expectativas de inflación sigue siendo un desafío para las autoridades monetarias.

En Perú y Colombia las expectativas a 2 años apuntan a una inflación próxima o incluso por encima del techo del rango objetivo. Hay un riesgo por tanto de desanclaje de las expectativas en estos dos países, que ya está afectando las decisiones de sus bancos centrales.

Finalmente, en México y en Chile las acciones de las autoridades económicas y el desempeño reciente de la inflación, principalmente en el caso mexicano, han estado contribuyendo para que se anclen las expectativas.

Gráfico 5.2

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

Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

La inflación convergerá lentamente a los objetivos de los bancos centrales

Si bien las mayores presiones por parte de los alimentos y las depreciaciones cambiarias representan un riesgo, lo más probable es que la inflación se modere a lo largo del horizonte de previsiones, convergiendo a los objetivos determinados por las autoridades monetarias locales (Gráfico 5.1 y tablas de previsiones en la sección 9).

Esta convergencia resultaría de la predominancia sobre los precios internos de los efectos de una demanda interna relativamente débil, del endurecimiento de las condiciones monetarias locales y de la falta de dinamismo del crecimiento global y de los mercados de materias primas. La perspectiva de que los tipos de cambio dejen de depreciarse con tanta fuerza en 2016 y 2017 también contribuye a la esperada tendencia de moderación de los precios internos.

En todo caso este proceso sería gradual, más lento que lo que se esperaba antes, en parte por la mayor resistencia de la inflación en 2015 e inicio de 2016. En concreto, la convergencia a los rangos meta ocurriría en 2016 en Chile, mientras que tan sólo en 2017 en Brasil, Colombia y Perú. En el caso brasileño, menores

aumentos de los precios administrados tras un ajuste muy fuerte en 2015 contribuirán a la moderación de la inflación.

Asimismo, prevemos que la inflación en Chile cerraría 2016 en 3,7% a/a para luego alcanzar 2,9% a/a en diciembre de 2017, algunas décimas por encima de nuestras previsiones anteriores. En Brasil, Colombia y Perú la inflación acabaría 2016 respectivamente en 6,8% a/a, 5,4% a/a y 3,2% a/a y 2017 en 4,5%, 3,7% y 2,8%. En general son previsiones más altas que las de hace tres meses, con la excepción de la de Perú para 2016, que fue revisada a la baja por mejores perspectivas sobre los efectos de El Niño sobre los precios locales.

Por otro lado, en Uruguay prevemos que la inflación se mantendrá elevada, por encima de los objetivos, hasta al menos el cierre de 2017, mientras que en Paraguay y en México debería seguir dentro de los rangos establecidos por las autoridades económicas.

Con respecto a la inflación en México, esperamos que siga por debajo de 3% a/a a lo largo de todo el año de 2016, beneficiada por un *pass-through* relativamente moderado del tipo de cambio a los precios, demanda relativamente débil, mayor competencia en los mercados de telecomunicaciones como consecuencia de la reforma recientemente adoptada y menores ajustes en los precios energéticos. En 2017 la inflación aumentaría ligeramente, hasta el 3,3% en diciembre, en línea con el mayor dinamismo de la demanda interna.

6 Prosigue el endurecimiento de la política monetaria en América Latina

Peores perspectivas para la inflación y las subidas de los tipos de interés por la Fed forzaron el endurecimiento de la política monetaria en los países de la Alianza del Pacífico

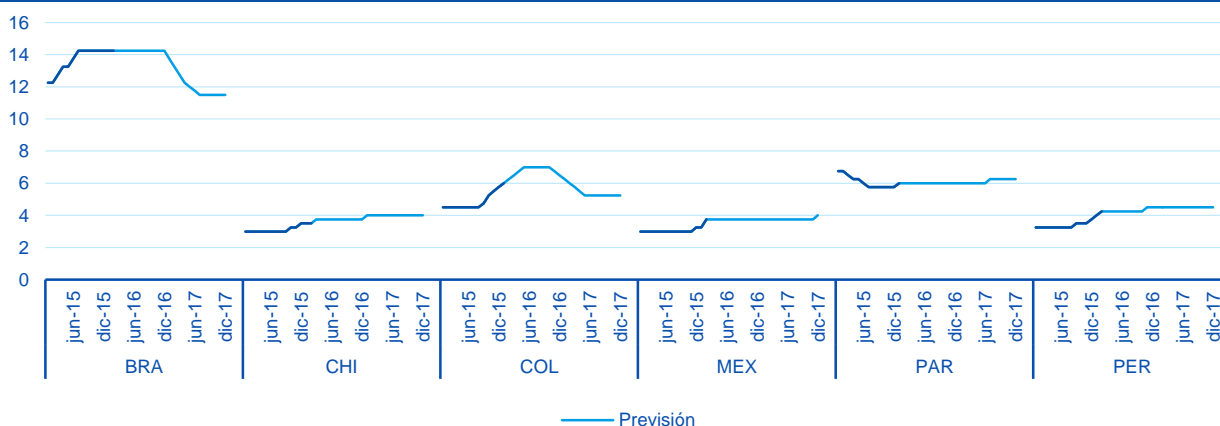
El aumento de la inflación y el riesgo de desanclaje de las expectativas determinaron un endurecimiento adicional de las condiciones monetarias en los tres países andinos en los últimos meses (Gráfico 6.1). En concreto, los tipos de interés de referencia de Chile, Colombia y Perú alcanzaron respectivamente 3,50%, 6,0% y 4,25% recientemente, niveles 50, 150 y 100 puntos básicos por encima de los observados hace un año.

El aumento de 25 puntos básicos de los tipos de interés en EE.UU. y las presiones sobre los tipos de cambio en la región también contribuyeron a la decisión de endurecer el tono de la política monetaria en los tres países andinos y en Paraguay, donde los tipos de interés se ajustaron 25p.b. al alza en enero hasta 6,0%, tras algunos meses de estabilidad. Asimismo, la presión sobre el tipo de cambio y un eventual traslado a la inflación indujo a Banxico a ajustar la tasa de fondeo en 50pb el 17 de febrero, después de haber respondido con un aumento de 25 p.b. a la primera subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal. De esta forma, el banco central mexicano trata de reducir los riesgos de una mayor volatilidad financiera.

En Brasil, la autoridad monetaria finalmente decidió mantener los tipos de interés estables en 14,25% (respectivamente 200 y 700 p.b. más que hace uno y tres años) en su última reunión, en línea con nuestra previsión, pero en contraste con el consenso, que esperaba el inicio de un nuevo ciclo alcista tras el deterioro adicional de la inflación en los últimos meses. Finalmente, en medio a presiones políticas, acabó pesando el temor de que nuevas alzas de la tasa Selic podrían provocar una recesión aún más fuerte, principalmente tomando en cuenta las crecientes dudas sobre el crecimiento global y las turbulencias financieras recientes.

Gráfico 6.1

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



Fuente: BBVA Research

Asimismo, pese a los ajustes anunciados en los últimos meses, los tipos de interés de la mayoría de los países de la región siguen por debajo de sus niveles de equilibrio de largo plazo (en efecto, en algunos casos los tipos de interés se mantienen por debajo de la inflación actual e incluso de la esperada). La principal excepción es Brasil, donde las presiones inflacionarias y el deterioro fiscal obligan al banco central a mantener la política monetaria en una zona restrictiva a pesar de la recesión.

Se anticipan subidas adicionales de los tipos de interés a lo largo de 2016 en los países andinos y estabilidad en México y Brasil

El proceso de endurecimiento de las condiciones monetarias en los tres países andinos todavía no ha acabado. Lo más probable es que continúe, mitigando los riesgos de desanclaje inflacionario y de desacople con el ciclo monetario de EE.UU., reduciendo el tono expansivo de la política monetaria en estos países a lo largo del año. En concreto, esperamos un ajuste adicional de 25 p.b. en los próximos meses en Chile y en Perú y cuatro aumentos de 25 p.b. en las próximas reuniones de política monetaria en Colombia.

En México, después del inesperado ajuste de 50 p.b. en febrero, el banco central debe mantener la tasa de fondeo estable en 3,75% a lo largo de año.

Asimismo, tras aumentar los tipos de interés al cierre de 2015 y a lo largo de 2016, prevemos ajustes adicionales en 2017 en Chile (+25 p.b.) y, hacia finales de año, en México (+25 p.b.). En Perú lo más probable es que los tipos de interés de referencia se mantengan inalterados en 4,50% en 2017.

En Colombia el ciclo de endurecimiento monetario acabaría en el primer semestre de 2016, con los tipos de interés a 7,0%. La esperada moderación de la inflación crearía margen de maniobra para que el Banco de la República hiciera converger los tipos de interés a 6,5% en el último trimestre de 2016 y a 5,25% en 2017.

En Brasil, las mayores preocupaciones del BCB con la recesión interna y con el entorno internacional, hacen poco probables aumentos adicionales de la tasa Selic. Por otro lado, a pesar de que la inflación debería empezar a desacelerarse a partir de febrero, los eventuales recortes de los tipos de interés sólo ocurrirían a partir del inicio de 2017, ya que las expectativas de inflación no se encuentran bien ancladas.

Asimismo, es interesante notar que algunos bancos centrales de la región, como el de Brasil, están haciendo una lectura más *dovish* del entorno internacional, por el supuesto impacto negativo sobre la actividad, mientras que otros, como el de México, hacen una lectura más *hawkish* de las circunstancias mundiales, principalmente por el posible efecto de un tipo de cambio más depreciado. Esto muestra la complejidad del entorno actual y sugiere que cambios en escenario global podrán implicar ajustes en las estrategias de política monetaria en América Latina.

La subida de tasas de interés de la Fed y un entorno externo menos favorable deben mantener los tipos de cambios en niveles relativamente depreciados

Como comentado anteriormente, en la sección 3, lo más probable es que las dudas sobre China y sobre la política monetaria en EE.UU. mantendrá la volatilidad en los mercados. Teniendo esto en cuenta, si se materializa nuestro escenario base —que incluye un “aterrizaje suave” en China, recuperación gradual de la economía norteamericana y aumentos moderados de los precios de la materias primas a partir de la segunda mitad de 2016— entonces hacia adelante no se repetirían depreciaciones tan fuertes como las registradas en el pasado reciente (Gráfico 6.2 y tablas de previsiones en la sección 9).

En concreto, esperamos que el tipo de cambio se siga depreciando, aunque con más moderación, en Brasil, Uruguay, Perú y Paraguay. En los dos primeros, el elevado nivel de la inflación interna será un factor adicional que contribuirá a las depreciaciones hacia adelante.

Por otro lado, en los casos de Chile, Colombia y México, esperamos una cierta apreciación de las divisas a partir de mediados de 2016, a la medida que sus fundamentales se refuercen y que los precios de la materias primas dejen de deteriorarse. Con respecto a lo último, en concreto, el peso chileno debe ganar algún respaldo del precio del cobre a partir del segundo semestre, mientras la recuperación del precio del petróleo apoyaría la relativa apreciación del peso colombiano y del peso mexicano (para más detalles sobre la evolución del precio de las materias primas, véase el Gráfico 3.8 y las tablas de previsiones de la sección 9).

Gráfico 6.2

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



* Aumentos indican depreciaciones.
Fuente: BBVA Research

7 Déficit exteriores elevados en Latam, pero empiezan a corregirse

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

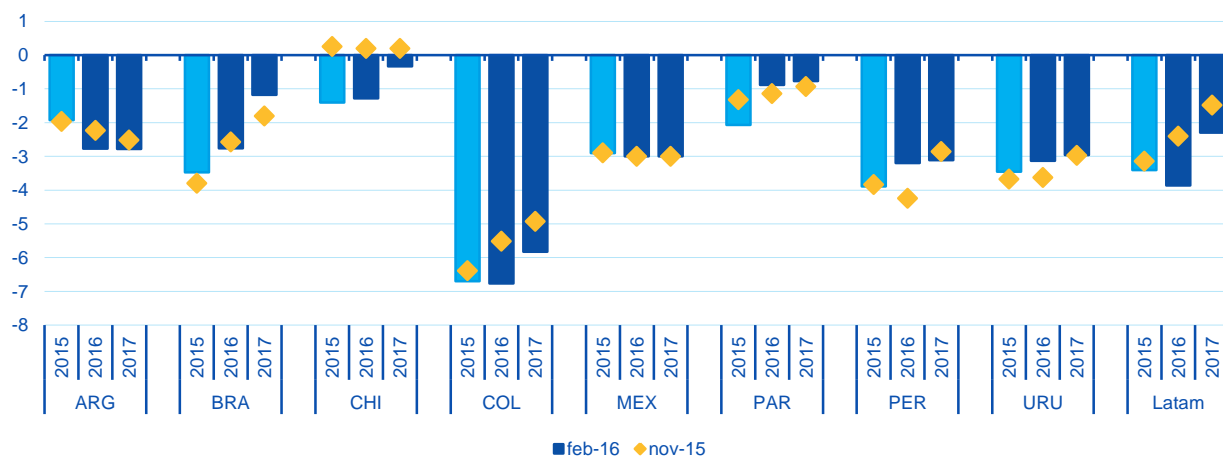
La caída de los precios de las principales materias primas de exportación de la región ha significado un shock negativo para las cuentas corrientes de la mayoría de países. Así, muchos de ellos han visto ampliar sus déficits exteriores respecto a las estimaciones que considerábamos hace tres meses. De particular relevancia es el impacto negativo que ha tenido la caída de las previsiones del precio del petróleo en el caso de Colombia (mientras que en México esa caída del valor de las exportaciones petroleras se ve compensada por mayores exportaciones no petroleras). Sin embargo, para países importadores de crudo, como Argentina, Chile, Uruguay o Paraguay, la caída del precio ha compensado en parte la disminución del precio de sus exportaciones (cobre o soja, según el caso).

En cualquier caso, la desaceleración de la demanda interna (mayor a la anticipada) está generando un proceso de ajuste de las importaciones y de los déficits exteriores que ya se empieza a notar en muchos países de la región. A esto se suma en el caso de Perú, un aumento de los volúmenes exportados por la entrada en operación de grandes proyectos mineros. Así, en los últimos trimestres la mayor parte de países de la región continuaron disminuyendo su déficit externo, aunque se mantienen en niveles elevados, con la excepción de Chile y Paraguay. (Gráfico 7.1).

La vulnerabilidad exterior de la región se mantiene acotada, pero existe el riesgo de empezar a depender más de la financiación de corto plazo

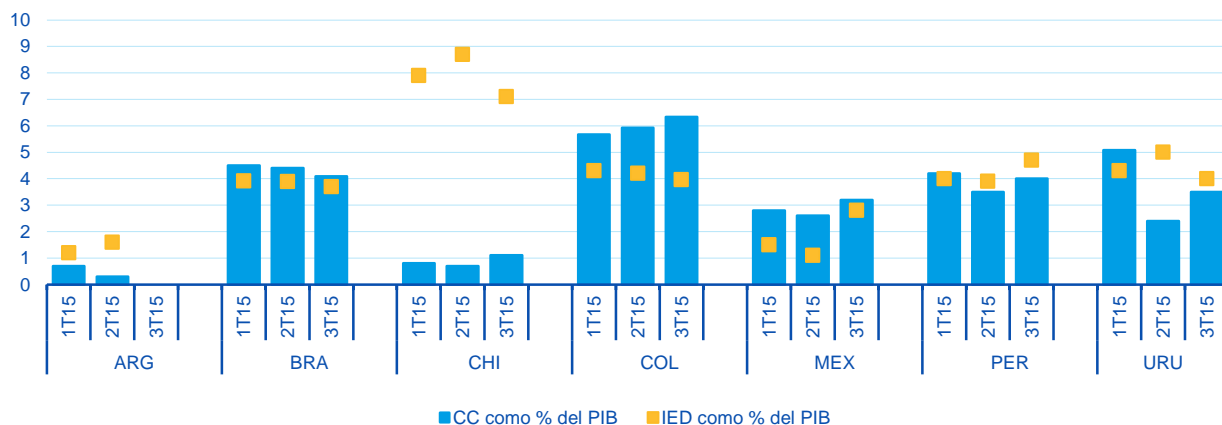
Si bien se anticipa una disminución gradual de los déficits externos en la región, también es cierto que las perspectivas de evolución de la Inversión Extranjera Directa (IED) no son del todo positivas hacia adelante, en la medida que la rentabilidad en el sector primario se ha visto afectada negativamente por la caída de los precios de las materias primas. De este modo, aunque las necesidades de financiación exterior vayan disminuyendo, en algunos países aún serán muy significativas, en un contexto en el que los capitales de corto plazo se vuelvan más difíciles de atraer. Por el momento, la IED aún cubre las necesidades de financiación exterior en la mayoría de países (Gráfico 7.2), pero la velocidad relativa a la que se reduzca la IED y el déficit exterior marcará el aumento o no de la vulnerabilidad externa de los países de la región.

Gráfico 7.1
Cuenta corriente como % del PIB



Fuente: BBVA Research

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



Fuente: BBVA Research y estadísticas nacionales

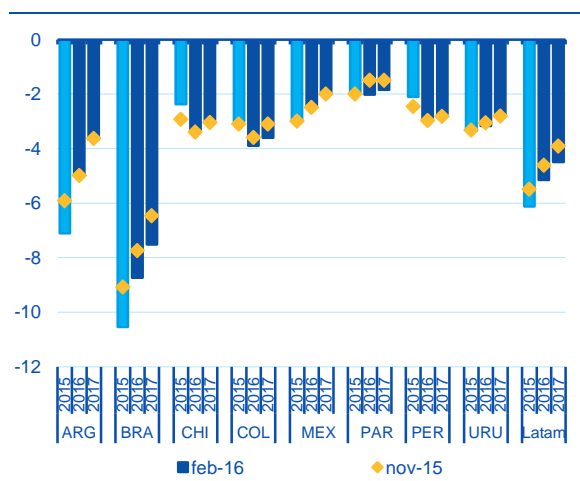
8 Perspectivas fiscales perjudicadas por el proceso político, las materias primas y la desaceleración

Empeoran las perspectivas sobre los saldos fiscales en Brasil y Colombia en 2016 y 2017

En el ámbito fiscal, destaca el deterioro del resultado fiscal de Brasil, en parte explicado por el pago, al cierre de 2015, de la deuda de aproximadamente 1% del PIB acumulada con bancos públicos y fondos que adelantaron pagos para proyectos sociales (Gráfico 8.1). Asimismo, el gobierno continúa enfrentando obstáculos para conseguir consensuar un acuerdo para llevar a cabo reformas fiscales para aumentar los ingresos y reducir los gastos públicos. Por fin, hay que destacar el efecto negativo sobre las cuentas públicas de los menores ingresos fiscales por la fuerte recesión que atraviesa el país.

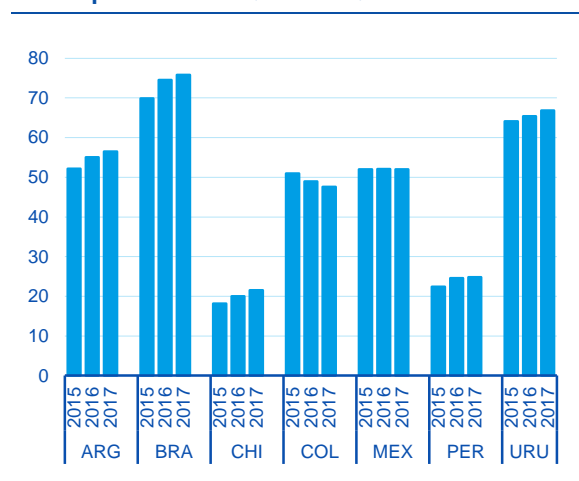
Por su parte, en Argentina el ajuste continuará este año y el siguiente a través de la iniciativa de reducción de subsidios aunque aún no se conocen todos los detalles de implementación. En los países andinos, Uruguay y Paraguay la menor actividad y el menor precio de materias primas implicarán menores ingresos fiscales que serán compensados parcialmente por el efecto de las reformas tributarias recientes y mejora en eficiencia tributaria (en Chile y Colombia, respectivamente) y menor crecimiento en el gasto. Situación parecida observaremos en México, aunque destacan los importantes recortes en materia de gasto público que han sido anunciados para tratar de compensar la drástica caída en ingresos provenientes del petróleo. Estimamos tanto en los casos de Perú, Uruguay y México que las perspectivas de déficit fiscal permanezcan sin cambio respecto al trimestre anterior. En términos de deuda pública bruta, la mayoría de los países mantienen perfil de ligero aumento en los siguientes años. Con todo, este aumento será, en general, sostenible y no compromete la solvencia en términos de requerimientos financieros de largo plazo (Gráfico 8.2).

Gráfico 8.1
Saldos Fiscales como % del PIB



Fuente: BBVA Research

Gráfico 8.2
Deuda pública bruta (% del PIB)



Fuente: BBVA Research, WEO del FMI, Oct 2015. Datos de deuda pública no financiera.

9 Tablas

Tabla 9.1
PIB (% a/a)

	2012	2013	2014	2015e	2016p	2017p
Argentina	-0,9	1,7	-1,1	1,7	0,7	3,2
Brasil	1,9	3,0	0,1	-3,8	-3,0	1,3
Chile	5,5	4,2	1,9	2,0	1,8	2,5
Colombia	4,0	4,9	4,6	2,9	2,0	3,0
México	3,8	1,6	2,3	2,5	2,2	2,6
Paraguay	-1,2	14,0	4,7	2,8	2,7	3,4
Perú	6,0	5,8	2,3	3,3	3,6	4,2
Uruguay	3,3	5,1	3,5	1,2	1,1	2,5
Mercosur	1,7	2,7	-0,4	-2,8	-3,4	1,1
Alianza del Pacífico	4,3	2,9	2,6	2,6	2,3	2,8
América Latina	2,8	2,8	0,9	-0,5	-0,9	1,9

e = estimación p = previsión
Fuente: BBVA Research

Tabla 9.2
Inflación (% a/a, promedio)

	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
Argentina	22,5	23,8	39,4	28,6	34,4	19,7
Brasil	5,4	6,2	6,3	9,0	8,7	5,1
Chile	3,0	1,8	4,4	4,3	4,0	2,9
Colombia	3,2	2,0	2,9	5,0	7,1	4,0
México	4,1	3,8	4,0	2,7	2,8	3,1
Paraguay	3,7	2,7	5,0	3,1	4,3	4,4
Perú	3,7	2,8	3,2	3,5	4,0	2,9
Uruguay	8,1	8,6	8,9	8,7	8,8	6,9

p = previsión
Fuente: BBVA Research

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

	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
Argentina	4,6	5,5	8,1	9,3	14,7	16,1
Brasil	1,96	2,18	2,36	3,40	4,12	4,18
Chile	486	495	570	654	712	669
Colombia	1,798	1,869	2,001	2,742	3,301	2,911
México	13,2	12,8	13,3	15,8	17,6	17,0
Paraguay	4,415	4,333	4,514	5,226	5,967	6,217
Perú	2,64	2,70	2,84	3,19	3,57	3,65
Uruguay	20,2	20,4	23,2	27,3	32,3	33,9

p = previsión
Fuente: BBVA Research

Tabla 9.4

Tipo de interés (% , promedio)

	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
Argentina	13,8	16,9	22,5	21,5	27,5	19,2
Brasil	8,5	8,4	11,0	13,6	14,3	12,1
Chile	5,0	4,9	3,7	3,1	3,7	4,0
Colombia	4,9	3,4	4,0	4,8	6,7	5,5
México	4,5	3,9	3,2	3,0	3,7	3,8
Paraguay	6,0	5,5	6,7	6,1	6,0	6,1
Perú	4,3	4,2	3,8	3,4	4,3	4,5
Uruguay	18,6	17,7	21,5	21,9	23,0	22,8

p = previsión

Fuente: BBVA Research

Tabla 9.5

Cuenta corriente (% PIB, a final de periodo)

	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
Argentina	-0,2	-0,8	-1,1	-1,9	-2,8	-2,8
Brasil	-3,1	-3,2	-4,5	-3,5	-2,8	-1,2
Chile	-3,6	-3,7	-1,2	-1,4	-1,3	-0,3
Colombia	-3,1	-3,3	-5,2	-6,7	-6,8	-5,8
México	-1,4	-2,4	-2,0	-2,9	-3,0	-3,0
Paraguay	-2,0	1,7	-0,4	-2,1	-0,9	-0,8
Perú	-2,7	-4,2	-4,0	-3,9	-3,2	-3,1
Uruguay	-5,3	-4,9	-4,4	-3,5	-3,1	-3,0
Mercosur	2,9	1,5	1,4	-5,2	-16,4	-1,8
Alianza del Pacífico	-1,2	-1,8	-2,0	-3,7	-5,8	-3,0
América Latina	-2,2	-2,5	-3,3	-3,6	-4,2	-2,0

p = previsión

Fuente: BBVA Research

Tabla 9.6

Balance fiscal (% PIB, a final de periodo)

	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
Argentina	-2,2	-2,0	-2,6	-7,1	-5,0	-3,7
Brasil	-2,5	-3,1	-6,7	-10,5	-8,7	-7,5
Chile	0,6	-0,6	-1,6	-2,4	-3,3	-3,0
Colombia	-2,3	-2,4	-2,4	-3,0	-3,9	-3,6
México	-2,6	-2,3	-3,5	-3,0	-2,5	-2,0
Paraguay	-1,8	-2,0	-2,3	-2,0	-2,0	-1,8
Perú	2,3	0,9	-0,3	-2,1	-3,0	-2,7
Uruguay	-2,7	-2,4	-3,5	-3,5	-3,2	-2,9
Mercosur	-5,7	-2,3	-1,9	-0,9	0,4	-2,1
Alianza del Pacífico	-1,8	-1,6	-2,0	-3,8	-3,3	-3,2
América Latina	-2,2	-2,3	-4,5	-7,3	-6,2	-5,4

p = previsión

Fuente: BBVA Research

Tabla 9.7

Previsión de Materias primas

	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
Petróleo (Brent USD/Barril) (prom)	112	109	99	53	30	46
Soja (USD/ton) (prom)	538	517	458	350	330	338
Cobre (USD/libra) (prom)	3,61	3,32	3,11	2,51	2,02	2,29

p = previsión

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

Estados Unidos
Nathaniel Karp
Nathaniel.karp@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
alvaro.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