

# Situación Latinoamérica

1<sup>ER</sup> TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD DE AMÉRICA DEL SUR



01 Recuperación de los mercados financieros en América del Sur en los últimos dos meses, ayudados por los precios de las materias primas

02 América del Sur crecerá 1% en 2017 y 1,7% en 2018, acabando 4 años de desaceleración

03 México recibe de lleno el *shock* de incertidumbre de las políticas en EEUU. El crecimiento se reducirá al 1% este año, con riesgos a la baja

04 Reducción de tipos de interés en los países de América del Sur. Pero México tendrá que endurecer su política monetaria ante el aumento de la inflación

# Índice

1. Resumen	3
2. América Latina: divergencia entre el norte y el sur	5
3. Tablas	17

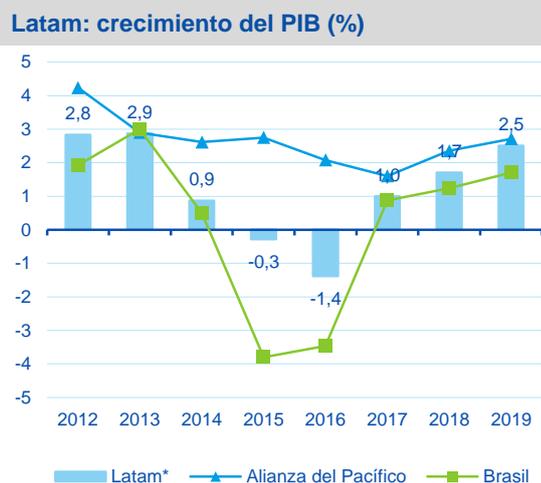
Fecha de cierre: 10 de febrero de 2017

# 1. Resumen

**Los mercados financieros en América del Sur recuperaron las pérdidas sufridas tras las elecciones en EEUU.** La recuperación sin duda estuvo apoyada por el incremento de los precios de las materias primas, que contrarrestaron los aumentos de los tipos de interés en EEUU. Por contra, en México el tipo de cambio y los precios de los activos siguieron presionados ante la incertidumbre sobre las políticas económicas en EEUU.

**América del Sur se recuperará en 2017 después de 4 años de desaceleración, pero en México se recibe de lleno el shock de incertidumbre sobre las políticas en EEUU.** Los indicadores de confianza se desplomaron en México ante el resultado de las elecciones en EEUU, mientras en América del Sur se empezaron a recuperar, especialmente por el lado de las familias, aunque se mantienen, en general, en niveles de pesimismo. La diferente respuesta frente a la incertidumbre sobre las políticas en EEUU marca la divergencia en la dinámica del crecimiento en las dos áreas de América Latina. Tanto América del Sur como México crecerán 1% en 2017, pero en América del Sur eso representa un punto de inflexión después de 4 años de desaceleración y de un crecimiento negativo de -1,4% en 2016. Por el contrario, en México la incertidumbre sobre las políticas en EEUU afectará a la inversión, lo que unido a una política monetaria más restrictiva, y a una desaceleración en el consumo debido a la mayor inflación que traerá la depreciación del peso, generará una desaceleración de la actividad económica en 2017 respecto a un ritmo de crecimiento de alrededor de 2,3% en los años previos. Anticipamos que ambas regiones crezcan alrededor del 1,7% en 2018.

Gráfico 1.1



\* Promedio ponderado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú, México, Uruguay y Venezuela  
Fuente: BBVA Research

**La inflación aumentará fuertemente en México, pero seguirá disminuyendo en América del Sur.** La inflación en México se verá impulsada por la fuerte depreciación del tipo de cambio, lo que la llevará muy por encima del rango objetivo de Banxico en 2017. Precisamente el comportamiento diferencial del tipo de cambio respecto a América del Sur (donde éste se mantendrá estable o con depreciaciones acotadas) permitirá que continúen disminuyendo las tasas de inflación y convergiendo hacia las metas de los bancos centrales. A su vez, la divergente trayectoria de la inflación entre México y América del Sur también se reflejará en el tono de la política monetaria, más acomodaticio en América del Sur (donde continuarán las reducciones de los tipos de interés en 2017 en casi todos los países) mientras que se endurecerá en México, donde anticipamos que Banxico continuará aumentando

los tipos de interés en 2017.

**Los riesgos alrededor de esta previsión de crecimiento siguen sesgados a la baja.** Por el lado interno, los principales riesgos están relacionados con el ruido político (acrecentado con investigaciones de corrupción en marcha en varios países), que interacciona con un ciclo electoral muy denso en la región, con elecciones importantes en 2017 o 2018 en casi todos los países. Asimismo, el retraso en obras clave de infraestructura en algunos países puede afectar no solo directamente el crecimiento (por la menor contribución a la demanda) sino a la confianza de las empresas y familias. Por el lado externo, los riesgos se centran en la incertidumbre acerca de las políticas económicas que terminará implementando la nueva administración en EEUU (especialmente, pero no exclusivamente, el riesgo de un mayor proteccionismo), así como en el proceso de reducción de los desequilibrios macroeconómicos en China, que podrían afectar bruscamente al crecimiento en ese país.

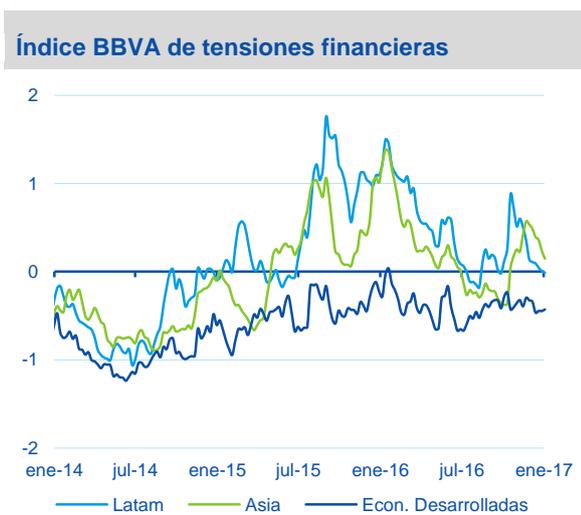
## 2. América Latina: divergencia entre el norte y el sur

### Entorno global: más crecimiento, incertidumbre más elevada y riesgos a largo plazo

El entorno global mejoró en los últimos meses de 2016 y continúa haciéndolo a principios de 2017. El crecimiento mundial se aceleró en el último trimestre de 2016, las confianzas han mejorado claramente en todas las áreas, y los indicadores del sector industrial están creciendo junto a una incipiente mejora del comercio global.

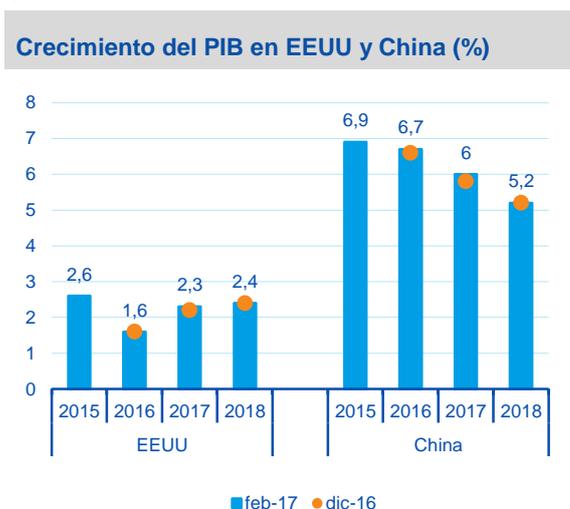
A pesar de esta aceleración, las perspectivas para 2017 y 2018 están plagadas de incertidumbres. La principal está asociada a la política económica de la nueva administración estadounidense, todavía por definir en buena parte. Se han anunciado medidas de estímulo fiscal y desregulación en diversos sectores, lo que fue recibido positivamente por los mercados en las economías desarrolladas, pero no así en las emergentes, que registraron salidas de capitales y depreciación en sus divisas, reflejado en un aumento de las tensiones financieras a finales de 2016 (Gráfico 2.1). Sin embargo, los anuncios de medidas proteccionistas pueden dañar gravemente el comercio internacional a medio y largo plazo y afectar a la confianza en un futuro más cercano, sobre todo fuera de EE.UU. Asimismo, las incertidumbres aún pendientes sobre las políticas económicas en EE.UU parecen estar moderando el optimismo de los mercados desde inicios de año.

Gráfico 2.1



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2



Fuente: BBVA Research

### El crecimiento mundial aumentará de 3% en 2016 a 3,2% en 2017 y 3,3% en 2018

La magnitud de las presiones inflacionistas es otra incógnita que se abre a nivel global. Los precios de las materias primas (en particular, el petróleo) han repuntado en los últimos meses algo más de lo previsto, tras el acuerdo de la OPEP y la mejora de la actividad. Si a ello se une el tamaño de los balances acumulados por los bancos centrales de los países desarrollados en los últimos años por los programas de expansión cuantitativa y las perspectivas de estímulos fiscales, el resultado es que los riesgos de deflación de hace pocos trimestres han sido sustituidos por presiones inflacionistas en las economías desarrolladas, lo que genera interrogantes sobre la reacción de sus políticas monetarias.

En principio, la Reserva Federal mantiene una actitud cauta y sigue apuntando a una normalización de tipos relativamente lenta. Nuestra previsión es que se produzcan dos subidas de tipos este año y otras dos en 2018. Por su parte, esperamos que el BCE comience el proceso de retirada del QE a principios de 2018 y decida la primera subida de tipos de interés a finales de ese año.

En conjunto, nuestras proyecciones de crecimiento para 2017 en las principales economías no se han revisado sustancialmente, aunque están sometidas a un mayor grado de incertidumbre de lo habitual. El efecto base de un mayor crecimiento a finales de 2016 y su efecto inercial, junto al impulso fiscal esperado en EE.UU., nos hacen revisar muy ligeramente al alza las previsiones de EEUU y Europa, y algo más en China, mientras que las previsiones para los países latinoamericanos se ven revisadas a la baja principalmente por factores idiosincráticos. En particular, en EEUU anticipamos un crecimiento de 2,3% y 2,4% en 2017 y 2018 (Gráfico 2.2). En China esperamos un crecimiento del 6% en 2017, que se reduciría a 5,2% en 2018, dadas las vulnerabilidades a las que se enfrenta la economía y una política económica más orientada a garantizar la estabilidad financiera que a mantener el crecimiento. De este modo, el crecimiento global debería aumentar ligeramente del 3% en 2016 al 3,2% en 2017 y 3,3% en 2018.

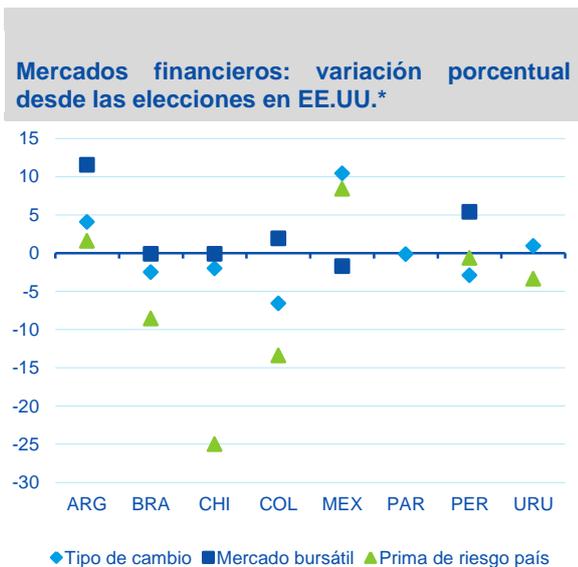
Los riesgos están sesgados mayoritariamente a la baja y se ven dominados por la mencionada incertidumbre ligada al proteccionismo en EE.UU., una actitud menos amigable hacia la inmigración y al peligro de que las políticas de estímulo fiscal no tengan efectos sobre el crecimiento y generen inflación, o que la desregulación anunciada en diversos sectores no sea bien gestionada. A esto se añade la posible reacción de otros países o regiones a estos impulsos proteccionistas. Un aumento inesperado de la inflación puede llevar al endurecimiento de la política monetaria de los grandes bancos centrales, con consecuencias globales. A largo plazo, los riesgos de acumulación de desequilibrios en China, junto a la falta de reformas estructurales en las empresas públicas, pueden tener un impacto sobre sus flujos de capital, su moneda y llevar a un ritmo brusco de desaceleración. En Europa, el riesgo político es elevado, en un año cargado de citas electorales. Y, en general, los riesgos geopolíticos continúan siendo elevados.

## Recuperación en los mercados financieros en América del Sur, pero sigue la presión sobre México.

Como destacamos en [el número anterior de nuestro Situación Latinoamérica](#), desde el inicio de noviembre hasta mediados de diciembre los activos financieros latinoamericanos, y en particular los mexicanos, registraron pérdidas debido al aumento de la incertidumbre sobre la política económica en EE.UU. tras las elecciones presidenciales del 8 de noviembre y, en menor medida, por la subida de los tipos de interés por la Fed el 14 de diciembre.

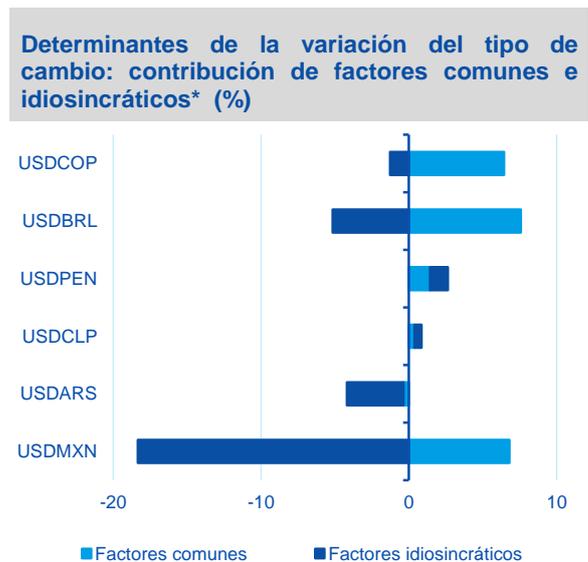
Sin embargo, tras el shock inicial los mercados de la región recuperaron cierta calma desde el cierre del año pasado. En efecto, dicha recuperación ha permitido que en la gran mayoría de los casos los activos financieros de los países de América Latina recuperara los niveles observados antes de las elecciones presidenciales de EE.UU. (Gráfico 2.3).

Gráfico 2.3



\* Variaciones entre el 7 de noviembre y el 6 de febrero. Tipo de cambio: moneda local/dólar. En este caso, aumentos indican depreciaciones. Prima de riesgo país: EMBI.  
Fuente: Haver Analytics, Datastream and BBVA Research

Gráfico 2.4



\* Período de referencia: entre el 7 de noviembre y el 8 de febrero. Los factores comunes se basan en los co-movimientos entre las divisas (extraídos de los factores principales que han dirigido los co-movimientos, utilizando análisis factorial). La parte no explicada por estos factores comunes es la idiosincrática (el residuo), que describe la dinámica diferencial o concreta de la variación de divisas.  
Fuente: BBVA Research

La notable excepción son los activos mexicanos, que siguen presionados, en niveles inferiores a los observados al inicio de noviembre. En concreto, en los primeros días de febrero el peso mexicano cotizaba alrededor de 20,5 por dólar, un 11% más depreciado que el día de antes de las elecciones norteamericanas, mientras que su bolsa de valores operaba aproximadamente un 2% por debajo que en dicha fecha y su prima de riesgo país había subido hasta 220 puntos, en comparación con 202 puntos el día 8 de noviembre. En todo caso, en estos tres mercados los niveles actuales son mejores que los registrados hace algunas semanas: el tipo de cambio llegó a alcanzar 21,95 en los primeros días de enero, la Bolsa Mexicana de

Valores tocó valores mínimos, un 6% menos que los valores actuales, a mediados de noviembre y la prima de riesgo mexicana llegó a alcanzar 272 puntos también a mediados de noviembre.

Tomando como referencia el mercado cambiario, vemos en el Gráfico 2.4 que en México los factores idiosincráticos, como su exposición a las políticas de EE.UU., tuvieron mucha más relevancia en la explicación de los movimientos recientes que en otros países de la región.

Con respecto a la recuperación más reciente de los mercados en América del Sur, estuvo en parte apoyada en el aumento de los precios de las materias primas en los últimos meses. Los precios del petróleo, del cobre y de la soja, por ejemplo, subieron respectivamente 21%, 16% y 7% desde las elecciones americanas acumulando ganancias de 84%, 31% y 22% en los últimos 12 meses. Los aumentos recientes en los precios de las materias primas tienen que ver con una mayor robustez de la demanda y en algunos casos como el del petróleo, también debido a restricciones de la oferta, principalmente después del acuerdo alcanzado por la OPEP.

Hacia adelante lo más probable es que los mercados de materias primas sigan ofreciendo algún soporte a los mercados, aunque no necesariamente más que últimamente. Prevemos que el precio del barril de petróleo, actualmente alrededor de 56 dólares, converja a cerca de 60 dólares a lo largo de 2017 y 2018. Tanto la mayor fortaleza del dólar como el efecto que los mayores precios tendrán sobre la oferta tienden a reducir la probabilidad de aumentos más significativos en el precio del crudo. En el caso de la soja y del cobre prevemos caídas moderadas de los precios tras los aumentos registrados en los últimos meses, sea por temas financieros (principalmente en el caso del cobre, donde parte de la subida de reciente tiene que ver con el aumento de las posiciones largas especulativas), sea por factores fundamentales, como la moderación del crecimiento en China.

En este entorno, y tomando en cuenta que el diferencial de tipos de interés de los países de la región con respecto a las tasas globales probablemente se reducirá durante los próximos años, esperamos depreciaciones cambiarias a lo largo de 2017 en todos los países de la región, especialmente en Argentina y Uruguay debido a la mayor inflación en estas dos economías. La depreciación continuaría en 2018 en la mayor parte de los países, pero no en Colombia, Chile y México. En los dos primeros, vemos alguna margen para que las divisas converjan a su nivel de equilibrio en la medida que se materialice la recuperación económica mientras que en México la reducción de la incertidumbre sobre las políticas de EE.UU. quitaría presión sobre el tipo de cambio.

---

**La volatilidad podría retornar a los mercados de la región dependiendo de las políticas que finalmente adopte EE.UU.**

---

En todo caso, hay que destacar que los mercados estarán muy pendientes de las políticas que finalmente se adopten en EE.UU. y también de cómo evolucione la economía china. Ambos factores pueden determinar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros de la región.

Gráfico 2.5

Tipo de cambio nominal: observado y esperado (moneda local / dólar americano) (Enero 2015=100)\*



\* Aumentos indican depreciaciones.  
Fuente: BBVA Research

## América del Sur deja atrás la desaceleración. México recibe de lleno el *shock* de incertidumbre desde EE.UU.

La divergencia en los mercados financieros en América Latina, entre México, por un lado, y América del Sur, por el otro, también fue en parte el reflejo de una divergencia en los indicadores de sentimiento de familias y empresas entre las dos áreas. Específicamente, los indicadores de confianza en México sufrieron una fuerte caída en diciembre y enero. En el caso de las empresas, la caída de la confianza se asoció fundamentalmente a la incertidumbre sobre las futuras medidas que tomará la nueva administración en EEUU, especialmente aquellas con mayor potencial de impactar negativamente en la economía, mexicana, como las relacionadas con la posible renegociación del tratado de libre comercio de América del Norte (NAFTA), las posibles restricciones a los flujos migratorios y de remesas o los planes para modificar el sistema tributario, con impacto negativo sobre las importaciones. En el caso de las familias, sin duda influyó negativamente sobre la confianza el aumento del precio de la gasolina y el impacto al alza que ya está teniendo sobre la inflación (ver sección sobre inflación más adelante).

Por el contrario, en América del Sur los indicadores de confianza en la mayoría de países no empeoraron ante las primeras medidas y anuncios de la nueva administración estadounidense, y en algunos países, como Chile, Brasil y Perú, experimentaron mejoras respecto a los niveles de noviembre, especialmente en lo referido a los hogares, ayudado por la moderación de la inflación, aunque el mercado laboral se mantiene débil. Con todo, salvo en Perú, la confianza se mantiene aún en nivel de pesimismo (Gráfico 2.6).

Este comportamiento diferencial en mercados y confianzas se trasladó también a la actividad y a nuestras previsiones para este año y el próximo. Así, por un lado, en América del Sur anticipamos que la mayoría de países de la región deberían mostrar un crecimiento mayor en 2017 que en 2016, con la excepción de Perú

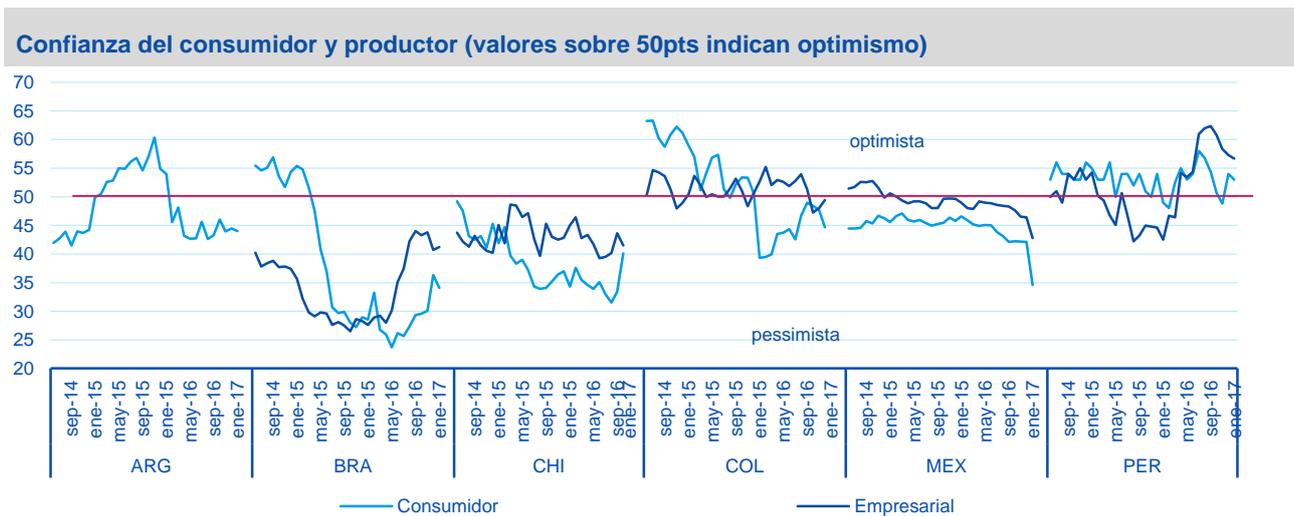
y Paraguay. Esto llevará al promedio de América del Sur a crecer un 1% en 2017 y 1,7% en 2018. Se quiebra así una tendencia a la desaceleración del crecimiento en los últimos 4 años, entre 2013 y 2016. Hacia adelante, seguimos previendo que el principal impulso al crecimiento en América del Sur provenga tanto del sector externo (con mejores precios de las materias primas de exportación y el efecto positivo de la depreciación de los últimos dos años) como por el impulso de la inversión pública y privada en países como Argentina, Colombia y Perú. En contraposición, si bien anticipamos que México también crezca 1% en 2017, eso representará una desaceleración respecto al ritmo de crecimiento de los últimos años, que giraba en el entorno del 2,3% anual. Así, anticipamos un crecimiento para la región en su conjunto de 1,0% en 2017 y 1,7% en 2018 (frente al -1,4% en 2016), un crecimiento que es aún muy moderado respecto al potencial de la región, más cercano al 3% (Gráfico 1.1).

**América del Sur y México crecerán ambos 1% en 2017, pero en el primero representa el fin de 4 años de desaceleración**

Estas tasas de crecimiento regionales para 2017 y 2018 son 0,5pp y 0,3pp inferiores a las que preveíamos en diciembre. Dentro de esta revisión a la baja en 2017 han influido especialmente las sorpresas negativas sobre la actividad en los últimos trimestres en Argentina y Chile, así como el ya mencionado impacto de la incertidumbre sobre las políticas de la nueva administración estadounidense sobre México y el retraso en las inversiones en un proyecto clave de infraestructura en Perú (el Gasoducto del Sur). Por otro lado, para 2017 y 2018 se prevé

una política monetaria que debería apoyar un poco más al crecimiento en la mayoría de países de América del Sur (ver más adelante la sección sobre bancos centrales), aunque sin contrarrestar del todo el impacto negativo de los factores anteriores.

Gráfico 2.6



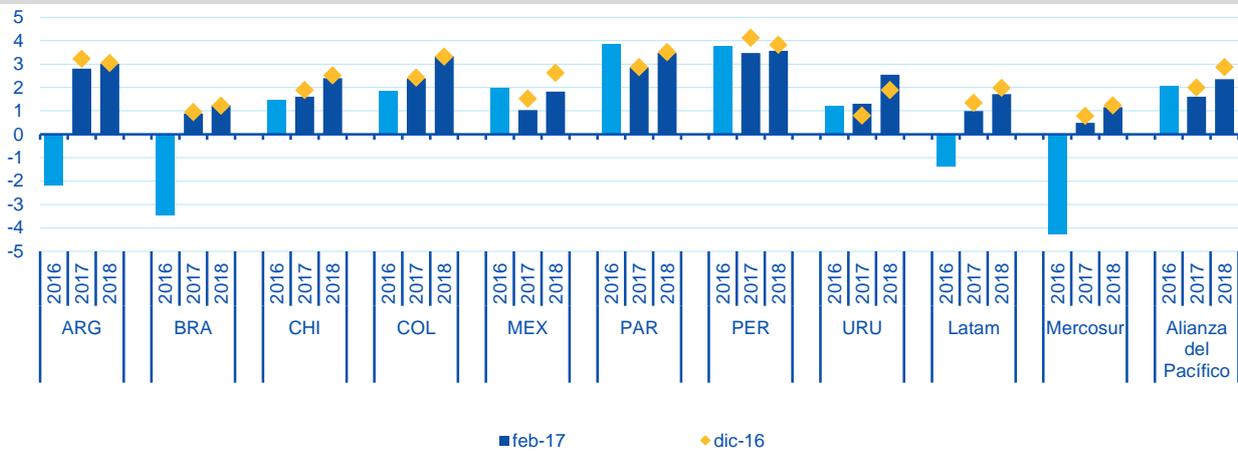
Fuente: BBVA Research

Como es habitual, la región sigue mostrando un comportamiento muy heterogéneo (Gráfico 2.7), más allá de la divergencia señalada entre México y América del Sur.

- En **Brasil**, esperamos que la recuperación del crecimiento siga avanzando y mantenemos nuestras previsiones de crecimiento de 0,9% en 2017 y 1,2% en 2018. La recuperación se verá apoyada por la aprobación de la reforma fiscal y la disminución de los tipos de interés, aunque los riesgos de un afloramiento de las tensiones políticas ponen un sesgo a la baja sobre estas previsiones.
- En **México**, la incertidumbre sobre las políticas económicas en EEUU afectará a la inversión, al tiempo que la depreciación del peso y el consiguiente aumento de la inflación obligará a una política monetaria más restrictiva, con impacto negativo sobre el crecimiento. Ello nos lleva a una revisión a la baja del crecimiento al 1,0% en 2017 y 1,8% en 2018. Con todo, los riesgos están sesgados a la baja si en EEUU se implementan algunas de las medidas que, por el momento, aún están en fase de discusión.
- En **Argentina**, la debilidad de la actividad en el segundo semestre de 2016 nos lleva a revisar a la baja nuestras previsiones de crecimiento en 2017, al 2,8%, pero mantenemos las de 2018 en 3,0%. Se empiezan a ver los primeros signos de reactivación de la actividad en 2017, que se apoyará especialmente en el repunte de la inversión.
- En **Colombia**, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento para 2017 y 2018 en 2,4% y 3,3%. El crecimiento se apoyará especialmente en la inversión en infraestructuras, las exportaciones y en la producción industrial.
- En **Perú**, las previsiones de crecimiento se ajustan a la baja en 2017 y 2018, al 3,5% y 3,6% por el retraso en las obras del gasoducto del sur. Seguimos previendo que la inversión en infraestructuras será el principal motor del crecimiento este año y el próximo.
- En **Chile**, la debilidad de la actividad en último trimestre del año pasado hace que revisemos a la baja nuestra previsión de crecimiento en 2017, al 1,6%, pero mantenemos la de 2018 en 2,4%. El crecimiento se mantendrá por debajo del potencial esos dos años, por la debilidad de la inversión (aunque se va recuperando) y del mercado laboral.
- En **Uruguay**, mejoran las perspectivas tras un prolongado periodo de estancamiento, lo que nos hace revisar al alza las previsiones de crecimiento al 1,3% en 2017 y 2,6% en 2018. El repunte se apoyará en una recuperación del consumo, dada la moderación de la inflación, así como el impacto positivo de la inversión en una tercera planta de celulosa en el país.
- En **Paraguay**, mantenemos nuestra previsión de crecimiento en 2017 y 2018 (2,9% y 3,5%, respectivamente) apoyado por el dinamismo de la demanda interna y en la inversión en infraestructuras a través de las APPs.

Gráfico 2.7

Países Latam: crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA Research

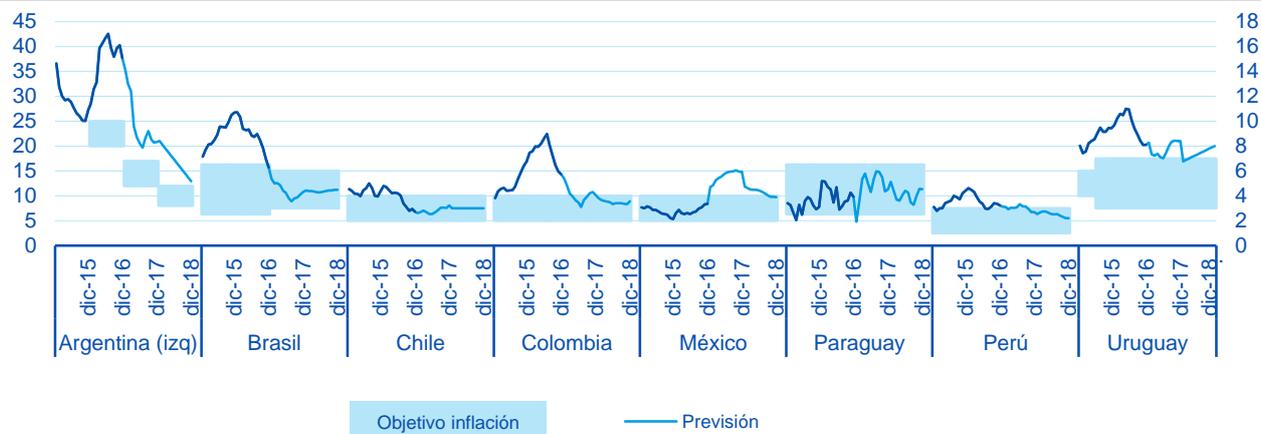
## Aumentará fuertemente la inflación en México, mientras continuará la tendencia a la baja en América del Sur

La inflación se moderó en todos los países de América del Sur en los últimos meses. En la mayoría de los casos la inflación alcanzó niveles más elevados durante el primer semestre de 2016 y empezó a moderarse desde entonces, mientras que en Argentina la moderación sólo se empezó a observar de manera más clara al final del año pasado (Gráfico 2.8). Asimismo, la inflación se mantiene relativamente elevada, por encima del rango objetivo, no sólo en Argentina (38% en enero), pero también en Uruguay (8,3%), Colombia (5,5%) y, en menor medida, en Perú (3,1%). Por otro lado, tras la desaceleración reciente, los registros de inflación se encuentran ya dentro del intervalo establecido por las autoridades monetarias tanto en Chile (2,8%) como en Brasil (5,4%). En Paraguay, la fuerte -y en alguna medida temporal- moderación de los precios internos llevó la inflación a 1,9% en enero, por debajo del rango objetivo.

Las tendencias inflacionarias en América del Sur contrastan con la de México, donde la inflación aumentó de manera consecutiva en los últimos siete meses, alcanzando el 4,7% en enero, por primera vez por encima del intervalo de tolerancia del banco central desde 2014.

Gráfico 2.8

**Inflación: observada y prevista\* (a/a %)**



Fuente: BBVA Research

Parte importante de la divergencia entre las tendencias de inflación en México y América del Sur se debe a la divergencia, comentada anteriormente, entre el comportamiento de sus divisas en los últimos meses. Además, en México han contribuido al alza de la inflación los recientes ajustes en el precio de los combustibles. Por otro lado, en América del Sur en general han pesado de manera más relevante los efectos de la fuerte desaceleración de la demanda, así como las menores presiones de los precios de alimentos en algunos países como Colombia y Brasil.

Hacia adelante, lo más probable es que esta divergencia entre las tendencias inflacionarias en México y América del Sur continúe manifestándose. Así, en México prevemos que la depreciación del peso seguirá alimentando las presiones inflacionarias, mientras que el tipo de cambio y la debilidad de la demanda seguirá allanando el camino para que la inflación continúe perdiendo fuerza y convergiendo a los respectivos objetivos en los países de América del Sur.

Prevedemos que en México la inflación aumentará gradualmente durante el año hasta alcanzar el 6,0% al cierre y sólo volverá a moderarse y converger otra vez hacia el rango objetivo en 2018. Se tratan de previsiones significativamente más altas que las que teníamos anteriormente, lo que se explica básicamente por la mayor depreciación de su divisa y el proceso de liberalización de precios de la energía. Con respecto a América del Sur, mantenemos nuestras previsiones de que

**La inflación en México continuará aumentando durante 2017 hasta alcanzar el 6% al cierre del año**

en Brasil la inflación convergerá al objetivo central de 4,5% en 2017 y se mantendrá en este nivel en el 2018, y ajustamos ligeramente al alza nuestras previsiones para Argentina, Colombia, Chile y Perú. En el caso de Argentina, la moderación de la inflación será algo más lenta de lo que esperábamos debido a una mayor inercia inflacionaria y mayores subidas de las tarifas de servicios públicos. En Colombia, el ajuste alcista (+0,2 p.p. en las previsiones para 2017 y 2018) se explica en buena parte por el impacto del aumento del IVA, mientras que en Perú, donde la revisión al alza es de 0,4 p.p. y está concentrada en 2017, tiene que ver con la menor probabilidad de que se produzca un recorte del IVA, como se esperaba hace tres

meses. Por fin, en Chile el ajuste de nuestras previsiones (+0,4 p.p. en 2017) se debe a un cambio algo más depreciado y una política monetaria más estimulativa. Asimismo, como anteriormente hemos mencionado, esperamos que la inflación converja gradualmente a los objetivos de inflación (véanse el Gráfico 2.8 y las tablas de previsiones en la sección 3).

## Seguirán las bajadas de tipos de interés en América del Sur, pero México endurecerá las condiciones monetarias

En la medida que la inflación presenta una trayectoria bajista y se fortalecen las expectativas de que la convergencia a los objetivos continuará hacia adelante, los bancos centrales sudamericanos empiezan a anunciar recortes de sus respectivas tasas de política monetaria. En Brasil y en Chile, donde la inflación ya se encuentra dentro del rango meta, los tipos de política monetaria se recortaron en 75 pb y 25 pb, respectivamente, en enero. En el primer caso la caída fue mayor a la esperada y ocurrió tras dos recortes anteriores de 25 pb al cierre de 2016, mientras que en Chile el recorte fue el primero tras la estabilidad de los tipos observada a lo largo de todo el año de 2016. En Colombia y en Argentina el ciclo bajista de los tipos de interés empezó el año pasado, pero más recientemente se detuvo por una cierta preocupación con las expectativas de inflación en el primer caso, mientras que en Argentina éstas aún no convergen al rango meta del banco central. En Perú y en Paraguay las autoridades monetarias siguieron manteniendo sin cambios los tipos de referencia en los últimos meses (Gráfico 2.9).

Como los desafíos en términos de inflación son mayores en estos momentos en México, el tono de su política monetaria es obviamente diferente. En efecto, Banxico ha subido los tipos de política monetaria en 150 pb desde las elecciones en Estados Unidos, 50 pb en la reunión de noviembre, 50 pb en enero y 50 pb en febrero. Así, la tasa de fondeo se encuentra actualmente en 6,25%, 300 pb más que al inicio de 2016 y ya en terreno restrictivo ya que consideramos que la tasa neutral está alrededor de 5,5%.

### Argentina, Brasil, Chile, y Colombia ya empezaron a bajar los tipos de interés, algo que no debería tardar en ocurrir en Perú

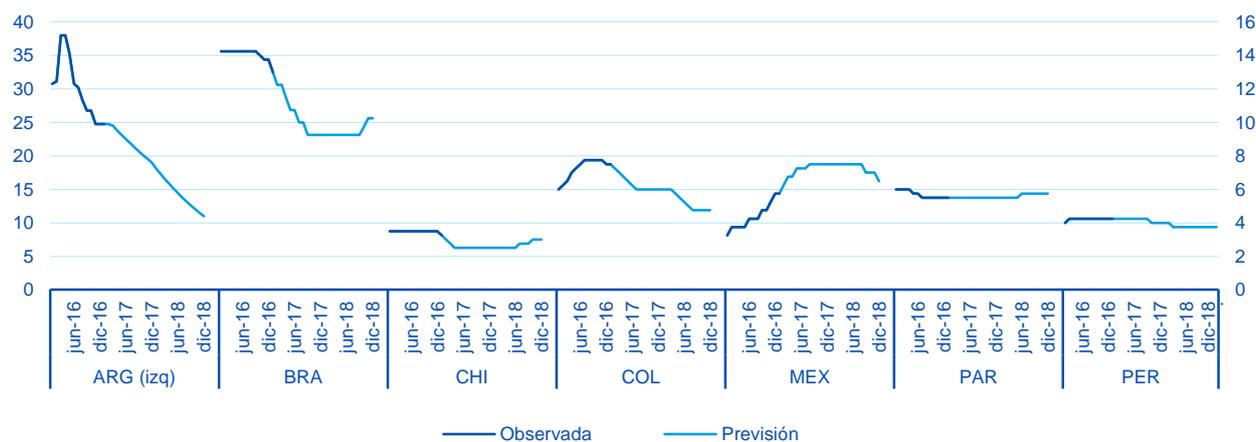
Lo más probable es que Banxico siga aumentando los tipos de interés los próximos meses, con el objetivo contener los efectos de segunda-vuelta sobre los precios y de anclar las expectativas de inflación en un entorno incierto, en el que la inflación aumentará a pesar de que la demanda interna seguirá creciendo poco. Nuestra previsión es que los tipos de política monetaria alcancen el 7,50% a mediados de este año y que sólo a partir del segundo semestre de 2018 haya margen para empezar a recortarlos.

En América del Sur, en contraste, prevemos recortes adicionales de los tipos de interés en los países que ya iniciaron el proceso de relajación de las condiciones monetarias, incluso en Colombia y en Argentina donde la prudencia de las autoridades monetarias ha implicado una reciente pausa en dicho proceso. Así, prevemos que los tipos de política monetaria caigan a lo largo de 2017 hasta el 9,25% en Brasil, el 2,5% en Chile, el 6,0% en Colombia y el 19,0% en Argentina. Con respecto a 2018, esperamos recortes adicionales en Colombia y Argentina y presiones alcistas en Brasil y Chile.

En Perú, donde los tipos de interés se siguen manteniendo estables en 4,25% ya que la inflación sigue por encima del rango objetivo y las expectativas no están demasiado alejadas del mismo, prevemos que el banco central recortará la tasa de política sólo en cuanto la inflación se desacelere con más fuerza, lo que estimamos más probable en el segundo semestre de este año. Por fin, en Paraguay, esperamos que los tipos de referencia se mantengan estables en 5,5% a lo largo de 2017 y buena parte de 2018.

Gráfico 2.9

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



Fuente: BBVA Research

## Los riesgos internos se centran en el ruido político, el ciclo electoral y los retrasos en la inversión.

Los riesgos sobre nuestras previsiones para América Latina se mantienen sesgados a la baja, tanto por factores externos como por elementos de carácter doméstico.

Entre los factores domésticos sigue sobresaliendo especialmente el ruido político que sigue flotando en la mayoría de países de la región, acentuado recientemente por los posibles casos de corrupción de miembros de la clase política en muchos países (especialmente relevante en aquellos en los que concierne a la actual administración). Un aumento de ese ruido político en varios países de América Latina puede no sólo socavar la gobernabilidad y retrasar varios procesos de reforma en marcha en la región sino seguir minando la confianza de la población en la clase política, con el riesgo de que de pie al surgimiento de movimientos populistas que canalicen esa desaprobación ciudadana sin un programa económico de reformas que sea coherente y promueva el crecimiento en el largo plazo. Es bueno recordar que en 2017 y 2018 se abre un ciclo de elecciones presidenciales (u otras de gran importancia política) en la mayoría de países de la región, con la principal excepción de Perú, lo que aumenta este riesgo.

Además, el posible retraso de los proyectos de obras públicas en países como Argentina, Perú o Colombia representa también un riesgo significativo sobre el crecimiento en 2017, que tiene al desarrollo de las infraestructuras como uno de los motores del crecimiento en esos países. Casos de corrupción empresarial recientes, que empañan a muchos países de la región, pueden generar no sólo retrasos en la ejecución y

licitación de las infraestructuras sino también tienen el potencial de dificultar y encarecer la financiación privada sobre la que se basan esos proyectos.

Además, el ruido político (y una posible crisis de gobernabilidad), así como el retraso en las obras de infraestructura también tienen el potencial de afectar a la evolución de la confianza, especialmente la empresarial. Como hemos visto a lo largo de este informe, las confianzas empiezan a mejorar tímidamente en muchos países pero aún se mantienen en la mayoría de ellos en niveles de pesimismo. Para lograr una recuperación sostenida, especialmente de la inversión, es necesario recuperar claramente esa confianza empresarial, y una crisis política o el mantenimiento de niveles deprimidos de crecimiento puede dar cabo de esa recuperación, propiciando un círculo vicioso de bajo crecimiento y escasa confianza.

Entre los factores externos, la principal incertidumbre en este momento está asociada a la política económica de la nueva administración estadounidense, todavía por definir en buena parte. Como comentábamos al inicio de este informe, dentro de estas políticas por definir está la relacionada al comercio exterior y el avance de tendencias proteccionistas, así como una actitud menos amigable hacia la inmigración. A esto se añade que no es evidente cómo reaccionarán otros países a estas presiones proteccionistas, precisamente en una coyuntura en la que América Latina deberá salir de la desaceleración de los últimos años apoyándose en parte en el sector exterior.

---

Por el lado externo, los riesgos se concentran en la incertidumbre sobre las políticas en EEUU y en el crecimiento en China

---

Por otro lado, existe el peligro de que las políticas de estímulo fiscal no tengan efectos sobre el crecimiento y generen, sobre todo, más inflación. Un aumento inesperado de la inflación puede llevar a un endurecimiento rápido de la política monetaria de los bancos centrales en las economías desarrolladas, aumentando los costes de financiación exterior en América Latina, con efectos no sólo para el soberano sino también para una parte importante del sector corporativo.

Más a medio y largo plazo, el mayor riesgo para América Latina en particular sigue ligado a los desequilibrios de la economía china, que no dan señales de disminuir, lo que puede llevar más adelante a ajustes bruscos. El principal riesgo de medio y largo plazo es el derivado del sobreendeudamiento de las empresas privadas y de falta de reformas en las públicas, al que se añade recientemente el proveniente de la política comercial de EEUU y la respuesta que pueda dar China, en caso se materialice. Un fuerte ajuste de la economía china afectaría especialmente a las economías de América del Sur a través de la caída de las exportaciones a ese país y de los precios de las materias primas, así como la volatilidad en los mercados internacionales.

## 3. Tablas

Tabla 3.1

PIB (% a/a)				
	2015	2016	2017*	2018*
Argentina	2,6	-2,2	2,8	3,0
Brasil	-3,8	-3,5	0,9	1,2
Chile	2,3	1,5	1,6	2,4
Colombia	3,1	1,9	2,4	3,3
México	2,6	2,0	1,0	1,8
Paraguay	3,1	3,8	2,9	3,5
Perú	3,3	3,9	3,5	3,6
Uruguay	1,0	1,2	1,3	2,6
Mercosur	-2,7	-4,3	0,5	1,2
Alianza del Pacífico	2,8	2,1	1,6	2,4
América Latina	-0,3	-1,4	1,0	1,7

\* Previsiones.  
 Fuente: BBVA Research

Tabla 3.2

Tipo de cambio (vs. USD, promedio)				
	2015	2016	2017*	2018*
Argentina	9,27	14,78	16,85	18,23
Brasil	3,33	3,49	3,32	3,51
Chile	654,1	676,9	704,2	680,4
Colombia	2741	3054	2973	2969
México	15,98	18,76	22,09	22,47
Paraguay	5226	5633	5766	5951
Perú	3,19	3,38	3,36	3,49
Uruguay	27,30	30,10	30,30	32,60

\* Previsiones.  
 Fuente: BBVA Research

Tabla 3.5

Cuenta corriente (% PIB)				
	2015	2016	2017*	2018*
Argentina	-2,7	-2,7	-2,8	-2,6
Brasil	-3,3	-1,1	-1,0	-1,0
Chile	-2,0	-1,7	-1,7	-1,6
Colombia	-6,5	-4,5	-3,8	-3,4
México	-2,9	-3,0	-3,0	-3,1
Paraguay	-1,7	1,3	-0,3	-0,1
Perú	-4,8	-2,8	-2,3	-2,4
Uruguay	-2,3	-0,8	-0,9	-2,2

\* Previsiones.  
 Fuente: BBVA Research

Tabla 3.7

Previsión de Materias primas				
	2015	2016	2017*	2018*
Petróleo (Brent USD/Barril) (prom)	52,62	44,75	57,03	58,65
Soja (USD/ton) (prom)	350,3	362,9	366,0	356,5
Cobre (USD/libra) (prom)	2,5	2,21	2,41	2,34

\* Previsiones.  
 Fuente: BBVA Research

Tabla 3.1

Inflación (% a/a, promedio)				
	2015	2016	2017*	2018*
Argentina	26,7	41,2	25,9	15,8
Brasil	9,0	8,8	4,4	4,4
Chile	4,4	3,8	2,8	3,0
Colombia	5,0	7,5	4,1	3,5
México	2,7	2,8	5,6	4,3
Paraguay	3,1	4,1	4,8	4,1
Perú	3,5	3,6	3,0	2,5
Uruguay	8,7	9,6	7,1	8,1

\* Previsiones.  
 Fuente: BBVA Research

Tabla 3.4

Tipo de interés (% promedio)				
	2015	2016	2017*	2018*
Argentina	21,52	25,80	17,58	11,88
Brasil	13,58	14,15	10,63	9,46
Chile	3,06	3,50	2,63	2,69
Colombia	4,77	7,23	6,44	5,27
México	3,02	4,29	7,06	7,29
Paraguay	6,08	5,71	5,50	5,65
Perú	3,35	4,23	4,17	3,77
Uruguay	21,40	22,20	21,70	22,70

\* Previsiones.  
 Fuente: BBVA Research

Tabla 3.6

Saldo fiscal (% PIB)				
	2015	2016	2017*	2018*
Argentina	-4,8	-4,8	-4,7	-4,4
Brasil	-10,2	-9,2	-7,7	-7,4
Chile	-2,2	-2,8	-3,2	-3,1
Colombia	-3,0	-4,0	-3,3	-2,7
México	-3,5	-2,9	-2,4	-2,0
Paraguay	-1,7	-1,5	-1,7	-1,7
Perú	-2,1	-2,7	-2,5	-2,3
Uruguay	-3,5	-3,7	-3,4	-2,9

\* Previsiones.  
 Fuente: BBVA Research

## AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de América del Sur

#### Economista Jefe de América del Sur

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

Enestor Dos Santos  
enestor.dossantos@bbva.com

Cecilia Posadas  
c.posadas@bbva.com

Lorena Lechuga  
lorena.lechuga.cuesta@bbva.com

**Argentina**  
Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**  
Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

**Colombia**  
Juana Téllez  
luana.tellez@bbva.com

**México**  
Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

**Perú**  
Hugo Perea  
hperea@bbva.com

Con la colaboración de:  
**Escenarios Económicos  
Globales**  
Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

## BBVA Research

#### Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

**Análisis Macroeconómico**  
Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

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

**España y Portugal**  
Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**América del Sur**  
Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Escenarios Económicos Globales**  
Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Coordinación entre Países**  
Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

**Estados Unidos**  
Nathaniel Karp  
nathaniel.karp@bbva.com

**Argentina**  
Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Mercados Financieros Globales**  
Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

**Regulación Digital**  
Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**México**  
Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

**Chile**  
Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

**Modelización y Análisis de Largo  
Plazo Global**  
Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Regulación**  
María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Turquía, China y Geopolítica**  
Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Colombia**  
Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

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

**Sistemas Financieros**  
Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

**Turquía**  
Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Perú**  
Hugo Perea  
hperea@bbva.com

**Inclusión Financiera**  
David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**China**  
Le Xia  
le.xia@bbva.com

**Venezuela**  
Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas. 28050 Madrid (España). Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25 - bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com