

# América del Sur y Uruguay: recuperación a pesar de la incertidumbre global

Juan Ruiz, Gloria Sorensen  
BBVA Research

Marzo 2017



## Mensajes Principales

**El escenario económico global continúa apuntando a un mayor crecimiento, pero también con mayor incertidumbre y riesgos elevados a largo plazo**

**Recuperación de los mercados financieros en América del Sur desde enero, ayudados por los precios de las materias primas. Pero se mantiene la presión sobre México**

**América del Sur crecerá 1% en 2017 y acaba 4 años de desaceleración. México recibe de lleno el shock de incertidumbre de las políticas en EEUU. El crecimiento baja al 1% este año.**

**Uruguay saldrá del estancamiento en 2017 con más consumo y menos inflación. Pero la inversión y la mejora en infraestructura son claves para asegurar crecimiento a mediano plazo**

# GLOBAL

Más crecimiento  
y más incertidumbre



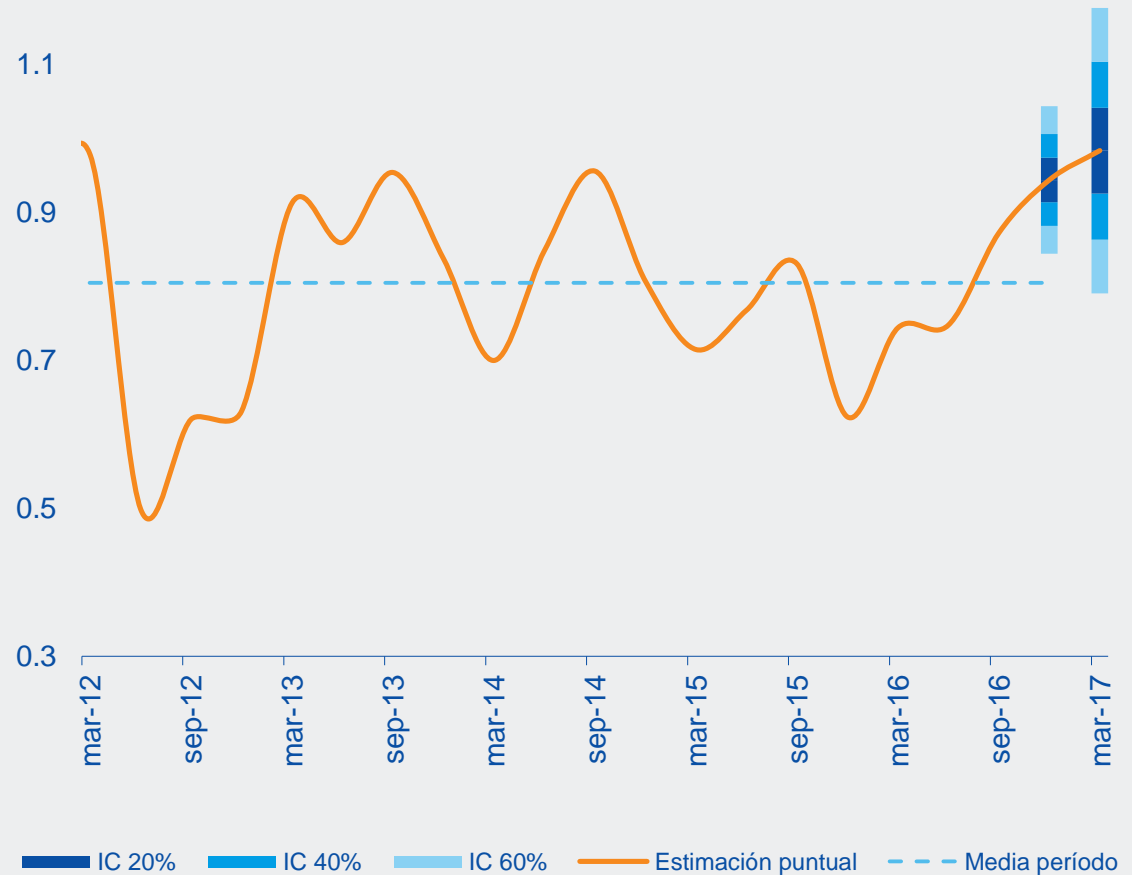
CRECIMIENTO MUNDIAL

# El crecimiento global se está acelerando

- Datos mejores a lo previsto en el tercer trimestre en EEUU y China, y estables en la zona del Euro.
- Recuperación del sector industrial y comercio global
- Niveles de confianza al alza
- Crecimiento mundial pasaría del 3,0% en 2016 al 3,2% en 2017 y 3,3% en 2018

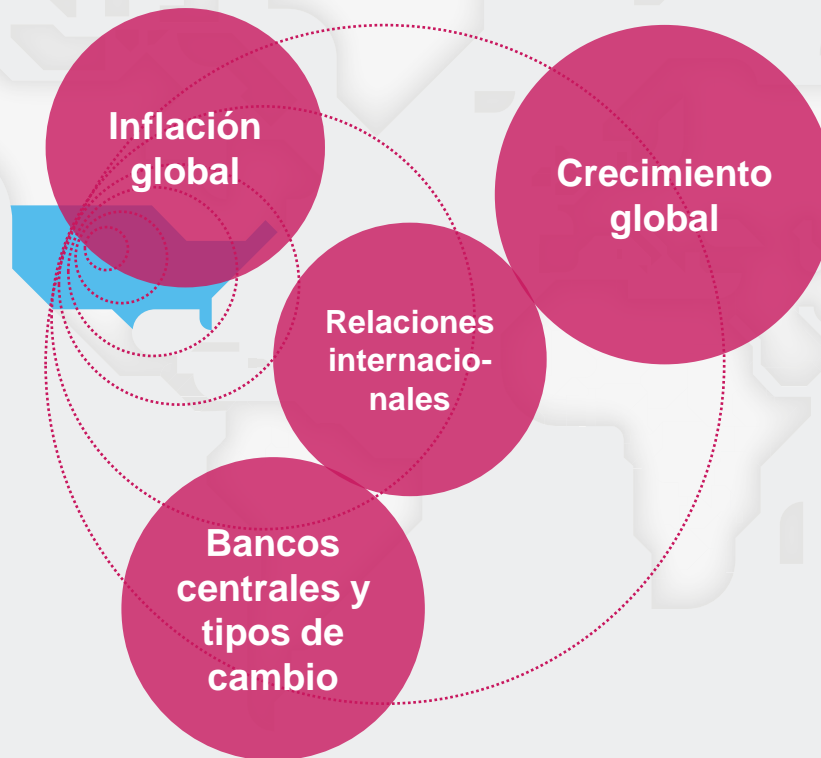
CRECIMIENTO MUNDIAL

(% trimestral en tasa anualizada)  
(Previsiones basadas en el modelo BBVA-GAIN)



## FACTORES DE INCERTIDUMBRE

# La mayor incógnita está ligada a la política económica de EEUU y sus efectos globales



- **¿Prioridades de política fiscal?** Recorte de impuestos frente a mayor gasto
- **¿Impacto sobre el crecimiento y la inflación del estímulo fiscal?** Expansión fiscal con un margen de crecimiento reducido
- **¿Cómo serán las medidas proteccionistas?,** ¿cuándo se aplicarán y cuál será su impacto?
- ¿Cuál será la **reacción de otros países** (China, entre otros)?
- **¿Qué sectores se desregularán** y cómo?
- ¿Cuál será el impacto del cambio de políticas en el **crecimiento potencial**?

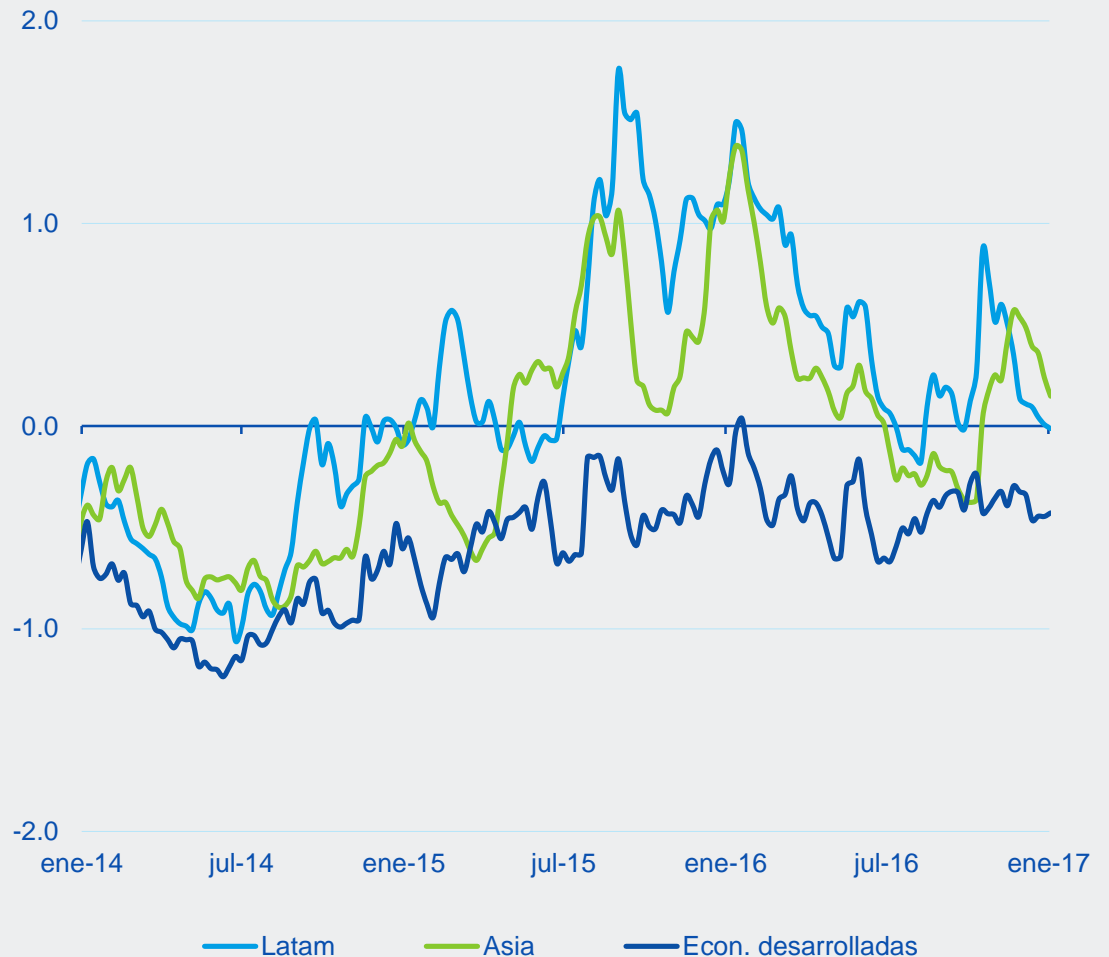
**MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES**

# Aumento temporal de las tensiones en mercados emergentes (especialmente Latam), tras las elecciones en EEUU

- El aumento de las tensiones financieras en las economías emergentes tras las elecciones en EEUU fue temporal, especialmente en América del Sur. Las tensiones se mantienen en China.
- Las tensiones se mantienen muy contenidas en los mercados desarrollados.

**INDICE BBVA DE TENSIONES FINANCIERAS**

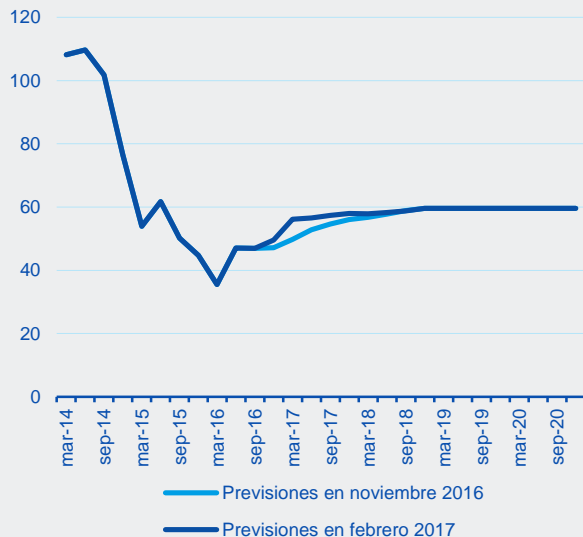
(Índice normalizado)



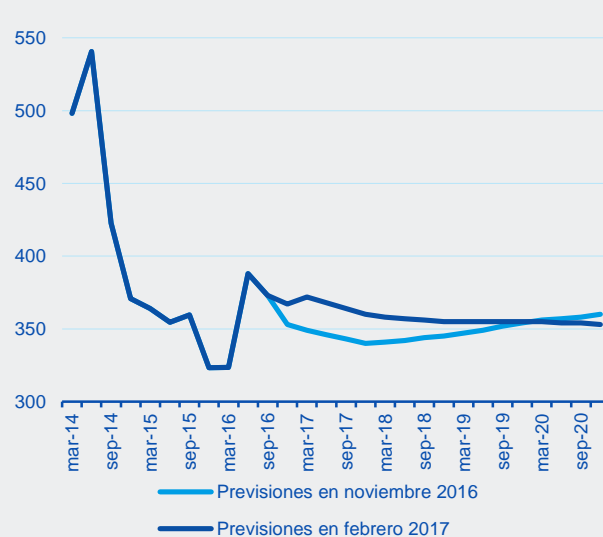
**PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS**

Precios en línea con una recuperación muy gradual hacia adelante. Impulso reciente a los precios por oferta y por demanda

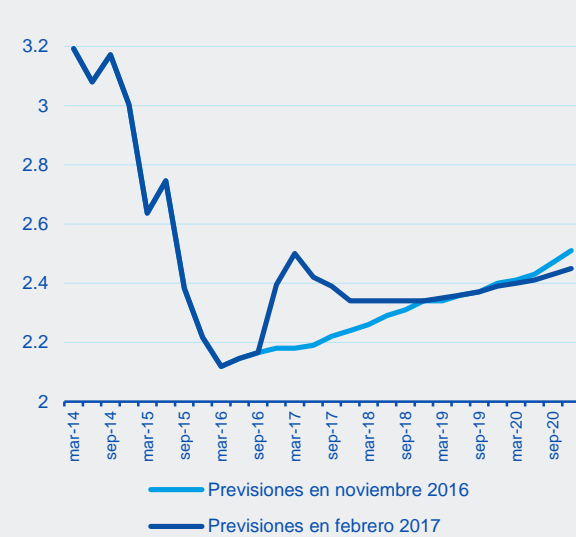
**PETRÓLEO BRENT**  
(USD/B)



**SOJA**  
(USD/tm)



**COBRE**  
(USD/lb)

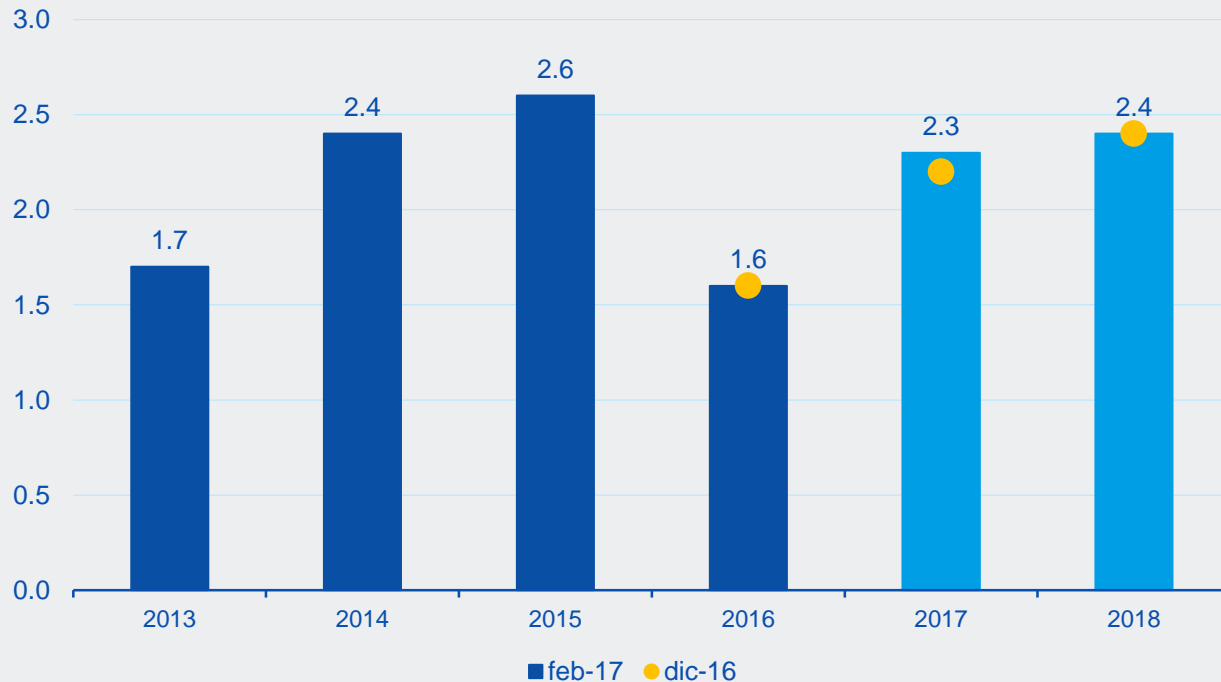


- El precio del petróleo aumenta más rápido de lo esperado, ante el acuerdo de la OPEP. El precio de la soja se beneficia de un mayor crecimiento al esperado en China y un mercado muy cerca al equilibrio en la campaña 2016/17.
- Sin cambios relevantes en la visión de precios de largo plazo para las materias primas, pero anticipamos una convergencia levemente más rápida hacia esos niveles de largo plazo.

ESTADOS UNIDOS

# Impulso a corto plazo, pero con alta incertidumbre

EEUU: CRECIMIENTO DEL PIB (%)



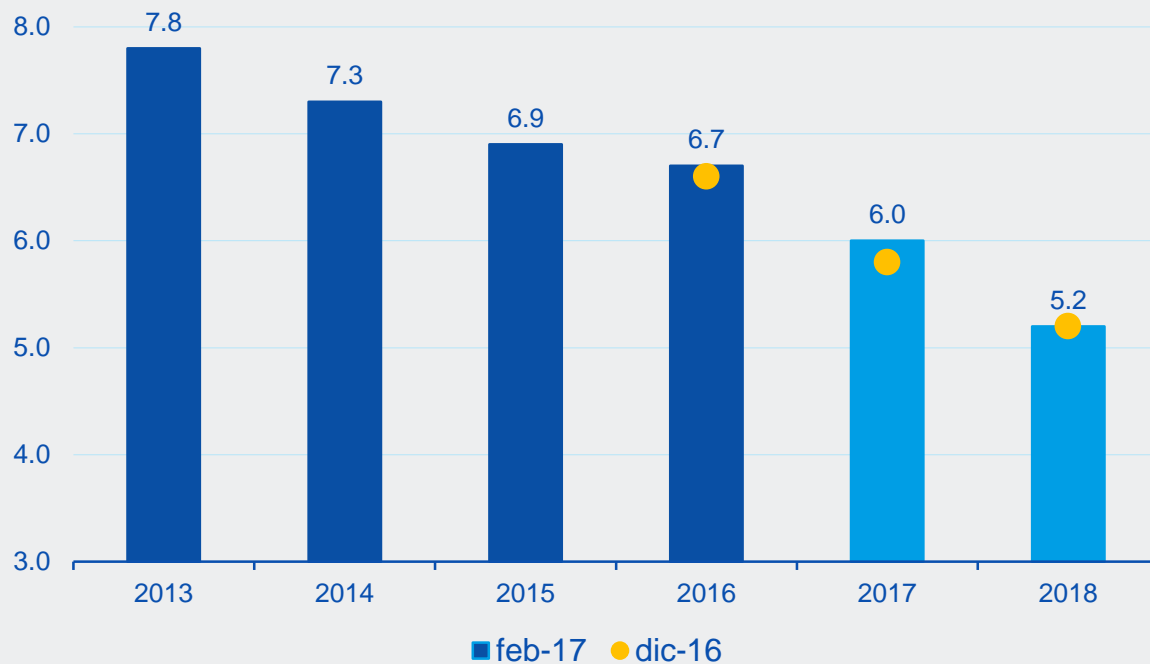
- **Revisión al alza del crecimiento en 2017:**
  - Menos presiones a la baja de los sectores extractivos y de construcción
  - Solidez del empleo y salarios al alza, junto a la recuperación de beneficios
  - Mejora de las confianzas y de la expectativa del mercado
- **Fed:** el mercado anticipa tres subidas de tipos de interés en 2017 y 2018, hasta 2,25%, por mayor crecimiento e inflación, aunque la Fed se mantendrá cauta.
- **Incertidumbre** sobre las políticas económicas



CHINA

# Prioridad a la estabilidad frente al crecimiento

CHINA: CRECIMIENTO DEL PIB (%)



- **China continua estimulando su economía** para asegurar un crecimiento elevado a corto plazo
- **Las medidas de estímulo monetario se han pospuesto** (burbuja inmobiliaria), pero continúan las macroprudenciales y la política fiscal sigue apoyando la actividad
- **Riesgos de cola elevados:**
  - Política comercial de EEUU
  - Mercado inmobiliario
  - Salidas de capital y depreciación del tipo de cambio
  - Banca en la sombra
  - Deuda corporativa y falta de reformas en las empresas públicas
  - Riesgos geopolíticos

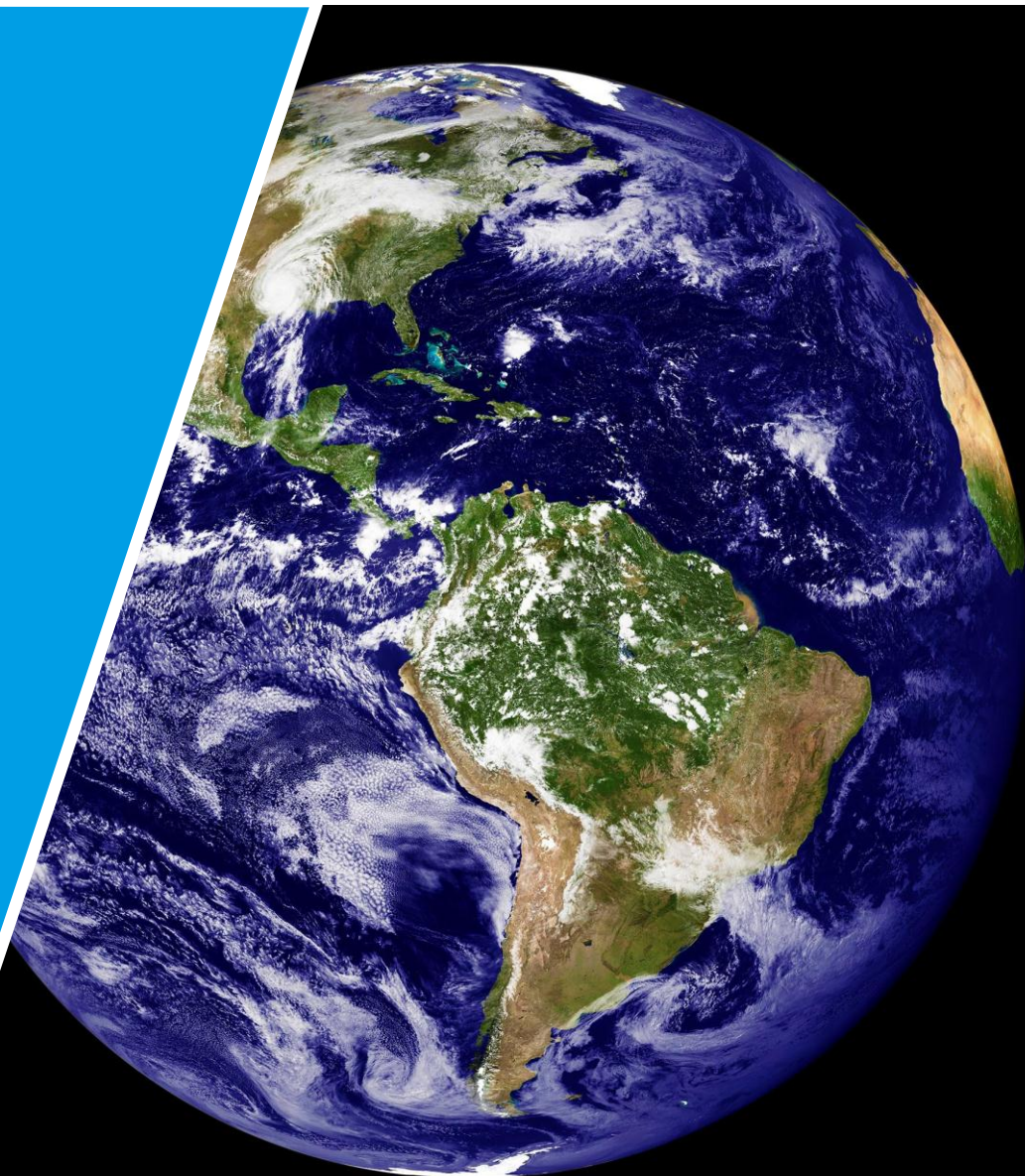
RIESGOS GLOBALES

# Los riesgos globales principales para Latam se centran en China y el proteccionismo

	EEUU	China	Zona Euro	América del Sur	México
Expansión del populismo	●	●	●	●	●
Proteccionismo	●	●	●	●	●
Desequilibrios en China	●	●	●	●	●
Riesgos Geopolíticos	●	●	●	●	●

# LATAM

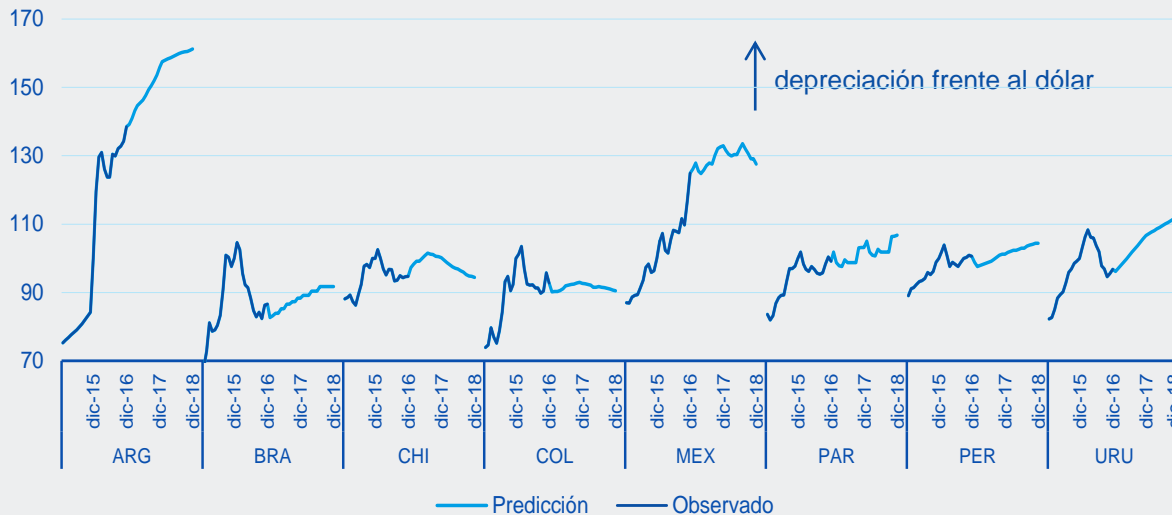
Divergencia entre norte y sur



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

## Depreciaciones acotadas de los tipos de cambio hacia adelante

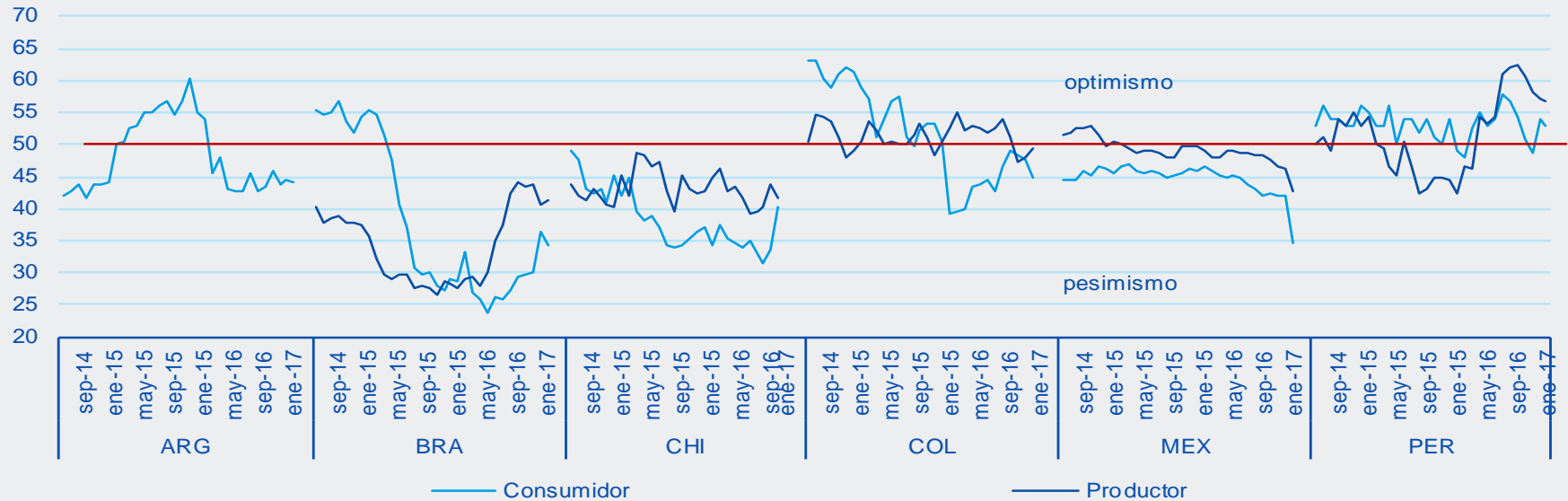
**TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR**  
(índice Dic 2014=100)



- Depreciación del tipo de cambio en muchos países de la región, ante el resultado de las elecciones en EEUU, pero se corrigió posteriormente en América del Sur, ayudado por los precios de las materias primas.
- Hacia adelante, esperamos depreciaciones moderadas en América del Sur, ante el menor diferencial de tipos de interés con EEUU..
- La volatilidad podría retornar a los mercados de la región dependiendo de las políticas que finalmente adopte EEUU

# Los indicadores de confianza se desplomaron en México, pero se mantuvieron estables (aunque pesimistas) en América del Sur

**LATAM: ÍNDICES DE CONFIANZA DE HOGARES Y EMPRESAS**  
(valores sobre 50pts indican optimismo)

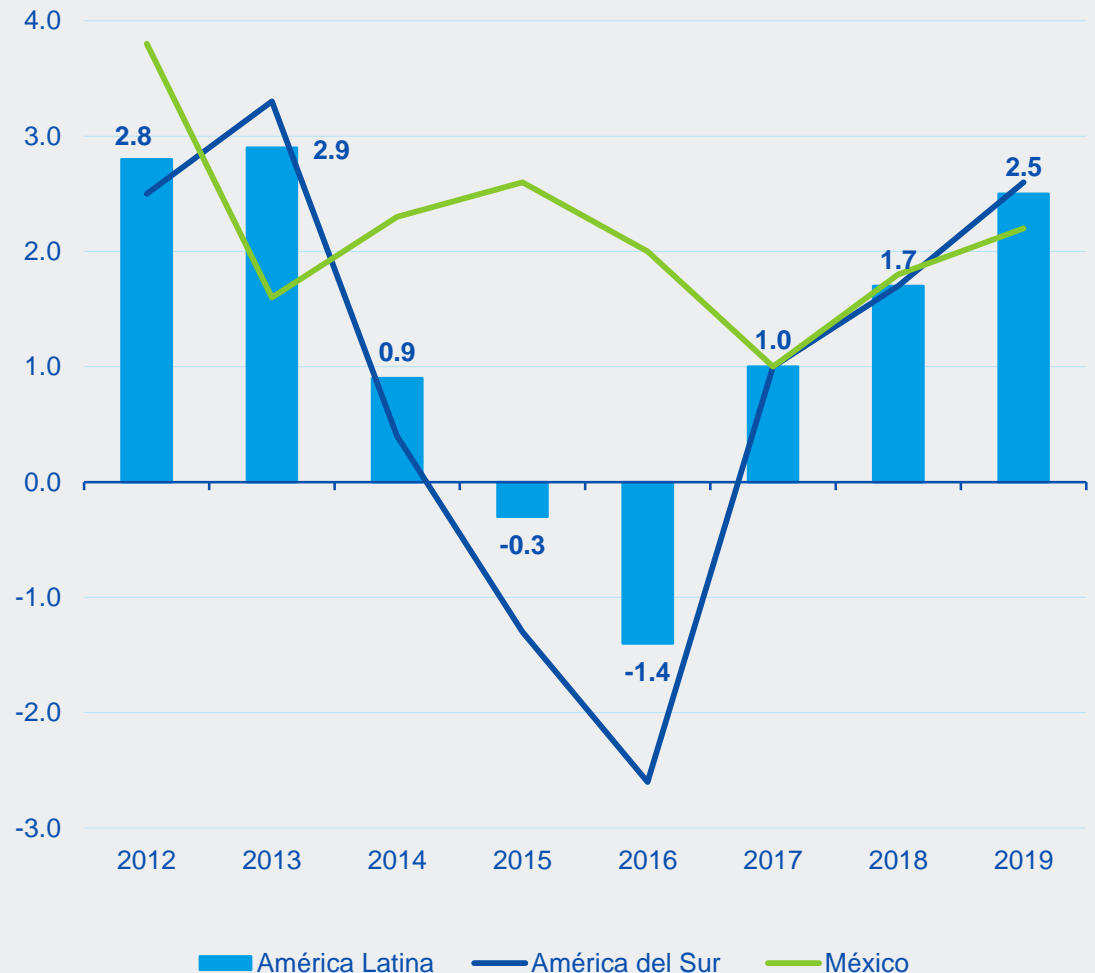


- Confianzas en niveles aún pesimistas en muchos países (salvo Perú), pero se recuperan en los hogares en América del Sur, ante el descenso de la inflación.
- En México, la caída de las confianzas estuvo directamente relacionada con la incertidumbre sobre las políticas económicas en EEUU y el aumento de la inflación.

## Crecimiento: diferente dinámica de México y América del Sur en 2017

- América del Sur deja atrás la desaceleración.
- México recibe de lleno el shock de incertidumbre sobre las políticas económicas en EEUU y se desacelerará en 2017
- **Mayor crecimiento en 2017 en América del Sur de la mano de:**
  - **El empuje del sector externo**, por la depreciación del tipo de cambio y la mejora de términos de intercambio
  - **Impulso de la inversión**, especialmente en Argentina, Perú y Colombia
- Crecimiento en 2017-18 será lento en relación al potencial de la región, más cercano al 3%

LATAM: CRECIMIENTO DEL PIB (%a/a)

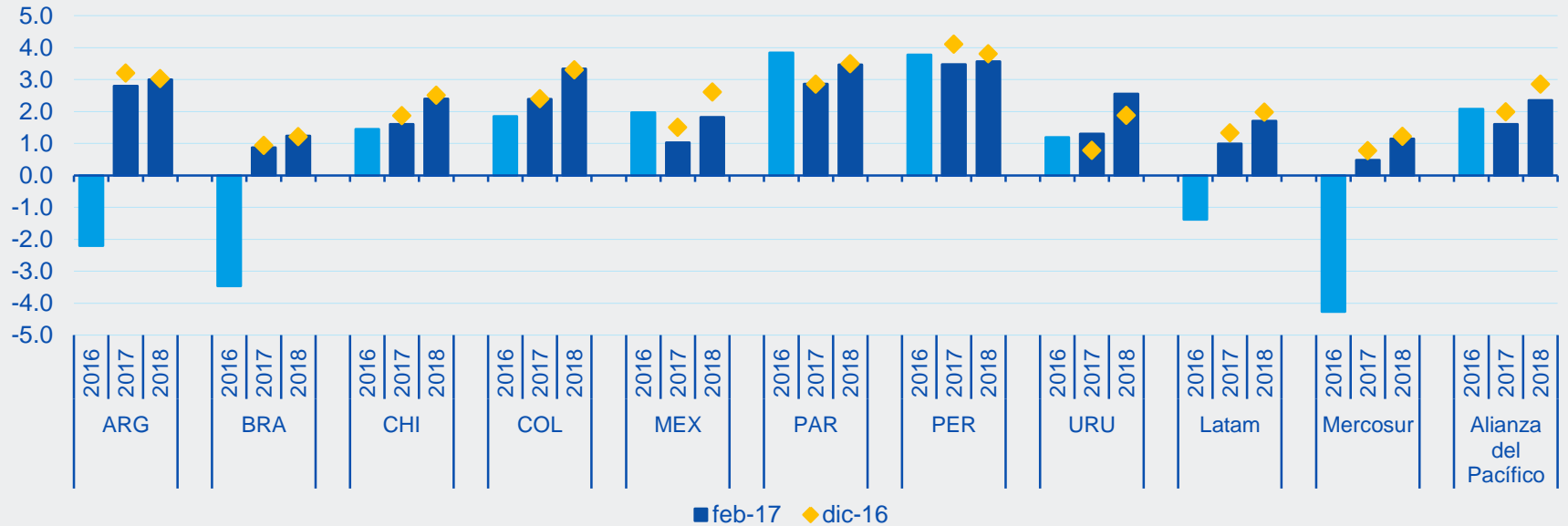


Fuente: BBVA Research

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

# Perú, Colombia, Argentina y Paraguay, las economías más dinámicas en 2017-18

PAÍSES LATAM: CRECIMIENTO DEL PIB (%)

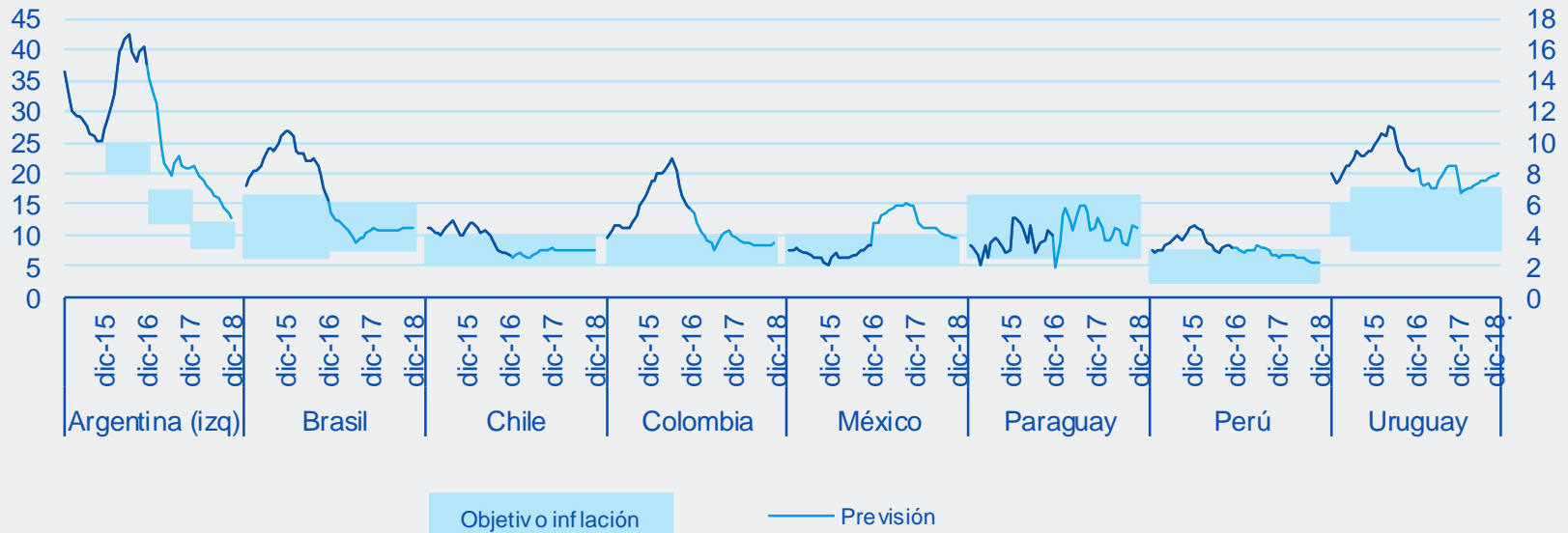


- Revisión a la baja en 2017 en Argentina y Chile, por el débil crecimiento a finales de 2016.
- Revisión a la baja en 2017-18 en México por la incertidumbre de las políticas en EEUU y una política monetaria restrictiva
- Revisión a la baja en Perú en 2017-18, por el retraso en la ejecución de obras clave de infraestructura (Gasoducto del Sur)

# La inflación continua moderándose en América del Sur pero se eleva fuertemente en México.

## LATAM: INFLACIÓN Y RANGOS OBJETIVO DE LOS BANCOS CENTRALES

(%/a/a)



- La inflación en América del Sur convergerá gradualmente a los objetivos de los bancos centrales, por una moderada presión del tipo de cambio. La depreciación impulsa fuertemente la inflación en México.
- La menor inflación en América del Sur y un crecimiento acotado llevarán a los bancos centrales a bajar tipos de interés en 2017. En México, Banxico continuará con el incremento de los tipos de interés en 2017.



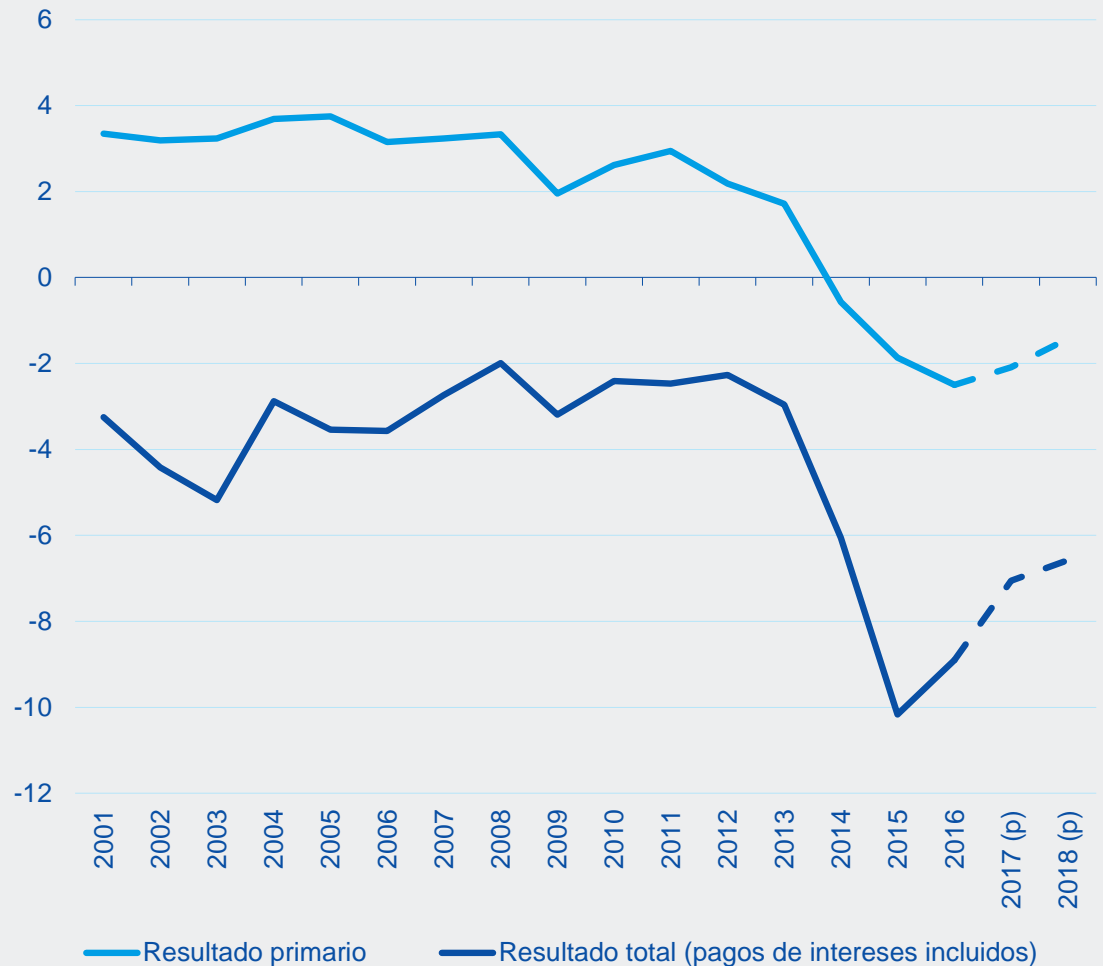
Brasil: Muchos factores favorecen la recuperación; algunos prudencia: tras caer más de 7% en 2015-16 el PIB crecerá 0,9% en 2017 y 1,2% en 2018.



## Brasil: Empeoramiento de las cuentas públicas, pero la reforma fiscal reduce el riesgo de insolvencia

- El déficit primario alcanzó el 2,5% del PIB en 2016, por el impacto de la recesión sobre los ingresos y la falta de medidas para reducir los gastos a corto plazo
- La deuda pública bruta alcanzó el 69,5% del PIB (65,5% en 2015 y 56,3% en 2014)
- La reforma fiscal aprobada en el 4T16 es muy positiva: limita el crecimiento del gasto al 0,0% en términos reales durante 20 años, reduciendo los riesgos de solvencia
- Para cumplir esta regla sin tener que recortar drásticamente los servicios básicos, el gobierno necesita aprobar una reforma de la seguridad social.
- Lo más probable es que lo haga, pero los riesgos políticos siguen siendo elevados.

SALDO FISCAL: RESULTADOS PRIMARIO Y TOTAL (% PIB)

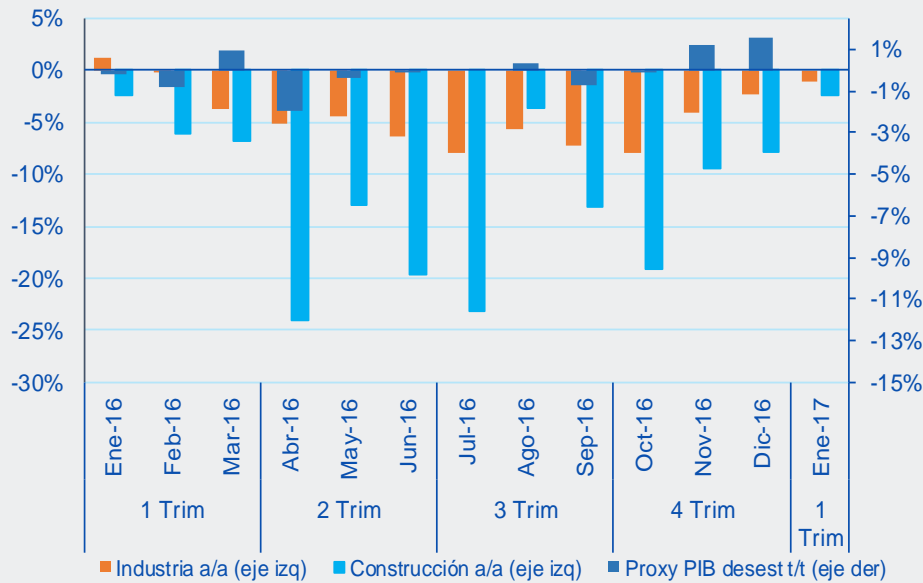


(p): previsión  
Fuente: BBVA Research e IBGE

# Argentina: la economía crecería 2,8% en 2017 tras recesión en 2016

## INDICADORES ACTIVIDAD

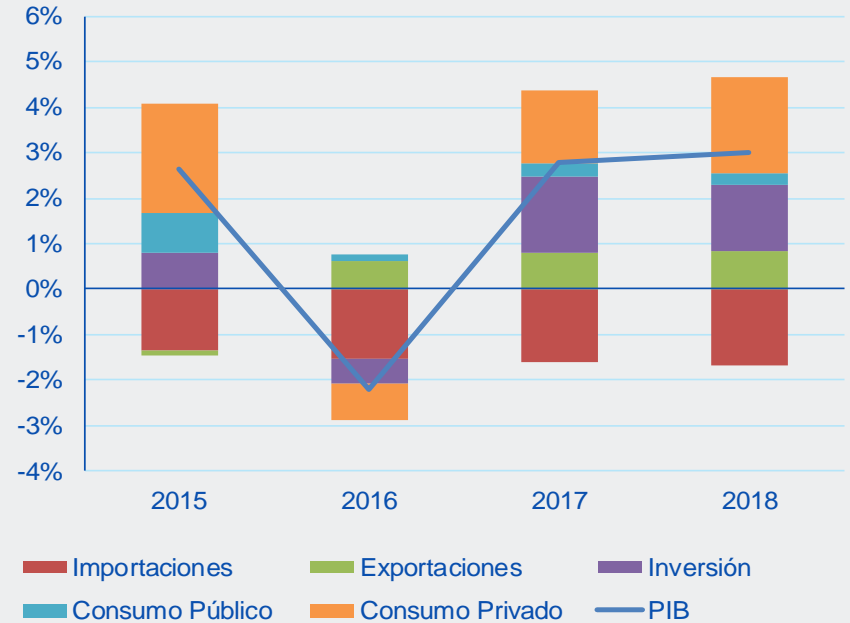
Variación % t/t desestacionalizado y a/a



- La **economía tocó piso en 3T16** y creció 0,9%t/t en 4T16, promediando -2,2% en el año

## PIB, CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO

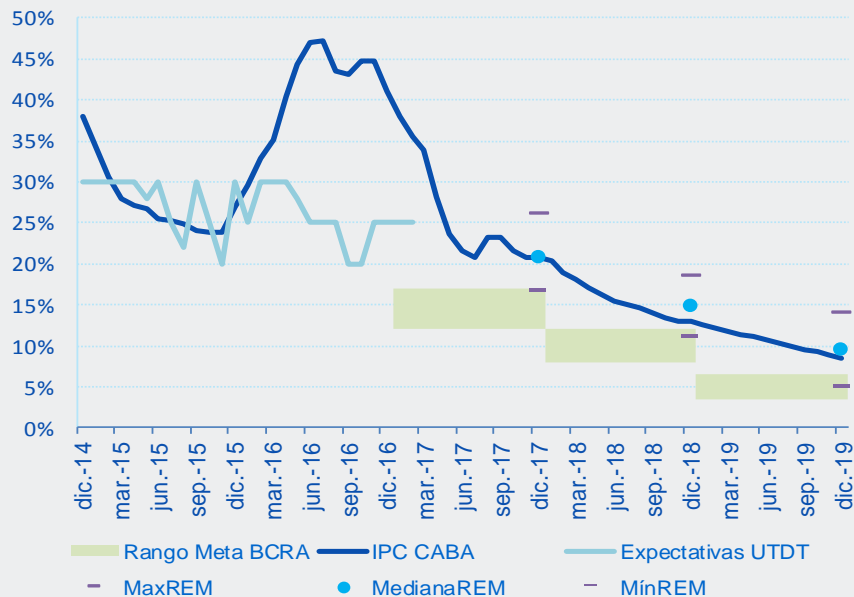
Variación % a/a



- Impulso de la inversión** principalmente pública en infraestructura (+renovables y agro) en 2017

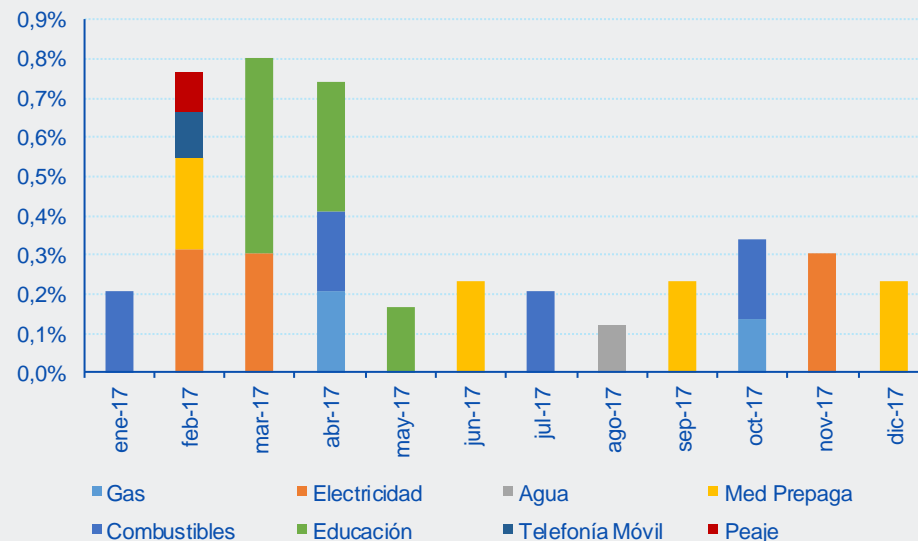
# Argentina: expectativas de inflación a la baja pese a impacto de precios regulados en primer trimestre

**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN BBVA Y ENCUESTA BCRA**  
Variación % a/a



- La **inflación núcleo cayó en 2S16 pero no lo suficiente** para asegurar un promedio de 1% mensual que converja a la meta del BCRA .

**AUMENTOS ANUNCIADOS DE PRECIOS REGULADOS**  
Incidencia en pp.

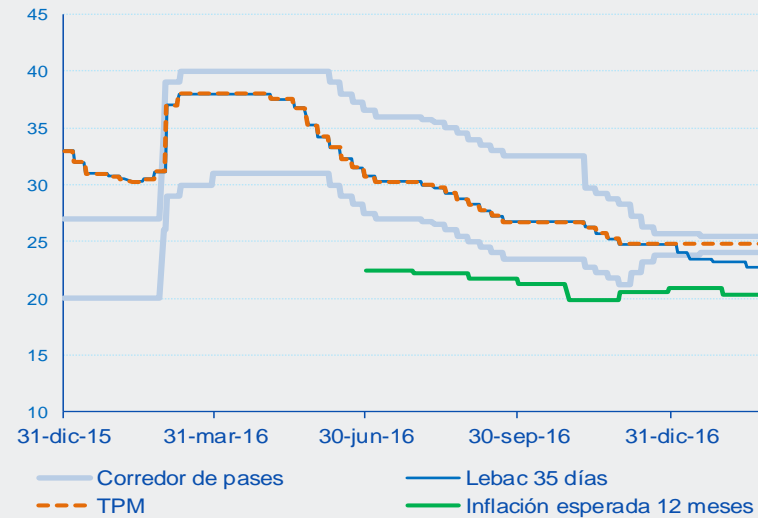


- Los **aumentos de tarifas sumarán 4,4 pp** a la inercia inflacionaria en 2017 en CABA.
- Podrían generar impacto en negociaciones salariales de 2T17 y **efectos de 2° ronda**

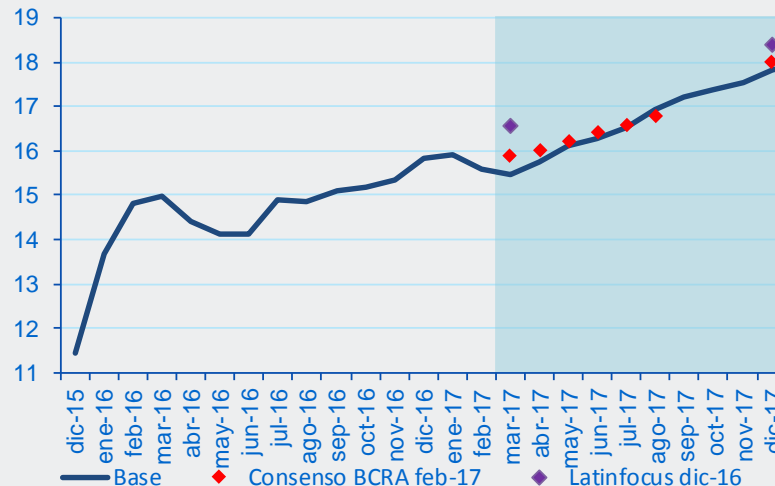
# Argentina: sesgo contractivo de la política monetaria y apreciación real del peso

- Ambiciosas metas del BCRA de bajar la inflación a 12-17% en 2017 requerirán el mantenimiento de tasas de interés reales positivas en un contexto de:
  - **Política fiscal expansiva**
  - **Reducción lenta de la dominancia fiscal en sólo 0,5% del PIB**
  - **Credibilidad del BCRA aún no establecida (efecto tarifas)**
  - **Tasa de interés real positiva aunque cayendo de 11 % a 4%**
  - **Libre flotación del tipo de cambio con tendencia a la apreciación**

TASA DE POLÍTICA MONETARIA, LEBAC E INFLACIÓN  
En % anual



TIPO DE CAMBIO PESO-DÓLAR: PREVISIONES Y CONSENSO  
Pesos por dólar



# URUGUAY

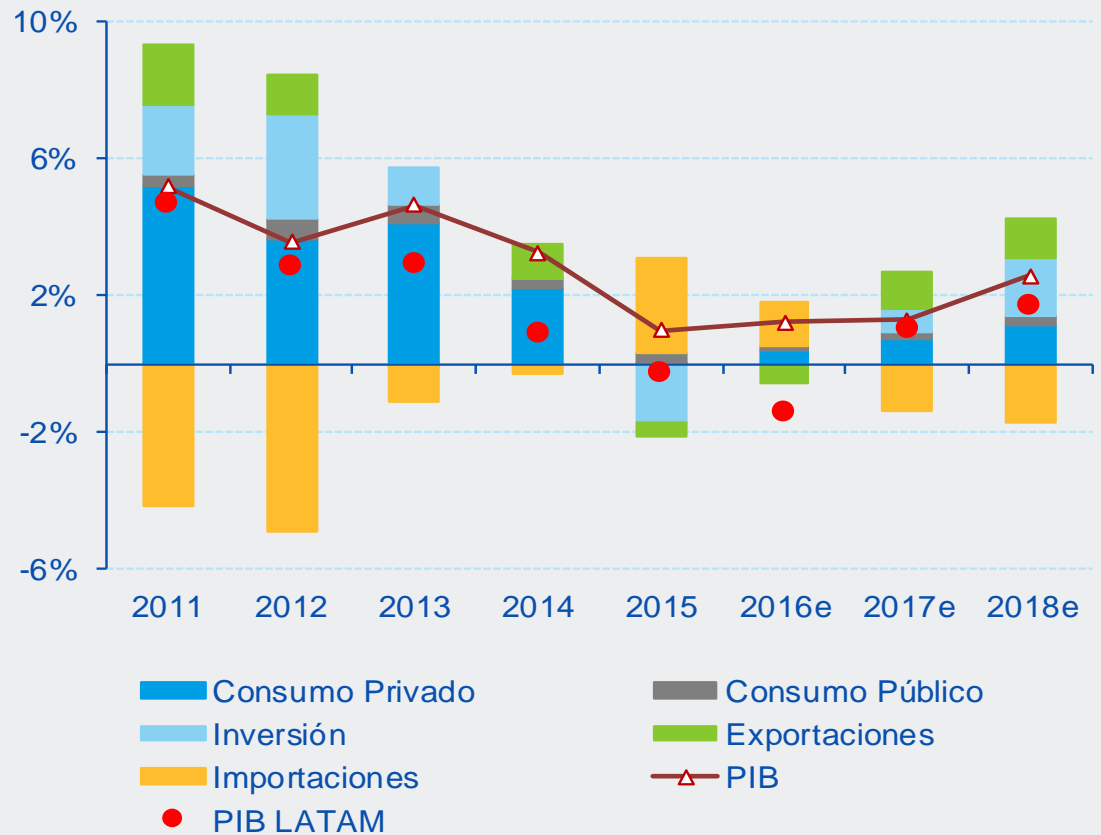
Recuperación en marcha



# Uruguay retoma la senda de crecimiento

- El PIB habría crecido 1,2% en 2016, más de lo esperado, debido a la buena performance del sector eléctrico.
- La confianza del consumidor mejoró sustancialmente en 2S16 gracias a la mejora del poder adquisitivo por apreciación del peso
- Para el 2017 el crecimiento será de 1,3% y de 2,6% para 2018 con mayor aporte de la demanda interna.
- El consumo privado volverá a crecer en 2017 impulsado por el aumento de los salarios reales y la expansión del crédito.
- La inversión en la planta de pasta de papel será clave para impulsar el crecimiento en 2018.
- El aumento de las exportaciones, particularmente de servicios, modera el deterioro del balance externo que vendrá dado por el crecimiento de las importaciones de bienes de capital.

**PIB POR COMPONENTE DEL GASTO**  
(contribución al crecimiento, en %)



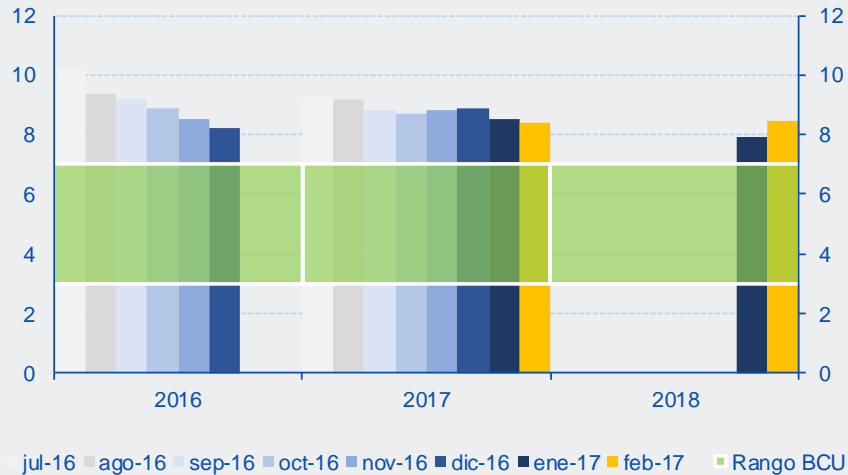
Fuente: BBVA Research sobre datos del BCU. LATAM: Promedio ponderado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú, México, Uruguay y Venezuela

## La inflación desacelera pero aún está fuera de rango entorno a 8%

- La inflación desaceleró más de 1 pp en 2016 principalmente por el impacto de la apreciación cambiaria sobre la inflación núcleo
- Este efecto fue parcialmente compensando por el aumento de precios administrados que dejaron de usarse como ancla inflacionaria
- La inflación núcleo promedió 7,5% a/a en 4T16 y siguió bajando levemente en lo que va de 2017
- Pese a que la política monetaria mantendrá su sesgo contractivo, las expectativas de inflación seguirán por sobre el rango meta del BCU en 2017-18:
  - Mayor tasa de depreciación del peso
  - Lenta consolidación del déficit fiscal
  - Los acuerdos salariales incluyen correctivos respecto a la inflación aunque diferidos en el tiempo

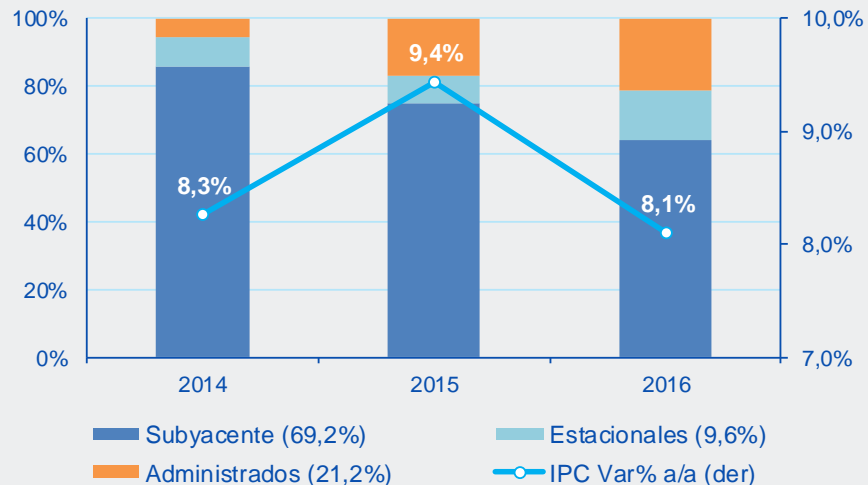
### EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN SEGÚN RELEVAMIENTO DEL BCU

Variación a/a, en %



### PRECIOS AL CONSUMIDOR POR COMPONENTES

Variación a/a, en %

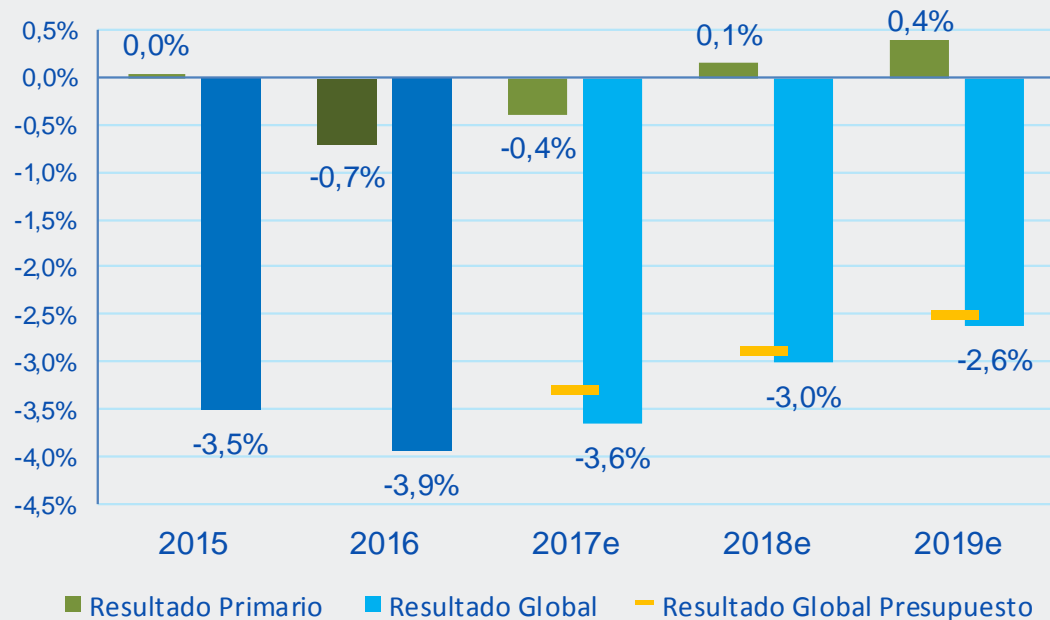




## Gradual reducción del déficit fiscal

- Mayores gastos corrientes (salud) elevaron el déficit primario de 2016 a -0,7% del PIB, con un déficit fiscal global de 4% del PIB, el mayor nivel en casi 3 décadas.
- En 2017, el déficit primario se reducirá a 0,4% del PIB principalmente por el aumento de la recaudación debido a la modificación de la alícuota del IRPF, aunque limitará algo el crecimiento del consumo.
- Con Gasto Primario/PIB constante, el déficit global se reduciría a 3,7% del PIB, levemente mayor a las metas oficiales
- En 2018 una mejora adicional impulsada por un mayor crecimiento económico y racionalidad en los gastos permitirá prácticamente volver a equilibrar el balance primario y reducir el déficit global.

### RESULTADO FISCAL: PREVISIONES VS PRESUPUESTO Como porcentaje del PIB

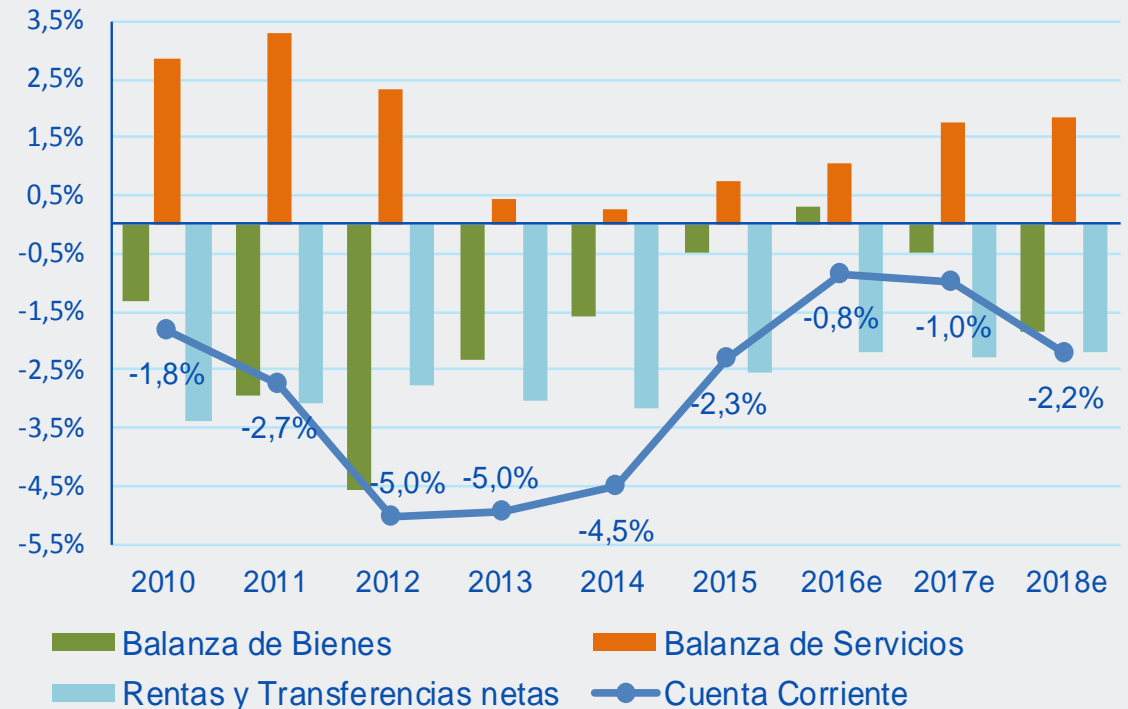


## Sustancial mejora en las cuentas externas

- El déficit en cuenta corriente se redujo hasta -0,8% del PIB en 2016 por superávit en la cuenta comercial (bienes y servicios).
- Significativa mejora de los términos de intercambio (+5,2%) en 2016, por buenos precios de exportaciones (incluyendo lácteos) y caída de los de importaciones.
- También contribuyeron las menores compras de petróleo por cambios en la matriz energética (+hidraulicidad).
- Para 2017 prevemos leve deterioro de la cuenta corriente por reversión de los términos de intercambio.
- El déficit comercial aumentará aunque será compensado parcialmente por la buena temporada de turismo.
- En 2018 la cuenta corriente alcanzará un déficit de 2,2% basado en el crecimiento de las importaciones de bienes de capital para la 3ra planta de celulosa.

### SECTOR EXTERNO: LA CUENTA CORRIENTE Y SUS COMPONENTES

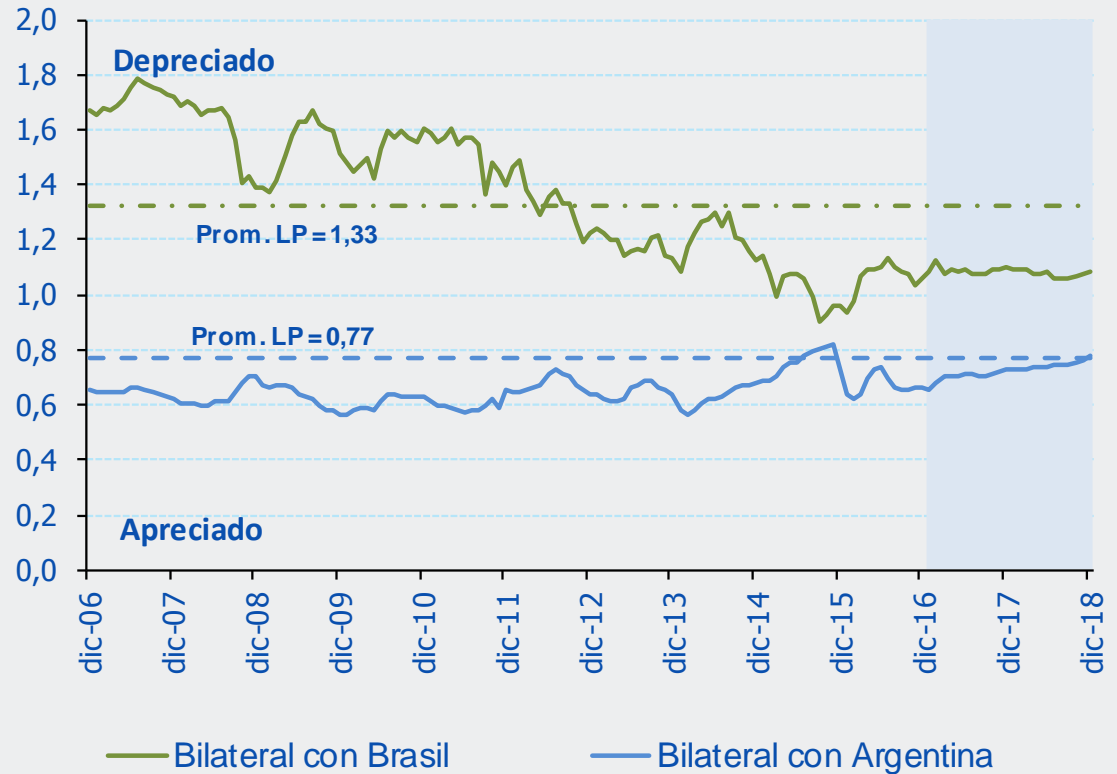
Como porcentaje del PIB



# Pese a que continúa la apreciación real del peso uruguayo

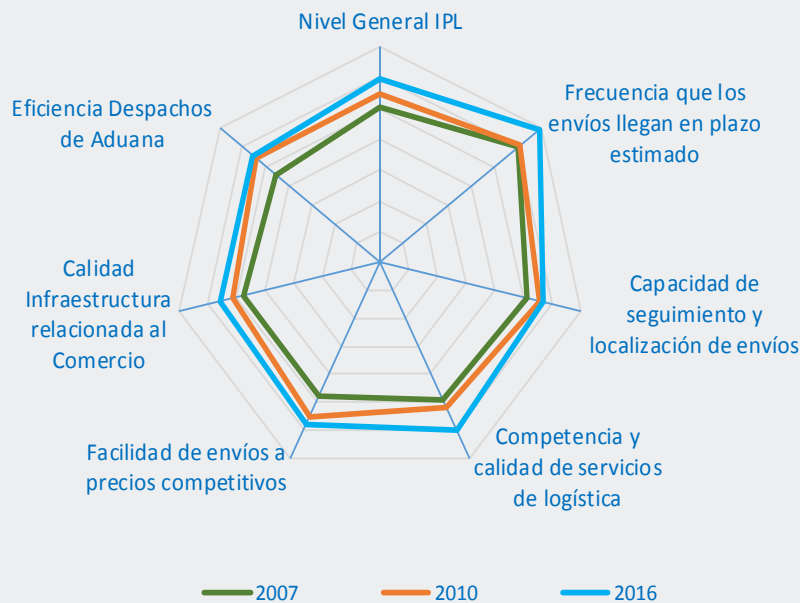
- Pese a la pequeña mejora de 2016, el tipo de cambio real multilateral de Uruguay está aún un 20% apreciado respecto a la media histórica.
- En 2016, la apreciación real de la moneda brasileña superó la apreciación del peso uruguayo, revirtiendo el fortalecimiento relativo del peso en 2015.
- En cambio, el peso argentino se debilitó contra el uruguayo el año pasado en un 9%, neutralizando la ganancia de competitividad del año previo
- En los próximos 2 años, la competitividad mejorará aunque más respecto a Argentina que a Brasil
- Mientras el Real y el peso argentino se depreciarían menos que la inflación, el peso uruguayo se devaluará a un ritmo mayor que el IPC

**TIPO DE CAMBIO REAL BILATERAL CON ARGENTINA Y CON BRASIL**  
Índice Base diciembre 2001 = 1



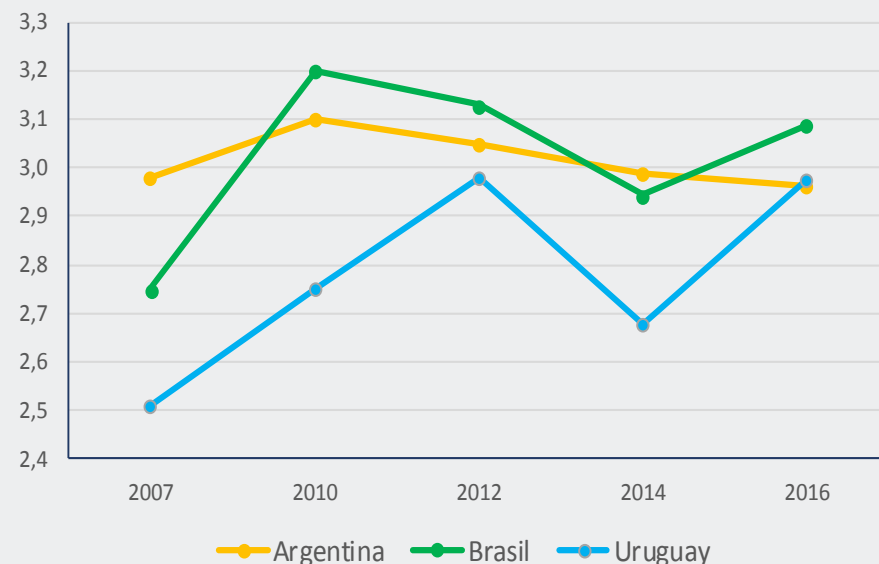
# La competitividad aún tiene amplio margen de mejora en lo que hace a logística del comercio exterior

RADAR DE COMPETITIVIDAD: INDICADORES DE LOGÍSTICA



- Uruguay ha avanzado en materia de logística, especialmente en lo que hace a plazos y calidad de servicios

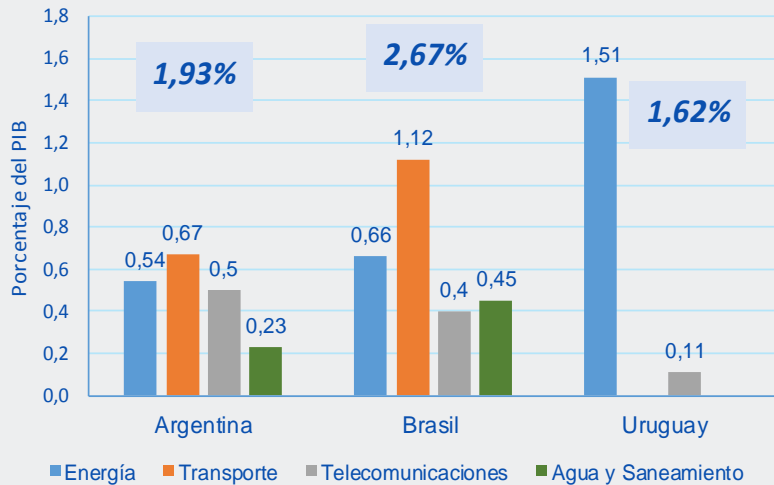
ÍNDICE GENERAL DE LOGÍSTICA (0 – 5)



- Pero aún mantiene amplio gap con Brasil y los países desarrollados que promedian un valor del índice de 4

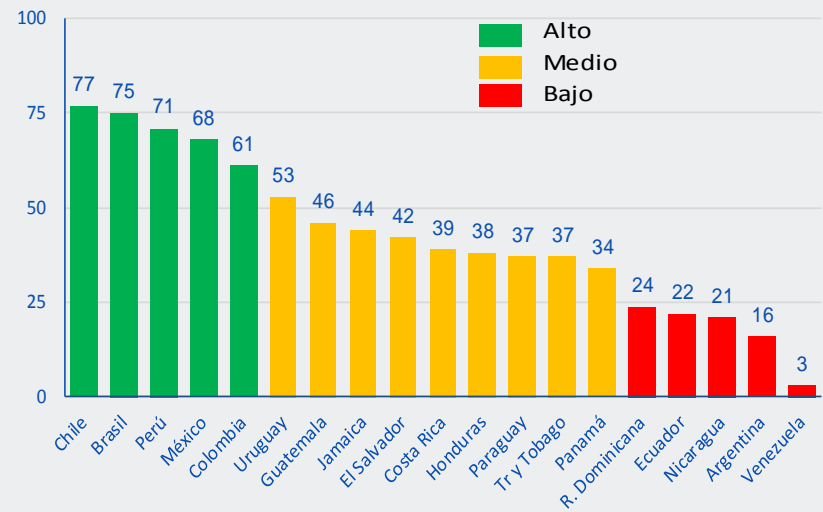
# Un mayor aporte de la inversión en infraestructura en transporte a la competitividad podría lograrse dado el contexto institucional

**INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA POR SECTORES, 2013**  
% del PIB



- Uruguay concentra prácticamente toda la inversión de infraestructura en el sector de energía (renovables)

**NIVEL DE DESARROLLO DE PAÍSES DE LATAM PARA APP, 2014**



El Infracoscopy mide las capacidades de un país para movilizar inversión privada en infraestructura a través de Asociaciones Público Privadas (APP). Mide 6 dimensiones para llegar al índice total

- Uruguay ocupa el 6/19 lugar en capacidad para atraer inversiones privadas por su marco regulatorio y solidez institucional aunque hay espacio de mejora en capacidad de gestión

## Mensajes Principales

**El escenario económico global continúa apuntando a un mayor crecimiento, pero también con mayor incertidumbre y riesgos elevados a largo plazo**

**Recuperación de los mercados financieros en América del Sur desde enero, ayudados por los precios de las materias primas. Pero se mantiene la presión sobre México**

**América del Sur crecerá 1% en 2017 y acaba 4 años de desaceleración. México recibe de lleno el shock de incertidumbre de las políticas en EEUU. El crecimiento baja al 1% este año.**

**Uruguay saldrá del estancamiento en 2017 con más consumo y menos inflación. Pero la inversión y la mejora en infraestructura son claves para asegurar crecimiento a mediano plazo**

# ANEXO



## Previsiones de crecimiento en América Latina

PIB (%a/a)	2014	2015	2016	2017p	2018p
Argentina*	-2,5	2,6	-2,2	2,8	3,0
Brasil	0,5	-3,8	-3,5	0,9	1,2
Chile	1,9	2,3	1,5	1,6	2,4
Colombia	4,4	3,1	1,9	2,4	3,3
México	2,3	2,6	2,0	1,0	1,8
Paraguay	4,7	3,1	3,8	2,9	3,5
Perú	2,4	3,3	3,9	3,5	3,6
Uruguay	3,2	1,0	1,2	1,3	2,6
Mercosur	-0,4	-2,7	-4,3	0,5	1,2
Alianza del Pacífico	2,6	2,8	2,1	1,6	2,4
América Latina	0,9	-0,3	-1,4	1,0	1,7



## Previsiones Macroeconómicas de Uruguay

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
PBI (% a/a)	3,2	1,0	1,2	1,3	2,6
Inflación (% a/a, fdp)	8,3	9,4	8,1	8,4	8,0
Inflación (% a/a, promedio)	8,9	8,7	9,6	7,7	7,5
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	24,1	29,7	28,8	31,8	33,6
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	23,2	27,3	30,1	30,1	32,7
Tasas de interés activa (% , promedio)	21,5	21,4	24,3	22,8	21,8
Consumo Privado (% a/a)	3,0	0,0	0,5	1,0	1,5
Consumo Público (% a/a)	2,5	2,6	1,2	2,0	3,0
Inversión (% a/a)	0,0	-7,7	0,0	3,0	8,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-3,5	-3,5	-4,0	-3,7	-3,1
Cuenta Corriente (% PIB)	-4,5	-2,3	-0,8	-0,9	-2,2

Fuente: BBVA Research