

The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font.

**BBVA** | Research

# Situación Latinoamérica

4<sup>er</sup> TRIMESTRE 2017 | UNIDAD DE AMÉRICA DEL SUR



## Índice

<b>1. Resumen</b>	<b>3</b>
<b>2. América Latina: recuperación en marcha, pero lenta</b>	<b>4</b>
<b>3. Tablas</b>	<b>17</b>

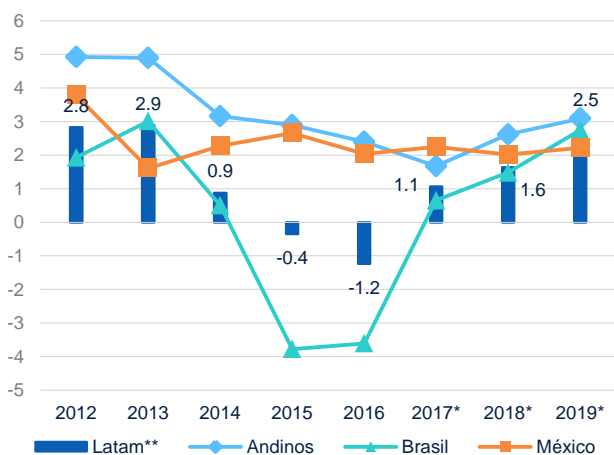
Fecha de cierre: **16 de octubre de 2017**

# 1. Resumen

**Los mercados financieros en América Latina continuaron mostrando ganancias en casi todos los activos y países y una baja volatilidad.** Esta evolución positiva contrasta en cierta medida con la relativa debilidad de la actividad económica, si bien ésta se recuperó significativamente en países como Argentina, Brasil o Chile en los últimos meses. Los precios de las materias primas continuaron una cierta senda de recuperación, más acusada en el caso del cobre –que mostró ganancias significativas que serían de carácter temporal, al estar asociadas sobre todo a factores financieros–. Hacia adelante, anticipamos depreciaciones moderadas de los tipos de cambio en la región, con el riesgo de un aumento de la volatilidad desde los niveles inusualmente bajos de los últimos tres trimestres.

**América Latina en su conjunto crecerá 1,1% en 2017 y 1,6% en 2018.** Se va confirmando de este modo que 2017 será un punto de inflexión después de 5 años de desaceleración en la región, los dos últimos (2015 y 2016) con una contracción de la actividad (Gráfico 1.1). Nuestra previsión de crecimiento en 2017 es 0,3pp superior a la de hace tres meses, por la revisión al alza del crecimiento en México y en Perú ante una demanda interna en el primer semestre más robusta de lo anticipado. Por su parte, mantenemos la previsión de crecimiento en 2018 que sigue apoyándose en el impulso tanto del sector externo (con mejores términos de intercambio y un crecimiento mundial más alto) así como por el impulso de la inversión en países como Argentina, Colombia y Perú. Con todo, como apuntamos en informes anteriores, sigue siendo un crecimiento lento, tanto en relación al potencial de la región (en el rango entre 2,5% y 3%) como en relación a las economías desarrolladas (alrededor del 2%).

**Gráfico 1.1 Latam: crecimiento del PIB (%)**



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

**Prosigue la disminución de la inflación en América del Sur, y empieza la inflexión a la baja en México.** Los precios se han ido desacelerando en los últimos meses ayudados por la estabilidad de los tipos de cambio, así como la debilidad de la demanda interna (y la moderación del precio de los alimentos en varios países). Con una perspectiva de menor inflación hacia adelante (o por debajo de la meta en el caso de Brasil y Chile), anticipamos un tono aún más acomodaticio de los bancos centrales en la región, con la continuación de los recortes de tipos de interés en América del Sur en lo que resta del año o a inicios de 2018, según el país. En el caso de México, Banxico empezaría a recortar los tipos de interés a partir del tercer trimestre de 2018, en la medida que la inflación regrese al rango meta y se mantenga una baja volatilidad en sus mercados financieros.

**Los riesgos alrededor de la previsión de crecimiento están sesgados a la baja.** Por el lado externo, disminuyen los riesgos de corto plazo asociados a China y a la política monetaria en EEUU, pero aumentan los riesgos de volatilidad en los mercados financieros. Por el lado interno, son algo menores (pero aún significativos) los riesgos asociados con el ruido político y con el retraso de las obras de infraestructura en marcha en varios países.

## 2. América Latina: recuperación en marcha, pero lenta

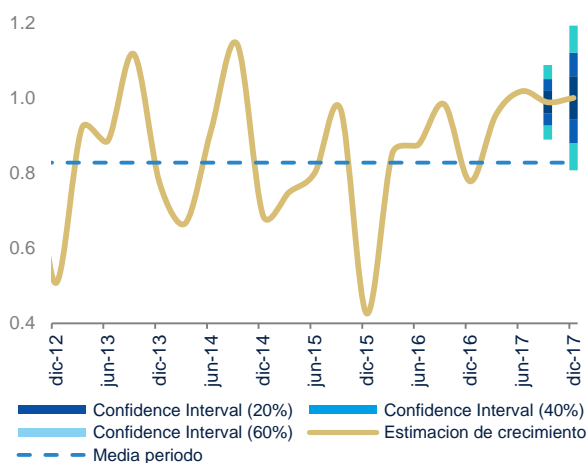
### Crecimiento global robusto, estable y más generalizado

El crecimiento de la economía mundial se ha estabilizado a mediados de año alrededor del 1% trimestral, y los indicadores disponibles hasta el momento sugieren que este avance se estaría manteniendo en la segunda parte del año (Gráfico 2.1). Esta dinámica positiva refleja un mejor desempeño económico en todas las áreas, lo que hace que la actual recuperación sea la más sincronizada desde la crisis financiera de 2008-9.

Este entorno de crecimiento positivo y más sincronizado viene acompañado hasta ahora de niveles de inflación moderados, también generalizados por áreas, a pesar de la abundancia de liquidez en los mercados, mientras que sigue sin haber señales claras de acumulación de presiones inflacionistas. Este contexto ayuda a que los bancos centrales en las economías emergentes tengan más margen de maniobra para seguir utilizando la política monetaria para apoyar el crecimiento, mientras que permite a las autoridades monetarias en las economías avanzadas seguir siendo cautas a la hora de implementar la normalización. En un entorno en el que el crecimiento sigue siendo dinámico y sin sorpresas a la baja en inflación, los bancos centrales continúan adelante con el proceso gradual de retirada de los estímulos monetarios. En particular, en la Reserva Federal (Fed) esperamos una subida de tipos oficiales de 25 pbs en diciembre de este año y dos subidas adicionales hasta el 2% en 2018. Sin embargo, la incertidumbre sobre la senda de subidas ha aumentado no sólo porque la inflación se mantiene en niveles bajos, sino por los cambios de varios de los miembros de la Fed.

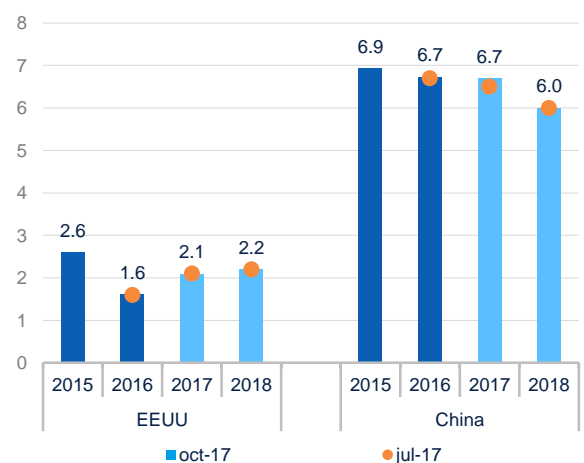
Como en el trimestre anterior, la combinación de baja volatilidad, tipos bajos y debilidad del dólar han dibujado un entorno favorable para países emergentes. Las estrategias de búsqueda de rentabilidad han propiciado fuertes entradas de flujos en emergentes, sobre todo en deuda, así como la apreciación de las divisas. En general, el panorama internacional ha sido acompañado por unos mercados financieros relativamente complacientes que no están sufriendo de manera persistente por las fuentes de estrés político o geopolítico.

**Gráfico 2.1** Crecimiento del PIB mundial. Previsiones basadas en BBVA-GAIN (% , t/t)



Fuente: BBVA Research

**Gráfico 2.2** Crecimiento del PIB en EEUU y China (%)



Fuente: BBVA Research

## Incrementamos nuestra previsión de crecimiento mundial en 2017, al 3,4%, por el mayor crecimiento en Europa y China

Nuestras nuevas previsiones implican que el crecimiento global se acelera hasta el 3,4% en 2017-18, lo que supone una revisión al alza de alrededor de dos décimas este año y una aceleración desde el 3,2% del año pasado. Este cambio responde al mayor crecimiento previsto ahora tanto para China como para Europa en 2017 debido a las sorpresas positivas en ambas regiones desde el segundo trimestre. Así, anticipamos que China crezca 6,7% y 6% en 2017-18 (Gráfico 2.2), mientras Europa lo haría un 2,2% y 1,8%. Para EE.UU. se mantiene la proyección de un crecimiento sostenido algo por encima del 2% en el horizonte de previsión (Gráfico 2.2), mientras que el mayor avance esperado para las economías latinoamericanas se va confirmando. Por su parte, el crecimiento del resto de economías asiáticas seguirá siendo robusto, pero sentirá los efectos de la moderación prevista de la economía China en los próximos trimestres.

Los factores subyacentes que han ayudado a la aceleración y estabilización del crecimiento mundial seguirán estando presentes, si bien algunos podrían ir desvaneciéndose gradualmente en los próximos trimestres. El más inmediato será la normalización de la política monetaria por parte tanto de la Reserva Federal como del Banco Central Europeo, ya que supondrá una reducción paulatina de la liquidez global y un menor apoyo a los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Además, siguen existiendo múltiples riesgos de carácter político que pueden influir en la confianza económica y en el comportamiento de los mercados.

Los riesgos a la baja sobre este escenario global que más pueden afectar a América Latina siguen siendo, por el lado de EEUU las incógnitas sobre la implementación de las medidas de política económica anunciadas, mientras que el largo periodo de expansión cíclica junto con unas políticas de demanda laxas siguen favoreciendo la acumulación de vulnerabilidades financieras que podrían desencadenar una recesión en el medio plazo. Por el lado de China, la estrategia de las autoridades y la desaceleración más gradual del crecimiento han reducido los riesgos en el horizonte de previsión, pero siguen aumentando en el medio plazo ya que el endeudamiento continúa creciendo, con unos indicadores del servicio de la deuda en niveles elevados, mientras que los ajustes de las empresas estatales se siguen postergando.

## Los mercados internacionales y las materias primas respaldan a los activos financieros latinoamericanos: ¿hasta cuándo?

Los mercados financieros latinoamericanos han registrado ganancias adicionales en los últimos tres meses, reforzando la tendencia alcista del precio de los activos financieros de la región observada desde el inicio de 2016.

La prima de riesgo de la región, medida por el EMBI Latam, se redujo 3% en los últimos tres meses, acumulando una caída de 25% desde el inicio de 2016. Esta reducción de la prima de riesgo ha sido generalizada. En todos los países de la región se ha registrado una caída de la prima de riesgo en los últimos tres meses (véase el Gráfico 2.3). Dichas caídas contribuyen para que las reducciones observadas desde el inicio de 2016 sean del 21% en Argentina, del 20% en México, del 41% en Colombia y en Uruguay, del 50% en Chile, del 52% en Perú y del 54% en Brasil.

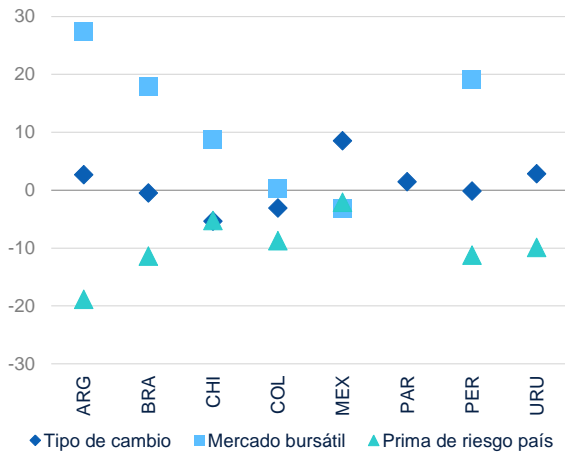
Asimismo, se han registrado ganancias positivas en la mayoría de los mercados bursátiles de la región en los últimos tres meses, en especial en Argentina, Brasil y Chile y Perú (Gráfico 2.3). En contraste, el mercado bursátil mexicano exhibió pérdidas de 3% en el período, debido a la mayor preocupación sobre el resultado de las negociaciones comerciales con Estados Unidos en las últimas semanas. Tomando como punto de comparación el inicio del 2016, las ganancias alcanzan 132% en el caso de Argentina, 101% en el caso de Uruguay, 77% en Brasil, 49% en Chile, 30% en Colombia y 16% en México.

Con respecto a los mercados cambiarios, las ganancias han sido menos significativas en los últimos tres meses (Gráfico 2.3). En concreto, se han apreciado entre el 3% y el 5% las divisas chilena y colombiana, mientras se han mantenido prácticamente estables las divisas brasileña, peruana y paraguaya, y se han depreciado en términos nominales el peso argentino, el uruguayo y principalmente el mexicano. Asimismo, desde el inicio del 2016 la mayoría de las divisas de la región acumulan apreciaciones en términos reales.

La evolución positiva de los mercados financieros locales en los últimos meses contrasta de cierta forma con la relativa debilidad de la actividad económica y la gradual reducción del diferencial entre los tipos de interés locales y los de las principales economías desarrolladas. Aunque las perspectivas de recuperación de la actividad económica apoyan los precios de los activos financieros locales, su desempeño reciente refleja principalmente mejoras en el entorno global. En concreto, la relativa debilidad del dólar, la todavía abundante liquidez global, la aceleración del crecimiento global y los aumentos en los precios de las materias primas son los principales factores detrás de las ganancias registradas en los mercados financieros de la región (Gráfico 2.4).

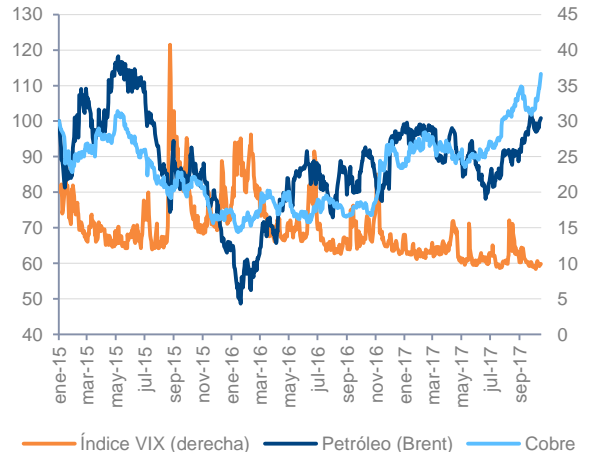
Con respecto a las materias primas, aunque los aumentos de precios fueron generalizados, destacan los ajustes al alza en los precios del petróleo y de algunos metales como el cobre, de especial importancia para algunos países de América Latina. En el caso del petróleo, el aumento de 19% en los últimos tres meses (55% desde el inicio de 2016) se explica por una mejora de los fundamentales, básicamente por el cumplimiento de las cuotas de producción establecidas en el seno de la OPEP y por la mayor demanda en un entorno de mayor crecimiento global. En el caso del cobre, los aumentos de precios recientes (19% en los últimos tres meses y 52% desde el inicio de 2016) se deben principalmente a factores financieros, específicamente la depreciación del dólar a nivel internacional y la acumulación de posiciones financieras largas por parte de agentes no comerciales.

**Gráfico 2.3** Mercados financieros: variación porcentual en los últimos tres meses\*



\* Variaciones entre el 16 de Octubre y el 17 de Julio. Tipo de cambio: moneda local/dólar. En este caso, aumentos indican depreciaciones. Prima de riesgo país: EMBI. Fuente: Haver Analytics, Datastream y BBVA Research

**Gráfico 2.4** Volatilidad, precio del cobre y del barril de petróleo Brent\*



\* Precios del petróleo y del cobre: índices con base 100 el 1 de enero del 2015. Fuente: BBVA Research, Datastream y Bloomberg

Si bien la Reserva Federal ha sido capaz hasta el momento de normalizar gradualmente las condiciones monetarias en Estados Unidos sin generar demasiada volatilidad en los mercados y China ha podido gestionar sus riesgos estructurales sin que su economía se desacelera de manera abrupta, los mercados financieros globales seguirán muy pendientes de la evolución de ambos factores en los próximos meses. En este entorno, no se puede descartar que nuevas turbulencias emerjan en los próximos meses, afectando negativamente a los mercados globales y en particular a los de América Latina.

Asimismo, las ganancias en los mercados financieros locales podrían reducirse también en el caso de que las múltiples elecciones presidenciales acaben aumentando de manera significativa la incertidumbre sobre la evolución futura de algún país de la región.

En el caso de México, además de las próximas elecciones presidenciales de julio del 2018, hay también el riesgo de que un nuevo retroceso en las relaciones con Estados Unidos, en particular en el ámbito de la renegociación en curso del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), aumente nuevamente la volatilidad en los mercados financieros mexicanos (en el apartado final de esta sección 2, se analizan de manera más pormenorizada los riesgos externos e internos que enfrenta la región).

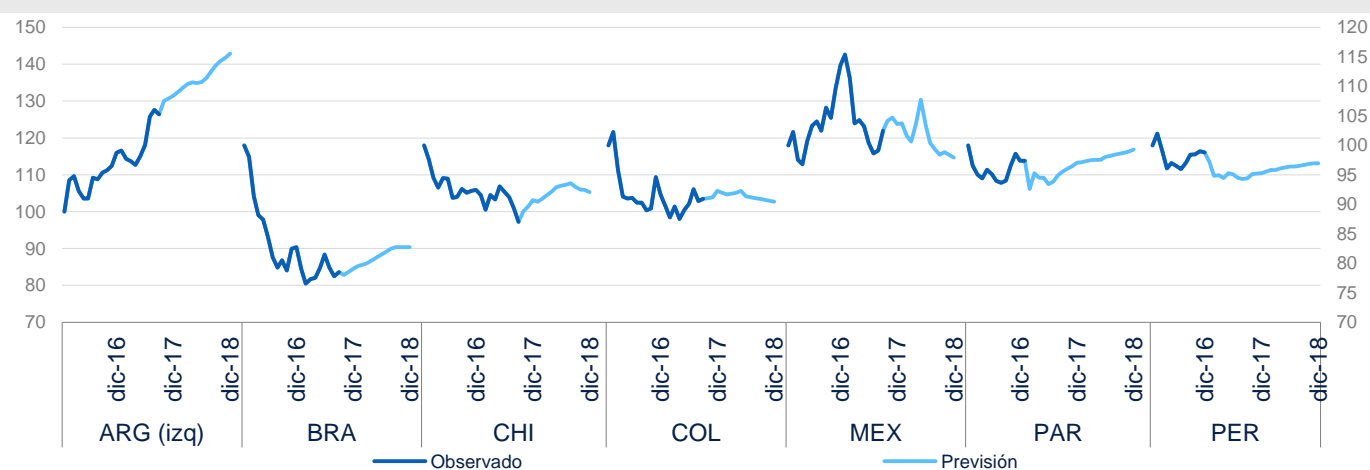
**Las holgadas condiciones financieras internacionales pueden revertirse bruscamente**

En este entorno, si bien hemos revisado al alza las previsiones para el petróleo Brent y para el cobre, en línea con la evolución reciente de ambos mercados, vemos poco margen para que los precios del primero sigan aumentando a la vez que consideramos probable que los precios del segundo se ajusten a la baja a partir del inicio del 2018. Específicamente, prevemos que el precio del barril de crudo alcanzará 54 dólares al cierre de este año y convergerá a 60 dólares al cierre del próximo, y que el precio de la libra de cobre cerrará 2017 y 2018

respectivamente en 2,94 y 2,66 dólares. Con respecto a la soja, seguimos previendo que su precio se mantenga relativamente estable, alrededor de 352 dólares la tonelada, tanto en lo queda de 2017 como en 2018.

Tomando lo anterior en cuenta, lo más probable es que la mayoría de las divisas de la región se deprecie ligeramente durante el final de 2017 y 2018, borrando parte de las ganancias recientes (Gráfico 2.5 y tablas de previsiones en la Sección 3). Asimismo, el ligero aumento esperado del precio del petróleo y la recuperación del crecimiento deben permitir que el peso colombiano se aprecie a partir de la segunda mitad de 2018. De manera similar, el peso mexicano podría volver a apreciarse a partir de mediados de 2018, al menos si los riesgos relacionados con las discusiones comerciales con Estados Unidos y con sus propias elecciones presidenciales no se materializan.

**Gráfico 2.5** Tipo de cambio nominal: observado y esperado (moneda local / dólar americano) (Enero 2016=100)\*



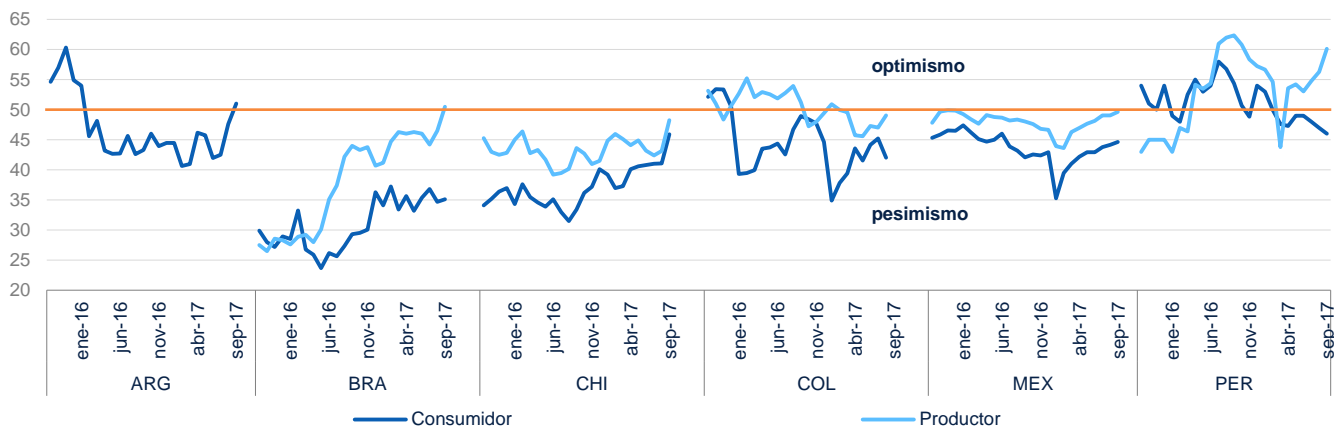
\* Aumentos indican depreciaciones.  
Fuente: BBVA Research

## Crecimiento aún lento en América Latina, pero recuperándose

Los indicadores de confianza en la región mantuvieron, en general, niveles asociados al pesimismo (excepto en Perú), aunque con una cierta recuperación en algunos países. En el caso de las empresas, la recuperación estuvo en parte alentada por la calma en los mercados financieros internacionales (y el incremento del precio de las materias primas, especialmente el cobre), pero también por cierta disminución del ruido e incertidumbre política en algunos países, especialmente en Argentina (Gráfico 2.6), y en menor medida en Brasil y Chile. Por su parte, en el caso de México, continuó mejorando la confianza del sector privado ante la moderación del tono de la nueva administración en EEUU sobre su política comercial. En el caso de las familias, la disminución de la inflación en la mayoría de países ha continuado mejorando su poder adquisitivo y aumentando sus niveles de confianza, pero la debilidad de los mercados laborales aún ha mantenido un sentimiento pesimista en términos netos.



**Gráfico 2.6** Confianza del consumidor y productor (valores sobre 50pts indican optimismo)



Fuente: BBVA Research

Esta leve recuperación de las confianzas, pero aún en niveles pesimistas se ha trasladado en una cierta recuperación de la actividad económica en la región, con marcada heterogeneidad en su dinamismo. Así, la actividad continúa acelerando significativamente en Argentina y consolida el punto de inflexión que ya se vislumbraba en Brasil el trimestre pasado. Asimismo, el impulso de la actividad minera también ha marcado el crecimiento en Chile en los últimos meses, al tiempo que la demanda interna hacía algo similar en el caso de Perú. En contraposición, la actividad económica continúa con poco vigor en Colombia y empieza a desacelerarse en México (a pesar de que el impacto económico de los terremotos de septiembre sea muy pequeño).

América Latina en su conjunto crecerá este año 1,1% y 1,6% en 2018. Se confirma de esta manera nuestra visión de un punto de inflexión en 2017 para la región, después de 5 años de desaceleración y dos años de crecimiento negativo (en 2015 y 2016). El principal motor de esta recuperación del crecimiento hacia adelante será tanto el sector externo como la inversión. En el primer caso, el entorno internacional será más favorable para las exportaciones regionales, tanto por una mayor competitividad (producto de la depreciación del tipo de cambio en los últimos dos años), como cierta recuperación del precio de las materias primas y un PIB mundial que se acelera, como mencionamos arriba. En lo que respecta a la inversión, seguirá siendo el principal impulsor del crecimiento en Argentina, Colombia y Perú, en estos dos últimos países especialmente por los planes de infraestructuras (y, en el caso de Perú, también por el impulso fiscal orientado a la reconstrucción de los daños por el fenómeno del Niño de inicios de este año).

Nuestras nuevas previsiones de crecimiento en 2017 son 0,3pp superiores a las que anticipábamos en julio, y se mantienen inalteradas en lo que respecta a 2018. La revisión al alza de nuestras previsiones en 2017 está marcada especialmente por la previsión de un mayor crecimiento en México, de 1,6% a 2,2%, ante una inesperada fortaleza del consumo y del sector servicios, al tiempo que se moderan también los riesgos sobre la relación comercial con EEUU que, con todo, siguen siendo elevados. Asimismo, revisamos al alza el crecimiento en Perú en 0,2pp, del 2,2% al 2,4%, ante la fortaleza mostrada por la demanda interna en los últimos meses. Por su parte, si bien no

modificamos nuestra previsión de crecimiento en 2018, es probable que el crecimiento resulte siendo algo mayor, en la medida que se confirmen algunas de las tendencias positivas observadas recientemente en la mayoría de países.

### Revisamos al alza la previsión de crecimiento en 2017 en México y Perú y la mantenemos inalterada en el resto de países y en 2018

renta per cápita con las economías desarrolladas.

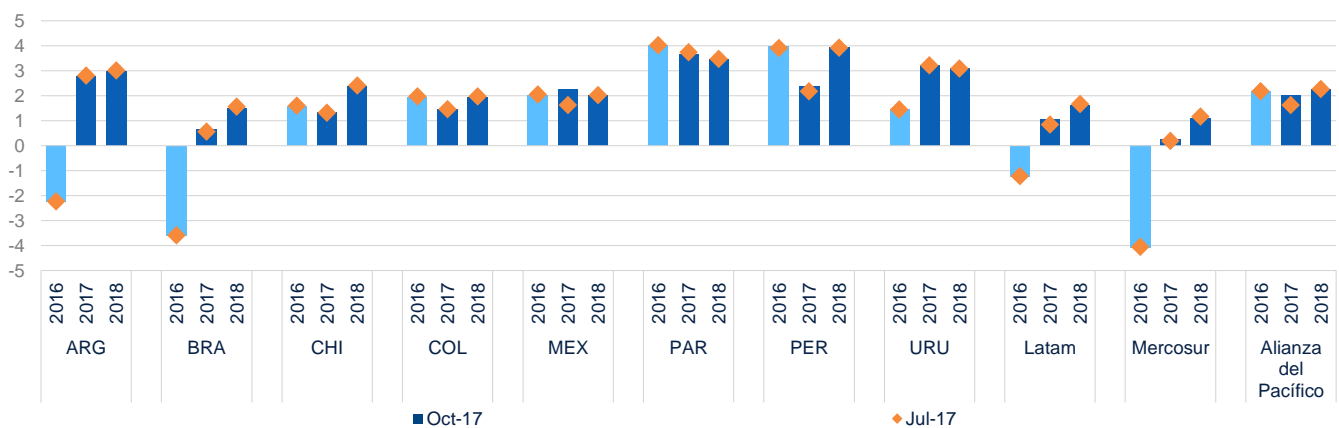
Con todo, como venimos apuntando en nuestros últimos informes, el crecimiento de la región seguirá siendo bajo, tanto en términos de su potencial (en el rango entre 2,5% y 3%) como en relación al crecimiento necesario para reiniciar el proceso de disminución de la brecha de

Por países, la dinámica regional sigue siendo muy heterogénea y se mantiene nuestra visión de Argentina, Perú, Paraguay y Uruguay como los países con un mayor crecimiento en 2018 (Gráfico 2.7):

- En **Brasil**, sorprendieron positivamente los datos de actividad en el año hasta ahora, especialmente en lo relacionado al consumo privado. A pesar de estos buenos datos mantenemos nuestra previsión de crecimiento de 0,6% y 1,5% en 2017-18, por la incertidumbre política y el deterioro de las perspectivas fiscales, que impedirían una aceleración más fuerte de la actividad. El crecimiento en 2017-18 se apoyaría en el impulso del sector externo y el consumo privado.
- En **México**, revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento en 2017 del 1,6% al 2,2% y mantenemos en el 2,0% la previsión para 2018. La revisión tiene en cuenta la fortaleza del consumo y de los servicios en el primer semestre del año, si bien se observan señales de una desaceleración en el segundo semestre de este año. Frente a la debilidad del consumo y de la inversión hacia adelante, el crecimiento se vería impulsado sobre todo por el sector externo, suponiendo que la renegociación del tratado de libre comercio de América del Norte (NAFTA) se lleve a buen término.
- En **Argentina**, los indicadores del segundo trimestre continuaron en alza y apuntan a una recuperación del crecimiento en línea con lo que anticipábamos. Nuestras previsiones de crecimiento se mantienen inalteradas, en 2,8% y 3,0% en 2017-18, apoyado en la inversión, pública y privada.
- En **Colombia**, mantenemos inalteradas nuestras previsiones de crecimiento en 1,5% y 2,0% en 2017-18, con una desaceleración reciente del gasto del sector público, la construcción residencial y las exportaciones. Con todo, la inversión en infraestructura seguirá siendo el principal motor del crecimiento, especialmente en 2018.
- En **Perú**, estimamos un crecimiento de 2,4% y 3,9% en 2017-18, impulsado este año por los sectores extractivos, especialmente la minería, y en 2018 por las obras de infraestructura y de reconstrucción de los daños causados por “El Niño costero” de inicios de 2017. El crecimiento en 2017 es 0,2pp superior al proyectado hace tres meses (no hay variación en 2018), por un mayor precio del cobre y una demanda interna más dinámica en los últimos meses.

- En **Chile**, mantenemos inalterada la previsión de crecimiento en 2017 y 2018, en 1,3% y 2,4%. Algunas sorpresas negativas en relación a la inversión o las exportaciones, deberían ser más que compensadas por una perspectivas de mayores precios del cobre a los anticipados hace tres meses. Continuamos previendo que el crecimiento se vería impulsado por una recuperación de las confianzas, una política monetaria acomodaticia y la resolución de la incertidumbre alrededor del resultado de las próximas elecciones.
- En **Uruguay**, los datos de crecimiento del segundo trimestre acusaron la parada técnica más prolongada de la refinería de ANCAP. Descontado ese efecto, mantenemos nuestra previsión de crecimiento del 3,2% en 2017 y 3,1% en 2018, impulsado el próximo año por la inversión en la tercera planta de celulosa del país, así como el fortalecimiento del consumo privado.
- En **Paraguay**, mantenemos nuestra previsión de crecimiento en 3,7% y 3,5% en 2017-18 a la luz de los datos observados durante el primer semestre y los avances del tercer trimestre. El crecimiento este año se apoyará en la inversión, mientras que el próximo año estará impulsado por la demanda interna en general y, en menor medida, por las exportaciones, en un un contexto de recuperación del crecimiento en Brasil.

**Gráfico 2.7 Países Latam: crecimiento del PIB (%)**



Fuente: BBVA Research

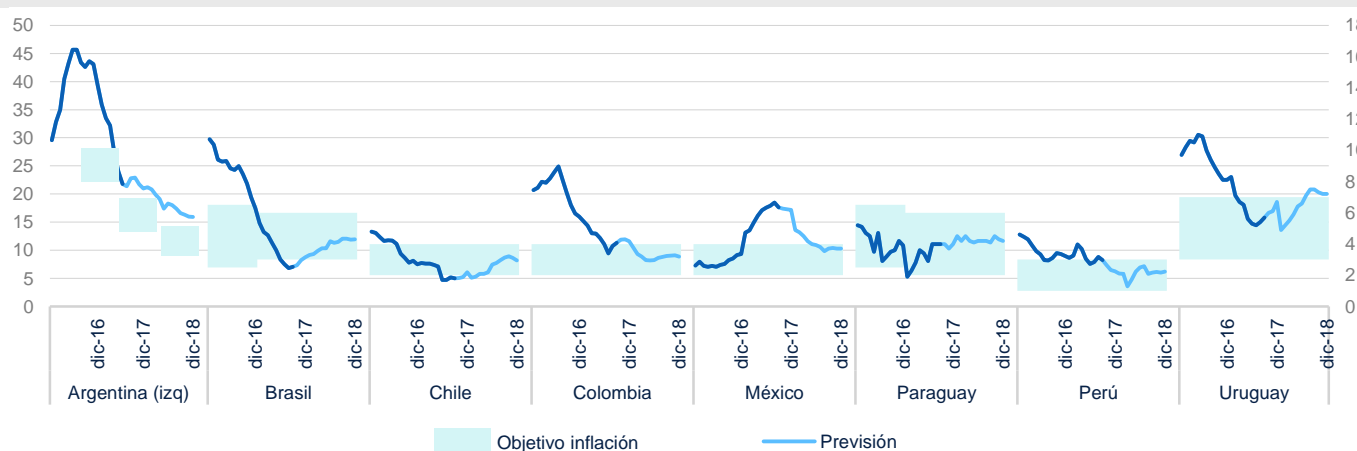
## Continúa cayendo la inflación en América del Sur y empieza a hacerlo en México

La inflación ha seguido ajustándose a la baja en la mayor parte de América del Sur. En Chile y en Brasil la desaceleración observada en los últimos tiempos ha llevado los registros más recientes a 2,5% e 1,5%, por debajo del rango objetivo de los respectivos bancos centrales. En Uruguay, tras la también marcada moderación reciente, la inflación se encuentra ahora mismo cerca del objetivo central de 5,0%. En Perú y principalmente en Colombia la pérdida de dinamismo de los precios internos en lo que va de año ha sido también importante y los datos más recientes se encuentran próximos al límite superior del rango meta, que es de 3,0% en el primer caso y de 4,0% en el segundo. En el caso de Argentina, aunque las presiones inflacionarias hayan perdido fuerza este año (la variación anual del IPC fue de 23,8% a/a en septiembre, en comparación con más de 40% en 2016), lo han hecho a un ritmo

inferior a lo esperado, principalmente en los últimos meses. En Paraguay, aunque la trayectoria reciente no haya sido precisamente bajista, la inflación se mantiene bajo control, bien anclada dentro del rango objetivo de 2% a 6% (Gráfico 2.8).

Pese a que en México la inflación se ha movido fuertemente al alza hasta agosto, la reducción observada en septiembre, desde 6,7% en el mes anterior hasta 6,3%, refuerza la visión de que lo peor en términos de presiones alcistas de precios ya ha quedado atrás.

**Gráfico 2.8** Inflación: observada y prevista (a/a %)



Fuente: BBVA Research

De una manera general, la falta de presiones significativas desde el lado de la demanda ha contribuido de manera importante a la moderación de la inflación en América Latina. Además, en muchos casos, como los de Brasil, Chile, Colombia y Perú, la dinámica reciente del precio de los alimentos ha sido significativamente favorable. Por fin, la relativa fortaleza de las divisas de la región ha sido un factor fundamental en la desaceleración de la inflación, al menos en Sudamérica, ya que en el caso de México fue precisamente el efecto rezagado de la depreciación del peso observada hasta el inicio del año lo que determinó que en este país la inflación haya subido con tanta fuerza hasta hace muy poco.

**La estabilidad del tipo de cambio, la debilidad de la demanda interna y, en algunos países, el menor precio de los alimentos ayudaron a la disminución de la inflación**

En mayor o menor medida, el entorno macroeconómico deberá continuar favoreciendo a que las presiones inflacionarias se mantengan relativamente acotadas. En los países donde actualmente se encuentra por encima o próxima al límite superior del rango objetivo, la inflación debe perder fuerza a lo largo del horizonte de previsiones: en

Argentina, pese a que seguirá por encima de los objetivos, la inflación debe caer hasta 21% en diciembre y hasta alrededor de 15% al cierre del próximo año; en Colombia, aunque un repunte temporal determinado por efectos base debe generar presiones alcistas en el corto plazo, la inflación debe converger a 3,3% a lo largo de 2018 tras cerrar 2017 en 4,3%; en México, la pérdida de dinamismo de los precios internos iniciada en septiembre debe continuar hacia adelante -aunque de manera gradual y sujeta a riesgos importantes- y la inflación debe alcanzar 6,3% en

diciembre y 3,7% en diciembre de 2018; por fin, en Perú, tras volver al rango meta en septiembre la inflación debe converger a niveles próximos del objetivo central de 2,0%.

Por otro lado, en los casos de Brasil, Chile y Uruguay deben predominar en los próximos meses los efectos sobre los precios de la esperada depreciación de las divisas y del fortalecimiento de la actividad económica. En concreto, en Brasil la inflación debe subir ligeramente a partir de ahora y cerrar 2017 y 2018 en respectivamente 3,2% y 4,3%, por debajo del objetivo central de 4,5%. En Chile el IPC debe registrar una variación de 2,2% al cierre de este año y de 2,9% al cierre del próximo. En el caso de Uruguay, se prevé que la inflación converja a niveles próximos al 7,0%, que es el techo del rango objetivo. Por fin, en Paraguay lo más probable es que la inflación se mantenga relativamente estable alrededor de 4,0% (Gráfico 2.8 y tablas de previsiones en la Sección 3).

Nuestras previsiones de inflación son en muchos casos algo inferiores a las que teníamos anteriormente (véase nuestro informe [Situación Latinoamérica del tercer trimestre](#)). Los ajustes a la baja han sido más significativos en los casos de la inflación del 2017 en Brasil y Chile y en la inflación del 2017 y 2018 en Uruguay, lo que se explica por el impacto de menores precios de los alimentos, la evolución favorable de las divisas de estos países y, en el caso uruguayo, la maduración del nuevo esquema de ajustes salarial que reduce la indexación. Asimismo, se han hecho pequeños ajustes, de una o dos décimas a la baja, en las previsiones de Colombia tanto para el 2017 como para el 2018, y en la previsión de inflación para México en el 2018. Aunque menos numerosas y, en general, menos significativas, se han hecho revisiones al alza en algunos casos, como para Argentina en el 2018 (por la inflación mayor a la esperada y por el mayor impacto del aumento de los precios regulados por el gobierno en el nuevo IPC nacional), para Chile en el 2018 (por la mayor depreciación cambiaria esperada) y para Perú en el 2017 (por las recientes sorpresas alcistas).

## Nuevos recortes de los tipos de interés en la mayoría de los países de región en los próximos meses

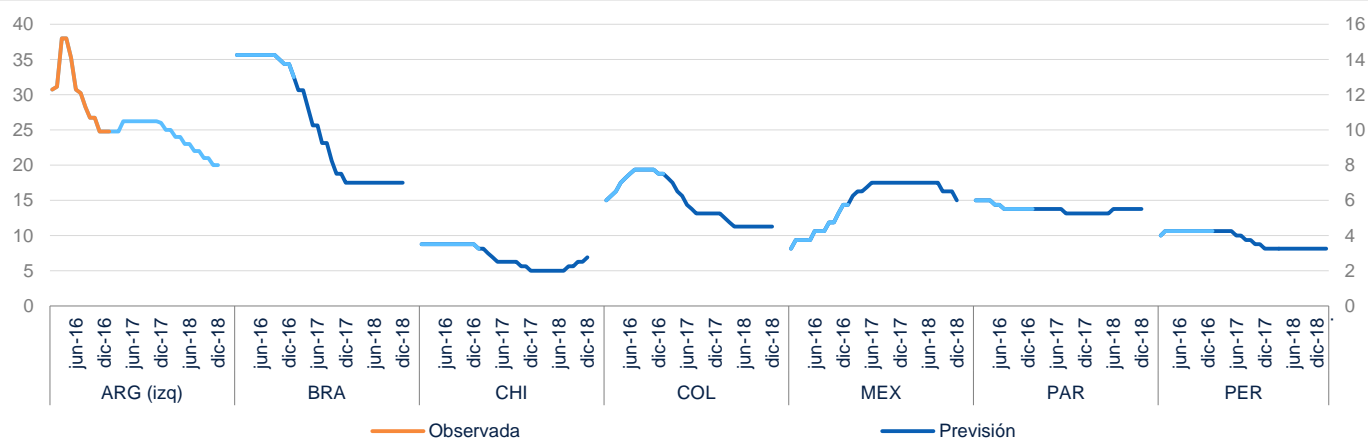
El entorno económico actual continúa dejando espacio para que los bancos centrales adopten una política monetaria más laxa. Naturalmente, la transición hacia tipos de interés más bajos se va a llevar a cabo en línea con la trayectoria observada y esperada para la inflación en cada caso.

Probablemente el banco central más agresivo en el recorte de los tipos de interés sea el de Brasil, donde la desaceleración de la inflación en los últimos tiempos ha sido particularmente relevante (en parte por los elevados niveles que exhibía en el pasado reciente). En este país, la tasa de política monetaria se encuentra ahora mismo en 8,25%, 600 pb por debajo del nivel de hace prácticamente un año, y pronto debe converger a 7,0%.

Los recortes de los tipos de política monetaria anunciados en los últimos meses suman ya 250 pb en Colombia, 100 pb en Chile, 75 pb en Perú y 25 pb en Paraguay. En estos casos, el proceso de flexibilización de las condiciones monetarias ha sido más gradual, en la medida que la convergencia de la inflación a los rangos objetivo todavía no se había alcanzado o las expectativas de inflación no estaban todavía totalmente ancladas. A pesar de las preocupaciones que todavía existen con respecto a la inflación, lo más probable es que en los próximos meses se

anuncien recortes adicionales de los tipos de interés en Chile, Perú y Colombia. En concreto, en el primer caso la evolución de la inflación en el corto plazo debe forzar la autoridad monetaria a anunciar dos recortes adicionales de 25 pb en lo que queda de año. En Perú, un nuevo recorte de 25 pb podría llevar la tasa de referencia a 3,25% al cierre de este año. Y en Colombia el banco central debe mantener los tipos sin cambio en el corto plazo, cuando la inflación debe repuntar de manera temporal, para posteriormente recortarlos gradualmente desde los actuales 5,25% hasta 4,50% en los primeros meses del próximo año. En Paraguay lo más probable es que el banco central mantenga los tipos en 5,25% durante algún tiempo (Gráfico 2.9).

**Gráfico 2.9** Tipos de interés: observado y previsto



Fuente: BBVA Research y FMI. \*Datos de inflación y tipos de interés relativos al mes de julio. El tipo de interés ex-ante está calculado utilizando la inflación interanual observada o anticipada doce meses más adelante.

**La política monetaria se mantendrá restrictiva en Argentina, pero exhibirá un tono crecientemente expansivo en Brasil, Chile y Perú**

Si bien la dirección reciente de la política monetaria en Argentina y en México contrasta con la de los demás países de la región, en ambos casos deberá haber margen para reducción de los tipos de interés a inicios de 2018 en el caso argentino, y a partir del tercer trimestre de 2018 en el caso mexicano. En efecto, en Argentina el banco central ha tenido que aumentar los tipos de interés en 150 p.b. en la primera mitad del año ante la mayor resistencia de la inflación. En este caso, la estabilidad de la tasa de referencia a un nivel de 26,25% debe continuar hasta prácticamente el cierre del año, cuando la caída más clara de la inflación debe entonces permitir que se vuelva a flexibilizar la política monetaria. Con respecto a México, tras el fuerte ajuste de la tasa de fondeo hasta el 7,0% en junio (en comparación con 4,75% hace un año y 3,0% hace dos años), lo más probable es que Banxico mantenga los tipos de interés en este nivel hasta el tercer trimestre de 2018, siempre que la inflación vuelva a dentro de su rango meta y no aumente la volatilidad en los mercados financieros antes de las elecciones.

En comparación con nuestras previsiones anteriores, se han revisado a la baja las previsiones de tipos de interés en los casos de Brasil, Chile, Paraguay y Perú, se han mantenido sin cambios las previsiones para Colombia, México y Uruguay y se han ajustado al alza las previsiones para Argentina.

Asimismo, el tono de la política monetaria será en general restrictivo durante el horizonte relevante de previsiones en Argentina y en México, ya que en estos casos los tipos de interés reales estarán por encima de los niveles considerados como neutrales. En Brasil, Chile y Perú el tono de la política monetaria será mayoritariamente expansivo. Por fin, en Colombia los tipos de interés reales estarán, según nuestras previsiones, próximos a los neutrales, con lo cual se puede decir que la política monetaria mantendrá un tono básicamente neutral tanto en lo queda de 2017 como en 2018.

### Los riesgos externos se reducen en el corto plazo, pero siguen siendo significativos.

Los riesgos sobre nuestras previsiones para América Latina se mantienen sesgados a la baja, por factores relacionados tanto con el entorno exterior como por elementos de carácter doméstico, aunque han disminuido ligeramente respecto nuestra valoración hace tres meses.

Por el lado externo, destacan dos fuentes de riesgo para América Latina, como mencionábamos al inicio de este informe. En primer lugar, se mantienen los desequilibrios de la economía china y el endeudamiento continúa creciendo, al tiempo que el exceso de capacidad en el sector empresarial estatal sigue absorbiendo una proporción importante del crédito, lo que aumenta los riesgos para la estabilidad financiera en el medio y largo plazo. Con todo, la estrategia de las autoridades y la desaceleración más gradual del crecimiento han reducido los riesgos de una desaceleración brusca en el corto plazo. Como hemos mencionado en informes anteriores, 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, y en general a las economías emergentes a través de un aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

**Se incrementa levemente el riesgo de corto plazo asociado a una posible sobrevaloración de activos en EEUU y se reduce marginalmente el riesgo de una desaceleración abrupta de China en el corto plazo**

El segundo grupo de riesgos está relacionado con las políticas económicas en EEUU. Por un lado se concentran en la incertidumbre sobre las políticas comerciales y fiscales de la nueva administración. Si bien había disminuido la probabilidad de propuestas muy radicales en materia comercial, subsiste el riesgo elevado de una renegociación del NAFTA que obstruya significativamente los flujos comerciales entre México y EEUU. De hecho, las propuestas de EEUU en la reciente ronda 4 de negociación apuntan a un incremento sustancial de los riesgos. Por el lado de la política monetaria, estamos ya inmersos en un proceso de normalización de la política monetaria en EEUU, por lo que cabe esperar un aumento del coste de financiación a nivel global. La política de comunicación será clave en este proceso, para evitar una sobre-reacción de los mercados, algo que la Fed ha manejado muy bien hasta el momento. Por último, también es necesario destacar el aumento del riesgo de una sobrevaloración de los activos financieros que, en caso de una corrección brusca, podría afectar significativamente a familias y empresas.

Por el lado de los factores domésticos en América Latina, sigue destacando el ruido político en la mayoría de países de la región, en varios casos aunado a acusaciones de corrupción de miembros de la clase política. Si bien la incertidumbre política ha disminuido levemente en algunos países, donde se ha aclarado algo el probable resultado

de las próximas elecciones, precisamente la concentración de muchos procesos electorales en la región en los próximos 18 meses ofrece un terreno propicio para sorpresas y para el mantenimiento de la incertidumbre política, con efectos negativos especialmente sobre la confianza y la inversión.

Además, el posible retraso de los proyectos de infraestructuras en países como Argentina, Perú o Colombia representa también un riesgo significativo sobre el crecimiento en el horizonte de previsión. No hay que olvidar que los países mencionados cuentan con la inversión en infraestructuras como uno de los pilares del crecimiento de la demanda interna en los próximos dos años. Pero el avance de esos proyectos (y su financiación, cuando dependen de la concesión al sector privado) pueden entorpecerse por las sospechas de corrupción.



### 3. Tablas

**Cuadro 3.1** Previsiones macroeconómicas

**PIB (% a/a)**

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

**Inflación (% a/a, final de periodo)**

	2015	2016	2017*	2018*
Argentina	26,9	39,4	22,2	15,6
Brasil	10,7	6,3	3,2	4,3
Chile	4,4	2,7	2,2	2,9
Colombia	6,8	5,7	4,2	3,2
México	2,1	3,4	6,2	3,7
Paraguay	3,1	3,9	4,0	4,2
Perú	4,4	3,2	2,3	2,2
Uruguay	9,4	8,1	7,1	7,8

**Tipo de cambio (vs. USD, final de periodo)**

	2015	2016	2017*	2018*
Argentina	11,4	15,8	18,0	19,5
Brasil	3,87	3,35	3,20	3,35
Chile	704	667	655	665
Colombia	3244	3009	3030	2970
México	17,2	20,5	18,7	17,7
Paraguay	5767	5718	5700	5830
Perú	3,38	3,40	3,28	3,34
Uruguay	29,7	28,8	29,5	31,4

**Tipo de interés (% final de periodo)**

	2015	2016	2017*	2018*
Argentina	33,00	24,75	26,00	20,00
Brasil	14,25	13,75	7,00	7,00
Chile	3,35	3,50	2,00	2,75
Colombia	5,75	7,50	5,25	4,50
México	3,25	5,75	7,00	6,00
Paraguay	5,75	5,50	5,25	5,50
Perú	3,75	4,25	3,25	3,25
Uruguay**	23,23	24,70	23,00	24,00

**Cuenta corriente (% PIB)**

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

**Saldo fiscal (% PIB)**

	2015	2016	2017*	2018*
Argentina	-5,2	-5,9	-6,1	-5,5
Brasil	-10,2	-9,0	-8,1	-6,8
Chile	-2,1	-2,7	-2,6	-2,1
Colombia	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1
México	-3,5	-2,6	-2,4	-2,0
Paraguay	-1,8	-1,4	-1,5	-1,5
Perú	-2,1	-2,6	-2,7	-3,3
Uruguay	-3,5	-3,9	-3,5	-3,1

**Previsión de Materias Primas**

	2015	2016	2017*	2018*
Petroleo (Brent USD/Barril)(prom)	53	45	52	57
Soja (USD/ton) (prom)	350	363	355	351
Cobre (USD/LIBRA)(prom)	2,50	2,21	2,76	2,73

Fuente: BBVA Research

\*Previsiones. \*\* Tipo de interés en préstamos.

## 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

#### Argentina

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

#### Chile

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

#### Colombia

Juana Téllez  
luana.tellez@bbva.com

#### Mexico

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

#### Peru

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

##### Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

##### Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

##### Modelización y Análisis de Largo

Plazo Global  
Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

##### Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

#### Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

##### Coordinación entre Países

Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

##### Regulación Digital

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

##### Regulación

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

##### Sistemas Financieros

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

##### Inclusión Financiera

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

#### España y Portugal

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

##### Estados Unidos

Nathaniel Karp  
nathaniel.Karp@bbva.com

##### México

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

##### Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

##### Turquía

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

##### Asia

Le Xia  
le.xia@bbva.com

#### América del Sur

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

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