

The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación Latinoamérica

Segundo trimestre 2018

Unidad de América del Sur

The BBVA logo, consisting of the letters "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, is centered within a teal square.

Creando Oportunidades

Índice

1. Resumen	3
2. América Latina: recuperación en medio de turbulencias	4
3. Tablas	17

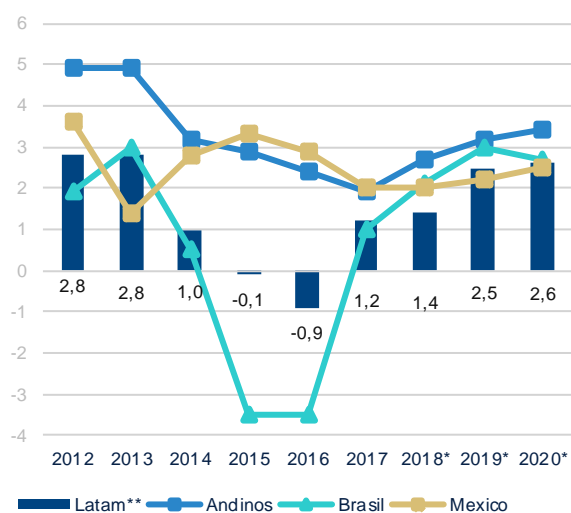
Fecha de cierre: **6 de abril de 2018**

1. Resumen

Los mercados financieros en América Latina mostraron resistencia frente al aumento de la volatilidad en los mercados desarrollados y el ruido político en algunos países. Con cierta heterogeneidad, se registraron ganancias en varios mercados (la principal excepción fue Argentina y, en cierta medida, Brasil). Se mantuvo una baja volatilidad y continuaron las entradas de flujos de capitales, aunque moderándose gradualmente. La relativa resistencia de los activos financieros de la región ha sido apoyada por las perspectivas de recuperación del crecimiento y el aumento de los precios de las materias primas. Hacia adelante, anticipamos depreciaciones moderadas de los tipos de cambio en la región, al hilo de la subida esperada por parte de la Fed, frente al mantenimiento de tipos de interés en América Latina, pero en un entorno que consolida una mayor volatilidad.

América Latina crecerá 1,4% en 2018 y 2,5% en 2019, manteniendo la tendencia al alza del crecimiento. El crecimiento en 2019-20 estaría ya cerca del potencial de la región (entre 2,5% y 3%, Gráfico 1.1). La previsión para 2018 es 0,3pp inferior a la de hace tres meses, a pesar de un entorno externo más favorable, con un crecimiento global alto y un aumento de los precios de las materias primas. La revisión a la baja que se produce en Argentina y Uruguay (sequía), Paraguay (menor cosecha) y en Perú (ruido político) compensa totalmente la revisión al alza del crecimiento en Chile (mayor precio del cobre y mayor confianza). Con todo, los choques negativos detrás de estas revisiones son mayormente de naturaleza temporal y no afectan nuestra visión de medio plazo para la región. El crecimiento en los dos próximos años se seguirá apoyando en el sector externo y en el impulso de la inversión.

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

El ciclo de recortes de tipos de interés llegará a su fin en América del Sur en el segundo trimestre. La política monetaria seguirá siendo acomodaticia en la medida que la inflación se mantiene dentro de los rangos objetivos de los bancos centrales pero la actividad económica aún se encuentra por debajo del potencial, si bien en fase de recuperación. La excepción en América del Sur es Argentina donde los tipos de interés retomarán el descenso una vez la inflación continúe cediendo. En México los tipos de interés se mantendrán estables hasta finales de 2018 en que empezarán los recortes siempre que no se materialicen los riesgos externos y electorales.

Los riesgos externos principales se centran en el proteccionismo (al alza), el retiro de los estímulos por parte de la Fed (estable) y en China (más moderados que hace tres meses). En el frente interno, el ruido político y el posible retraso en la inversión pública y privada es un riesgo que aumenta en varios países, con la excepción de Argentina y Chile.

2. América Latina: recuperación en medio de turbulencias

Economía global: se mantiene el ritmo de crecimiento, pero se intensifica el riesgo proteccionista

La economía global se encuentra sometida a fuerzas divergentes. Los nuevos estímulos fiscales aprobados por la administración estadounidense llevarán a prolongar el buen momento cíclico de la economía mundial, favorecido hasta ahora por niveles de confianza elevados y el tono positivo de la actividad industrial y del comercio internacional, que benefician también a China y Europa. Por otro lado, la mayor vulnerabilidad que ese mismo estímulo fiscal genera en las cuentas públicas americanas, unida a unos mercados financieros que previsiblemente estarán sometidos a un entorno de mayor volatilidad que en 2017, hacen que el escenario sea más incierto. A ello se une la aceleración de la retórica proteccionista en EE.UU., que ha empezado a materializarse en medidas concretas. Todo ello en un entorno de normalización de políticas monetarias tras años de estímulos extraordinarios, que también puede generar dudas adicionales.

El crecimiento global se ha mantenido estable a principios de 2018 (Gráfico 2.1), con mayor dinamismo en economías emergentes y algunos signos de moderación en países desarrollados. Los datos conocidos de los primeros dos meses del año sugieren que el crecimiento global del primer trimestre se ubicaría en niveles similares al promedio del 2017 (1% trimestral). Este crecimiento se ve favorecido, en primer lugar, por el buen desempeño del comercio mundial, que se aceleró significativamente, en especial las exportaciones de las economías emergentes, y en particular -en febrero- los países asiáticos (principalmente China e India). Un segundo factor es la sólida expansión de la producción industrial, también en especial en los países emergentes.

Probablemente la mayor novedad en los últimos tres meses en el entorno global ha sido el estímulo fiscal aprobado en EEUU en febrero. Este debería tener un efecto moderado en el crecimiento a corto plazo (ya que la economía estadounidense se encuentra ya muy cerca del pleno empleo) y podría ejercer una presión al alza sobre los tipos de interés (en plena normalización de la Fed). Por todo ello, estimamos que tendrá un efecto multiplicador pequeño sobre la actividad (de alrededor del 0,4), que supondría una revisión al alza en el PIB de alrededor de entre 0,2 y 0,3pp tanto en 2018 como en 2019.

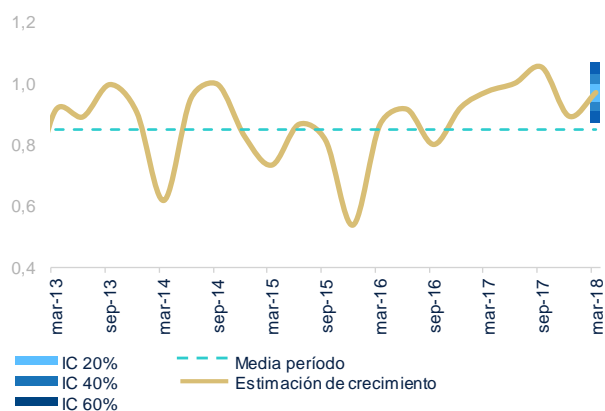
Dicho esto, en el corto plazo el impulso fiscal de EE.UU. puede prolongar el ciclo expansivo a nivel global, alargando la recuperación cíclica y redundando en un aumento de la demanda a nivel mundial. No obstante, dicho efecto se verá compensado en nuestro escenario por el aumento de la volatilidad a nivel global o por el resurgimiento una mayor incertidumbre política en algunas áreas, así como por el posible efecto negativo de la incertidumbre asociada a las medidas proteccionistas.

Tras un año 2017 dominado por el optimismo y la toma de riesgo en los mercados financieros, en el primer trimestre del año se aprecia un tono más cauto. Por un lado, las condiciones financieras, que han sido muy acomodaticias, han empezado a ajustarse. Y, sobre todo, el entorno de volatilidad, que ha sido inusualmente bajo, parece estar transitando hacia un régimen más “normal” (mayor volatilidad y, posiblemente, choques de volatilidad más persistentes), al tiempo que la política monetaria sigue normalizándose. En particular, en el caso de la Fed, esperamos que el proceso se acelere un poco (cuatro subidas de los tipos de referencia de 25 pb cada una en 2018, frente a las tres subidas previstas anteriormente) tras el impulso fiscal. Además, los tipos de interés de largo plazo están consolidándose en niveles más elevados, sobre todo en EE.UU. por el mayor crecimiento y el deterioro fiscal, que implica mayores necesidades de financiación y añade una prima de riesgo a la financiación del Tesoro norteamericano.

Por otro lado, el episodio de volatilidad de principios de febrero, que provocó una fuerte corrección de las bolsas en países desarrollados, ha tenido por ahora poco traslado a otro tipo de activos. Todo ello ha contribuido a elevar nuestro indicador de tensiones financieras tanto en economías desarrolladas como en emergentes (Gráfico 2.2).

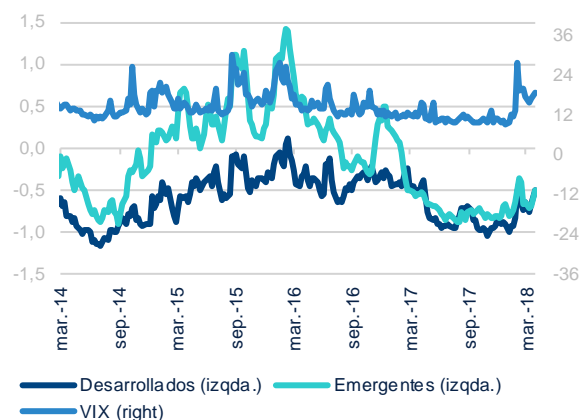
En este entorno, mantenemos las previsiones de crecimiento global en 3,8% para el periodo 2018-19. No obstante, esto supone una corrección al alza en las perspectivas de crecimiento tanto para EE.UU. como para la Eurozona, que es compensada por un leve menor impulso en economías emergentes, sobre todo en Sudamérica.

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



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Índice BBVA de tensiones financieras y VIX



Fuente: BBVA Research a partir de EPFR

En China mantenemos nuestras previsiones de crecimiento en 6,3% y 6,0% para 2018-19. La mayoría de los datos recientes muestran que se mantiene el impulso tanto de la demanda interna como de las exportaciones. La confirmación de la línea de política económica que combina una política monetaria prudente con una política fiscal expansiva, junto a la aprobación de medidas restrictivas de regulación financiera nos hacen ser algo más optimistas sobre los riesgos domésticos asociados a la economía china.

Los riesgos globales en China se moderan, pero aumentan en EEUU, especialmente el proteccionismo

En el caso de EE.UU., las cifras positivas de actividad y comercio exterior de los últimos meses se suman a los efectos mencionados de corto plazo de una política fiscal más expansiva, que combina tanto reducciones de impuestos aprobadas en diciembre (ya incorporadas en nuestras previsiones anteriores) como el nuevo estímulo fiscal. Con todo ello, el crecimiento para EE.UU. se estima en un 2,8% tanto en 2018 como en 2019 (lo que supone una revisión al alza de 0,2pp y 0,3pp, respectivamente).

En Europa, las sólidas cifras de exportaciones e inversión fija en el último trimestre, sumado a un consumo privado resiliente, nos hacen mantener la previsión de crecimiento para la Eurozona (revisada ligeramente al alza hasta un 2,3% en 2018). Para 2019, seguimos proyectando una moderación de la actividad, con una expansión en torno al 1,8%, dado un cierto agotamiento en el impulso cíclico, ya anticipado por los indicadores adelantados.

Los riesgos en torno a nuestro escenario global han crecido por las amenazas proteccionistas, materializadas en la subida de aranceles por parte de EEUU y la respuesta China. Aún cuando el impacto de las medidas adoptadas hasta el momento sobre la actividad global sea reducido se eleva la incertidumbre sobre una posible escalada de las restricciones comerciales entre las principales áreas económicas que termine retrayendo la inversión a nivel global. Otras fuentes de incertidumbre residen en la normalización de las políticas monetarias, en particular una

salida más rápida de lo previsto por parte de la Fed que no vaya asociada a un mayor crecimiento sino a una aceleración inesperada de la inflación. Por otro lado, el riesgo ligado a un ajuste brusco de la economía china ha disminuido en cierto modo, tras las medidas aprobadas a raíz del congreso del PCCh (Partido Comunista Chino) en octubre y las señales de contención progresiva del endeudamiento.

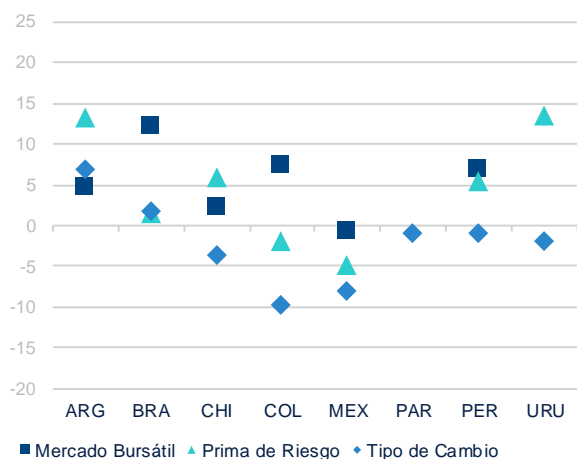
Mercados financieros latinoamericanos: resistencia frente al aumento de la volatilidad en los mercados desarrollados

A pesar del aumento de las tensiones financieras a nivel global destacado en la sección anterior y de factores locales como el ruido político generado en países como Perú, Colombia, México y Brasil y la preocupación sobre el efecto en México de la renegociación del Tratado de Libre Comercio de la América del Norte (TLCAN), el tono de los mercados financieros en América Latina no ha sido particularmente negativo en lo que va de año (Gráfico 2.3).

En efecto, en muchos mercados se han registrado ganancias en los precios de los activos financieros en los últimos meses. Es el caso de la mayoría de los mercados bursátiles y cambiarios de la región. Con respecto a los primeros, la principal excepción es México, cuya bolsa de valores cayó ligeramente desde el inicio del año hasta ahora, borrando parte del aumento de 8% registrado en 2017. Con respecto a los tipos de cambio, contrastan con la dinámica en general positiva de las divisas de la región el peso argentino y el real brasileño. En un entorno de mayor volatilidad en los mercados globales y elevada necesidad de financiación externa, la divisa argentina acumula una depreciación de 7,4% en 2018 principalmente debido a la preocupación sobre una posible mayor tolerancia de las autoridades locales con respecto a la inflación tras el ajuste al alza de las metas de inflación en diciembre de 2017 y la baja de la tasa de política monetaria. En el caso del real brasileño, que se ha depreciado 2% en lo que va de año, ha pesado negativamente el ruido político, en un entorno en que las elecciones presidenciales empiezan a dominar la agenda política, y la falta de medidas significativas para resolver el problema fiscal.

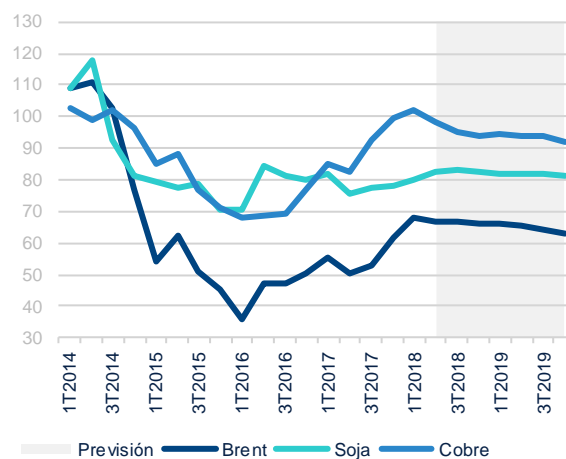
La relativa resistencia de los activos financieros de la región ha sido apoyada por factores como la progresiva consolidación de las perspectivas de recuperación de la actividad económica y los precios de las materias primas. Con respecto a este último factor, el precio del petróleo registra una subida de 11% en lo que va de año tras aumentar 18% en 2017, mientras que el de la soja acumula una expansión de 9% en 2018 que compensa la caída de 4% registrada el año pasado. El precio del cobre, otra de las materias primas particularmente importantes para los países de la región, presenta este año una corrección a la baja (-3%), pero se mantiene en niveles relativamente elevados después de haberse incrementado en más de 30% durante 2017 (Gráfico 2.4). De una manera general los precios de las materias primas se están apoyando en una demanda global relativamente robusta, así como en algunos factores de oferta (principalmente en el caso de la soja, por la perspectiva de fuerte caída de la producción en Argentina por efectos climáticos negativos) y financieros (la reciente depreciación del dólar, que beneficia principalmente el precio del petróleo, y el posicionamiento de los agentes no-comerciales en los mercados financieros en el caso del cobre).

Gráfico 2.3 Mercados financieros: variación porcentual acumulada en el año hasta ahora



* Variaciones entre el 31 de diciembre de 2017 y el 18 de abril de 2018. Tipo de cambio: moneda local/dólar. En este caso, aumentos indican depreciaciones. Prima de riesgo país: EMBI. Mercados bursátiles: variación de los índices en moneda local. Fuente: Haver Analytics, Datastream y BBVA Research

Gráfico 2.4 Precio de las principales materias primas (índice promedio 2014=100)*



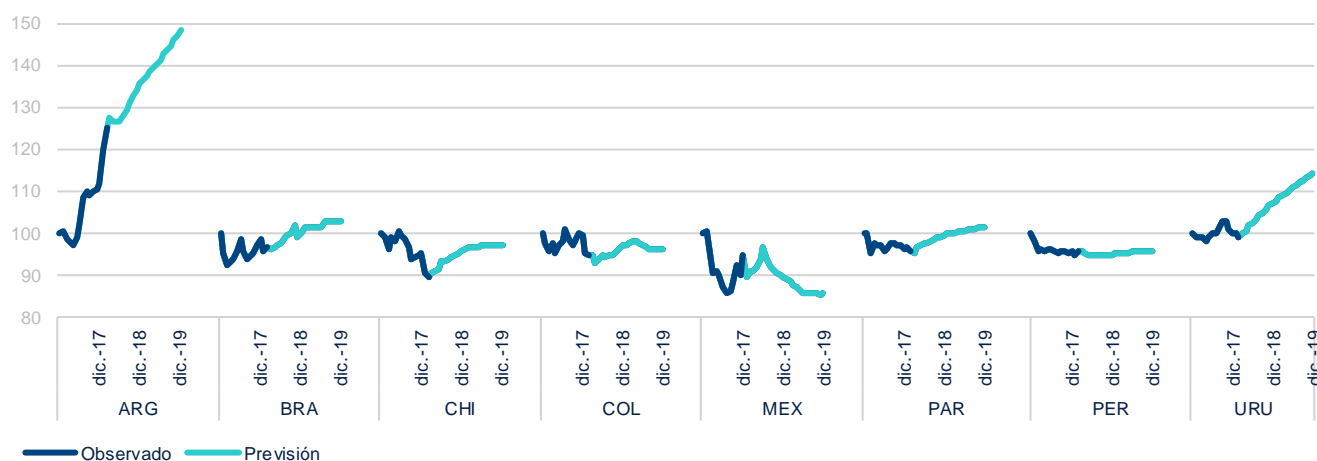
* Las líneas representan los promedios trimestrales. Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Hacia delante, lo más probable es que la volatilidad en los mercados financieros globales y la reducción gradual del apetito por activos de países emergentes en la medida que se vayan ajustando al alza los tipos de interés en los países desarrollados sigan limitando las ganancias en los mercados financieros de la región. Además, los precios de las materias primas probablemente no serán tan favorables en los próximos años como lo han sido en los primeros meses de 2018, aunque se mantendrán en niveles ligeramente superiores a los que anteriormente anticipábamos, al menos en el caso de soja y del cobre (el primero por el efecto de la sequía sobre la oferta en Argentina y el segundo principalmente por el mayor crecimiento global). Por fin, hay que destacar que en muchos países se realizarán elecciones presidenciales este año (Colombia en mayo, México en julio y Brasil en octubre), lo que puede aumentar la volatilidad de los mercados locales.

Hacia delante, los tipos de cambio se depreciarán gradualmente ante subida de tipos de interés en EEUU

Tomando en cuenta lo anterior, esperamos que en general las divisas de la región se deprecien en términos nominales hacia delante (gráfico 2.5 y tablas de previsiones en la sección 3). Sin embargo, principalmente debido a la revisión alcista en nuestras previsiones de las materias primas, ahora esperamos que los tipos de cambio de Chile, Colombia, Paraguay, Perú y Uruguay converjan en 2018 y 2019 a niveles menos depreciados que los anteriormente previstos (para detalles sobre nuestras proyecciones anteriores, véase nuestro [Situación Latinoamérica del primer trimestre](#)). En contraste, ahora esperamos que el peso argentino y el peso mexicano se mantengan en los próximos meses en niveles más depreciados de lo que preveíamos antes. En el primer caso, incorporamos a nuestra senda esperada el efecto de las mayores presiones inflacionarias y del mayor déficit en cuenta corriente. En el segundo caso, ahora vemos un peso más débil en 2018, lo que se explica por los riesgos políticos y de renegociación del TLCAN, pero mantenemos en nuestro escenario base la suposición de que dichos riesgos no se materializarán y que por lo tanto el tipo de cambio se apreciaría significativamente en 2019.

Gráfico 2.5 Tipo de cambio nominal: observado y esperado (moneda local / dólar americano) (Enero 2017=100)*

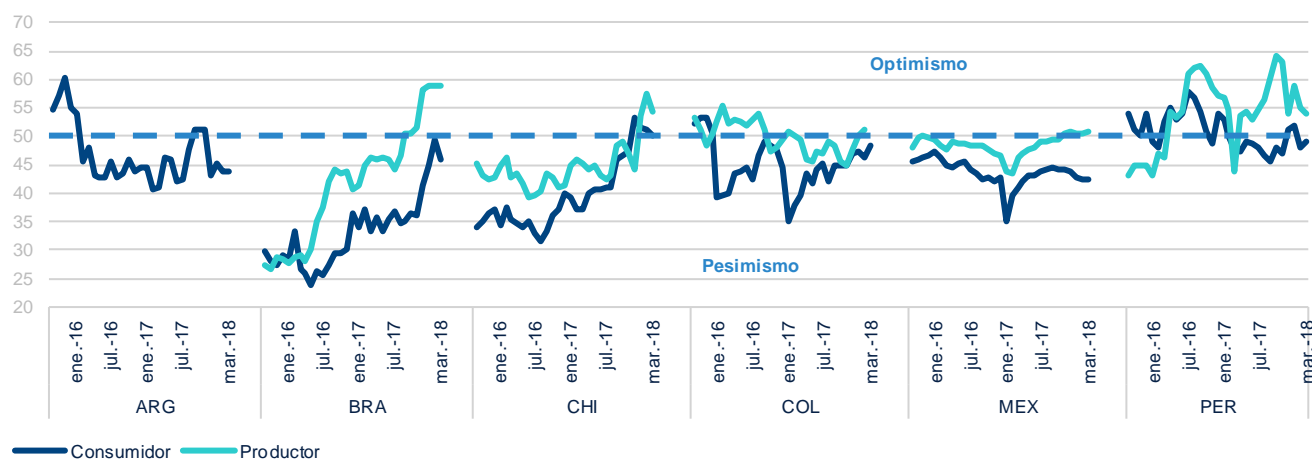


* Aumentos indican depreciaciones.
Fuente: BBVA Research

Se mantiene la recuperación del crecimiento en América Latina, con algunos shocks temporales

En los últimos tres meses se mantuvo, en general, la tónica de recuperación de la actividad económica en la región con algo de atonía en el caso de Colombia. Apuntalando esta recuperación, los indicadores de confianza de hogares y empresas en la región continuaron recuperándose (Gráfico 2.6), de forma especialmente rápida en Brasil y en Chile. Por el lado de las familias, la reducción de la inflación sigue favoreciendo un mayor optimismo (con la excepción de Argentina), al tiempo que el deterioro de los mercados laborales parece haberse estabilizado o incluso empieza a dar señales de recuperación como en el caso de Chile y Argentina. Por parte de las empresas, la recuperación se vio favorecida por el incremento del precio de las materias primas, especialmente el cobre, pero también por una mayor calma política en Chile y también en Argentina después de sus procesos electorales recientes, como muestra nuestro indicador de tensiones políticas (Gráfico 2.7). Pero el factor político también ha jugado en contra de la confianza empresarial en países como Perú (Gráfico 2.8), donde la tensión e incertidumbre política alcanzaron cotas muy elevadas durante el primer trimestre de este año, contrarrestando el efecto positivo del aumento del precio del cobre. Por su parte, en el caso de México, la confianza del sector privado se mantuvo estable a la espera del desenlace de las negociaciones sobre la negociación del TLCAN con EEUU.

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



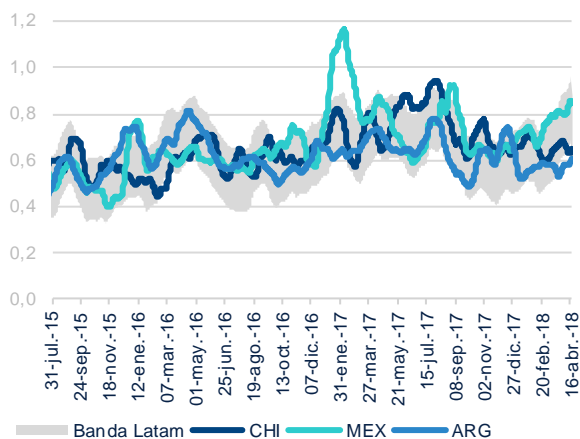
Fuente: BBVA Research

En este contexto, el crecimiento en los últimos meses ha sido relativamente sólido en Argentina, Brasil, Chile y México, y un poco menos dinámico en Perú y, sobre todo en Colombia, si bien aún se mantienen brechas respecto al producto potencial en la mayoría de países.

El PIB de América Latina en su conjunto aumentará 1,4% este año y 2,5% en 2019, comparado con el aumento de 1,2% registrado en 2017. Se mantiene, por tanto, la perspectiva de una recuperación gradual del dinamismo en la región después del bache experimentado entre 2014 y 2016. El crecimiento en 2018 y 2019 seguirá siendo impulsado por el sector externo, con una perspectiva de precios favorables de las principales materias primas (sin llegar a los niveles alcanzados en 2013-2014) y un crecimiento global robusto, como se mencionó en la primera sección. Asimismo, la inversión será el otro factor de crecimiento, tanto la del sector privado (especialmente en Argentina, Colombia y Brasil) como la inversión del sector público, particularmente en infraestructuras en Colombia, Perú y Argentina.

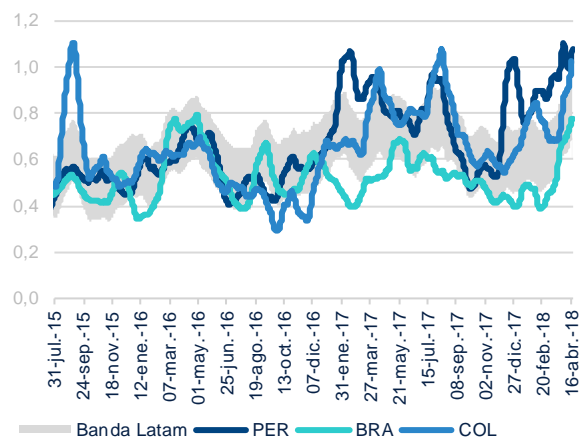
Nuestras nuevas previsiones de crecimiento en 2018 se sitúan 0,3pp por debajo de las que estimamos hace tres meses y se mantienen inalteradas en lo que respecta a 2019. Como se detalla más adelante en el resumen por países, corregimos a la baja las previsiones de crecimiento en Argentina, principalmente por la sequía que afectará a la cosecha de soja. Esta sequía también tendrá un impacto negativo sobre Uruguay al tiempo que también se han visto menores rendimientos agrícolas en Paraguay, después de años récord. Asimismo, revisamos a la baja las previsiones de crecimiento en Perú ante el impacto que ya ha tenido en el primer trimestre del año el ruido e incertidumbre política asociado al proceso de vacancia presidencial. A pesar de estas noticias adversas, conviene resaltar que, en su mayoría, son shocks negativos pero que en principio serán temporales, por lo que no comprometen la trayectoria hacia el crecimiento potencial en el medio y largo plazo en la mayoría de esas economías. En contraste, revisamos al alza las previsiones de crecimiento en Chile ante el aumento de los precios del cobre y el también fuerte aumento de la confianza empresarial en los últimos meses. El resto de países (Brasil, México y Colombia) mantienen inalteradas sus previsiones de crecimiento.

Gráfico 2.7 Índice BBVA de tensiones políticas*: Argentina, Chile y México



* Tono de comunicación sobre política en los medios de prensa ponderado por la cobertura mediática. Media móvil de 30 días. Fuente: BBVA Research y GDELT

Gráfico 2.8 Índice BBVA de tensiones políticas*: Brasil, Colombia y Perú



* Tono de comunicación sobre política en los medios de prensa ponderado por la cobertura mediática. Media móvil de 30 días. Fuente: BBVA Research y GDELT

Como hemos apuntado antes, el crecimiento en 2018 aún estará por debajo del potencial en muchos países, y el nivel de actividad económica también deja aún una brecha de producción respecto al producto potencial, por lo que la actividad aún se puede considerar como relativamente débil, aunque en proceso de ganar dinamismo. Como se verá más adelante, eso justifica aún posiciones expansivas de los bancos centrales en la mayoría de países que ya tienen tasas de inflación dentro de sus rangos objetivo.

Revisamos a la baja el crecimiento en 2018, pero se mantiene la tendencia ascendente iniciada en 2017, que continuaría en los siguientes años

Si bien muchos países ya alcanzarían su crecimiento potencial en 2019 y 2020, este nuevo crecimiento potencial apunta a un promedio para América Latina entre el 2,5% y 3%, por debajo de otras regiones emergentes y

demasiado cercano al de las regiones desarrolladas como para recuperar el proceso de convergencia con éstas. Como comentamos en la sección de riesgos, uno de los principales para la región en el largo plazo es descuidar el proceso de reformas necesario para aumentar el crecimiento de la productividad y, por tanto, el crecimiento potencial.

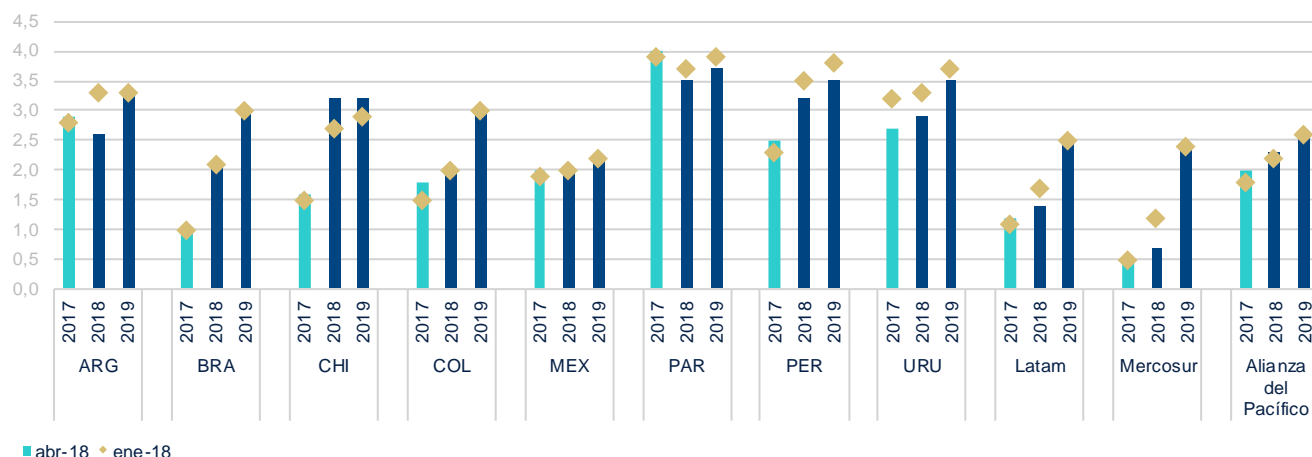
Dentro de la heterogeneidad que caracteriza a la región, destacará el dinamismo en 2018-19 de Argentina, Chile, Perú, Paraguay y Uruguay (Gráfico 2.9). Pero, casi en general, veremos un patrón de crecimiento de menos a más entre 2017 y 2019:

- En **Brasil**, la perspectiva de una demanda externa más robusta y mayores precios de las materias primas se ve compensado por un levemente menor dinamismo al anticipado por parte de la demanda interna. Por ello, mantenemos inalteradas nuestras previsiones de crecimiento en 2,1% y 3,0% en 2018-19. El crecimiento de esos dos años seguiría sustentado especialmente por el sector externo y la recuperación de la demanda interna. En este escenario suponemos que los significativos avances necesarios en la reforma de la seguridad social sólo se implementarían a partir de 2019, con el nuevo gobierno electo a finales de este año.
- En **México**, mantenemos inalteradas las previsiones de crecimiento para 2018 y 2019 en 2,0% y 2,2%. El crecimiento estará impulsado sobre todo por el consumo privado y las exportaciones manufactureras (alentadas por el mayor crecimiento en EEUU). Estos dos elementos más que compensarán la contracción de

la inversión en 2018 ante la incertidumbre por el resultado de la negociación del TLCAN y de las elecciones presidenciales.

- En **Argentina**, el impacto positivo del entorno externo sobre la actividad económica se verá más que compensado por el impacto negativo de la sequía sobre la producción de soja y maíz. De este modo, revisamos a la baja en 0,7pp la previsión de crecimiento en 2018, y dejamos inalterada la de 2019, en el 3,3%. La inversión se verá impulsada por el efecto positivo de las reformas estructurales en marcha, especialmente la reforma tributaria, y será uno de los principales pilares del crecimiento en ambos años.
- En **Colombia**, mantenemos inalteradas nuestras previsiones de crecimiento en 2,0% y 3,0% en 2018-19. La aceleración de la demanda interna en la segunda mitad de 2018 y en 2019 será uno de los motores del crecimiento (y, dentro de esta, la inversión en infraestructuras), beneficiada también por una recuperación de la confianza y los menores tipos de interés.
- En **Perú**, a pesar de la mejora en las perspectivas de precio del cobre, revisamos a la baja las previsiones de crecimiento en 2018 y 2019 al 3,2% y 3,5% (0,3 y 0,2pp menos que hace tres meses). Esta revisión se produce principalmente por el fuerte aumento de las tensiones políticas entre diciembre y marzo (Gráfico 2.8) al hilo de los dos intentos de vacancia presidencial —que se terminó produciendo en el segundo de ellos— y el consecuente impacto negativo sobre la inversión pública y privada. El crecimiento seguirá estando impulsado por la inversión en infraestructuras y reconstrucción.
- En **Chile**, el mayor precio del cobre, y la dinamización de las exportaciones, junto con mejores cifras de inversión (en parte por proyectos de telecomunicaciones, pero también por el fuerte aumento de la confianza) nos lleva a revisar al alza el crecimiento al 3,2% tanto en 2018 y 2019 (0,5pp y 0,3pp por encima de lo previsto hace tres meses). El crecimiento se verá impulsado tanto por la demanda interna como por el sector exportador.
- En **Uruguay**, revisamos a la baja el crecimiento para 2018 hasta 2,9% en 2018 y 3,5% en 2019 (0,4pp y 0,2pp por debajo de nuestras previsiones hace tres meses) ante un menor efecto arrastre del 2017 (donde el crecimiento de 2,7% sorprendió a la baja) y el impacto negativo de la sequía sobre el sector agropecuario, que supera el efecto positivo de la reapertura de la refinería de la petrolera estatal Ancap. El crecimiento estará impulsado por el dinamismo del consumo privado por mejoras en los salarios reales ante la menor inflación. Además, la construcción de la tercera planta de celulosa impactará fuertemente al alza sobre la inversión de 2019.
- En **Paraguay**, el PIB crecería 3,5% y 3,7% en 2018-19 lo que implica una revisión a la baja de 0,2pp en ambos años, en parte como efecto del menor crecimiento en Argentina y también por unos menores rendimientos de soja tras años de cosechas récord. La demanda interna, especialmente la inversión, continuará siendo el principal soporte del crecimiento.

Gráfico 2.9 Países Latam: crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA Research

Disminuyen las presiones inflacionarias, con la excepción de Argentina

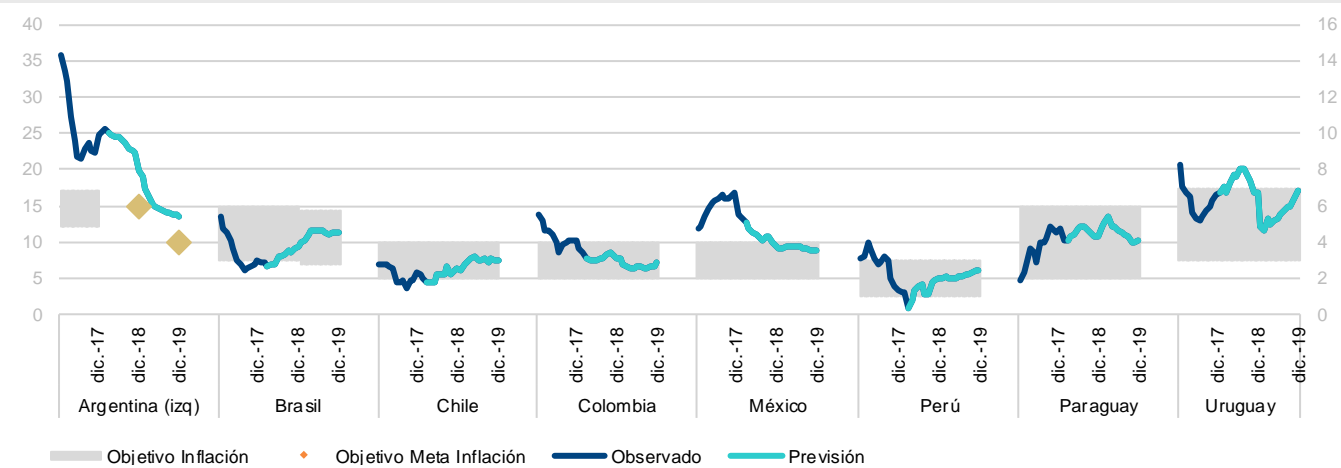
La baja inflación global, así como la debilidad de la demanda interna y la relativa estabilidad de las divisas han estado contribuyendo a que las presiones inflacionarias permanezcan en general acotadas en las economías latinoamericanas. Así, en Brasil, Chile, Colombia, Paraguay, Perú y en menor medida en Uruguay la inflación se encuentra actualmente en niveles relativamente bajos. Lo mismo todavía no ocurre en México y Argentina, donde las presiones de precios siguen siendo particularmente fuertes. Asimismo, en México los datos más recientes confirman las expectativas de fuerte descenso de la inflación mientras que en Argentina los registros han sido menos favorables en los últimos meses, aunque observada con más perspectiva temporal, la inflación mantiene la trayectoria bajista iniciada tras el fuerte impacto inicial del fin del cepo cambiario al cierre de 2015.

En Brasil, Chile y Perú la inflación interanual alcanzó respectivamente 2,7%, 1,8% y 0,4% al cierre del primer trimestre, por debajo del límite inferior de los respectivos rangos meta (Gráfico 2.8). En el caso brasileño las presiones inflacionarias en los primeros meses del año han sido menores a las que anteriormente proyectamos, mientras que en el Chile y Perú han estado en línea con nuestras expectativas. En Colombia y en Paraguay, tras moderarse en los últimos meses, la inflación interanual se acercó en marzo al objetivo central de 3,0% en el primer caso y de 4,0% en el segundo. En Colombia también contribuyó a la convergencia de la inflación a su meta una alta base de comparación interanual debido al impacto del aumento del IVA al inicio de 2017. En Uruguay, si bien la dinámica reciente de los precios internos haya sido menos positiva que en los demás casos y la inflación haya alcanzado 6,7% en marzo, el ritmo de aumento de los precios sigue siendo más moderado que en el pasado reciente (la inflación promedió 8,0% en los últimos diez años y 8,4% en los últimos cinco).

En México la inflación alcanzó 5,0% en marzo, significativamente por debajo del dato de 6,8% registrado en diciembre, aunque todavía por encima del techo del rango objetivo de 4,0%. La rápida desaceleración de la inflación en los primeros tres meses del año está relacionada con un efecto base al disiparse el efecto de la liberalización de precios energéticos en enero de 2017 y, gradualmente, el de un mayor ritmo de pass-through en el primer semestre de 2017. Asimismo, no se han repetido este año los choques de oferta que afectaron la inflación durante la segunda mitad de 2017 (aumentos de los precios del gas y de las frutas y verduras). Por fin, en Argentina la situación contrasta de cierta manera con la de los demás países de la región ya que allí la inflación no sólo permanece elevada sino que también ha aumentado en los últimos meses, alcanzando 25,4% a/a en marzo.

La inercia inflacionaria, los ajustes de las tarifas de los servicios públicos, la depreciación nominal del peso en los últimos meses y la percepción de mayor tolerancia con respecto a la inflación tras la revisión de los objetivos de inflación para los próximos años han todos contribuido a que la inflación no haya cedido en los últimos meses.

Gráfico 2.10 Inflación: observada y prevista (a/a %)



Fuente: BBVA Research

La gradual recuperación de la demanda interna, el probable debilitamiento de los tipos de cambios nominales y la contribución no tan favorable como en el pasado reciente del precio de los alimentos deben determinar un aumento de la inflación hacia adelante en Brasil, Chile y Perú, produciendo una convergencia desde niveles excepcionalmente bajos hacia los objetivos centrales de inflación en cada caso (Gráfico 2.10 y tablas de previsiones en la sección 3). En el caso de Brasil, las recientes sorpresas inflacionarias han determinado una revisión a la baja de nuestras previsiones de inflación hasta el 3,9% en el cierre de 2018 y el 4,5% en el cierre de 2019. Mantenemos las previsiones de que la inflación va a cerrar 2018 en 2,7% y el 2019 en Chile y que convergerá al 2,0% este año y al 2,4% el próximo en Perú.

Se continuará convergiendo a los objetivos de los bancos centrales, pero más lento a lo anticipado en Argentina

En Colombia y en México la inflación debe continuar perdiendo fuerza a lo largo de 2018 y 2019. Un tipo de cambio relativamente más robusto y la ausencia de fuertes presiones de demanda deben permitir que la inflación converja a 3,1% este año y a 2,8% en 2019 en Colombia y a 3,8% en 2018 y 3,5% el próximo en México. En ambos casos, mantenemos las previsiones que teníamos hace tres meses. Asimismo, hay que destacar en el caso de México nuestro escenario base para el país no contempla la materialización de los riesgos negativos que actualmente amenazan la economía del país.

En el caso de Argentina, las sorpresas negativas recientes, el tono menos restrictivo de la política monetaria y las perspectivas de mayor depreciación cambiaria deben hacer que el proceso de moderación de la inflación sea más gradual de lo anteriormente proyectado. En concreto, hemos revisado hacia arriba nuestras previsiones de inflación para Argentina, desde el 18,5% hasta el 19,8% en el 2018, y desde el 12,2% hasta el 13,5% en el 2019. Asimismo, la inflación se mantendría por encima de los nuevos objetivos de inflación anunciados por la autoridad monetaria en diciembre de 2017.

Por fin, tanto en Paraguay como en Uruguay la inflación debe cerrar 2018 y 2019 en niveles no muy lejanos a los niveles actuales. En ambos casos mantenemos prácticamente sin cambios las previsiones presentadas hace tres meses.

Cerca al fin del ciclo de recortes de tipos de interés en América del Sur

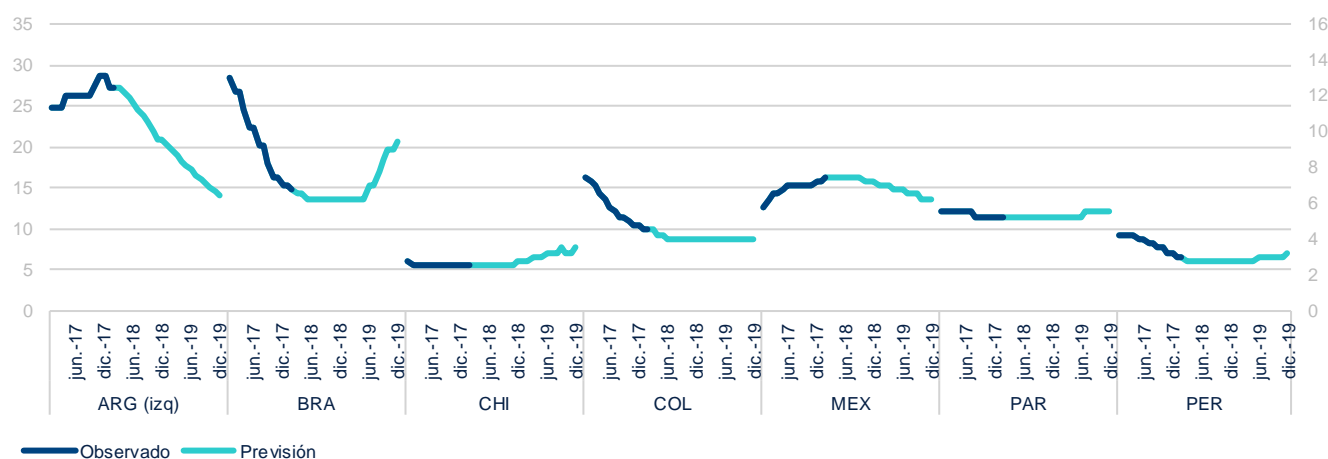
En línea con las en general reducidas presiones inflacionarias y la timidez del crecimiento económico, la mayoría de los bancos centrales de la región han estado recortando los tipos de interés de referencia en los últimos tiempos, situándolos por debajo de los niveles considerados de equilibrio y haciendo con que la política monetaria tenga actualmente un claro tono expansivo.

En Chile y Paraguay los últimos recortes de los tipos de interés ocurrieron respectivamente en mayo y agosto de 2017. Desde entonces las autoridades monetarias los mantienen respectivamente en 2,50% y 5,25%, nivel en que probablemente seguirán hasta al menos el cierre de 2018 (Gráfico 2.11). En Perú la última reducción de la tasa de política monetaria ocurrió más recientemente, en marzo, cuando la autoridad monetaria anunció su recorte en 25pb, hasta 2,75%. Como en los casos anteriores, lo más probable es que no se anuncien recortes adicionales a lo largo de este año, si bien en este caso vemos un riesgo más significativo de que una recuperación de la actividad económica demasiado tímida pueda crear espacio para recortes adicionales de los tipos de interés.

En los casos de Brasil y Colombia, pese los recortes acumulados en los últimos tiempos (775pb y 325pb, respectivamente, desde el cuarto trimestre de 2016, incluyendo los relativamente sorprendentes recortes de 25pb anunciados en marzo en Brasil y en enero en Colombia), consideramos que el ciclo de relajamiento monetario todavía no ha llegado a su fin. En el caso brasileño, esta perspectiva está en línea con los comentarios de la autoridad monetaria, que señaló claramente que lo más probable es que anuncie un recorte final de 25pb de los tipos de interés en su próxima reunión de política monetaria en mayo, algo que no teníamos incorporado en nuestras previsiones anteriormente. En el caso de Colombia, por otro lado, nuestra perspectiva no se alinea con el anuncio hecho por el Banco de la República en enero de que el ciclo de reducción de los tipos de interés había finalizado. En nuestra opinión, la inflación se moderará más y el crecimiento será menos dinámico de lo previsto por la autoridad monetaria, lo que la forzaría a anunciar dos recortes adicionales de 25pb en los próximos meses.

Así, en todos estos cinco casos inicialmente considerados, el ciclo de recortes de tipos de interés se considerará acabado a mediados del año. En un contexto de inflación bajo control y de normalización gradual de las condiciones monetarias en los países desarrollados, prevemos que los tipos de interés se mantendrá estables a lo largo de la segunda parte de 2018 y que sólo a partir de 2019, cuando la recuperación de la actividad económica se consolide, los bancos centrales empezarán a considerar la retirada de los estímulos monetarios en vigor. En este entorno, esperamos que los bancos centrales de Brasil, Chile, Paraguay y Perú ajusten los tipos de interés al alza en 2019.

Gráfico 2.11 Tipos de interés: observado y previsto



Fuente: BBVA Research

La situación en Argentina contrasta con la de los demás países sudamericanos. La resistencia a caer de la inflación y la necesidad de anclar las expectativas de los agentes tras el anuncio en diciembre de unas metas de inflación menos ambiciosas y los dos recortes de 75bp de los tipos de interés al inicio del año han obligado al banco central a adoptar un tono más duro con respecto a las presiones de precios y a mantener los tipos de interés estables en 27,25% los últimos meses. Asimismo, la esperada moderación de la inflación debe crear

En México anticipamos estabilidad de los tipos de interés hasta finales de 2018, cuando iniciarían los recortes

margen para una reducción de los tipos de interés nominales a lo largo de 2018 y 2019. En concreto, mantenemos la previsión de que los tipos van converger a 21,0% en el cierre de este año, aunque ahora prevemos un ajuste más gradual a partir de la segunda parte del año, y a 14,0% en el cierre del próximo.

En México, la autoridad monetaria decidió en su reciente reunión el mes de abril mantener los tipos de interés estables en 7,50% tras los dos aumentos de 25pb en las dos primeras reuniones de política monetaria presididas por el nuevo gobernador de Banxico, Alejandro Díaz de León, en un entorno marcado por la preocupación sobre el resultado de la renegociación del TLCAN. La significativa moderación reciente de la inflación y las subidas preventivas de la tasa de fondeo en los últimos tiempos han permitido ahora a Banxico tomar la decisión de no ajustarla al alza de manera adicional. Lo más probable es que la tasa de fondeo se mantenga estable en 7,5% durante la mayor parte de lo que queda de 2018, a pesar de que la Reserva Federal seguirá gradualmente aumentando sus tipos de interés. Asimismo, ahora esperamos que el balance de riesgos para la inflación permitirá a Banxico recortar la tasa de fondeo al cierre de este año, inaugurando un ciclo de relajamiento monetario que continuaría a lo largo de 2019 (Gráfico 2.9 y tablas de previsiones en la sección 3).

Los riesgos externos aumentan, salvo en China

Los riesgos sobre nuestras previsiones para América Latina tienen un sesgo a la baja, determinado por factores tanto externos como internos. Por el lado externo, salvo en el caso de China, vemos un recrudecimiento de los riesgos, especialmente los relacionados con las políticas comerciales en EEUU y la posibilidad de que resurja el proteccionismo a escala global. Por el lado interno, los riesgos se mantienen, especialmente ligados al ruido e incertidumbre política (en varios casos ligados a procesos electorales en marcha) así como también el riesgo de un retraso en la inversión pública y privada, en parte también ligado al propio entorno político.

En concreto, en el lado externo, el mayor riesgo lo constituye el incremento de las medidas proteccionistas, desencadenado por la subida de aranceles propuesta por la administración estadounidense, que se une a acciones pasadas como la retirada de EE.UU. del acuerdo TPP, la suspensión de las negociaciones sobre el TPI o la renegociación en curso del NAFTA con México y Canadá. El impacto sobre la actividad global de las medidas adoptadas hasta el momento (aranceles sobre el acero y aluminio así como sobre una larga lista de productos provenientes de China) aún es reducido (no así para determinados países y sectores), pero su mero anuncio eleva la incertidumbre sobre una posible escalada de las restricciones comerciales entre las principales áreas económicas que termine retrayendo la inversión a nivel global.

Más allá del riesgo proteccionista, que se ha acrecentado en los últimos meses, persisten otras fuentes de incertidumbre externa a la región. La normalización de las políticas monetarias, en particular una salida más rápida de lo previsto por parte de la Fed que no vaya asociada a un mayor crecimiento sino a una aceleración inesperada de la inflación, es una de las más relevantes, en un contexto de elevada vulnerabilidad de los mercados financieros a un encarecimiento de los costes de financiación, precisamente dado que los bancos centrales ya no estarían tan dispuestos a actuar de amortiguador de la volatilidad de los mercados. Por último, ha disminuido el riesgo ligado a un ajuste brusco de la economía china, tras las medidas aprobadas a raíz del congreso del Partido Comunista Chino en octubre y las señales de contención progresiva del endeudamiento. Aún así, los desequilibrios de la economía china y el endeudamiento siguen siendo elevados, 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.

Los riesgos internos se mantienen, con heterogeneidad por países. Destacan los riesgos políticos y de retraso de la inversión

Por el lado interno en América Latina, sigue tomando un papel destacado el ruido e incertidumbre política en varios países latinoamericanos, como por ejemplo en Perú (ligado al proceso de vacancia presidencial) o en Colombia, Brasil y México en el contexto de los procesos electorales en marcha. Eso puede apreciarse en el aumento de los índices de tensiones

políticas en los Gráficos 2.7 y 2.8 en esos países. El riesgo es que esa tensión política continúe en aumento y termine lastrando o abortando el proceso de recuperación de las confianzas que hemos experimentado en la región, con el consecuente impacto negativo sobre el consumo de bienes duraderos y, sobre todo, la inversión. Por el lado positivo, ese riesgo de tensiones políticas parece haber amainado en Argentina y Chile, precisamente después de conocerse los resultados de las últimas elecciones.

En parte relacionado con las tensiones políticas y cambios de gobierno, 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. De materializarse este riesgo, el impacto sería elevado en la medida de que uno de los ejes del crecimiento en los próximos dos años será la inversión (junto con el sector externo).

Finalmente, es conveniente destacar que, aparte de los riesgos de corto plazo, la región enfrenta un riesgo más estructural en las perspectivas para el crecimiento de la productividad. Con un crecimiento potencial que estimamos entre 2,5% y 3% para la región va a resultar muy difícil disminuir la brecha de renta per cápita frente a las economías desarrolladas, al tiempo que la América Latina también crecerá menos que Asia o Europa emergente. El riesgo principal es que los nuevos gobiernos latinoamericanos no impulsen la agenda de reformas necesarias para aumentar el crecimiento de la productividad, por orientación o por falta de consensos y capital político. Como hemos mencionado en informes anteriores, la región necesita volver a generar los consensos que ya se alcanzaron en la mayoría de países hace 30 años para impulsar las reformas en los mercados laborales, de productos y servicios, así como en la provisión de educación y salud y la reforma del estado. El riesgo de inacción en este frente es elevado.

3. Tablas

Tabla 3.1 Previsiones macroeconómicas

PIB (% a/a)

	2016	2017	2018*	2019*
Argentina	-1,8	2,9	2,6	3,3
Brasil	-3,5	1,0	2,1	3,0
Chile	1,6	1,6	3,2	3,2
Colombia	2,0	1,8	2,0	3,0
México	2,9	2,0	2,0	2,2
Paraguay	4,0	4,0	3,5	3,7
Perú	4,0	2,5	3,2	3,5
Uruguay	1,7	2,7	2,9	3,5
Mercosur	-4,0	0,5	0,7	2,4
Alianza del Pacífico	2,7	2,0	2,3	2,6
Latam	-0,9	1,2	1,4	2,5

Inflación (% a/a, final de periodo)

	2016	2017	2018*	2019*
Argentina	39,4	24,8	19,8	13,4
Brasil	6,3	2,9	3,7	4,5
Chile	2,7	2,3	2,5	3,0
Colombia	5,7	4,1	3,1	2,8
México	3,4	6,8	3,8	3,5
Paraguay	3,9	4,5	4,3	4,1
Perú	3,2	1,4	2,0	2,4
Uruguay	8,1	6,6	6,7	6,8

Tipos de Cambio (vs. USD, final de periodo)

	2016	2017	2018*	2019*
Argentina	15,8	17,7	21,5	23,5
Brasil	3,4	3,3	3,4	3,5
Chile	667,0	637,0	640,0	650,0
Colombia	3010,0	2991,0	2920,0	2900,0
México	20,7	19,7	18,6	17,7
Paraguay	5718,0	5515,0	5700,0	5815,0
Perú	3,4	3,3	3,2	3,3
Uruguay	28,8	28,9	30,5	32,6

Tipos de Interés (% final de periodo)

	2016	2017	2018*	2019*
Argentina	24,8	28,8	21,0	14,0
Brasil	13,8	7,0	6,3	9,5
Chile	3,5	2,5	2,5	3,5
Colombia	7,5	4,8	4,0	4,0
México	5,8	7,3	7,3	6,3
Paraguay	5,5	5,3	5,3	5,5
Perú	4,3	3,3	2,8	3,3
Uruguay**	24,7	24,6	23,0	23,2

Cuenta Corriente (% PIB)

	2016	2017	2018*	2019*
Argentina	-2,7	-4,8	-5,4	-5,5
Brasil	-1,3	-0,5	-0,5	-1,8
Chile	-1,4	-1,3	-1,4	-1,4
Colombia	-4,3	-3,3	-2,7	-3,2
México	-2,1	-1,9	-2,0	-1,9
Paraguay	1,5	-1,2	-1,3	-0,9
Perú	-2,7	-1,3	-1,3	-1,8
Uruguay	0,8	1,6	-0,2	-1,4

Saldo Fiscal (% PIB)

	2016	2017	2018*	2019*
Argentina	-5,8	-6,0	-5,3	-4,3
Brasil	-9,0	-7,8	-7,4	-5,4
Chile	-2,7	-2,8	-1,7	-1,3
Colombia	-4,0	-3,6	-3,1	-2,5
México	-2,5	-1,1	-2,0	-2,0
Paraguay	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5
Perú	-2,6	-3,1	-3,4	-3,0
Uruguay	-3,8	-3,5	-3,1	-2,7

Precio promedio materias primas

	2016	2017	2018*	2019*
Petroleo (Brent USD/Barril)	44,8	54,4	65,6	64,1
Soja (USD/ton)	362,9	358,8	375,5	374,3
Cobre (USD/LIBRA)	2,2	2,8	3,0	2,9

"Previsiones". * Tipo de interés es prestamos.
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

Fernando Melgarejo
fernando.melgarejo@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

Economía Digital
Alejandro Neut
robertoalejandro.neut@bbva.com

Escenarios Económicos
Globales
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales
Sonsolés 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

Regulación Digital y Tendencias
Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Sistemas Financieros
Olga Cerqueira
olga.gouveia@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

Turquía, China y Big Data
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 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