

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

Tercer 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 white rectangular box.

Creando Oportunidades

Índice

1. Resumen	3
2. América Latina: recuperación en medio de turbulencias	4
3. Tablas	16

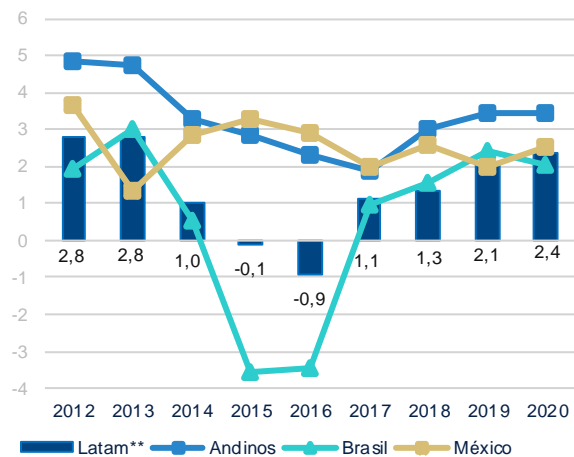
Fecha de cierre: **18 de abril de 2018**

1. Resumen

Los mercados financieros en América Latina respondieron de forma heterogénea frente al aumento de los tipos de interés en EEUU. La volatilidad global en el segundo trimestre afectó especialmente a Argentina y Brasil, debido a sus vulnerabilidades externa y política-fiscal, respectivamente. El resto de países resistieron relativamente bien en un contexto de recuperación de su crecimiento y precios aún elevados de las principales materias primas. Hacia adelante, anticipamos depreciaciones graduales de los tipos de cambio en la región, al hilo de la subida de tipos de interés por parte de la Fed. Las principales excepciones podrían verse en México y Brasil, donde sería posible una apreciación de sus tipos de cambio ante la ratificación del TLCAN y una menor incertidumbre política.

América Latina crecerá 1,3% en 2018 y 2,1% en 2019 (Gráfico 1.1), con bastante heterogeneidad entre países. Estas previsiones representan un ajuste a la baja respecto a hace tres meses, especialmente por la revisión a la baja del crecimiento en Argentina (debido a la crisis cambiaria y las políticas económicas más restrictivas) y en Brasil (por la volatilidad financiera, la huelga de transportistas, un gobierno más débil e incertidumbre política). Este ajuste a la baja en los dos países no se pudo compensar del todo por las revisiones al alza en las previsiones de crecimiento en México, Colombia, Perú y Paraguay, gatilladas por los buenos datos de actividad observados en el primer semestre. El crecimiento de América Latina 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

Los bancos centrales en América del Sur (salvo Argentina) iniciarán el ciclo de subidas de tipos de interés en 2019. En un contexto en el que la inflación se mantiene controlada y alineada con los objetivos de los bancos centrales, se va recuperando la demanda interna y aumentan los tipos de interés por parte de la Fed, los bancos centrales empezarán a aumentar sus tasas de referencia, aunque el tono de la política monetaria seguirá siendo acomodaticio. Argentina y México retomarán los recortes de tipos de interés a finales de 2018 e inicios de 2019, respectivamente, a medida que los riesgos inflacionarios y sobre el tipo de cambio se reduzcan.

Los riesgos externos principales se centran en el proteccionismo y el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales (ambos al alza), mientras se mantienen estables los asociados con el ajuste estructural en China. En el frente interno, el mayor ruido político es un riesgo en Brasil en el contexto preelectoral, mientras disminuye en países como Colombia, Chile e incluso México. El otro riesgo relevante en el frente interno es el retraso en la inversión pública y privada.

2. América Latina: Recuperación heterogénea

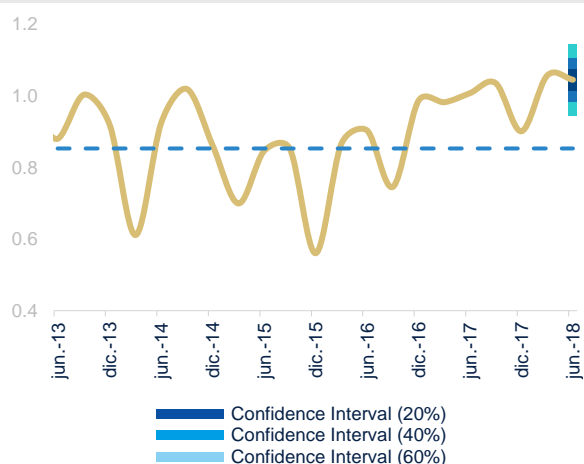
Economía global: Crecimiento robusto, pero con ciertos signos de moderación e intensificación de los riesgos

La economía internacional sigue estando sometida a las tensiones de fuerzas dispares, entre el buen desempeño económico de los últimos trimestres, prolongado ahora por el estímulo fiscal de la economía estadounidense y la estabilidad de la economía china, y varios factores potencialmente negativos que se han ido generando en lo que va de año, pero que de momento no han tenido reflejo directo en la actividad.

El crecimiento mundial se habría desacelerado ligeramente en el segundo trimestre del año (Gráfico 2.1). Aunque el ritmo de expansión se mantiene sólido, lo está haciendo de una manera menos sincronizada, con una aceleración del crecimiento en EE.UU. que contrasta con ciertas señales de moderación en China y algunas economías emergentes y de manera más intensa en la Eurozona.

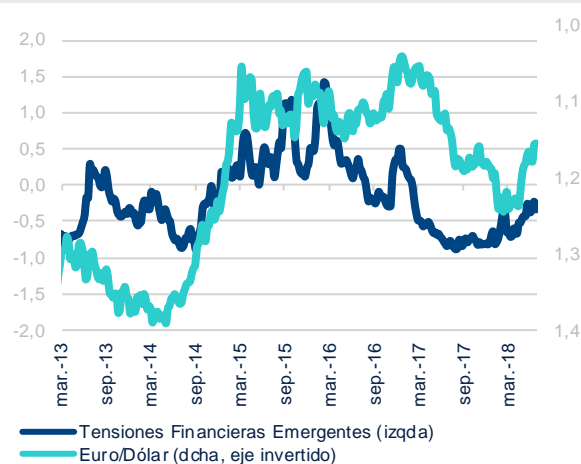
El mayor crecimiento de la economía estadounidense, impulsada por las medidas fiscales y la recuperación del comercio global a principios de año, siguen sustentando la fortaleza de la recuperación global. Sin embargo, se han ido desvaneciendo algunos de los apoyos al crecimiento durante los últimos años, a la vez que ha aumentado la incertidumbre.

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



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Tipo de cambio euro-dólar e índice BBVA de tensiones financieras en mercados emergentes



Fuente: BBVA Research a partir de EPFR

Un primer factor de incertidumbre proviene de la retirada de EE.UU. del acuerdo nuclear con Irán, que supuso un shock en la oferta en el mercado de crudo que ha aumentado el precio del petróleo en alrededor del 8% en lo que llevamos de año. Lo anterior presionará al alza la inflación de manera adicional y ha propiciado ya que los bancos centrales hayan dado un paso más en la normalización de la política monetaria. En particular la de la Fed, que en lo que va de año acumula una subida de 50 puntos básicos de sus tipos de referencia hasta el 2% y proyecta acelerarlos al 2,50% al cierre del año y al 3,25% a finales de 2019. El diferencial de tipo interés y de crecimiento favorable en EE.UU. frente al resto de geografías ha resultado en una apreciación generalizada del dólar.

Un factor adicional de incertidumbre durante los últimos meses viene asociado al aumento de las tensiones comerciales. Todavía es pronto para saber qué medidas prevalecerán finalmente de las ya aprobadas por la administración americana, de las preanunciadas y de las posibles contramedidas de los socios comerciales, y tampoco es fácil discernir su impacto en el comercio y la actividad. En principio, el efecto directo a través del canal comercial de las medidas anunciadas hasta ahora sería limitado. Sin embargo, en estos momentos están bajo discusión medidas adicionales por parte de EE.UU. y posibles represalias por parte de los países afectados, con un efecto que ya sería significativo sobre el crecimiento, a lo que habría que añadir potenciales efectos indirectos sobre la confianza de los mercados financieros y los agentes económicos en función de la magnitud del conflicto comercial.

Como consecuencia de estas incertidumbres, en medio del proceso de normalización de la política monetaria en los países desarrollados, se ha producido ya un reajuste en la percepción de riesgo global, especialmente en los países emergentes. Las tensiones financieras en países emergentes han aumentado de forma generalizada (Gráfico 2.2), por la depreciación de las divisas y la ampliación de las primas de riesgo, aunque se han diferenciado negativamente sobre todo los países con mayores necesidades de financiación externa.

Las previsiones globales para los próximos dos años se mantienen sin cambios, en 3,8%, apoyadas en el sólido crecimiento de EEUU. No obstante, el menor grado de sincronización observado recientemente se refleja en una revisión a la baja en el crecimiento esperado para 2018-19 para la Eurozona, mientras que mantenemos las previsiones para los próximos años en EE.UU. y China, tras registrar un buen desempeño económico en la primera parte del año y con unos fundamentales aún sólidos para la demanda interna.

Aumentan los riesgos asociados al proteccionismo y a una mayor volatilidad financiera en países emergentes

El escenario global sigue estando sujeto a riesgos mayoritariamente negativos, que en los últimos meses han aumentado. Por un lado, el riesgo de una guerra comercial se ha intensificado tras las últimas medidas adoptadas por EE.UU. y la respuesta por parte de China, principalmente, y en menor medida por el resto de países afectados. A esto se suman nuevas

amenazas proteccionistas que involucrarían los intereses de sectores importantes en otras regiones, como el sector del automóvil en Europa, México, Canadá o Japón. Si bien el impacto directo de las medidas, comentado más arriba, sería limitado, el riesgo de una guerra comercial podría lastrar la confianza, aumentar la aversión al riesgo de los mercados y frenar los flujos globales de inversión directa, con el consecuente impacto en el potencial de crecimiento global.

Por otro lado, en un entorno financiero más volátil, se incrementaría el riesgo sistémico en economías emergentes. La combinación de un mayor riesgo proteccionista sumado a los de una normalización más acelerada de la política monetaria en EE.UU. y una posible desaceleración en la economía mundial podría disparar la percepción de riesgo en los mercados financieros emergentes, elevando la probabilidad de una disminución brusca o incluso reversión de los flujos de capital. En este contexto, el riesgo de un ajuste brusco de la economía China se mantiene, ya que algunas medidas para responder a una posible guerra comercial podrían limitar y retrasar el proceso de desapalancamiento y de reestructuración de esa economía.

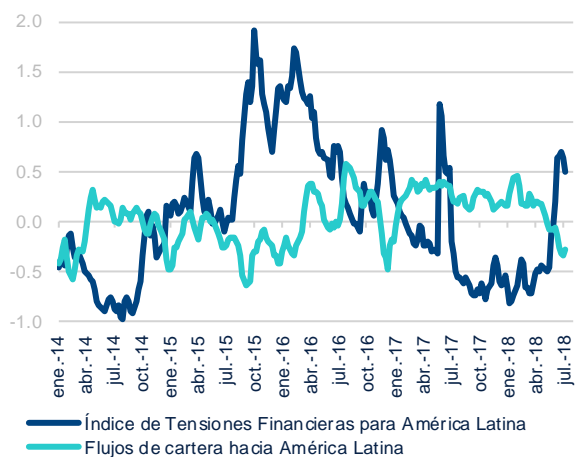
Mercados financieros latinoamericanos: la volatilidad global afecta especialmente a Argentina y Brasil

La mayor aversión al riesgo global, provocada por factores como el proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. y la amenaza proteccionista, ha generado un aumento de las tensiones financieras en

América Latina y una reducción de los flujos de capital hacia la región (Gráfico 2.3), a pesar de que los precios de la mayoría de materias primas (con la excepción de la soja) se mantuvieron elevados.

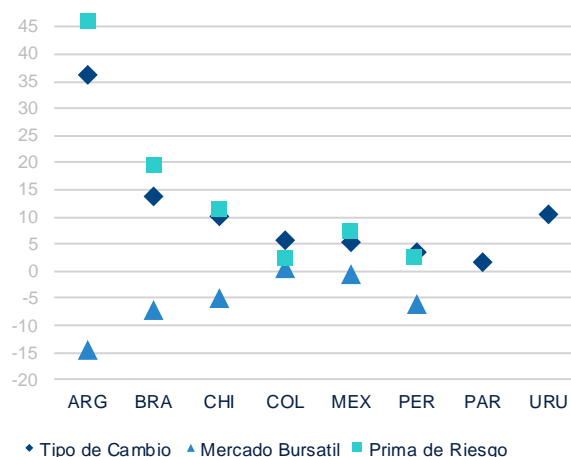
En prácticamente todos los países de la región se han registrado depreciaciones cambiarias, pérdidas en los mercados bursátiles y aumentos de las primas de riesgo en los últimos meses (Gráfico 2.4). Las únicas excepciones a esta tendencia negativa en los precios de los activos financieros han sido los mercados bursátiles colombianos y mexicanos, que a mediados de julio se encontraban en niveles muy próximos a los de mediados de abril. En ambos mercados las mejores perspectivas de crecimiento y los relativamente altos precios del petróleo, entre otros factores, han compensado los efectos negativos provenientes mayoritariamente del exterior.

Gráfico 2.3 Índice BBVA de tensiones financieras para América Latina y flujos de cartera hacia América Latina (% de los activos bajo gestión, promedio móvil de 4 semanas)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.4 Mercados financieros: variación porcentual acumulada en los últimos tres meses*



* Variaciones entre el 17 de abril de 2018 y el 17 de julio 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

Asimismo, la volatilidad financiera no ha sido homogénea entre los países de la región. Argentina, principalmente, y también Brasil han sido los más afectados, mientras el impacto en las economías andinas ha sido limitado. En el caso de México, los ajustes acumulados en los mercados financieros en los últimos tres meses no han sido particularmente significativos, al menos en comparación con Argentina y Brasil. En todo caso, los mercados mexicanos han estado más pendientes de la evolución de la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y de las perspectivas políticas en un entorno marcado por la elección presidencial del 1 de julio.

En Argentina, la amplia necesidad de financiación externa combinada con la menor tolerancia al riesgo de los mercados globales, ha implicado una fuerte depreciación del peso, principalmente a partir del inicio de mayo. Por su parte, la fuerte sequía ha generado una significativa reducción de la producción de soja, con efectos importantes sobre las exportaciones y la actividad económica, que reforzó la debilidad del tipo de cambio. Como el anuncio de agresivos aumentos de los tipos de interés locales y de algunas medidas fiscales no ha sido suficiente para calmar a los mercados, el gobierno ha buscado el apoyo del FMI, que al inicio de junio ha formalizado la concesión de un préstamo de USD 50 mil millones al país. Este préstamo y la serie de medidas adoptadas para mejorar el funcionamiento de los mercados locales y reducir tanto el déficit público como la inflación han ayudado

a tranquilizar -al menos temporalmente- a los mercados. Así, a mediados de julio el tipo de cambio se encontraba relativamente estable alrededor de 27,5 pesos por dólar, un nivel 36% superior al de hace tres meses y 46% superior al del cierre del año pasado.

Brasil también se ha visto afectado por el cambio de humor de los mercados globales, aunque no tanto como su principal socio en el Mercosur. Si bien el país presenta indicadores externos relativamente positivos, debido principalmente a su acotado déficit en cuenta corriente y elevadas reservas internacionales, la creciente preocupación sobre el deterioro de sus cuentas públicas y la incertidumbre política, en un contexto de elecciones generales en octubre, han alimentado la volatilidad causada por la mayor aversión al riesgo global. Así, el real ha perdido 14% en los últimos tres meses y 16% en lo que va del año, pese las fuertes intervenciones del banco central en el mercado cambiario.

En contraste con los casos de Argentina y Brasil, en los demás países de la región la depreciación generada por factores externos no ha sido significativamente reforzada por factores internos. La percepción de relativa solidez del entorno macroeconómico, en particular de las cuentas externas y fiscales, ha evitado que se reprodujeran en estos países turbulencias como las registradas en Argentina y Brasil.

Los mercados en México se vieron más influidos por las perspectivas sobre el TLCAN. Los mercados en los países andinos resistieron bien la subida de tipos de interés en EE.UU.

Tomando en cuenta los movimientos registrados en los mercados cambiarios en los últimos meses, hemos ajustado nuestras previsiones para las divisas latinoamericanas. Prevemos, que van a exhibir en el futuro un nivel más depreciado que el anteriormente esperado, principalmente el peso argentino y el real brasileño. Las excepciones son el peso chileno, el peso colombiano y el guaraní paraguayo, para los cuales estamos manteniendo prácticamente sin

cambios las previsiones que teníamos hace tres meses (para las previsiones actuales, véase la tabla de previsiones al final de este informe; para las previsiones anteriores, véase nuestro [informe Situación Latinoamérica del segundo trimestre](#)).

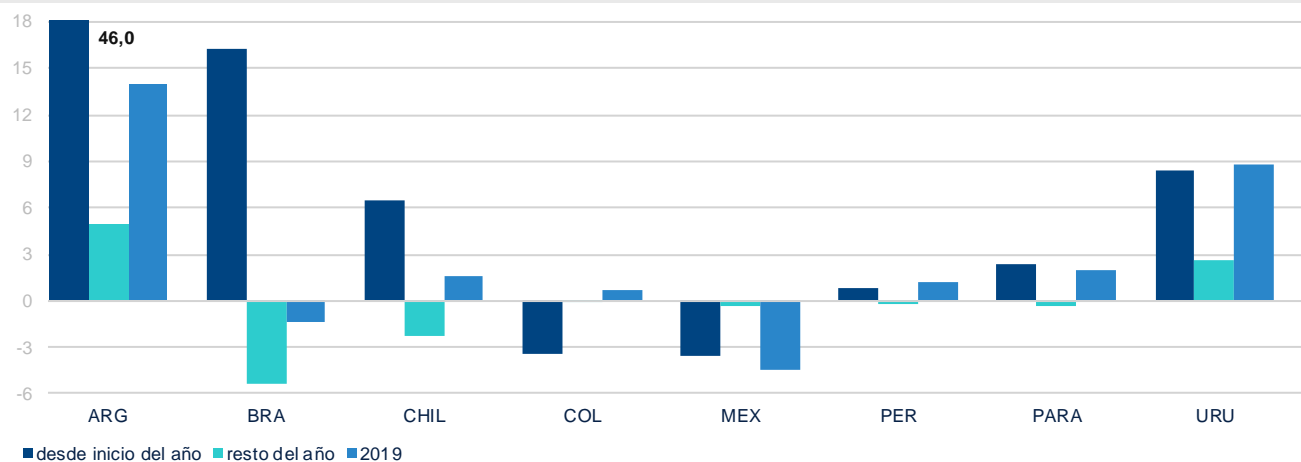
En todo caso, aunque en general las perspectivas son de que las divisas de la región se mantendrán en niveles más depreciados que los anteriormente esperados, vemos margen para que se aprecien en términos reales a partir de ahora, e incluso en términos nominales en Chile y, principalmente, Brasil y México. A esto deben contribuir el proceso de recuperación del crecimiento y la gradual reducción del tono expansivo de la política monetaria en la región. La disminución de la incertidumbre política tras las elecciones presidenciales debería también favorecer a las divisas de Brasil y de México. En este último, además, debe pesar favorablemente la confirmación de un escenario de no ruptura del TLCAN.

Estas perspectivas para las divisas se basan también en nuestras previsiones de materias primas. Vemos margen para que los precios del petróleo, de la soja y del cobre converjan, de aquí hasta el cierre de 2019, a 68 dólares el barril, 349 dólares la tonelada y de 2,9 dólares la libra, respectivamente. En el caso del petróleo, se trata de una previsión 9% superior a la anterior, en línea con los efectos sobre la oferta de crudo de la retirada de EE.UU. del acuerdo nuclear con Irán, y que supondría una caída de 5% en relación al precio actual, algo que se explica por las perspectivas de aumento de la oferta, principalmente de la de EE.UU. Con respecto a la soja, la previsión para el cierre de 2019 está un 6% por debajo de la anterior, reflejando la buena cosecha en EE.UU., la apreciación del dólar y los efectos de las medidas proteccionistas recientemente adoptadas. Asimismo, la convergencia al precio previsto para el final de 2019 representaría un aumento de 17% con respecto al precio actual. En relación con el cobre, la previsión es la misma de hace tres meses; seguimos esperando una reducción de los precios en consecuencia de la moderación del crecimiento en China y la disminución de las posiciones especulativas.

Con todo, nuestras previsiones para los tipos de cambio en América Latina tienen en general un sesgo alcista. Hay una serie de factores que podrían acabar haciendo que las divisas exhiban niveles más débiles que los

proyectados. Entre ellos destacamos un nuevo aumento de la aversión al riesgo global relacionada al proceso de normalización de la política monetaria en las economías desarrolladas, una intensificación de las disputas comerciales (principalmente si afectan a China y al precio de las materias primas), un aumento del ruido político local, la no corrección de los problemas idiosincráticos que han contribuido a las turbulencias recientes en Argentina y Brasil, y un resultado más negativo que el actualmente esperado para México de la renegociación del TLCAN.

Gráfico 2.5 Tipo de cambio nominal: variaciones porcentuales observadas en lo que va de año, esperadas de aquí hasta el cierre de 2018 y esperadas para 2019 (%)*



* Aumentos indican depreciaciones. Las variaciones observadas en lo que va de año son las acumuladas hasta el día 17 de julio. Las esperadas para lo que queda de año son las acumuladas a partir del mismo día.
Fuente: BBVA Research

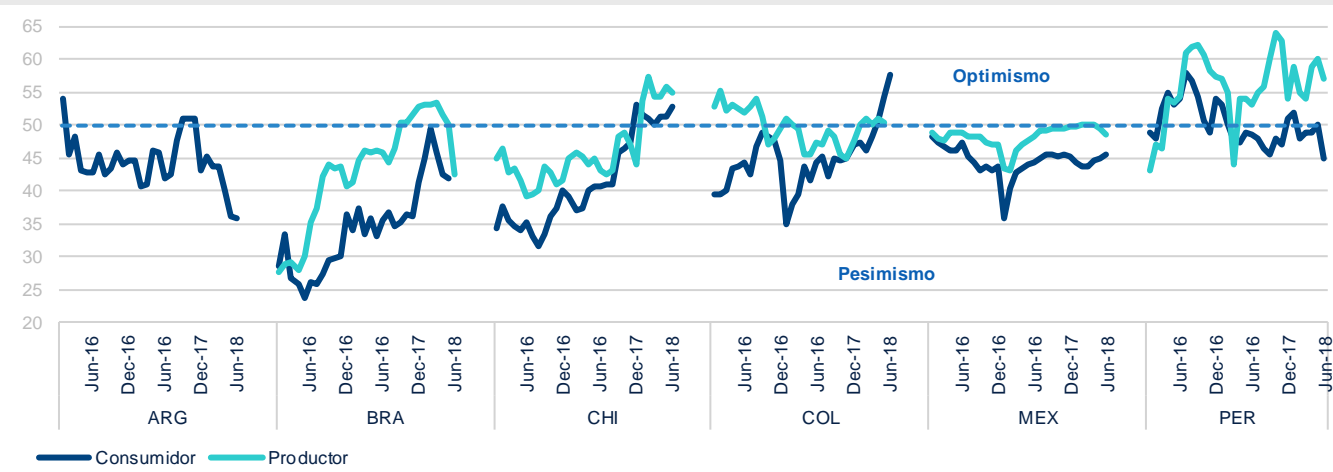
Recuperación heterogénea del crecimiento en América Latina, con recaída en Argentina

El comportamiento de las confianzas de familias y empresas y la evolución de la actividad económica ha sido bastante heterogéneo en América Latina en los últimos meses, con una división entre los países andinos (y, en cierta medida, también México) por un lado, y Argentina y Brasil por el otro.

En cuanto al primer grupo de países, durante el trimestre continuó la recuperación de las confianzas, según se puede observar en el Gráfico 2.6. En el caso de las familias, siguió siendo determinante una inflación reducida y un cierto fortalecimiento de los mercados laborales, que han llevado a una gradual mejora de la renta disponible. Por su parte, en el caso de las empresas, la recuperación se ha visto favorecida por unos precios elevados de las principales materias primas de exportación, pero también por una mayor calma política en los tres países andinos (Gráfico 2.7) tras el proceso electoral en Colombia y el cambio de gobierno en Chile y Perú. Asimismo, en México, los primeros datos de sentimiento después de las elecciones también parecen apuntar a un punto de inflexión a la baja en las elevadas tensiones políticas previas a los comicios (Gráfico 2.8), si bien los indicadores de confianza aún se ven lastrados en ese país a la espera del desenlace de las negociaciones del TLCAN. En este contexto, el crecimiento en los meses recientes ha sido relativamente sólido en Perú, Paraguay y Chile, y ha continuado recuperándose en Colombia, México y Uruguay, aunque con menor brío que los tres primeros. En particular, hemos tenido sorpresas positivas en el crecimiento en el primer trimestre en Colombia y en México, y en el segundo trimestre en Perú.

El diagnóstico es muy diferente en el caso de Argentina y Brasil. El efecto de la volatilidad financiera internacional fue especialmente fuerte en Argentina, como comentamos en la sección anterior y la fuerte depreciación del tipo de cambio, así como el aumento de la inflación (por la depreciación y el aumento de los precios regulados) ha tenido un impacto negativo muy significativo sobre los índices de confianza (Gráfico 2.6). Por su parte, en Brasil, la volatilidad financiera, el paro de los transportistas, así como la debilidad del gobierno y el ruido político también han hecho mella sobre la confianza de hogares y empresas. Es cierto que no se observa un recrudecimiento del ruido político en ambos países (Gráfico 2.8) pero existe el riesgo de tensiones sociales en Argentina por las políticas de ajuste y de un aumento del ruido político en Brasil en la antesala de las elecciones presidenciales (véase la sección de riesgos al final de este informe). En cualquier caso, los elementos mencionados anteriormente ya han empezado a mostrar sus efectos negativos sobre los indicadores de actividad en Brasil en los últimos meses, mientras que en el caso de Argentina anticipamos que se empiecen a observar cuando se publiquen los referidos a junio de este año.

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

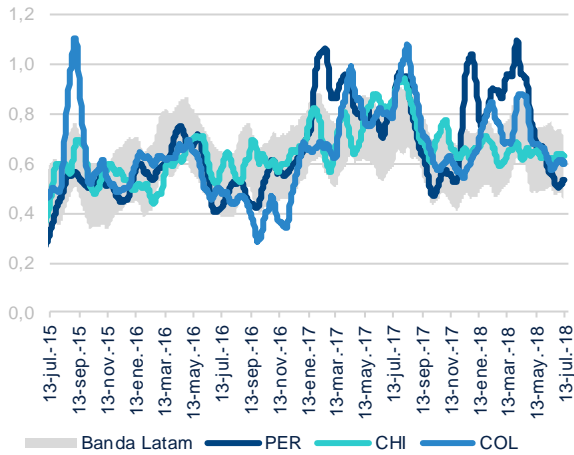


Fuente: BBVA Research

En este contexto de desempeño heterogéneo —como se detalla más adelante en el resumen por países—, hemos revisado al alza las previsiones de crecimiento en Perú, Paraguay, Colombia y México, especialmente por los buenos datos de actividad observados en el primer semestre del año, a lo que se suma, en el caso de Colombia, el apoyo de unos precios del petróleo mayores a los anticipados. Por su parte, el impacto de la volatilidad financiera, más los elementos domésticos mencionados anteriormente nos lleva a revisar a la baja las previsiones de crecimiento en Argentina y Brasil en 2018 y 2019.

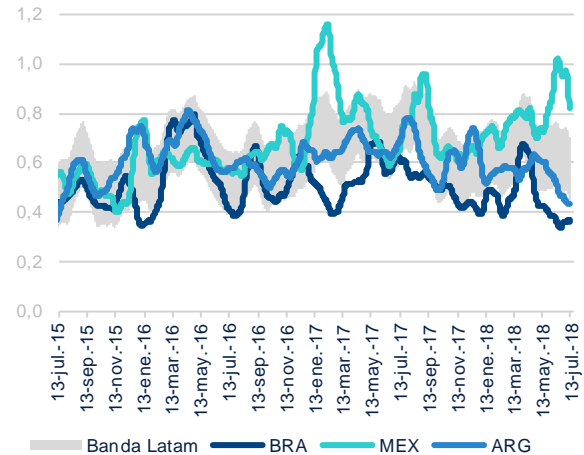
De este modo, el PIB de América Latina en su conjunto crecerá este año 1,3%, cifra muy similar al 1,2% de 2017. Ya en 2019, anticipamos que el crecimiento se recuperaría al 2,1% y alcanzaría un valor más cercano al potencial (entre 2,5% y 3%) en 2020 (Gráfico 1.1). Nuestras nuevas previsiones de crecimiento en 2018 se sitúan 0,1pp por debajo de las que estimamos hace tres meses y 0,5pp inferiores en lo que respecta a 2019. Se pospone, de esta forma el despegue del crecimiento en América Latina que habíamos anticipado ya para este año, pero por el lastre que supone para el promedio que la primera y tercera economía regional ajusten sus previsiones de crecimiento a la baja. El crecimiento en 2018 y 2019 seguirá siendo impulsado por el sector externo, con una perspectiva de precios de materias primas que seguirán siendo favorables 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 como la inversión del sector público, particularmente en países como Colombia o Perú.

Gráfico 2.7 Índice BBVA de tensiones políticas*: Chile, Colombia, 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

Gráfico 2.8 Índice BBVA de tensiones políticas*: Argentina, Brasil, 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

Revisamos a la baja el crecimiento en Argentina y Brasil, pero al alza en México, Colombia, Paraguay y Perú

Si bien muchos países ya alcanzarían su crecimiento potencial en 2019 y 2020, el crecimiento potencial para América Latina se situaría entre el 2,5% y 3%, por debajo de otras regiones emergentes y no suficientemente elevado como para disminuir la brecha de renta per cápita con las economías avanzadas. Esto pone de manifiesto que uno

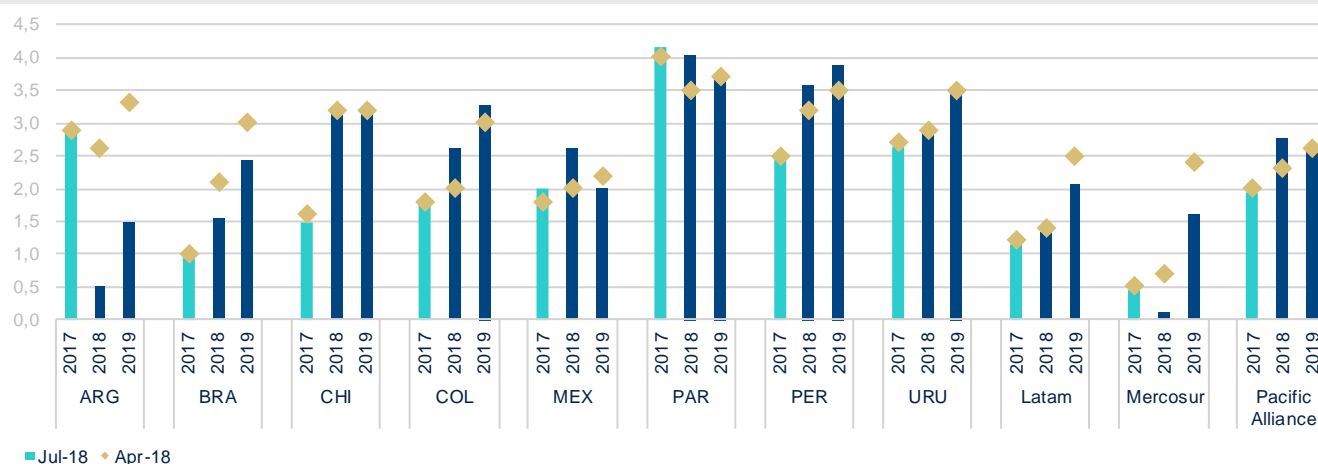
de los principales retos de la región continuará siendo impulsar la agenda de reformas que permita impulsar el crecimiento de la productividad.

Dentro de la región, destacará el dinamismo en 2018-19 de Chile, Perú, Paraguay y Uruguay (Gráfico 2.9). Pero, en general, veremos un crecimiento que irá en aumento entre 2017 y 2019:

- En **Brasil**, el crecimiento en el primer trimestre del año fue menor a lo esperado. A eso se suma el impacto del paro de transportistas, la volatilidad financiera, la mayor debilidad del gobierno y la mayor incertidumbre política, lo que lleva a una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento del 2,1% al 1,6% en 2018 y del 3% al 2,4% en 2019. El crecimiento de esos dos años seguiría sustentado especialmente por el sector externo y la inversión. En este escenario suponemos una reforma de la seguridad social en 2019 mucho menos ambiciosa que la que anticipábamos hace tres meses.
- En **México**, revisamos al alza las previsiones de crecimiento en 2018 del 2% al 2,6%, por el fuerte crecimiento (no anticipado) en el primer trimestre, impulsado por las manufacturas y el sector servicios. Con todo, la previsión de crecimiento en 2019 se revisa a la baja, de 2,2% a 2%, anticipando una caída de la inversión por la incertidumbre tanto alrededor de la negociación del TLCAN como sobre el curso futuro de la política económica del nuevo gobierno.
- En **Argentina**, al efecto negativo de la sequía en 2018 se suma el impacto negativo sobre el crecimiento de la crisis cambiaria y de las necesarias políticas de ajuste monetario y fiscal (más restrictivas que antes). Asimismo, el menor crecimiento en Brasil también representará un lastre significativo. Por ello, revisamos a la baja en la previsión de crecimiento en 2018 (de 2,6% a 0,5%) y en 2019 (de 3,3% a 1,5%). La inversión seguirá siendo uno de los componentes de mayor apoyo al crecimiento y se mantendrá en terreno positivo por los proyectos ya en marcha en el sector energético y los licitados por asociaciones público-privadas.

- En **Colombia**, revisamos al alza las previsiones de crecimiento del 2,0% al 2,6% en 2018 y del 3,0% al 3,3% en 2019 con un consumo del sector privado que crece con mayor fuerza al anticipado, dinámica que se mantendría hacia adelante. Asimismo, la revisión al alza de los precios del petróleo también será un elemento positivo para el crecimiento este año y el siguiente. La aceleración de la demanda interna en la segunda mitad de 2018 y en 2019 será uno de los principales motores del crecimiento.
- En **Perú**, la sorpresa positiva de crecimiento en el segundo trimestre de este año y la recuperación de la confianza empresarial (en un contexto de menor tensión política) nos lleva a revisar al alza las previsiones de crecimiento del 3,2% a 3,6% en 2018. Ya en 2019, principalmente, la construcción del proyecto cuprífero Quellaveco justifica una revisión al alza del 3,5% al 3,9% en el crecimiento. El crecimiento seguirá estando impulsado por la inversión pública y privada.
- En **Chile**, mantenemos la previsión de crecimiento inalterada (3,2% en 2018 y 2019) en un contexto en el que el consumo muestra resistencia, pero la inversión permanece en un proceso lento de recuperación. El crecimiento se verá impulsado tanto por la demanda interna como por el sector exportador.
- En **Uruguay**, mantenemos inalteradas las previsiones de crecimiento en el 2,9% y 3,5% en 2018-19, con un cierto enfriamiento del consumo del sector privado, pero más dinamismo de la inversión del sector público. Con todo, el crecimiento seguirá impulsado por el consumo privado y la inversión privada y pública asociada a la tercera planta de celulosa.
- En **Paraguay**, revisamos al alza la previsión de crecimiento del 3,5% al 4,1% en 2018 y mantenemos la previsión de 3,7% en 2019. La revisión al alza se explica por el buen desempeño de los servicios, generación eléctrica y de algunas ramas manufactureras en lo que va del año. La demanda interna, especialmente la inversión, continuará siendo el principal soporte del crecimiento.

Gráfico 2.9 Países Latam: crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA Research

Inflación en línea con los objetivos en América del Sur, con la principal excepción de Argentina

La inflación se ha movido al alza en los últimos meses en prácticamente todos los países sudamericanos. Han contribuido a esta tendencia alcista factores como los efectos iniciales de la reciente depreciación cambiaria, los mayores precios del petróleo y de los alimentos y el gradual proceso de recuperación de la demanda interna. Asimismo, las presiones inflacionarias recientes han sido reforzadas por los efectos del desabastecimiento generado por el paro camionero de los últimos días de mayo en el caso de Brasil y por el ajuste impositivo realizado en mayo en Perú.

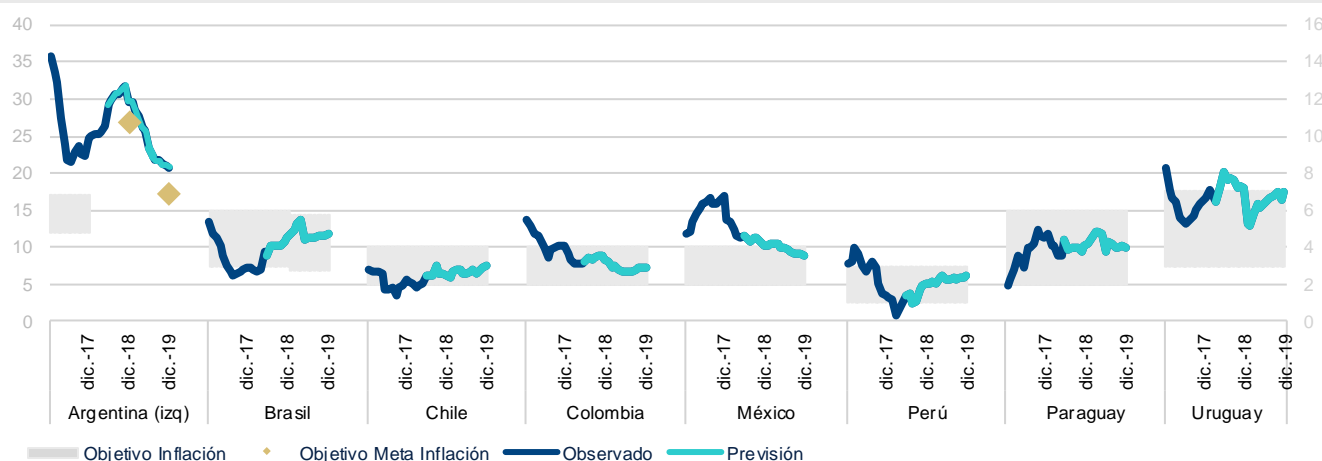
Si bien la inflación en los países de América del Sur se encuentra ahora mismo en niveles más altos que los registrados en los primeros meses del año, siguen en la mayor parte de los casos bajo control, alineadas con los respectivos objetivos oficiales (Gráfico 2.10). Este es caso de Brasil (donde la inflación anual cerró la primera mitad del año en 4,4%), Chile (2,5%), Colombia (3,2%), Paraguay (4,4%) y Perú (1,4%).

La inflación se reduce en México, pero menos de lo anticipado

En contraste con la mayoría de los países sudamericanos, en Uruguay y, principalmente, en Argentina la inflación sigue en niveles elevados. En el primer caso la inflación anual ha alcanzado 8,1% en junio, algo por encima del límite superior del rango objetivo de 7,0%. En el caso argentino, la inflación en junio ha sido de 29,5%, superior a la nueva meta de 27% para 2018, establecida en el seno del reciente acuerdo con el FMI (la meta anterior era de 15,0%), aunque inferior a 32%, nivel que, de alcanzarse, requeriría una consulta con el organismo.

En México la inflación en junio ha sido de 4,6%, todavía por encima del rango objetivo, que va de 2% a 4%, aunque la tendencia siga siendo bajista. La depreciación del peso y los precios de los combustibles siguen presionando a los precios internos, algo más de lo esperado, si bien en general menos que durante el año pasado.

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



El eje izquierdo corresponde a los datos de tipos de interés de Argentina. El eje derecho, a los datos de los demás países.
Fuente: BBVA Research.

Hacia delante, lo más probable es que la inflación siga dentro del rango objetivo en Brasil, Chile, Colombia, Paraguay y Perú. Asimismo, nuestras previsiones actuales para la inflación son algo más altas que las de hace tres meses en los tres primeros casos, en buena parte por el efecto combinado de una mayor debilidad de las divisas locales y de precios del petróleo más elevados. En el caso de Paraguay las previsiones actuales para la

inflación son ligeramente inferiores a las anteriores, mientras que en el caso de Perú son idénticas (para las previsiones actuales, véanse el Gráfico 2.10 y la tabla de previsiones al final de este informe; para las previsiones anteriores, véase nuestro [informe Situación Latinoamérica del segundo trimestre](#)).

En Argentina, México y Uruguay, a pesar de las distintas peculiaridades locales, las perspectivas generales son de que se moderen las presiones inflacionarias a lo largo del horizonte de previsiones. En el caso argentino la inflación debe empezar a dar señales más claras de desaceleración a partir del cierre de 2018, tras el traspaso a los precios internos de la fuerte depreciación del peso registrada en los últimos meses, al menos si se confirman las expectativas de relativa estabilidad del tipo de cambio a partir de ahora. Asimismo, tomando en cuenta los relevantes cambios en el entorno macroeconómico del país, hemos revisado nuestras previsiones de inflación para el país significativamente al alza, de 19,8% a 29,6% en 2018, y de 13,5% a 20,8% en 2019. Estas estimaciones actuales se encuentran por encima de las metas centrales recientemente acordadas con el FMI (27% y 17%, respectivamente, en 2018 y 2019), aunque no superan los límites superiores establecidos (32% y 21%).

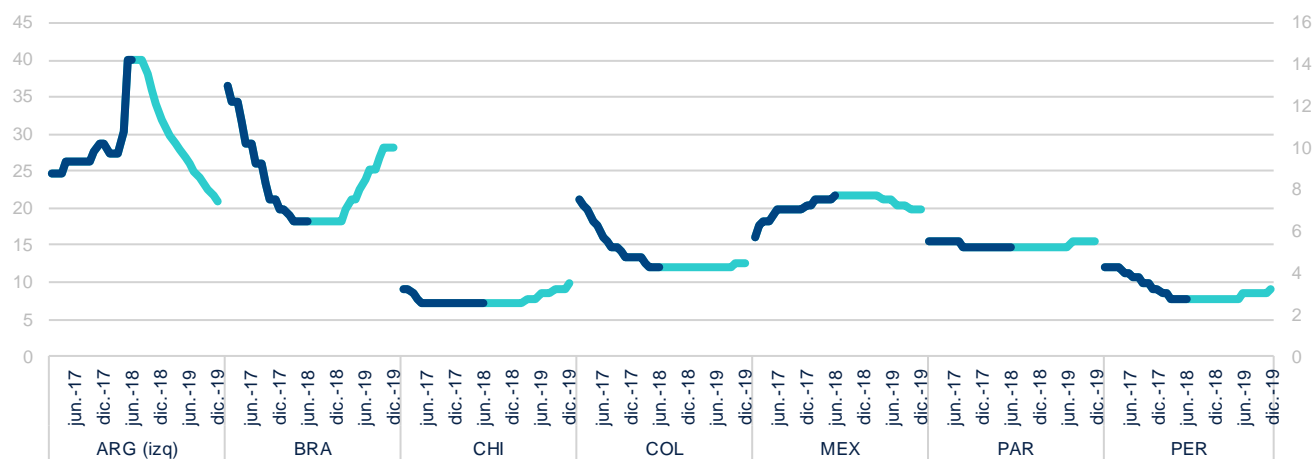
En el caso de México, si bien seguimos previendo que la inflación continuará moderándose, hemos revisado al alza las previsiones para 2018, desde 3,8% a 4,1%, y para 2019, desde 3,5% a 3,6%. Como en otras economías de la región, la mayor depreciación cambiaria y el repunte en el precio del crudo están detrás de las revisiones alcistas de las previsiones para la inflación.

Cambio de ciclo monetario y subidas de tipos de interés en América del Sur en 2019, salvo Argentina

Se ha reducido en los últimos meses el margen para el mantenimiento de políticas monetarias expansivas en América Latina. En gran parte, esto se debe a la continuidad del proceso de normalización de la política monetaria en los países desarrollados y el relacionado aumento de la aversión al riesgo global, que han recientemente contribuido a la depreciación de las divisas latinoamericanas y a aumentar las presiones inflacionarias. En el mismo sentido, en el caso de México, han pesado también las dudas sobre el resultado de la renegociación del TLCAN. A esta mayor aversión al riesgo global se une el regreso de la inflación a los objetivos de los bancos centrales y el fortalecimiento de la demanda interna, lo que en conjunto empujará a los bancos centrales a un tono menos acomodaticio de la política monetaria hacia adelante.

Como se ha destacado anteriormente, Argentina ha sido la más desfavorecida por los cambios recientes en el entorno. El banco central se vio obligado a aumentar los tipos de interés de política monetaria desde 27,25% hasta 40,0% en una sola semana al cierre de abril e inicio de mayo, cuando el peso empezó a depreciarse de manera más significativa. Luego, tras la formalización del acuerdo con el FMI y el cambio en la dirección de la autoridad monetaria, se han tomado una serie de medidas para mejorar el funcionamiento de los mercados cambiarios, se ha iniciado la estrategia de bajar el stock de LEBAC (las Letras del Banco Central) y, más recientemente, se ha comunicado que el sistema de metas de inflación se complementará con un seguimiento de la evolución de los agregados monetarios y la utilización de los encajes bancarios como herramienta adicional de política monetaria. Considerando todo esto, prevemos que se mantendrán los tipos en 40% en el corto plazo y que convergerán a 32% al final de este año y a 21% al cierre de 2019, en la medida que se reduzcan los riesgos inflacionarios y, sobre todo los, cambiarios (Gráfico 2.11).

Gráfico 2.11 Tipos de interés: observado y previsto (a/a %)



El eje izquierdo corresponde a los datos de tipos de interés de Argentina. El eje derecho, a los datos de los demás países.
Fuente: BBVA Research.

También en Brasil la política monetaria tuvo que adaptarse al nuevo contexto, aunque en este caso los ajustes no hayan sido tan pronunciados. En concreto, el Banco Central de Brasil ha decidido mantener los tipos SELIC en 6,50% en mayo en lugar de recortarlos en 25 pb más como había señalado anteriormente. Ante las mayores presiones inflacionarias, el proceso de endurecimiento gradual de las condiciones monetarias debe empezar antes y ser más agresivo de lo esperado: prevemos ahora que se inicie en el primer trimestre de 2019 y alcance 10,0% al cierre del año.

De manera similar, en Colombia ahora vemos más probable que los tipos de interés sigan en 4,25% en 2018 y que ajusten ligeramente al alza, hasta 4,50% durante 2019 (hace tres meses nuestra previsión era que se recortarían a 4,0% en 2018 y seguirían en este nivel hasta al menos el cierre de 2019). Asimismo, en el caso de Colombia, el mayor crecimiento esperado también contribuirá a que el tono de la política monetaria sea menos expansivo que lo previsto hace tres meses.

Aunque el entorno para la conducción de la política monetaria sea ahora más desafiador que antes, seguimos esperando que los tipos de interés se mantengan en los niveles actuales en Chile, Paraguay y Perú hasta mediados de 2019, cuando un ajuste alcista de, respectivamente, 100pb, 25pb y 50pb llevaría los tipos a, respectivamente, 3,5%, 5,5% y 3,25% a finales de año.

Así, en 2019, cuando la actividad económica habrá recuperado al menos parte del dinamismo perdido en los años recientes y los tipos de interés en las economías desarrolladas se sigan ajustando al alza, la mayoría de los países de la región debe exhibir un cambio del ciclo monetario: la fase de estabilidad de los tipos dará lugar a un ciclo de retirada gradual del estímulo monetario inyectado en los años anteriores.

Argentina y México retomarán el ciclo de bajadas de tipos de interés en unos meses, a medida que se reduzcan los riesgos inflacionarios

El caso de México, como el de Argentina, será distinto. Tras los significativos y en cierta medida inesperados aumentos anunciados por Banxico desde el cierre de 2015, la tasa de fondeo ha subido de 3,0% a 7,75%. Este proceso de endurecimiento de las condiciones monetarias estuvo determinado por el fuerte aumento de las presiones inflacionarias, causadas mayoritariamente por la depreciación del peso provocada por la renegociación del TLCAN y por la incertidumbre electoral. Si bien pensamos que el ciclo alcista ha llegado ya a su fin y que la autoridad

monetaria podrá inaugurar un ciclo bajista a mediados de 2019, hay un riesgo de que nuevas tensiones en los mercados cambiarios obliguen a Banxico a anunciar dosis adicionales de endurecimiento monetario. Así, en nuestro escenario base los tipos de interés de referencia alcanzarían 7,0% al cierre de 2019 y seguirían convergiendo a niveles neutrales en los años siguientes.

Los riesgos externos aumentan, especialmente los asociados al proteccionismo y los financieros

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 el proteccionismo y su impacto sobre los flujos comerciales globales, así como el riesgo de un endurecimiento de las condiciones de financiación internacional. Por el lado interno, los riesgos se mantienen, especialmente el relacionado con un retraso en la inversión pública y privada, mientras que el riesgo de un mayor ruido político aumenta en Brasil y disminuye en los países andinos y México.

En cuanto al primer grupo de riesgos, proveniente del lado externo, el mayor riesgo lo constituye el incremento de las tensiones comerciales y su transformación en una guerra comercial. Como se mencionaba en la sección global al inicio de este informe, ese riesgo se ha intensificado en las últimas semanas tras las medidas adoptadas por EEUU y la respuesta de China, pero involucra potencialmente a otros países. Una guerra comercial terminaría teniendo no sólo consecuencias directas sobre la actividad económica sino también indirectas sobre las confianzas y el apetito por el riesgo en los mercados internacionales.

Los riesgos internos aumentan en Argentina y Brasil. Relativamente estables en el resto de países

Además del riesgo proteccionista, un entorno financiero más volátil e incierto (en parte por la posibilidad de una guerra comercial) en medio de un proceso de normalización monetaria en EEUU y (más adelante) en Europa, podría aumentar significativamente la aversión global al riesgo y disminuir bruscamente los flujos de entradas de capitales. Por último, se mantiene el riesgo ligado a un ajuste brusco de la economía china, pues sus desequilibrios y su endeudamiento siguen siendo elevados, al tiempo que algunas de las medidas para responder a una guerra comercial con EEUU podrían retrasar el desapalancamiento y reestructuración económica en ese país.

Por el lado interno en América Latina, sigue tomando un papel destacado el ruido e incertidumbre política en el caso de Brasil, a las puertas del proceso electoral de este año. Con todo, el riesgo de un mayor ruido político ha disminuido después del cambio de gobierno en Chile y Perú, o después de las elecciones en Colombia y México, como se puede apreciar en los Gráficos 2.7 y 2.8. Asimismo, se mantiene en Argentina el riesgo de un aumento de las tensiones sociales, en un contexto de políticas monetarias y fiscales más restrictivas.

En parte relacionado con las tensiones políticas y cambios de gobierno, el posible retraso de los proyectos de infraestructuras en países como Perú o Colombia representa también un riesgo significativo sobre el crecimiento en el horizonte de previsión, en la medida que la inversión es uno de los soportes principales del crecimiento al menos en los próximos dos años.

3. Tablas

Tabla 3.1 Previsiones macroeconómicas

PIB (% a/a)

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

Inflación (% a/a, final de periodo)

	2016	2017	2018*	2019*
Argentina	39,4	24,8	29,6	20,8
Brasil	6,3	2,9	4,5	4,7
Chile	2,7	2,3	2,5	3,0
Colombia	5,7	4,1	3,3	3,0
México	3,4	6,8	4,1	3,6
Paraguay	3,9	4,5	4,1	4,0
Perú	3,2	1,4	2,0	2,4
Uruguay	8,1	6,6	7,2	7,0

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

	2016	2017	2018*	2019*
Argentina	15,8	17,7	28,9	32,9
Brasil	3,35	3,30	3,65	3,60
Chile	667	637	640	650
Colombia	3010	2991	2880	2900
México	20,7	18,7	18,8	18,0
Paraguay	5718	5515	5700	5811
Perú	3,40	3,25	3,26	3,30
Uruguay	28,8	28,9	32,0	34,8

Tipos de Interés (% , final de periodo)

	2016	2017	2018*	2019*
Argentina	24,75	28,75	32,00	21,00
Brasil	13,75	7,00	6,50	10,00
Chile	3,50	2,50	2,50	3,50
Colombia	7,50	4,75	4,30	4,50
México	5,75	7,25	7,80	7,00
Paraguay	5,50	5,25	5,30	5,50
Perú	4,25	3,25	2,80	3,30
Uruguay**	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Cuenta Corriente (% PIB)

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

Saldo Fiscal (% PIB)

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

Precio promedio materias primas

	2016	2017	2018*	2019*
Petróleo (Brent USD/Barril)	44,8	54,4	72,1	70,3
Soja (USD/ton)	363	359	352	343
Cobre (USD/LIBRA)	2,20	2,80	3,04	2,91

"Previsiones". ** Uruguay establece su política monetaria a través de agregados monetarios, no con un tipo de interés objetivo.
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

Guillermo Sanz
guillermo.sanz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
luana.tellez@bbva.com

Mexico
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Peru
Francisco Grippa
fgrippa@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
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

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

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Francisco Grippa
fgrippa@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