

# INFORME AMÉRICA LATINA 1T16: Otro año para el olvido

- La actividad económica de América Latina se mantiene aletargada, de la mano de mayores caídas en los precios de materias primas, lo que nos ha llevado a corregir a la baja nuevamente la proyección para este año. Esperamos una contracción de 0,2% para la región, no muy distinto al desempeño de 2015. Al considerar las siete economías de mayor tamaño; esto es, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela, se estima una contracción de 0,6%. Esto se en un contexto de bajo crecimiento mundial, especialmente de China, y de casi nulo espacio de políticas económicas contra-cíclicas en la región. Destaca, nuevamente, la fuerte recesión de Brasil y las menores perspectivas respecto al informe anterior para el resto de las economías relevantes, con excepción de Argentina, debido al cambio en su política económica.
- Detrás del pobre desempeño económico y las débiles perspectivas, se encuentran la nueva abrupta caída en los precios de materias primas y la persistencia de conflictos políticos y sociales en varios países. Ello llevó a nuevos deterioros en la confianza, desacelerando la inversión y mermando el consumo de hogares. Es importante hacer ver que los precios de los productos básicos no volverán a las cifras registradas en los últimos diez años, por lo que la región debe adaptarse a este nuevo escenario e introducir mayor responsabilidad en sus gastos. Un aumento en el ritmo del crecimiento se lograría a través de mejoras en la productividad de factores, buscando elevar la eficiencia y reduciendo rigideces. La mayoría de las economías no tienen espacio fiscal para impulsar sus economías, ya que los ingresos del sector público han caído de manera importante, producto del menor precio de *commodities*.
- En términos de inflación, la región en general continúa presentando cifras por sobre las metas definidas por los bancos centrales, lo que ha llevado a la mayor parte de ellos a comenzar a retirar el estímulo monetario. El principal factor tras el aumento de precios ha sido las fuertes depreciaciones en monedas y aumentos en los precios de alimentos, debido a la sequía ocasionada por el fenómeno del Niño. Brasil podría aumentar una vez más su tasa de política, dejándola en 14,75%, para reafirmar su compromiso con la contención de la inflación. Colombia, Chile México y Perú, en tanto, comenzaron procesos de alzas, las que de todas formas serían muy graduales, debido a demandas internas muy débiles.
- Las monedas continuaron mostrando altas volatilidades, y se deprecian algo más respecto de los registros del trimestre anterior. Esto, en línea con mercados que han incorporado un comienzo para la normalización de tasas por parte de la Fed

**Sergio Lehmann**

Economista Jefe Corporación BCI

**Francisca Pérez**

Economista Senior

**Antonio Moncado**

Economista

**Felipe Ruiz**

Economista

[economia@bci.cl](mailto:economia@bci.cl)

## Proyecciones de Crecimiento Global

(variación anual, porcentaje)

Crecimiento PIB	2015		2016		2017
	4T15	1T16	4T15	1T16	4T15
EE.UU.	2.4	2.4	2.3	2.3	2.4
Zona Euro	1.4	1.4	1.7	1.6	1.7
Japón	0.6	0.6	1.0	0.9	0.3
China	6.9	6.9	6.5	6.5	6.3
India	7.3	7.4	7.5	7.8	7.7
América Latina	-0.4	-0.4	0.7	-0.2	1.9
América Latina 7 (*)	-0.8	-0.8	0.4	-0.6	1.7
Chile	2.0	2.0	2.0	2.0	2.5
Argentina	0.4	1.1	-0.7	0.0	2.5
Brasil	-3.2	-3.8	-1.0	-3.5	0.0
Colombia	2.5	2.8	2.6	2.3	3.0
México	2.2	2.4	2.8	2.6	3.1
Perú	2.4	2.7	3.2	3.0	3.7
Venezuela	-10.0	-10.0	-6.0	-8.0	0.5
Mundo (PPP)	3.0	3.1	3.3	3.2	3.5

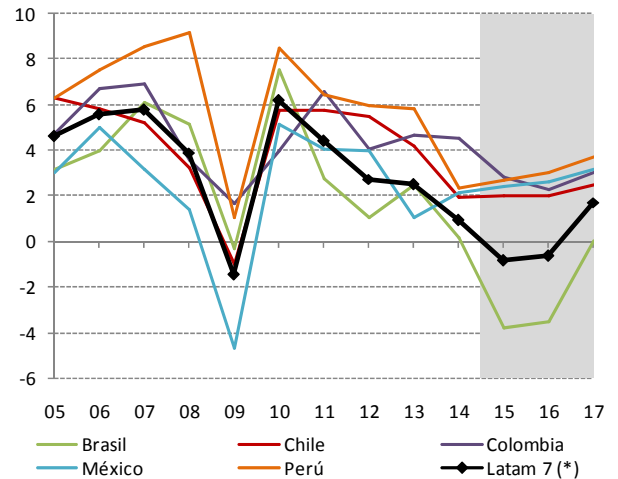
(\*) Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fuentes: Bci Estudios, Consensus Forecasts y FMI.

de EE.UU., hacia la primera mitad del próximo año.

- La posición de solvencia de la región se volvería a deteriorar durante 2016, debido a la nueva caída en precios de *commodities*, llevando a gran parte de las economías a realizar ajustes importantes en sus gastos, escenario al cual la región debe adaptarse ya que los precios de las materias primas mantendrían niveles bajos en los próximos dos años. Para Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, Ecuador y México es necesario que moderen sus déficits fiscales y deuda pública, al tiempo que además balanceen sus déficits en la cuenta corriente, especialmente Colombia. De no ser así, podrían registrarse bajas en clasificación de riesgo que elevarían los costos de financiamiento externo, llevando a nuevos deterioros en las perspectivas económicas.
- Otro año de debilidad en la región, tiene impactos relevantes para Chile en términos de comercio exterior, flujos de capitales y sobre el resultado de las empresas chilenas con inversiones en la región. El desempeño de Brasil es especialmente importante, dado el efecto contagio que produce sobre los mercados financieros latinoamericanos, en especial en lo que respecta a los flujos de inversionistas extranjeros, donde representa el 45% del total de flujos que entran a la región. A su vez, el peso chileno muestra una correlación en torno a 60% con el real y entre los flujos regionales y Chile es entre 90-97%.

**Evolución y Proyecciones de Crecimiento Económico**  
(variación anual, porcentaje)

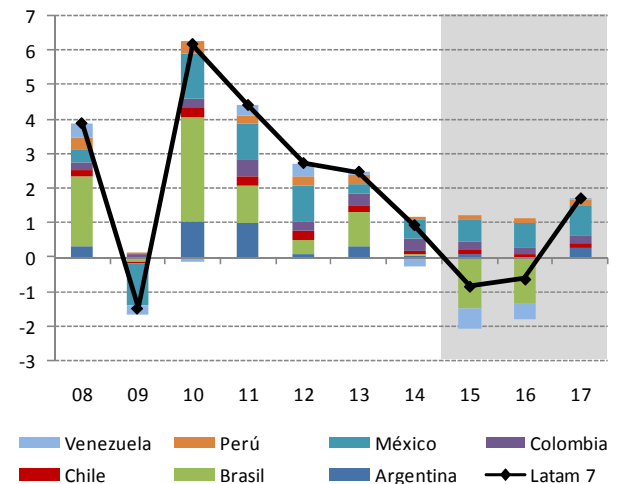


(\*) Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.  
Fuentes: Bci Estudios, Consensus Forecasts y FMI.

## ESCENARIO REGIONAL

Durante 2015, el desempeño en la actividad regional fue decepcionante, liderado principalmente por Brasil, que se encuentra en la peor recesión de su historia. La región comenzó a fines de 2014 un importante ajuste, al tiempo que se daba inicio a un ciclo de precios de materias primas bajo, el que ha golpeado con fuerza a la mayoría de los países latinoamericanos. A esto se sumaron factores idiosincráticos poco favorables, en medio de conflictos políticos complejos en varios países de la región. Sobre la base de ello, se ha evidenciado que a nivel general la institucionalidad se muestra débil, lo que impacta negativamente la inversión, tanto externa como de agentes locales. Para este año, las perspectivas regionales no muestran una mejora en comparación con 2015, manteniéndose una importante divergencia entre los países. Se corrige a la baja las perspectivas de crecimiento para la región, la cual se contraería por segundo año consecutivo. El principal factor externo para explicar el débil desempeño latinoamericano, continuará siendo el bajo precio de los *commodities*. Recién hacia fines de 2016 o comienzos de 2017 mostrarían un repunte más significativo, dada la mayor debilidad de la demanda china y la lenta respuesta de la oferta al nuevo escenario. Cabe consignar que en términos reales, los precios se encuentran en niveles históricamente bajos. El petróleo en particular, alcanza cifras reales registradas en gran parte de los 80s. En el plano regional, las políticas económicas estimulativas tienen poco espacio. Del lado fiscal, ha sido evidente el deterioro de las cuentas, entendiéndose que parte importante de los ingresos públicos en la región vienen de los *commodities*. Por el lado de la política monetaria, la alta inflación, asociada a esencialmente los fuertes aumentos de tipo de cambio no

**Contribución al Crecimiento de LatAm 7**  
(variación anual, porcentaje)



Fuentes: Bci Estudios, Consensus Forecasts y FMI.

tiene holguras para actuar. A esto se suma confianzas empresariales y de consumidores muy deteriorados, que vienen de la mano con una mala evaluación de la política, pobre diseño de medidas económicas y fuerte baja en términos de intercambio.

Este año no habrá carnaval en Brasil; al menos con la misma alegría de siempre. La mayor economía de la región se habría contraído cerca de 4% en 2015, y volvería a mostrar otro año de profunda caída; esta vez en torno a 3,5%. Esto implica una fuerte corrección a la baja respecto a nuestro informe anterior. La elevada inestabilidad política, debido a los escándalos de corrupción que continúan apareciendo y el posible *impeachment* de la Presidenta Rousseff, han casi paralizado al Congreso brasileño, dejando muy pocos espacios para avanzar en materia reformas. Por otro lado, la renuncia del Ministro de Finanzas, debido a la resistencia del Congreso de ajustar gastos, una imperiosa necesidad para dar sostenibilidad a la deuda pública, aumentan la probabilidad de que la meta para el déficit fiscal tampoco se cumpla este año. Frente a ello, Moody's se sumaría a S&P y Fitch, quitándole el grado de inversión a Brasil. En Argentina, luego de las elecciones presidenciales y los cambios que ha realizado el gobierno en la conducción macroeconómica, esperamos mejores perspectivas. No habría una mejora significativa en el crecimiento, pero dejaría de mostrar caídas en su producto. Esto, de la mano de un menor gasto fiscal y menores distorsiones en la economía, que ayudarían a ir gradualmente recuperando la confianza de agentes locales y externos, que vendría de la mano con un aumento tímido de las inversiones. Colombia crecería cerca de 2,3% este año, mostrando un crecimiento bastante por debajo de su potencial. Esto se asocia principalmente al debilitado sector energético y su impacto en el sector minero y fiscal, a lo que se suma la política contractiva que ha adoptado el Banco Central en lo último, respondiendo a la alta inflación y necesidad de ajuste en el gasto. Respecto a México, si bien se han vuelto a corregir a la baja las proyecciones de crecimiento para este año a 2,6%, es la economía que sigue presentando menores riesgos a la baja, ya que el dinamismo de la economía norteamericana le entregaría mayor apoyo al sector manufacturero y exportador, compensando en parte la merma del sector energético. Perú, en tanto, crecería 3% este año, registrando una leve corrección a la baja. Esto se encuentra en línea con un sector minero bastante disminuido, a pesar de la entrada de nuevas operaciones durante el primer trimestre, un sector construcción menos dinámico del esperado y el retiro de estímulo monetario por parte del Banco Central.

Respecto la política monetaria, en la región comenzó un importante ajuste monetario durante la segunda mitad del año en la mayoría de los países. Esto refleja de una elevada y persistente inflación, la cual escaló por sobre los techos de los rangos metas de manera rápida, frente a la depreciación de las monedas. México, por su parte, si bien tiene un nivel de inflación bajo y controlado, decidió comenzar un ciclo de alzas de tasas, en línea con la normalización monetaria de EE.UU., para evitar un menor diferencial de tasas de interés y mayores presiones sobre su moneda.

## ARGENTINA

El cambio de gobierno en Argentina, con Mauricio Macri de presidente, ha generado expectativas de una renovada conducción

## Indicadores de Solvencia Macroeconómica 2016

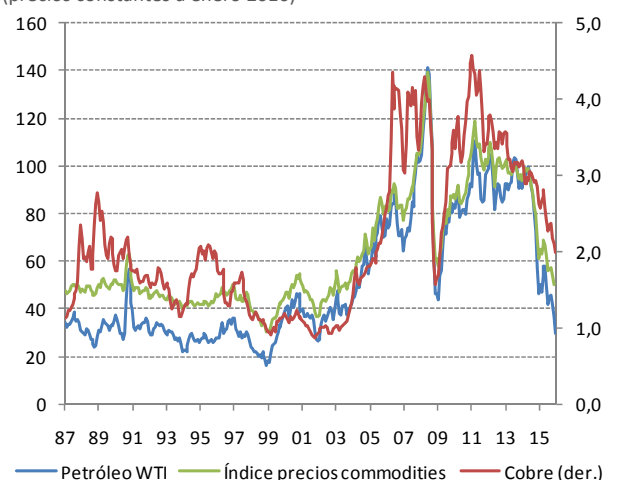
	Balance Fiscal	Deuda Pú. Bruta	Cta. Cte.	Deuda Externa
	(% PIB)	(% PIB)	(% PIB)	(% PIB)
Argentina	-4.8	55.1	-1.6	26.7
Bolivia	-2.2	41.8	-5.0	29.0
Brasil	-5.4	74.5	-3.8	42.6
Chile	-3.6	20.0	-1.6	61.0
Colombia	-1.8	48.9	-5.3	27.3
Costa Rica	-6.3	46.3	-3.9	36.0
Ecuador	0.6	40.4	-2.8	29.2
Guatemala	-2.0	25.5	-1.9	26.4
México	-3.6	52.1	-2.0	39.3
Paraguay	-1.4	24.2	-1.9	47.7
Perú	-1.1	24.6	-3.8	36.2
Uruguay	-3.4	65.3	-3.7	45.5
Venezuela	-8.7	44.1	-1.9	49.3

	Reservas Inter.	CDS a 10 años	Rating Deuda Soberana
	(% PIB)	(spread)	(S&P)
Argentina	4.8	--	Default Select.
Bolivia	33.2	--	BB
Brasil	24.9	537	BB+
Chile	15.3	180	AA-
Colombia	16.2	350	BBB
Costa Rica	12.5	482	BB
Ecuador	3.0	--	B
Guatemala	10.9	460	BB
México	14.7	257	BBB+
Paraguay	20.1	--	BB
Perú	29.2	274	BBB+
Uruguay	34.0	255	BBB
Venezuela	0.9	6354	CCC

Fuentes: Bci Estudios, Bloomberg, FMI y Moody's.

## Precios de materias primas reales

(precios constantes a enero 2016)



Fuentes: Bci Estudios y Bloomberg.

política que favorezca la apertura a los mercados internacionales. Sin embargo, esta transición requiere de importantes ajustes económicos que mantendría debilitada la actividad económica en el corto plazo. La eliminación del control cambiario (cepo) ha sido una de las medidas necesarias para converger a un tipo de cambio único en un intento por dotar de mayor transparencia a los mercados financieros.

La devaluación de 38% en el tipo de cambio oficial, luego de la liberalización del peso, entregaría un impulso adicional al sector exportador, aunque una ralentización del consumo privado mantendría acotado los espacios de crecimiento para la actividad en el corto plazo. Asimismo, la efectividad de las reformas económicas estará sujeta a la resistencia política, considerando mayoría opositora en el parlamento. De la misma manera, se podrían aplazar algunas medidas de austeridad fiscal destinadas a subsanar cuentas macroeconómicas.

Entre las medidas económicas a implementar durante este año se encuentran la eliminación de algunos controles de precios, la resolución de conflictos con acreedores internacionales, la eliminación gradual de controles de capital, la reducción de impuestos a la importación (particularmente en el sector agrícola) y una mayor apertura bancaria. Para plazos más largos, los objetivos se centran en atraer la inversión extranjera, mediante el establecimiento de un marco institucional y regulatorio transparente. Los mecanismos apuntan a incrementar las relaciones comerciales con Latinoamérica, Europa y Asia.

Por su parte, los desafíos monetarios son relevantes. Junto con la eliminación del cepo cambiario, el Banco Central incrementó las tasas de referencia con la finalidad de evitar disrupciones adicionales en el mercado. Considerando los esfuerzos para mejorar el sistema de estadísticas y generar una nueva medición para la inflación, la autoridad monetaria deberá lidiar con las presiones alcistas en precios - derivadas de la devaluación cambiaria - en un escenario de debilidad en actividad. Por su parte, las reservas del Banco Central suponen un desafío inmediato. Tras la devaluación las reservas se ubican en torno a US\$ 25bn. y acuerdos agrarios permitirían recaudar US\$ 5bn. adicionales en préstamos de bancos externos. En adelante, la eliminación de rigideces para el comercio exterior permitiría incrementar el stock destinado a reservas internacionales.

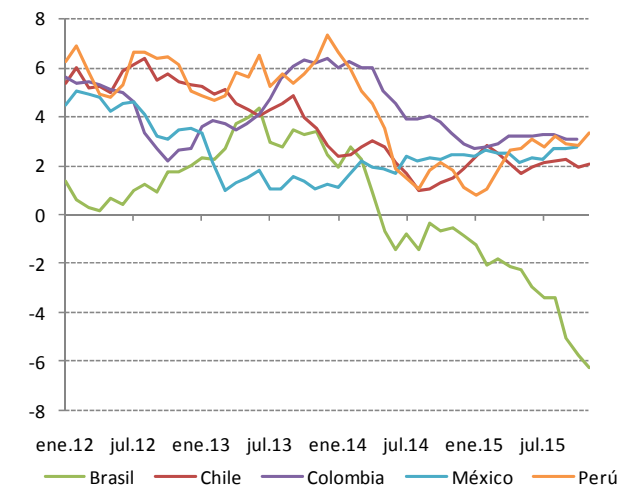
En lo inmediato hacer frente al déficit fiscal - que en 2015 se ubicaría en torno a 5% del PIB -, sugiere la materialización de medidas de austeridad fiscal, a la vez que los ingresos fiscales se reducen ante una menor actividad económica y la reducción de 35% a 30% de los impuestos para la exportación de soya. Con todo, la actividad continuará débil durante el año y las expectativas apuntan a una gradual recuperación hacia 2018 en función de la efectividad de las medidas económicas y el grado de apertura a los mercados internacionales.

## BRASIL

El 2015 fue uno de los peores años de la historia para Brasil. La actividad se habría contraído cerca de 3,8%, la inflación se ubica sobre el 10% anual, la Presidenta se encuentra en un proceso para una posible destitución y perdió el ansiado "grado de inversión" por parte

## Índices de actividad

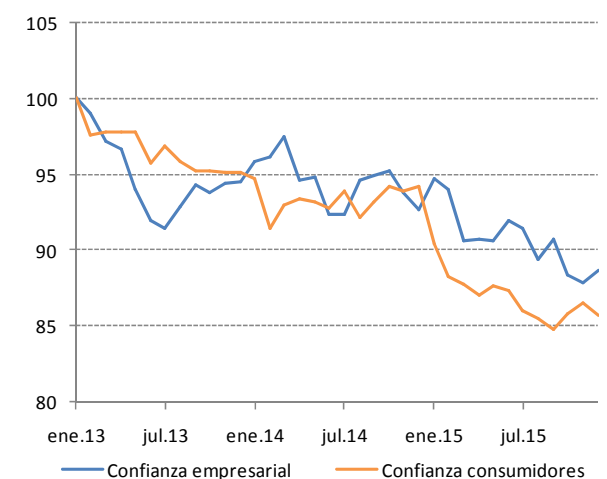
(promedio móvil 3m, variación anual)



Fuentes: Bci Estudios y Bloomberg.

## Indicadores de Confianza de América Latina (\*)

(índice ene.13=100)



(\*) Índices incluyen a Brasil, Chile, Colombia, Perú y México.

Consumidores excluye Perú.

Fuentes: Bci Estudios, Adimark, Banco Central de Perú, Bloomberg e ICARE.

de S&P y Fitch. Esta situación que no mejoraría en durante este año. El comienzo del 2016 se ha vuelto a opacar con el resurgimiento de las protestas ante el alza de precios en servicios públicos, situación que debería continuar durante el resto del año. Y si bien pareciera que el proceso de *impeachment* contra la presidenta se encuentra algo más contenido, será en febrero, cuando el Senado vuelva de vacaciones, que se verá como el proceso comienza a desarrollarse. Debido a que el proceso se traspasó a la Cámara de Senadores, donde el partido de los Trabajadores tiene mayoría, la probabilidad que se destituya a la presidenta ha disminuido, aunque continúa siendo un escenario muy plausible. Así, vemos que el país se contraería cerca de 3,5% durante este año, mostrando alguna leve recuperación recién hacia 2017, aunque creciendo por debajo del 1%. La demanda doméstica continuará contrayéndose, ligada a una menor inversión y caída en el consumo tanto privado como público. El sector externo, por su parte, también se mantendrá débil debido a la menor demanda externa y la caída de los precios de las materias primas, como el petróleo, hierro y soya. La fuerte crisis política, desencadenada por los escándalos de corrupción en diversas empresas públicas, se mantendrá por el resto del 2016, a medida que comiencen a desarrollarse los juicios políticos y penales. Lo que va a mantener muy deprimidas las expectativas empresariales y de consumidores. A esto se suma el rápido deterioro del mercado laboral, tendencia que continuaría por los próximos meses.

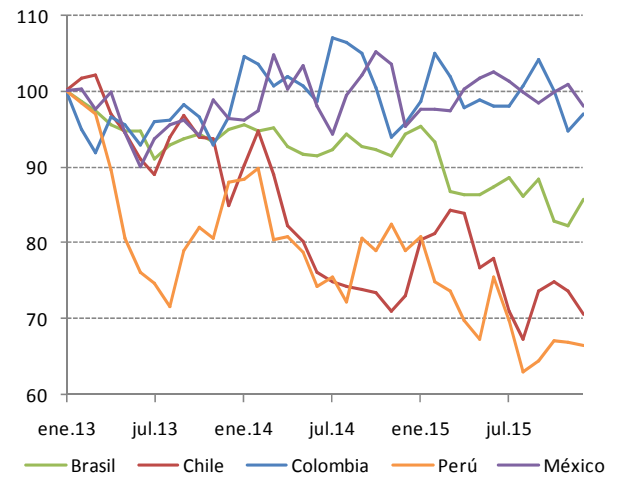
Todo lo anterior se enmarca en la pérdida del grado de inversión por parte de Fitch en diciembre y la inminente rebaja de clasificación por parte de Moody's en la primera parte de este año. Esto debido al fuerte deterioro de sus cuentas fiscales, donde la deuda pública superaría el 70% del PIB en 2016 - nivel elevado para una economía emergente de medianos/bajos ingresos -, un déficit fiscal que podría llegar al 8% durante este año, y un nuevo Ministro de Hacienda más heterodoxo y a favor de las medidas económicas no tan restrictivas para Brasil. Para muchos agentes sería la rebaja por parte de Moody's, la pérdida completa del grado de inversión, lo que podría acentuar en el margen las salidas de capitales del país, aún más al Real brasileiro, profundizando la recesión y presionando aún más las cuentas fiscales. Hay que agregar que el costo de financiar la deuda fiscal ha ido aumentando desde 2014, debido a mayores *spreads* externos y aumentos de tasas a nivel local.

Con una inflación que terminó sobre el 10% anual en 2015, debido al término de algunos subsidios en precios controlados, junto con aumentos en precios de alimentos y expectativas para 2016 cercanas al 7%, el mercado se encontraba dividido respecto a un aumento de la tasa de política monetaria en 50pb por parte del Banco Central, situación que no ocurrió finalmente. Del comunicado se extrae un tono más *hawkish*, debido a que hay dos gobernadores dispuestos a subir la tasa. De esta forma, creemos que durante la primera mitad del año debería haber un último aumento de 50pb en la tasa, ubicándola en 14,75%, para luego mantenerla por el resto del año. Mayores aumentos podrían profundizar aún más la recesión y provocar un efecto indeseado sobre la deuda pública, temiendo a que esta se vuelva inmanejable, por las altas tasas.

Los riesgos para Brasil se mantienen muy elevados, ya que a pesar que necesita rápidos cambios en su manejo económico, el Gobierno y Senado estarán sumergidos por el *impeachment* de Rousseff.

### Confianza Empresarial de América Latina

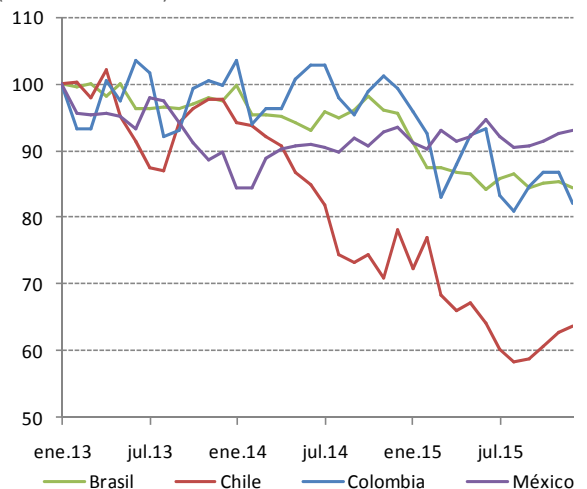
(índice ene.13=100)



Fuentes: Bci Estudios, Banco Central de Perú, Bloomberg e ICARE.

### Confianza de Consumidores de América Latina

(índice ene.13=100)



Fuentes: Bci Estudios, Adimark y Bloomberg.

## COLOMBIA

Durante 2015, la actividad se mostró débil, desacelerándose respecto al año anterior, especialmente la inversión que se vio afectada de manera significativa por los bajos precios del petróleo, así esperamos que la economía haya crecido cerca de 2,8%. Apoyado por un consumo de hogares que se mostró más resiliente de lo previsto. Para este año, estimamos una mayor desaceleración de la prevista, ya que el bajo precio del petróleo y el menor espacio en términos fiscales disminuirán de manera importante los planes de inversión tanto privados como públicos. Si bien el acuerdo con la FARC podría mejorar el clima empresarial, su impacto en un contexto de desaceleración económica será muy limitado. A lo anterior se sumaría un deterioro en el mercado laboral, un alza en la tasa de desempleo y aumentos modestos en los salarios llevarían a un menor dinamismo del consumo de hogares. Así, nuestras estimaciones para 2016 se reducen desde 2,6% a 2,3% de crecimiento económico.

En el plano fiscal, los nuevos ajustes a la baja en el precio del petróleo, llevaría a una caída adicional en la recaudación para los próximos años. Ante lo cual las necesidades de financiamiento del país se incrementarían más allá de lo planeado por el gobierno en su presupuesto 2016. A su vez, estimamos que el déficit fiscal para este año se encuentre por sobre 4% del PIB, más que el 3,6% estimado por el gobierno. Debido a que la economía crecerá menos de lo previsto y el precio del petróleo estimado en la Ley de Presupuesto es mayor a nuestras estimaciones. Esto a pesar de un presupuesto 2016 que es bastante austero, donde los gastos aumentarían 2,5% respecto a la Ley de 2015.

Colombia es de los países de la región que mayor volatilidad ha tenido en su moneda local, lo cual ha sido empujado principalmente por un significativo déficit de cuenta corriente cercano al 7% del PIB durante 2015. Los riesgos que el déficit se mantenga en niveles elevados es importante, ya que el sector de hidrocarburos continuará con un ajuste significativo en su producción y exportación, por los bajos precios del petróleo y gas, a lo que se suma débiles perspectivas de entradas de capitales para este año.

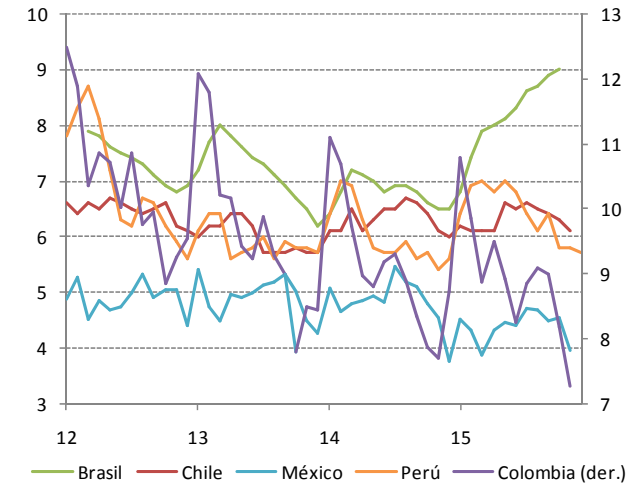
La inflación por su parte, aumentó de manera significativa durante el año pasado, cerrando en diciembre en 6,8% a/a, muy por sobre la meta del Banco Central. Debido a mayores precios de alimentos y traspaso de tipo de cambio a bienes importados. La elevada inflación y el desanclaje de expectativas de los agentes económicos colombianos llevaron al Banco Central a aumentar su tasa de política monetaria en 125 pb entre septiembre y diciembre pasado, ubicándola en 5,75%. Así, esperamos que durante el primer trimestre del año aumente la tasa en otros 75pb adicionales, para ubicarla en 6,5% y así anclar las expectativas de inflación a dos años, las cuales actualmente se encuentran 3,6%, por sobre la meta de 3%. Posibles recortes hacia finales de año dependerán de cómo este indicador evolucione.

## MÉXICO

El impulso en actividad observado a comienzos de 2015, que se sustentó con las favorables cifras en EE.UU., tendió a moderarse hacia finales del año pasado. A la ejecución de reformas estructurales por parte del gobierno de Peña Nieto, se suma el desafío de seguir

## Tasa de desempleo

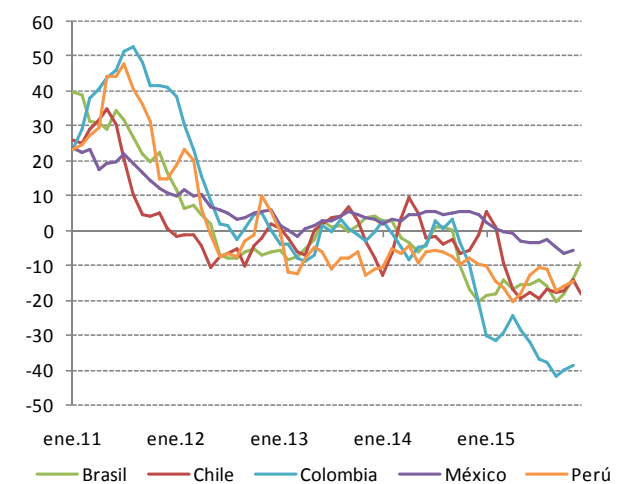
(porcentaje)



Fuentes: Bci Estudios y Bloomberg.

## Exportaciones nominales en dólares

(variación anual, 3 meses móvil, porcentaje)



Fuentes: Bci Estudios y Bloomberg.

estimulando la economía y mantener altas tasas de crecimiento con respecto a otras economías de la región. Para este año, se espera un crecimiento de 2,8%, para luego alcanzar un crecimiento promedio de 3,2% entre 2017 y 2020, donde la recuperación de la confianza, la materialización gradual de las reformas estructurales y el ritmo de crecimiento de EE.UU. serán las principales fuentes de dinamismo hacia adelante. En particular, de este último factor, el sector manufacturero basado en exportaciones podría mostrarse más dinámico a partir de la fuerte demanda que aún mantiene EE.UU.

Otro foco de riesgo hacia adelante es la sostenibilidad fiscal, en un contexto de fuerte caída en el precio del petróleo. El retroceso de casi 30% en el precio del crudo complica de forma significativa el panorama fiscal durante este año debido a que cerca del 10% del total de los ingresos fiscales proviene de las exportaciones de petróleo. Un gasto fiscal más austero que años anteriores aminorará los impactos de menores ingresos manteniendo estable la trayectoria de déficit fiscal dentro del mediano plazo, situación que podría empeorar de acrecentarse la debilidad en el precio. Para este año se espera un déficit fiscal de 3,5% del PIB, alcanzado principalmente con ajustes en el gasto y la cancelación de varios proyectos de infraestructura relevantes.

Por el lado de la política monetaria, y como era ampliamente esperado, el Banco de México llevó a cabo su primera alza en tasa de interés desde 2008 en la reunión del mes de diciembre. El incremento de 25pb siguió de forma estricta el incremento llevado a cabo por la Fed en el mismo mes, y junto con ello, se suma a favor del alza el argumento de la preocupación por la debilidad del peso. Tras este inicio en el ciclo de ajuste de la política monetaria, se esperan nuevos incrementos al mismo ritmo de la Fed con el fin de evitar cambios en los diferenciales de tasas de interés. Para el peso mexicano se espera que siga una tendencia depreciativa aunque moderada, mejorando en el margen las condiciones de la balanza externa.

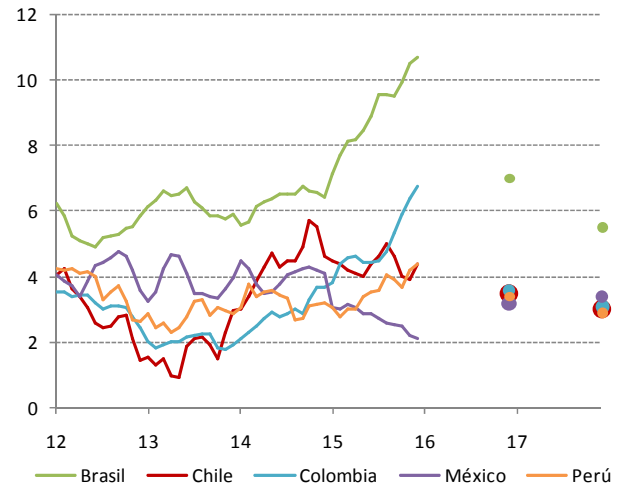
Finalmente, la inflación sigue retrocediendo y se ubica en 2,1% a/a en diciembre. Reducción en los precios internacionales de la energía junto con reducción en los costos de telecomunicaciones están detrás de este registro que es casi la mitad de la inflación observada a fines de 2014. Para la primera parte de este año se esperan mayores caídas en la inflación producto de efectos de año base. A mediano plazo, la recuperación en actividad favorecerá incrementos en el nivel de precios, este factor, sumado a moderada depreciación del peso, sigue ayudando a mantener la expectativa anclada en el rango meta del Banco de México entre 2 - 4% anual.

## PERÚ

El panorama general para la economía peruana para 2016 se debate entre el desempeño del precio de los *commodities*, la sostenibilidad de los proyectos de inversión y la elección presidencial de abril de este año. En términos de actividad, la mayor debilidad observada en la inversión sigue estando presente en el sector construcción, donde la postergación de proyectos sigue impactando las cifras de actividad. Junto con ello, los menores precios de *commodities* constituyen el principal foco de riesgo para el mediano plazo. Pese a lo anterior, se espera para este año la puesta en marcha de importantes yacimientos mineros que podrían aminorar el menor crecimiento observado. Con

### Inflación de precios al consumidor (\*)

(variación anual, porcentaje)

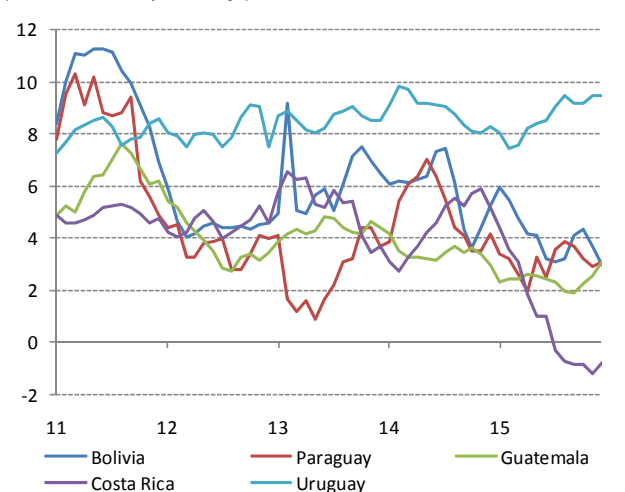


(\*) Punto corresponde a inflación proyectada a diciembre.

Fuentes: Bci Estudios, Bloomberg y Consensus Forecasts.

### Inflación de precios al consumidor

(variación anual, porcentaje)



Fuentes: Bci Estudios y Bloomberg.

ello, se espera un crecimiento de 3,2% para este año.

Al igual que la mayoría de sus pares de la región, la caída en los precios de las materias metálicas seguirá impactando negativamente a la situación fiscal. A ello se suma, el incremento de casi 150% en el volumen de emisión de bonos esperado para este año, llevando al ratio de deuda pública a un 22,4% del PIB, destinado principalmente al pago de vencimientos. Con ello, esperamos un déficit fiscal de 1,9% del PIB, cifra que podría volverse más negativa conforme continúe el ritmo de caídas en el precio de los metales.

Respecto a la política monetaria, el Banco Central de Perú ha continuado con su ciclo de normalización a un ritmo acelerado, sumando incrementos de 25pb en la reunión de diciembre y enero. Pese a mantener un ritmo de crecimiento que se ubica por debajo de sus niveles potenciales, el elevado ritmo inflacionario y la pérdida de valor de la moneda, sustentaron las últimas decisiones de política. Hacia adelante, se espera que el ritmo de incremento en la tasa de interés se determine principalmente por el ritmo de normalización monetaria en EE.UU. como un mecanismo de reacción que evite mayores depreciaciones de la moneda. Pese al fortalecimiento del dólar multilateral, la depreciación observada en el Sol es mucho menor a lo observado en otras economías emergentes. Una política monetaria defensiva junto con la entrada de mayor inversión extranjera, principalmente asociada a proyectos mineros, seguirá entregando cierto respiro a la moneda durante este año.

Finalmente, en el ámbito político, las elecciones de abril de este año no cambiarán sustancialmente el panorama de mantener el marco de políticas económicas prudentes que han sustentado el ritmo de crecimiento de Perú durante la última década. Al cierre de este informe las encuestas siguen lideradas por Keiko Fujimori, quien propone continuar con la agenda de inversión pública en infraestructura para los próximos años, una de las principales fuentes de crecimiento de la economía en los últimos años.

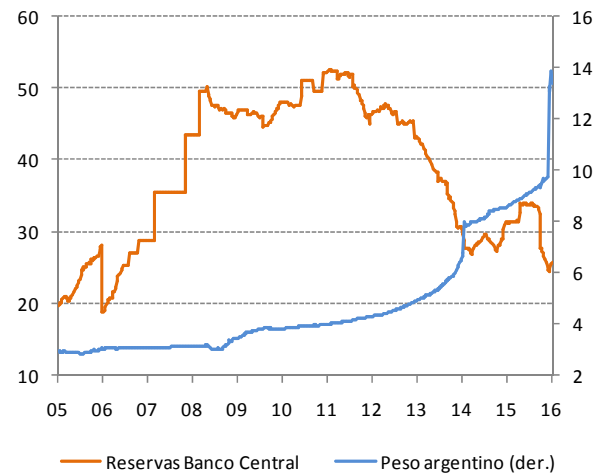
**OTRAS ECONOMÍAS**

**BOLIVIA**

La caída en torno a 25% en los precios internacionales del gas natural ha restado dinamismo al sector exportador y comenzado a deteriorar las cuentas fiscales, aunque la demanda por gas desde Brasil y Argentina no ha mostrado señales de retroceso. De esta manera, las proyecciones de crecimiento económico apuntan a una expansión PIB que se ubicaría en torno a 4% en los próximos años.

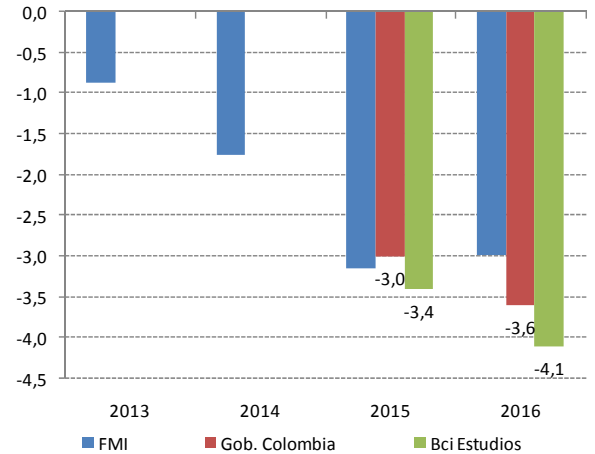
En el corto plazo, el déficit fiscal se incrementaría por el excesivo gasto público y una menor recaudación fiscal, en una economía cuyo marco regulatorio y tributario no genera incentivos a mayor inversión extranjera y no existen esfuerzos para diversificar la cadena productiva. En el plano político, el próximo referéndum constitucional que permitirá la reelección indefinida asoma como la principal señal de que la estructura económica y política en Bolivia podría permanecer por varios años más. El principal riesgo económico es un deterioro mayor de los precios de hidrocarburos o una menor demanda de gas. Esto incrementaría el déficit fiscal, aunque estaría compensado en parte por una mayor recaudación tributaria de nuevos proyectos en el sector energético.

**Reservas Internacionales de Argentina**  
(billones de dólares; peso argentino por USD)



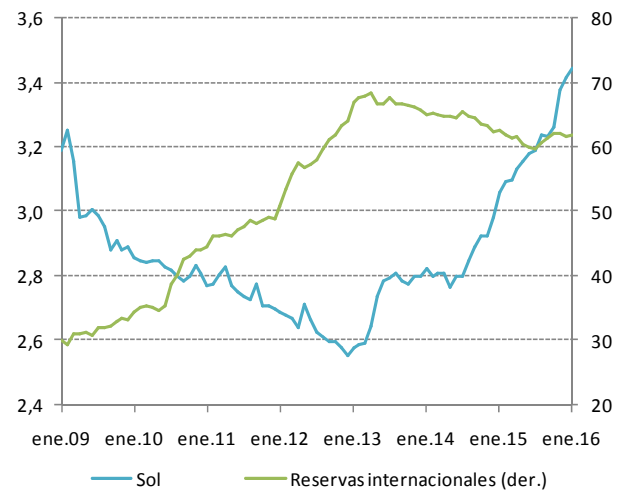
Fuentes: Bci Estudios y Bloomberg.

**Déficit fiscal del gobierno central de Colombia**  
(porcentaje del PIB)



Fuentes: Bci Estudios y Ministerio de Hacienda de Colombia.

**Reservas Internacionales de Perú**  
(sol peruano por USD; billones de dólares)



Fuentes: Bci Estudios y Bloomberg.



## ECUADOR

La caída en el precio del petróleo ha deteriorado rápidamente las cuentas macroeconómicas y elevado la tensión política. Para hacer frente al abultado déficit fiscal la autoridad ha elevado la carga tributaria, lo que ha restado dinamismo al consumo interno. Adicionalmente, un sector exportador profundamente resentido ha llevado a una economía en recesión durante el año pasado.

Los esfuerzos por un menor gasto fiscal son contrarrestados por la resistencia política de una economía con alto nivel de gasto social. Con ello, las necesidades de financiamiento se han incrementado y una importante emisión de deuda externa se prevé para este año, como una manera de hacer frente a la reducción de las reservas internacionales y la falta de liquidez. Los beneficios sociales han reducido la competitividad del sector industrial, lo que dificulta un posible rebalanceo de su sector transable. Con ello, los riesgos son a la baja para la economía ecuatoriana en la medida que persista la debilidad en precios del petróleo y un dólar global fuertemente apreciado. Estimados que la economía volvería a contraerse este año en torno a 0,2%.

## PARAGUAY

Factores climáticos han llevado a un menor dinamismo económico en lo reciente. La sequía ha afectado la producción hidroeléctrica y las cosechas de soya, en un escenario donde la recesión en Brasil ha deteriorado a su sector exportador. Sin embargo, las medidas económicas del gobierno de mayor expansividad fiscal han logrado moderar en parte los riesgos a la baja en actividad, mientras la inversión en infraestructura continúa creciendo a un sólido ritmo. El ámbito político emerge como uno de los principales riesgos ante divisiones en la conducción del gobierno en el partido oficialista.

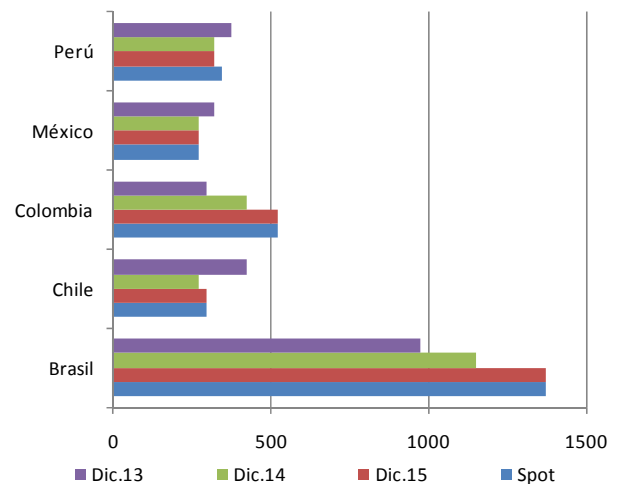
El principal desafío del gobierno es incrementar los ingresos fiscales en base a una mayor recaudación tributaria mediante una mayor formalidad al mercado laboral. En lo inmediato, los precios de la soya han mostrado retrocesos menores en consideración a otros precios agrícolas, lo que ha sostenido en parte la actividad económica de los últimos trimestres. En adelante, una mejora en el sector exportador ganadero podría sustentar mayor crecimiento. Nuestras proyecciones son de un crecimiento del PIB en torno a 4% para los próximos años.

## URUGUAY

La recesión en Brasil y un menor dinamismo en la demanda interna han ralentizado la actividad en los últimos trimestres. Reducciones en precios internacionales de productos agrícolas y la carne han deteriorado al sector exportador y la actividad económica mantendría acotados niveles de expansión en los próximos años. A los desafíos económicos se suma una mayor tensión política, considerando los esfuerzos del actual gobierno por implementar medidas de estabilidad macroeconómica, en un contexto de importantes demandas y beneficios sociales que se materializaron en la anterior administración.

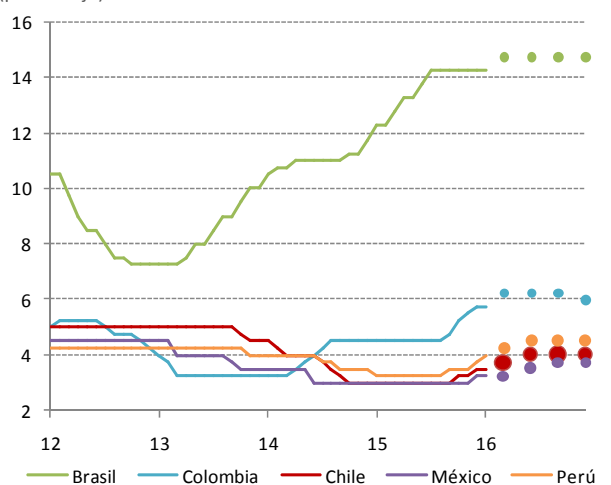
El déficit fiscal se ha elevado y se dificulta la posibilidad de un menor gasto público ante una mayor resistencia parlamentaria. En actividad,

**Diferencial actual de tasas respecto a EE.UU.**  
(puntos bases)



Fuentes: Bci Estudios y Bloomberg.

**Expectativas de TPM**  
(porcentaje)



Fuentes: Bci Estudios y Bloomberg.

la menor demanda de sus principales socios comerciales, Argentina y Brasil, ha impactado negativamente en el sector manufacturero y turismo, aunque la inversión continúa creciendo de manera saludable. En adelante, los esfuerzos de una mayor apertura comercial y un menor retroceso en precios de productos agrícolas y ganaderos podrían generar un escenario de mayor actividad en el mediano plazo, aunque sujeto a mayor estabilidad económica de los principales socios comerciales.

## CENTROAMÉRICA

De manera general, los países de esta subregión deben hacer frente a los crecientes déficits fiscales, enmarcado en un escenario político desafiante. El consumo privado se mantiene saludable, asociado al sector servicios, específicamente del turismo, lo que ha permitido que la actividad no se deteriore con mayor fuerza. En Costa Rica, el sector exportador se expande a tasas menores a lo registrado en años previos, aunque el consumo privado se mantiene creciendo a tasas saludables y han logrado compensar una menor actividad, acompañado de una inversión que no da señales de retroceso. Esperamos un crecimiento sobre 3,5% en los próximos años, mientras los riesgos que supone el alto nivel de endeudamiento de la economía es el principal desafío para sostener las cuentas fiscales.

En Panamá, la actividad se ha desacelerado pero mantiene niveles de crecimiento superiores al 6% trimestral, de la mano de una mayor inversión privada asociada con la expansión del Canal de Panamá y otros proyectos de infraestructura. Sin embargo, el déficit fiscal ha crecido ante mayores demandas sociales, en un contexto donde se moderado el gasto público. Además, la ausencia de presiones inflacionarias domina en la economía y el riesgo de un dólar fuerte podría amenazar parte del dinamismo económico.

Para Guatemala, en cambio, la situación política domina en el escenario económico tras la asunción de Morales al Gobierno. Hacer frente a los problemas de corrupción y establecer un marco institucional adecuado son los principales desafíos. Al igual que los países de la región, un incremento del déficit fiscal es uno de los riesgos relevantes ante una menor recaudación fiscal. Las expectativas de actividad apuntan a una expansión PIB levemente por debajo de 4% para los próximos años.

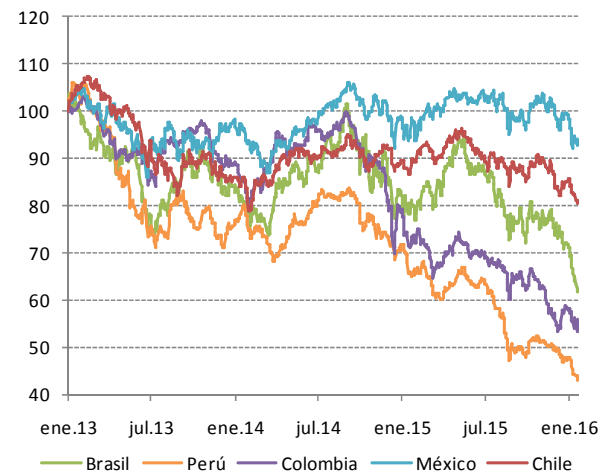
## MERCADOS FINANCIEROS

La incertidumbre respecto a Brasil y la caída en precios de materias primas ha dominado en la evolución de los mercados financieros de Latinoamérica. El inicio del proceso de ajuste monetario en EE.UU. no provocó interrupciones en los precios de activos financieros de la región, ya que su ejecución se encontraba internalizada en los mercados. En este ámbito, sólo alzas en tasa Fed Fund por sobre lo estimado actualmente en por agentes podrían provocar mayor volatilidad en los mercados financieros. Sin embargo, ante una mayor aversión al riesgo global que se ha generado desde comienzos de año, la probabilidad implícita de una nueva alza en la tasa de referencia en EE.UU. para el mes de marzo ha retrocedido a 20 - 25%.

La situación en Brasil se ha traducido en una salida generalizada de

## Evolución mercados bursátiles en moneda local

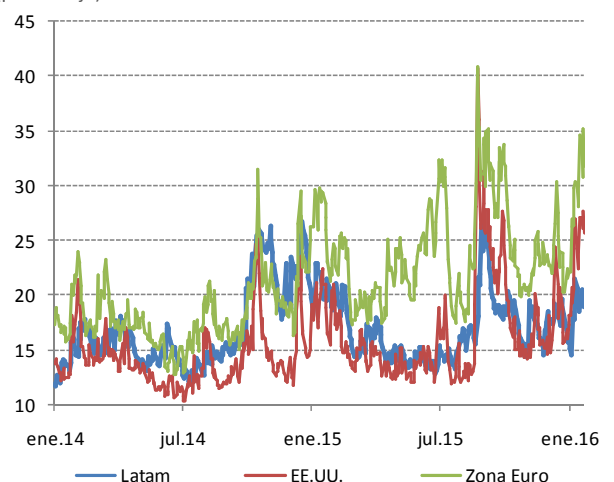
(índice 01.Ene.13=100)



Fuentes: Bci Estudios y Bloomberg.

## Volatilidad de mercados bursátiles (\*)

(porcentaje)



(\*) Para Latam es un GARCH (1,1).

Fuentes: Bci Estudios y Bloomberg.

flujos en la región. La pérdida de nivel de grado de inversión por parte de S&P y Fitch ha profundizado la aversión al riesgo hacia Latinoamérica, lo cual podría acrecentarse en el margen una vez que Moody's concrete su decisión de disminuir la clasificación del país. Los rendimientos soberanos y los premios por riesgo se han incrementado de manera importante, particularmente en Brasil que han alcanzado máximos históricos. El CDS *spread* a 5 años para el país se ha elevado a 500pb, el mayor nivel desde la crisis de 2002, aunque por debajo de los niveles observados en aquél período de cesación de pagos.

Por su parte, el sostenido retroceso en precios de materias primas ha entregado un ingrediente adicional para los mercados financieros de la región. En Colombia, el rendimiento soberano a 10 años se ha elevado cerca de 200pb en el último año en respuesta a la brusca caída en precios del petróleo. En Perú y Chile, en cambio, se observan alzas algo más moderadas. De manera transversal, los premios por riesgos se incrementan y la depreciación cambiaria ha sido el mecanismo de ajuste por parte de las economías de la región y los tipos de cambio nominales han alcanzado máximos de la última década.

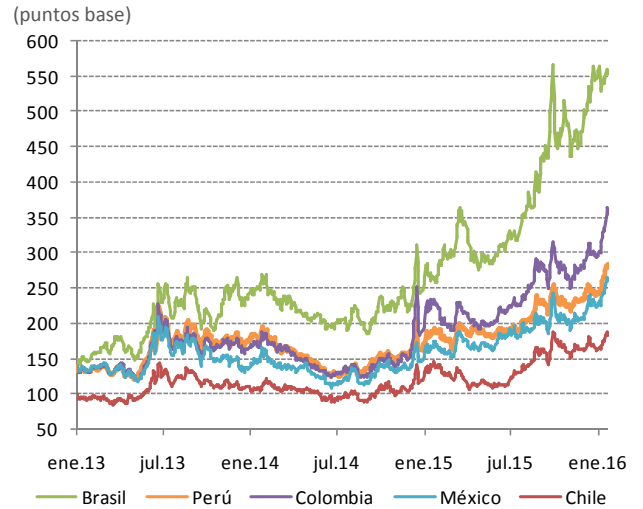
De la misma manera, los mercados bursátiles retroceden y el índice MSCI Latinoamérica se ubica en mínimos no observados desde 2005. En adelante, la situación económica y política en Brasil, la evolución en precios de materias primas y el ajuste monetario en EE.UU. serán determinantes para la evolución de los mercados financieros de la región, que a todas luces mantendrían un débil desempeño en 2016.

Un elemento a destacar serán las emisiones de deuda por parte de los gobiernos de Latinoamérica para hacer frente a sus necesidades de financiamiento, en un contexto de mayor déficit fiscal y mayores costos de endeudamiento. Los casos a monitorear corresponden a las economías con un mayor deterioro en las condiciones de financiamiento. En Brasil, se amplió el límite de deuda y se espera un monto de emisión que supere los R\$400 bn. en 2016. En Colombia, por su parte, las estimaciones apuntan a una menor emisión en los mercados externos respecto a lo evidenciado en el año anterior, donde alcanzaron un total de US\$3.500 millones.

**CONCLUSIONES**

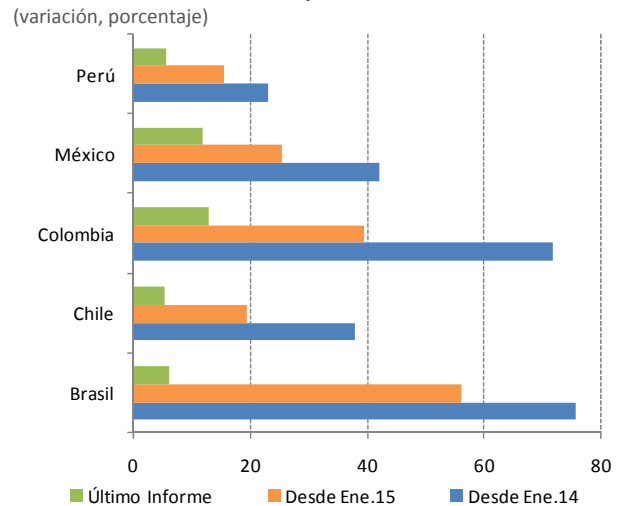
Las perspectivas para este año en la región continuaron deteriorándose, de la mano de la profunda recesión en Brasil y Venezuela (país que no realiza ningún esfuerzo por cambiar esta tendencia). Argentina daría cuenta de algo de mejores perspectivas en el mediano plazo, aunque para este año no debería mostrar una mayor aceleración, Colombia se verá más débil que el año anterior principalmente por el significativo impacto que ha tenido la caída del precio del petróleo en la economía, mientras México y Perú mostrarían una leve mejora respecto al 2015, aunque con niveles muy por debajo de su potencial. Los bajos precios de *commodities* se mantendrían durante todo este año y gran parte del próximo, nueva realidad que los países de la región tendrán que aprender a convivir, buscando realizar reformas para mejorar la productividad y así potenciar su desarrollo. Asimismo, cada país se ha visto afectado de manera interna por problemas políticos que han aumentado la incertidumbre entre los inversionistas y el malestar de la población, que han llevado a caídas adicionales en confianzas. Bajo este

**Evolución del Riesgo País**



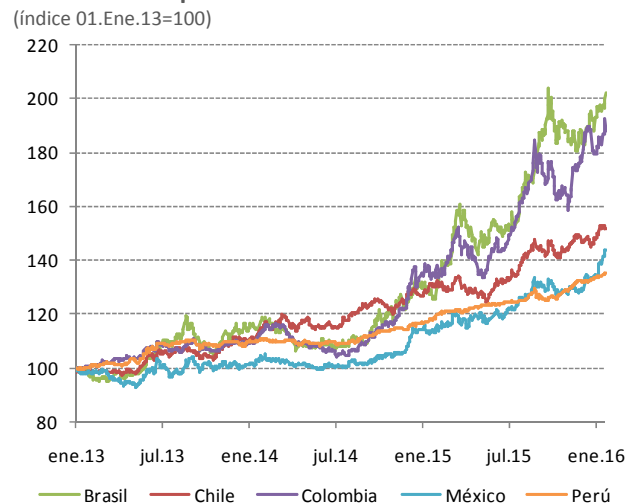
Fuentes: Bci Estudios y Bloomberg.

**Variación acumulada de Tipos de Cambio Nominales**



Fuentes: Bci Estudios y Bloomberg.

**Evolución de Tipos de Cambio Nominales**



Fuentes: Bci Estudios y Bloomberg.

escenario se han detenido proyectos de inversión y dañado el consumo de hogares.

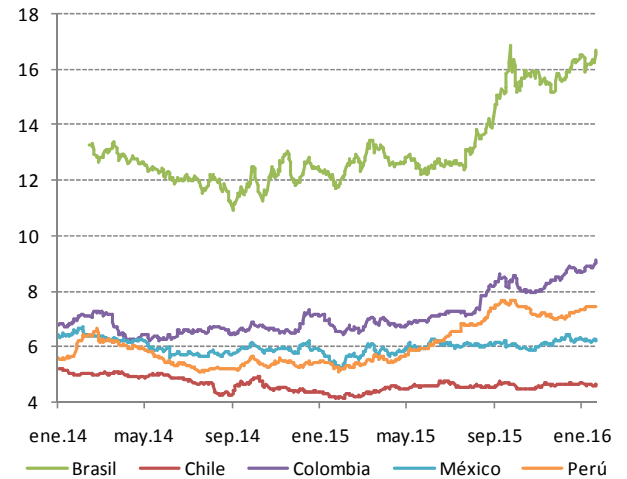
Respecto a los mercados financieros, las bolsas cayeron de manera generalizada y las monedas continuaron depreciándose durante los últimos meses. Los tipos de cambio nominales deberían continuar una leve tendencia despreciativa a medida que las perspectivas para la región no mejoren, observándose mayores presiones en Brasil y Colombia, por sus débiles indicadores de solvencia. Situación que puede ser aminorada con los ciclos de alzas de tasas de política monetaria en que se encuentran.

Los mayores riesgos para la región vienen por parte de una mayor desaceleración de China y una normalización de política monetaria en EE.UU. más rápida de lo previsto. Durante las primeras semanas del año, los acontecimientos en China volvieron a mostrar cuán sensible es el mercado ante noticias de menores perspectivas de crecimiento para esta economía y sus importantes efectos sobre los mercados financieros y los precios de las materias primas. Los cuales son de vital importancia para las perspectivas de la región. Por otro lado, un ajuste mayor al esperado por el mercado de la tasa de política monetaria de la Fed podría implicar salidas extras de capitales de la región y mayores presiones sobre las monedas, en especial aquellos países con pobres indicadores macroeconómicos.

Los impactos a Chile son a través de tres canales. El primero dice relación con las inversiones chilenas en la región y su desempeño, las que continuarían débiles, especialmente aquellas ligadas a Brasil. Esto repercutiría en sus resultados. El segundo canal es a través de los flujos de capitales extranjeros, ya que nuestro país aparece como una herramienta de diversificación en el portafolio de los agentes. En consecuencia, la entrada de flujos neta se verá influenciada por el desarrollo de los acontecimientos en los próximos trimestres, especialmente en Brasil (bonos) y México (acciones), las economías más grandes de la región. Finalmente aparece el canal comercial. Si bien Chile ha diversificado bien el destino de sus envíos al exterior, las economías de la región, especialmente las más grandes, tienen impactos importantes sobre el desempeño de las exportaciones. Más aún, una parte significativa de los envíos al exterior del sector industrial van a la región. Por tanto, veremos un menor impulso para nuestra economía de ese lado, haciendo que la recuperación de la actividad nacional se vea retardada.

### Tasas de gobierno a 10 años

(porcentaje)



Fuentes: Bci Estudios y Bloomberg.

Prohibida la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización de BCI Estudios.

Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de la División de Banco de Crédito e Inversiones denominada, Bci Corporate & Investment Banking. No es una solicitud ni una oferta para comprar y vender ninguno de los instrumentos financieros que en él se mencionan. Esta información y aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a información pública de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las recomendaciones y estimaciones que emite este Departamento de Estudios respecto de las inversiones o expectativas responden exclusivamente al estudio de los fundamentos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías. No obstante, esto no garantiza que las proyecciones previstas se cumplan. Todas las opiniones emitidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Bci Corporate & Investment Banking y/o cualquier sociedad o persona relacionada con el Banco, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los activos o instrumentos financieros mencionados en este informe y podría invertir o vender en esos mismos activos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.