

## Brasil

- El desempeño del real brasileño (BRL) en 2018 estará posiblemente determinado por factores externos y por la política interna. El factor político clave al que se debe prestar atención es si se aprobarán suficientes reformas para estabilizar la posición fiscal del país, que está deteriorándose rápidamente.
- En términos de eventos específicos, la aprobación de la ley de pensiones es probablemente el más importante, aunque no el único. El proceso de apelación del expresidente Lula será relevante para que se mantenga la posibilidad de que un presidente en favor del status quo conserve el poder en 2019. Las privatizaciones de activos públicos son otro factor que enfrenta obstáculos, y esto es muy importante para cumplir con las metas fiscales. Otro nuevo riesgo tiene que ver con el hecho de si las restricciones del endeudamiento público para financiar el gasto corriente serán más laxas. Si las restricciones para el endeudamiento público dedicado a gasto no relacionado con inversiones se eliminan, esto puede interpretarse como señal de que no se alcanzarán los objetivos fiscales de 2018. El BRL se vería entonces bajo presión.
- En consonancia con este pronóstico del comportamiento del BRL centrado en los aspectos fiscales, la calificadora S&P anunció el pasado 4 de enero que podría ajustar a la baja las calificaciones crediticias del país antes del voto sobre la ley de pensiones, programado para mediados de febrero. Todo esto se traduce en varios riesgos negativos para Brasil, concentrados en el inicio de 2018.
- Aún existe la posibilidad de evitar que esta espiral de eventos negativos se haga realidad si se avanza lo suficiente en las reformas antes de que las campañas electorales ocupen la totalidad de las agendas de los legisladores. Ahora bien, la oportunidad está pasando rápidamente y creemos que se agotará definitivamente para abril-mayo.

Este parece ser un año de volatilidad para el BRL, en que la política será posiblemente el factor determinante para el comportamiento de la moneda durante todo el año. El principal riesgo político radica en la capacidad del gobierno para revertir el rápido deterioro fiscal de la nación, así como la tendencia negativa de las calificaciones crediticias. Lograrlo depende en gran medida de la capacidad del presidente para obtener el apoyo legislativo para sus reformas. Una de las "malas nuevas" que recibimos recientemente llegó el 4 de enero, cuando la calificadora S&P señaló que podría ajustar las calificaciones crediticias del país, aun antes del voto de la ley de pensiones, que se espera a mediados de febrero. El consenso local era que las agencias calificadoras esperarían al resultado de las elecciones de octubre antes de realizar ajustes a las calificaciones. Entre el alud de eventos importantes que se presentarán, es importante enfocarse en lo siguiente:

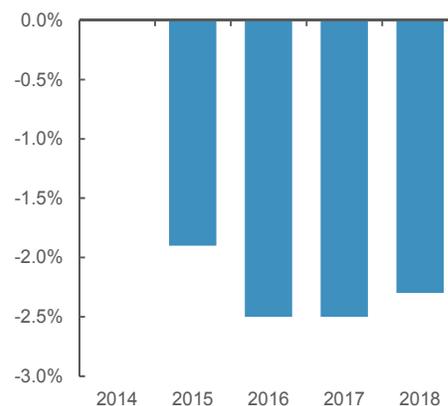
- La sentencia de la corte con respecto a la apelación del expresidente Lula, que podría tener un impacto en quiénes serán los candidatos de la elección presidencial de octubre. Hasta el momento, Lula sigue a la cabeza de las encuestas frente al resto de los contendientes, pero será importante no perder de vista si la corte le permite lanzarse a la presidencia. Se espera que la primera sentencia se dicte en la última semana de enero y, según comentarios de los analistas políticos locales, es posible que todo el proceso termine en el mes de mayo de 2018. Hasta el momento, los candidatos que inyectan más nerviosismo a los mercados son Lula (o quienquiera que represente al PT) y el candidato antisistema Jair Bolsonaro.

## CONTACTOS

**Eduardo Suárez, Vicepresidente, Análisis Económico, América Latina**  
 52.55.9179.5174 (México)  
 Scotiabank Economics  
[eduardo.suarez@scotiabank.com](mailto:eduardo.suarez@scotiabank.com)

Gráfico 1

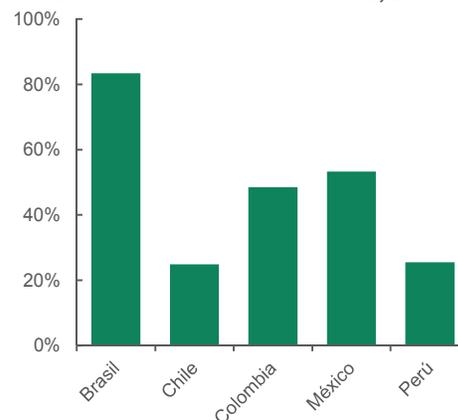
Brasil – Saldo primario (% del PIB)



Fuentes: Scotiabank Economics, FMI.

Gráfico 2

Deuda bruta como % del PIB, 2017



Fuentes: Scotiabank Economics, FMI.

- Aumenta también la incertidumbre sobre si la ley conocida como la “Regla de Oro” será modificada, flexibilizando con ello las restricciones que tienen los distintos niveles de gobierno para endeudarse, no solo con fines de financiar inversiones (como se establece actualmente), sino también para financiar el gasto corriente. Según los comentarios de algunos de los legisladores más relevantes, parece que la posibilidad de la flexibilizar dichas restricciones es cada vez mayor, lo cual será percibido como un síntoma de que es poco probable que se alcancen los objetivos fiscales.
- Aprobación de la reforma de la ley de pensiones: El año pasado estuvo lleno de altibajos para las expectativas sobre la aprobación de la reforma de la ley de pensiones. Lo que inicialmente se percibió como un hecho bastante probable luce ahora cada vez menos probable antes de las elecciones presidenciales. Aún queda la esperanza de que la reforma pueda aprobarse en la cámara baja a mediados de febrero y posteriormente ser enviada a la cámara alta, pero el conteo de votos luce comprometido. Los últimos sondeos de los medios de comunicación locales arrojan que faltan 50 votos a favor para alcanzar los 308 necesarios para la aprobación, y cuanto más se retrase el proceso de negociación, más difícil será aprobar la impopular ley. Por lo tanto, creemos que la ventana de oportunidad para aprobarla se está cerrando rápidamente. Se rumorea también cada vez más que sin esta reforma del sistema de pensiones, la reducción de la calificación crediticia volverá a ser un riesgo inminente para Brasil.
- Privatizaciones: Uno de los aspectos que habría de ser positivo para las finanzas públicas y para el BRL (se esperaba que gran parte de las adquisiciones estuviera en manos de extranjeros) era el ambicioso plan de privatizaciones del gobierno (ver aquí la [lista del gobierno federal](#)). Nuestra impresión es que la mayoría de los actores del mercado se sentía optimista con respecto a los resultados. Sin embargo, informaciones recientes de los medios de comunicación sugieren que el respaldo de los legisladores a la agenda de las privatizaciones se estaría tambaleando en el caso de diversos proyectos, como la venta de la participación en Eletrobras. De acuerdo con el Ministro de Gobierno, Carlos Marun, los legisladores ni siquiera consideran discutir la posible privatización sino hasta después de la votación sobre la ley de pensiones, con lo que la posibilidad de venta de este activo también se estaría cerrando para 2018.

En general, percibimos que los riesgos para el BRL están más que todo concentrados en el inicio del año. Sin embargo, la segunda mitad del año incluye la elección presidencial, que también es muy relevante, en especial si como sugieren las encuestas actuales, los candidatos punteros son Lula y Bolsonaro, acerca de los cuales los mercados muestran cierta incomodidad.

## México

### SÓLIDO CRECIMIENTO EN 2018, PERO CON MUCHOS RIESGOS

- México está enfrentando un año complicado tanto en el ámbito económico como en el político. La gama de posibles desenlaces es muy amplia, debido a la convergencia de distintos factores que podrían inclinar la balanza hacia cualquier lado. Nuestra previsión de base es, todavía, la de una mejora gradual del ritmo de crecimiento. Sin embargo, el alto grado de incertidumbre podría representar una carga pesada para la economía, por lo que estamos ajustando moderadamente nuestro pronóstico de crecimiento.**

El panorama al que se enfrenta la economía mexicana es poco claro. Varios factores de gran relevancia podrían influir en el comportamiento de la economía, ya sea de manera positiva o negativa. Estos incluyen la renegociación del TLCAN, el impacto potencial que podría tener la reforma fiscal y la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, el comportamiento de la inflación en México, la evolución de la situación en Corea del Norte y, desde luego, las elecciones mexicanas. Como resultado, y desde ahora de manera continua, existe un alto grado de incertidumbre en cuanto a los pronósticos de los indicadores macroeconómicos para este año.

Nuestra previsión de base sigue siendo la de una mejora leve del ritmo de crecimiento en 2018, pero partiendo desde un nivel más bajo que en 2017, lo que refleja las revisiones históricas a las cuentas nacionales. Los datos más recientes muestran señales contradictorias. Por un lado, las exportaciones se están fortaleciendo debido a la recuperación de los precios del petróleo y un sólido incremento de las ventas automotrices en Estados Unidos. Los sectores manufactureros dedicados a la exportación también están creciendo, las cifras de empleo siguen mostrando un ritmo sólido de creación de puestos de trabajo junto con bajas tasas de desempleo, el consumo privado se mantiene relativamente fuerte y los créditos bancarios siguen creciendo a ritmo saludable. Por otro lado, las cifras de las ventas minoristas están disminuyendo gradualmente y las ventas automotrices están cayendo, el sector de la construcción está contrayéndose actualmente y el sector de la minería sigue con una caída pronunciada, además de que las inversiones siguen severamente afectadas. Aparentemente los hogares y las empresas están en buena posición, pero no son ajenos a los numerosos factores desconocidos que aparecen en el panorama, por lo que pronosticamos un comportamiento cauteloso durante 2018.

Debido a estas circunstancias, estamos reduciendo el pronóstico de crecimiento del PIB de 2017, de 2.4%, como lo publicamos en nuestra edición previa del *Panorama Global*, a 2.1%, y para el año 2018 de 2.7% a 2.4%. Por sectores, se espera que la producción industrial crezca 1.9% en 2018, el sector de minería tendrá una caída de 2.4% y el de la construcción crecerá 1.7%. La actividad manufacturera continuará mostrándose saludable, con un crecimiento de 3.4%.

Preveamos que el consumo privado mejorará levemente, puesto que los hogares ya han asimilado los impactos de 2017, tales como la inflación más alta, el aumento de las tasas de interés y los desastres naturales del mes de septiembre. Como es usual en los años en que hay elecciones, se espera que el factor de gasto gubernamental esté presente y que induzca el consumo. Se espera que las inversiones se recuperen, aunque a un ritmo moderado, a medida que el gasto de capital en el sector público deje de caer y las empresas procesen los ajustes de 2017 para considerar, de nuevo, las perspectivas positivas a mediano y largo plazo.

En cuanto a la política monetaria, se espera que la tasa de referencia se incremente otros 25 puntos base en el último trimestre del año, cerrando en 7.75%. Este incremento adicional se requiere para mantener el mismo ritmo de la Reserva Federal. Igualmente relevante, desde este punto de vista, es el factor de las presiones inflacionarias, que

### CONTACTOS

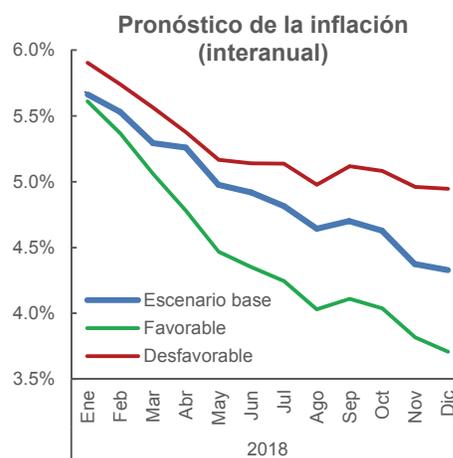
**Mario Correa**

52.55.5123.2683 (México)

Scotiabank Mexico

[mcorrea@scotiabank.com.mx](mailto:mcorrea@scotiabank.com.mx)

Gráfico 1



posiblemente sigan manteniéndose durante el año: aunque anticipamos un descenso rápido de la tasa de inflación de un año a otro, creemos que se mantendrá en más de 4%, con riesgo de aumentar. En el gráfico presentamos el escenario base para la inflación general junto con las alternativas basadas en presunciones arbitrarias: un escenario favorable en el cual la inflación de cada mes es el promedio de los últimos siete años menos el 10% de la desviación estándar durante este periodo, así como un escenario desfavorable en el cual la inflación de cada mes es el promedio del periodo mencionado más 40% de la desviación estándar registrada. Como podemos ver, incluso en el escenario favorable, la inflación interanual se mantiene en más de 4% la mayor parte del año, y en el escenario desfavorable, la inflación interanual permanece obstinadamente en cerca de 5%. Este ejercicio nos indica que la inflación seguirá siendo una preocupación importante para el Banco de México durante la mayor parte del año.

Las previsiones sobre el tipo de cambio se mantienen básicamente iguales, con el peso mexicano (MXN) cerrando el año en aproximadamente 19.48 por USD, pero es importante considerar que se espera una alta volatilidad en la moneda, debido a la incertidumbre inusualmente elevada que existirá en el entorno económico. En nuestra previsión, el MXN podría llegar a menos de 18 por USD en caso de que los mercados apuesten por un resultado positivo en las negociaciones del TLCAN, mientras que un avance decepcionante en las conversaciones podría fácilmente hundir al peso por debajo de 21. Otro elemento importante para el MXN será el resultado de las elecciones presidenciales, lo que añadirá presión si se percibe un resultado negativo y, de la misma manera, liberará tensión si el resultado que se anticipa es positivo.

Hay muchos resultados posibles para la economía mexicana en 2018. Desde una perspectiva pesimista, podría darse la “tormenta perfecta” si se presenta una desafortunada combinación de factores; por ejemplo, que el TLCAN se cancele, el proceso electoral se vuelva áspero y la inflación aumente. Por otro lado, podría presentarse un resultado más positivo si las tensiones en el proceso de renegociación del TLCAN se reducen gracias a una postura más constructiva del gobierno de Estados Unidos, si la reforma fiscal de dicho país tiene un efecto positivo en el crecimiento de su economía y esto favorece las exportaciones mexicanas, si la inflación en México desciende rápidamente y si el proceso electoral fluye sin contratiempos. No debemos olvidar que las reformas estructurales logradas deberían generar un impulso adicional para la economía a medida que transcurra más tiempo.

## Colombia

- Puesto que el crecimiento está mejorando y la inflación disminuye, los mercados se concentrarán probablemente en el tema fiscal y las próximas elecciones presidenciales. De estos dos factores, el primero debería ser el que tenga más influencia en los mercados.
- El fortalecimiento del mercado petrolero debería respaldar al peso colombiano (COP) y podría también hasta cierto punto aliviar la presión fiscal que enfrenta el gobierno, aunque no percibimos que las autoridades estén necesariamente optando por un comportamiento cauteloso en términos fiscales.
- Los mercados locales no parecen particularmente baratos, lo cual presenta el riesgo de que los inversionistas decidan retirar capitales para colocarlos en otro lugar. El porcentaje de bonos TES (valores nominales del gobierno local) en manos de extranjeros se ha incrementado de aproximadamente 20% a cerca de 30%, y podría haber un reposicionamiento si los riesgos en otros países de la región, como Brasil o México, se moderan un poco.

El crecimiento económico debería mostrar un repunte moderado este año y la inflación ha estado bajando en los últimos dos meses (tendencia que ha de mantenerse), por lo que cabe esperar que durante 2018 la atención de los mercados se centre en el tema fiscal y las elecciones. En cuanto al aspecto fiscal, creemos que aún no se justifica que la calificación de grado de inversión del país se perciba como “en riesgo”. Por lo tanto, cualquier rebaja de Moody’s o Fitch no debería ser más que una mera “actualización” con respecto a la reducción realizada por S&P en diciembre. Sin embargo, hay un par de cuestiones que preocupan en el rubro fiscal:

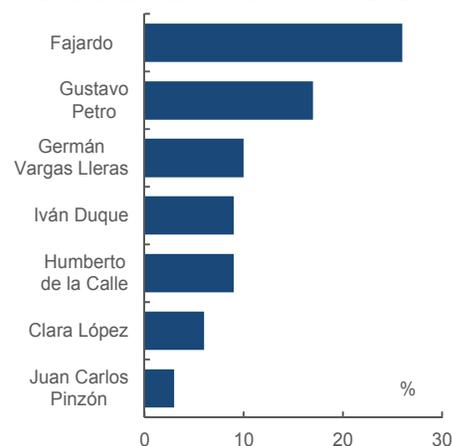
- Uno de los puntos de apoyo de la posición fiscal de Colombia es la regla fiscal ([se puede consultar un resumen de dicha regla aquí](#)). Una de sus debilidades es la falta de procedimientos formales para asegurar su cumplimiento, tanto en términos de gasto como de equilibrio presupuestal (dentro de América Latina, en Brasil, Perú y México las reglas cuentan con mecanismos formales para su cumplimiento, mientras que en Chile y Colombia no es así). Además, recientemente se ha cuestionado (justificadamente, desde nuestro punto de vista) hasta qué punto son realistas los supuestos sobre las variables macroeconómicas que se utilizan para proyectar el desempeño fiscal. La cuestión principal es si Colombia puede crecer tanto como lo sugiere el supuesto de la regla fiscal (el ritmo de crecimiento está estimado en más de 4% en el horizonte de previsión). No creemos que el potencial de crecimiento de Colombia sea tan alto; pensamos que se acerca más a una tasa de 3%, en vez del rango de 4-4.5% que estima el gobierno. Por lo tanto, los resultados podrían ser peores de lo que indican las trayectorias de endeudamiento.
- El segundo asunto se relaciona con la respuesta del gobierno ante la más reciente reducción de la calificación crediticia (por S&P a “BBB-”). Aunque la perspectiva de la calificación cambió a “estable” (se trata de buenas noticias y está justificado, ya que no creemos que Colombia merezca actualmente el estado de “deuda basura”), también merece la pena considerar que ahora el país se encuentra al borde de las calificaciones consideradas como tal. En este sentido, la respuesta del gobierno es preocupante, pues dio a entender que se sentía cómodo con el estado actual de las cosas (es decir, con la calificación “estable”), en vez de anunciar un plan para mejorar la posición de las finanzas públicas, considerando que el país ahora tiene muy poco margen para manejar cualquier sacudida (algún evento inesperado podría inclinar la balanza hacia el territorio “basura” y detonar la salida de capitales de los mercados

## CONTACTOS

**Eduardo Suárez, Vicepresidente, Análisis Económico, América Latina**  
 52.55.9179.5174 (México)  
 Scotiabank Economics  
[eduardo.suarez@scotiabank.com](mailto:eduardo.suarez@scotiabank.com)

Gráfico 1

### Intenciones de voto de los colombianos



Fuente: Centro Nacional de Consultoría (CNC).

locales, puesto que algunos inversionistas podrían enfrentar restricciones debido a las calificaciones crediticias). Si una reducción de la calificación a “bonos basura” se convierte en un riesgo, el COP seguramente sufrirá un fuerte embate.

- En el ámbito electoral, creemos que las noticias serán mejores. Las recientes encuestas han colocado a Sergio Fajardo, Gustavo Petro y Germán Vargas Llera como líderes en la intención de voto. De los tres, Petro es el que causa mayor incomodidad en los mercados. Sin embargo, esperamos que a medida que la lista de candidatos afines al sistema se reduzca (es posible que solo participen Fajardo y alguien que represente a los equipos de Santos y Uribe), la contienda quede limitada a una competencia entre tres jugadores a quienes los mercados ven con buenos ojos. Así, creemos que el riesgo electoral no es tan alto como el riesgo fiscal, pero vale la pena notar que en todo el mundo las encuestas han fallado por mucho sus predicciones en los últimos dos años.

No hemos cambiado nuestra previsión acerca de la trayectoria del COP, pero vemos una ruta con dos alternativas para la moneda colombiana:

- Si, como esperamos, un candidato afín al mercado resulta vencedor en las elecciones y se mantiene el apetito por los mercados emergentes, junto con los sólidos precios del petróleo (nuestra estimación interna sitúa al barril en el rango de US\$52/bl a US\$56/bl), el COP podría verse sustentado y podríamos ver movimientos hacia la zona de los 2,700 por USD.
- Sin embargo, si los precios del petróleo caen más de lo anticipado, un choque externo coloca las calificaciones en riesgo de “estado basura” o el apetito por los mercados emergentes no se mantiene tan fuerte como esperamos, el cruce USDCOP podría subir más allá del rango previsto de 3,000-3,100, e incluso llegar a los 3,500 por USD.

## Perú

### EL IMPACTO DIVERGENTE DE LA POLÍTICA Y LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO COMERCIAL

- En 2018 la política sigue siendo un factor de preocupación, pero esto debe compensarse con el incremento del precio de los metales y los fundamentos económicos saludables.
- Hemos ajustado nuestra previsión sobre el banco central, con dos disminuciones de la tasa de interés en 2018 en vez de una, como reacción a la baja inflación.

La política se impuso a la economía en Perú durante 2017. Sin embargo, ahora que se ha asentado el polvo que levantó el escándalo político, el futuro no parece tan malo como lucía el mes pasado, cuando el Congreso estuvo buscando la destitución del presidente Kuczynski (PPK), y cuando el perdón presidencial otorgado a Alberto Fujimori desató una ola de protestas.

La moción de destitución fue finalmente rechazada y las protestas han disminuido... por ahora. Aunque el ruido político no desaparecerá en 2018, podría ser más manejable y tener un menor impacto en la economía. En este sentido, la incertidumbre es todavía muy alta. El comportamiento y el desempeño de la política en el futuro dependerán de la manera en que los partidos se reestructuren internamente y vuelvan a alinearse entre sí y con el gobierno. Las investigaciones por el caso Lava Jato continuarán y podrían afectar tanto al presidente PPK como a la oposición.

Aunque la división política es tan amplia que dificulta el hecho de pensar en una ruta política sin sobresaltos en el futuro, el impacto en lo económico tiende a ser mucho menor que en otras circunstancias, debido a que los precios de los metales están aumentando y los indicadores macroeconómicos se muestran saludables. Las cifras de crecimiento en el segundo semestre de 2017 mejoraron antes de la turbulencia política, pero es posible que, desde el mes de diciembre, estemos presenciando una especie de pausa en las inversiones tanto del sector público como en el privado.

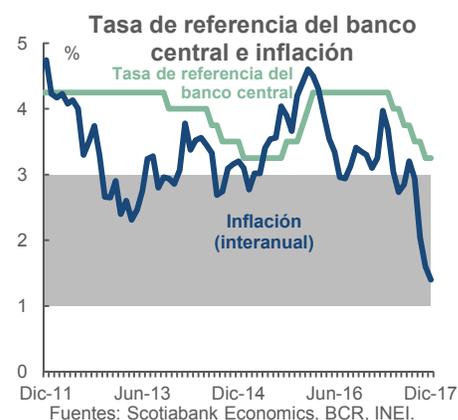
Revisaremos posiblemente los pronósticos del PIB para 2018 una vez que tengamos un panorama más claro acerca de qué tan rápido el gobierno será capaz de retomar las inversiones del sector público. Sin embargo, aunque anteriormente nuestra previsión de crecimiento del PIB de 3.7% estaba sesgada al alza, ahora vemos una leve tendencia a la baja. El gasto público, en particular, podría ser inferior a nuestra previsión de 15.4%. Las inversiones pequeñas o menos sofisticadas para la reconstrucción deben continuar (vivienda y refuerzo de los lechos de los ríos), pero es posible que los grandes proyectos se pospongan un tiempo. Por otro lado, el gasto en la organización de los Juegos Panamericanos y las inversiones anuales presupuestadas deben realizarse según lo planificado.

Somos más optimistas en lo que se refiere a la política del banco central, debido a la baja inflación, la cual cerró el año 2017 en 1.4%. La tendencia a la baja es sólida, y estamos de acuerdo con el banco central en que a principios de 2018 la inflación será menor a 1%, piso de su rango meta. La combinación de una baja inflación con el impacto que tuvo la turbulencia política en el crecimiento justifica más de un recorte de las tasas de interés y estamos ajustando nuestras expectativas, pasando de una sola disminución en el año a dos, para cerrar en una tasa de interés de referencia de 2.75%. Después de la caída de principios del año, la inflación debería rebotar rápidamente, aunque no de manera significativa. Hemos reducido nuestro pronóstico para todo el año de 2.8% a 2.0%.

### CONTACTOS

**Guillermo Arbe**  
 511.211.6052 (Perú)  
 Scotiabank Peru  
[guillermo.arbe@scotiabank.com.pe](mailto:guillermo.arbe@scotiabank.com.pe)

Gráfico 1



En lo que respecta al mercado de divisas, la incertidumbre política no cambia la realidad de la mejora de los términos de intercambio comercial. Tampoco pone en peligro el perfil de deuda del país. Es posible que continúen las reacciones a corto plazo como reflejo ante los eventos políticos, lo cual tendrá un impacto en el tipo de cambio y la curva de deuda soberana, pero es difícil que se presente un escenario político y económico tan deteriorado que lleve a una hemorragia, continua y a largo plazo, de capitales en los mercados locales.

El crecimiento en 2019 dependerá, en parte, de lo que ocurra en 2018, pero la mejora de los términos del intercambio comercial y la inversión pública continua deberían impulsar la expansión del PIB a un 4.2%. Tenemos la esperanza de que la turbulencia política desaparecerá, pero es necesario considerar que ésta quizá ya haya tenido algún impacto en el crecimiento a largo plazo.

## Chile

### UNA RECUPERACIÓN MODERADA PARECE MÁS FÁCIL DÍA A DÍA

- Dos factores serán críticos para la economía chilena en el año que comienza: la tendencia del precio del cobre y la capacidad del nuevo gobierno de lograr acuerdos para aprobar reformas que favorezcan la inversión. Estos dos factores también serán los riesgos críticos.
- La confianza empresarial podría mejorar mucho más si la nueva administración se mueve rápidamente en las reformas clave.
- La economía chilena está básicamente equilibrada: baja inflación, un déficit limitado de cuenta corriente, condiciones fiscales que empeoran pero aún son manejables y un sector financiero sólido.

### ACTUALIZACIÓN DE MACRO: BUENAS CONDICIONES RESPALDAN EL OPTIMISMO

Gran parte del mercado espera un desempeño más sólido en el último trimestre de 2017, pero mantenemos la proyección de crecimiento anual de alrededor de 1.4%. Nuestro pronóstico para el año actual se mantiene en 2.8%, aunque el sesgo alcista se ha fortalecido significativamente debido a mayores expectativas para los precios del cobre, una perspectiva internacional más tranquila y un menor riesgo político interno. En consecuencia, la primera mitad del año será crítica para la economía chilena y las proyecciones del mercado podrían revisarse más de lo habitual, tanto en magnitud como en frecuencia.

Una variable clave a seguir será la recuperación de las expectativas privadas, que es crítica para la demanda interna (consumo y, más importante, inversión). Actualmente las políticas monetaria y fiscal son expansivas, mientras que la holgura (capacidad ociosa) parece suficiente para estimular el gasto si la confianza se recupera. Recientemente hemos visto algunos signos de una recuperación de esta última, pero existen buenas razones para esperar que haya más mejoras en los próximos meses.

La inflación en 2017 alcanzó el 2.3%, el nivel más bajo desde 2012. Es bastante consistente con una economía que ha estado creciendo por debajo de su tasa potencial durante 4 años, lo que además ha llevado a esfuerzos crecientes de algunos sectores para aumentar la eficiencia y absorber inversiones previas. Para el año actual, esperamos que la recuperación de la inflación alcance un nivel cercano al 2.8%. Parte de esa recuperación ya comenzó, ya que la inflación más baja en 12 meses se alcanzó en septiembre. Sin embargo, esa tendencia alcista se vinculará críticamente con un juego de fuerzas entre un tipo de cambio que podría debilitarse (lo cual impactaría los precios de los bienes transables) y la recuperación de las expectativas y la actividad, cuya mayor influencia estará en los servicios y bienes no transables.

En ese contexto, como lo hemos sostenido por muchos meses, estimamos que el Banco Central mantendrá la tasa de política monetaria en 2.5% hasta mediados de año, aunque el sesgo podría modificarse antes de esa fecha. Para la segunda mitad del año esperamos tres alzas (de 25 puntos base cada una) para finalizar en 3.25%. Este sería el comienzo de una trayectoria de normalización de la política monetaria que debería continuar en 2019. Una recuperación moderada de las tasas a largo plazo debería comenzar incluso antes, tan pronto como en el trimestre actual.

### CONTACTOS

**Benjamin Sierra**  
56.2.2619.4974 (Chile)  
Scotiabank Chile  
[benjamin.sierra@scotiabank.cl](mailto:benjamin.sierra@scotiabank.cl)

Gráfico 1

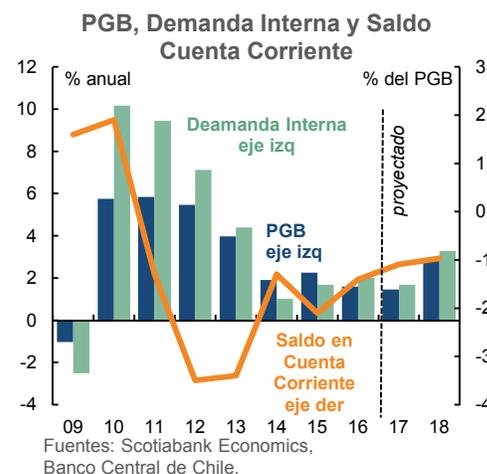
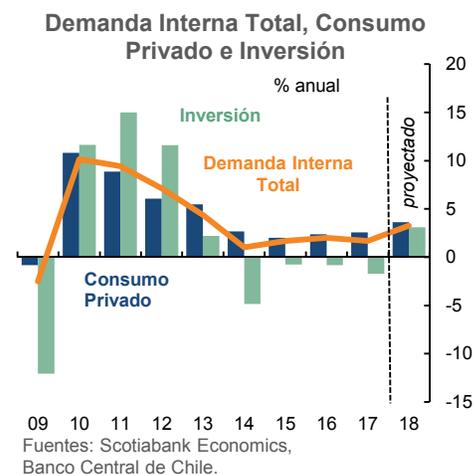


Gráfico 2



### PANORAMA POLÍTICO: RIESGOSO PERO PROMISORIO

El panorama político parece ser mucho más claro que en el trimestre pasado. Las elecciones parlamentarias no dieron lugar a una mayoría absoluta en el Senado o en la Cámara de Diputados. Sin embargo, la victoria decisiva para el Sr. Piñera, más una oposición profundamente dividida y confundida, hacen que la coalición de partidos del Sr. Piñera sea la fuerza más relevante en el Congreso. Aun así, deberán esforzarse por llegar a acuerdos con otras fuerzas para obtener las mayorías requeridas. La tarea es enorme y también requerirá grandes habilidades políticas. En el lado positivo, parece que el Sr. Piñera representa casi todo lo que los mercados pueden desear para la región: más espacio para la actividad privada, más responsabilidad fiscal, más crecimiento, etc., junto con experiencia y un sólido liderazgo político y técnico. Probablemente el 55% de apoyo que recibió no solo representa a sus seguidores naturales, sino también la incomodidad de votantes de centro con un gobierno que estimaron que se inclinó demasiado a la izquierda.

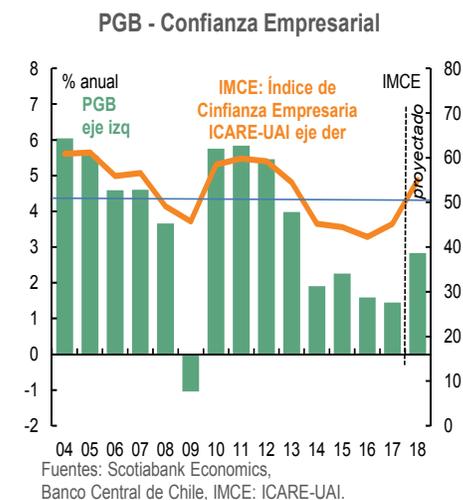
Sin duda, el nuevo presidente es consciente de la importancia de avanzar rápidamente para mejorar la situación económica (probablemente la razón principal por la que fue tan mayoritariamente votado). Además del tradicional "período de luna de miel" de alrededor de un año que se suele verificar en Chile entre un nuevo presidente y ciudadanía, el resultado de la segunda vuelta fue tan categórico que cualquier intento de obstaculizar inmediata e indiscriminadamente las acciones del nuevo gobierno probablemente será sofocado por la propia opinión pública. En consecuencia, los primeros meses serán críticos para comenzar a solucionar problemas en el marco económico. Los mercados financieros y los tomadores de decisiones en las corporaciones harán un estrecho seguimiento del desempeño del nuevo equipo político y del entorno.

### LOS PRINCIPALES RIESGOS SIGUEN SIENDO LOS MISMOS

Los principales riesgos para nuestros pronósticos son los mismos problemas que nos permiten ser optimistas. Esperamos una recuperación limitada pero sostenida en el precio del cobre que, si es demasiado rápida, podría causar algunos problemas con el tipo de cambio y la política monetaria. Sin embargo, el riesgo opuesto (si el precio del cobre cayera) sería mucho más dañino: el crecimiento sería más bajo y aumentaría la restricción en las cuentas extranjeras y fiscales. En este caso la tendencia pronosticada hacia un crecimiento potencial entre 3.5% y 4% en los próximos años sería considerablemente más difícil de alcanzar.

Los riesgos internos probablemente han sido sobreestimados, pero virtualmente no han desaparecido. Algunas capacidades del nuevo gobierno fueron probadas en la primera administración del Sr. Piñera, que gobernó Chile desde 2010 hasta 2014, pero uno debería esperar algunas mejoras. En el lado positivo, si la gestión política fuera excelente y más fácil de lo esperado, las oportunidades de inversión serían extraordinarias y algunas variables como el desempleo podrían reaccionar en consecuencia. Pero la otra cara de la moneda es que la oposición no será inocua: el verdadero período de gobierno de una coalición política en Chile probablemente no sea de cuatro sino de tres años, porque dentro de ese período se llevan a cabo elecciones municipales que han demostrado ser un buen pronosticador de la presidencial y parlamentaria del año siguiente.

**Gráfico 3**

**Gráfico 4**


Este documento ha sido elaborado por Scotiabank Economics como un recurso para los clientes de Scotiabank. Las opiniones, estimaciones y proyecciones que aquí se exponen son las nuestras a la fecha del presente y están sujetas a cambios sin previo aviso. La información y las opiniones incluidas en este documento provienen de fuentes consideradas confiables, pero no se ofrece ninguna declaración ni garantía, expresa o implícita, con respecto a su exactitud e integridad. Ni Scotiabank ni alguno de sus oficiales, directores, socios, empleados o empresas afiliadas asumen ninguna responsabilidad por cualquier pérdida derivada del uso de este documento o su contenido.

Esta publicación se elabora únicamente para fines informativos. Esta publicación no es, ni debe ser interpretada como una oferta para vender ni fue elaborada para hacer una oferta de compra de ningún instrumento financiero, ni deberá ser interpretada como una opinión que pudiera indicar que a usted le convendría efectuar un swap u operar en función de alguna otra estrategia con swaps conforme a lo definido en el reglamento 23.434 de la Comisión del Comercio en Futuros sobre Mercancía de los Estados Unidos (Commodity Futures Trading Commission) y su Anexo A. Este material no se ha diseñado pensando en sus necesidades y características individuales y específicas, y no debe ser considerado como un "llamado a la acción" o una sugerencia para que efectúe un swap u opere en función de una estrategia con swaps o cualquier otro tipo de transacción. Scotiabank podría participar en transacciones que resulten incongruentes con las opiniones planteadas en este documento y podría tomar posiciones, o estar en el proceso de adoptar posiciones aquí previstas.

Scotiabank, sus empresas afiliadas y cualquiera de sus oficiales, directores y empleados respectivos pueden ocasionalmente tomar posiciones en divisas, actuar como gerentes, cogerentes o suscriptores de una oferta pública o actuar como propietarios o agentes, operar, ser dueños o actuar como generadores de mercado o asesores, corredores o banqueros comerciales o de inversión con relación a los valores o derivados relativos. Como resultado de estas acciones, Scotiabank podría recibir cierta remuneración. Todos los productos y servicios de Scotiabank están sujetos a los términos de los contratos aplicables y reglamentaciones locales. Los oficiales, directores y empleados de Scotiabank y sus empresas afiliadas podrían desempeñar cargos de directores de empresas.

Cualquier valor mencionado en este documento podría no ser recomendable para todos los inversionistas. Scotiabank recomienda que los inversionistas evalúen de forma independiente a cualquier emisor y valor mencionado en la presente publicación, y que consulten con cualquiera de los asesores que estimen conveniente antes de realizar cualquier inversión.

**Esta publicación y toda la información, opiniones y conclusiones contenidas en ella quedan protegidas por derechos de autor. No podrá reproducirse esta información sin el previo consentimiento por escrito de Scotiabank.**

™ Marca de The Bank of Nova Scotia. Utilizada bajo licencia, donde corresponda.

Scotiabank, y "Banca y Mercados Globales", son los nombres comerciales utilizados para los negocios globales de banca corporativa y de inversión, y mercados de capital de The Bank of Nova Scotia y algunas de sus empresas afiliadas en los países donde operan, lo que incluye a Scotiabanc Inc.; Citadel Hill Advisors L.L.C.; The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York; Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Ireland) Limited; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., todos ellos miembros del Grupo Scotiabank y usuarios autorizados de la marca Scotiabank. The Bank of Nova Scotia es una sociedad de responsabilidad limitada constituida en Canadá y está autorizado y regulado por la Oficina del Superintendente de Instituciones Financieras de Canadá (OSFI). The Bank of Nova Scotia está autorizado por la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido y está sujeto a la reglamentación de la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido y regulado de manera limitada por la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido. Los detalles sobre el alcance de la reglamentación de la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido a The Bank of Nova Scotia están disponibles previa solicitud. Scotiabank Europe plc está autorizado por la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido y regulado por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido y la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido.

Scotiabank Inverlat, S.A., Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., y Scotia Derivados, S.A. de C.V., están autorizados y reglamentados por las autoridades financieras mexicanas.

No todos los productos y servicios se ofrecen en todas las jurisdicciones. Los servicios descritos están disponibles únicamente en las jurisdicciones donde lo permita la ley.