

## México

- Las tendencias positivas de diversas variables nos hacen pensar que podemos esperar una mejora gradual de la economía mexicana durante este año y el siguiente.
- Los factores más importantes a considerar son la evolución de la renegociación del TLCAN y los resultados de las elecciones del mes de julio.

### SE ACERCAN MOMENTOS DECISIVOS

Varios indicadores recientes sugieren que la economía mexicana está tomando impulso. El Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) subió 2.1% de un año a otro en enero, lo que representó el crecimiento más alto en los últimos cuatro meses, con todo y la debilidad crónica de la producción minera (-5.0% interanual real) debido a los problemas de la extracción de petróleo. Por otro lado, el sector de la construcción creció 4.0% de un año a otro en el mes de enero, después de haber registrado un crecimiento de 3.6% en diciembre, retomando así un ritmo sólido tras las cifras negativas de la mayor parte de 2017. Esta recuperación es especialmente relevante al presentarse en un entorno muy incierto como el que se vive actualmente. El sector servicios creció 2.9% de un año a otro en enero, con un comportamiento positivo en el comercio (+5.4% interanual en ventas minoristas), restaurantes y hoteles (+4.4% interanual) y transporte (+3.2% interanual).

Alineadas con las cifras de la actividad económica, las cifras del empleo también muestran buenos resultados: en los dos primeros meses de 2018, se crearon 278,000 nuevos empleos, 17% más que el año anterior. La tasa de desempleo abierto llegó a 3.21% en febrero, lo que representó el menor nivel durante ese mes desde 2003. El año comenzó también en forma alentadora para las ventas minoristas ajustadas a la inflación, las cuales crecieron 0.5% de un año a otro en enero, después de cinco meses de contracción. La actividad financiera se unió a la ola de noticias positivas, con un crecimiento interanual de los depósitos de 4.8% en febrero, lo que significó un aumento del ritmo de crecimiento con respecto a los cuatro meses previos, mientras que el crédito bancario al sector privado creció 6.3% de un año a otro, el mayor ritmo registrado en ocho meses. Vale la pena mencionar que parte de la mejora observada en el crecimiento de las tasas reales de crecimiento se explica por el descenso rápido de la inflación interanual, que se ubicó en 5.55% y 5.34% en enero y febrero respectivamente, después de haber cerrado 2017 en 6.77%.

En el ámbito externo, y a pesar de la retórica negativa de la administración del presidente Trump, el comercio exterior mexicano está en pleno auge, como se puede ver en el gráfico 2. En los dos primeros meses del año, las exportaciones totales tuvieron un crecimiento interanual de 12.4%, con una importante expansión de las exportaciones petroleras de 30.4% y un rebote de las exportaciones automotrices de 13.9%. Por su parte, las importaciones totales aumentaron en 12.9%. En particular, las importaciones de bienes de capital mostraron un incremento significativo de 19.4% de un año a otro, lo cual sugiere que las inversiones se están ampliando. En total, el comercio exterior aumentó en USD 75,000 millones en el último año hasta el mes de febrero. El crecimiento de las exportaciones se explica por la aceleración de la economía de Estados Unidos, el alza del petróleo y un peso subvaluado, mientras que el dinamismo de las importaciones nos da a entender que se está recuperando el ritmo de la actividad económica interna. Además, los flujos de remesas siguen creciendo a tasas significativas (+6.9% interanual), para llegar a un total de USD 29,100 millones en los últimos 12 meses, hasta febrero.

A más largo plazo, esperamos una mejora gradual del ritmo de la actividad económica, con un crecimiento del PIB real de 2.4% en 2018. Se espera que el mercado interno siga sustentando la economía, a medida que el consumo privado se mantiene con un crecimiento saludable (+3.1%) y las inversiones presentan un crecimiento leve, pero positivo (+1.2%). Se prevé que la creación de empleos continúe con un ritmo similar (más de 806,000), mientras que las remesas

### CONTACTOS

**Mario Correa**  
 52.55.5123.2683 (México)  
 Scotiabank Mexico  
[mcorrea@scotiabank.com.mx](mailto:mcorrea@scotiabank.com.mx)

México	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	2.0	2.4	2.8
IPC (% interanual, cierre)	6.8	4.3	3.8
Tasa del banco central (% , cierre)	7.25	7.75	7.00
Peso mexicano (USDMXN, cierre)	19.66	19.46	19.71

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

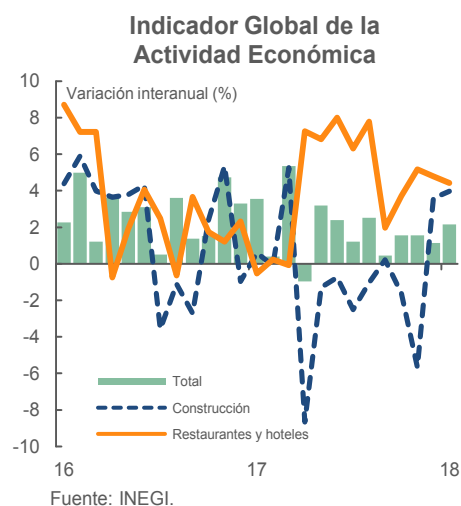
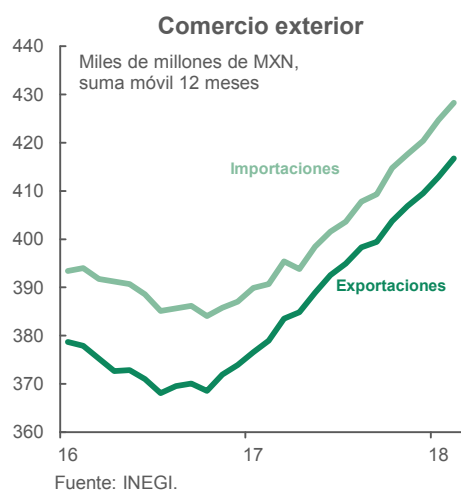


Gráfico 2



deberían superar ligeramente los USD 30,000 millones. En nuestro escenario base, la inflación disminuirá a 4.3% al final del año, y se espera que el Banco de México ajuste una vez más la política monetaria, con un incremento de la tasa de interés a mitad del año.

Si consideramos únicamente las tendencias económicas actuales, el panorama es relativamente bueno en el futuro. Sin embargo, hay muchos otros factores que tendrán un impacto significativo en el desempeño de la economía mexicana e imprimen un alto grado de incertidumbre a los pronósticos. El primero, y quizá el más significativo, es el proceso de renegociación del TLCAN, que ha estado sujeto a muchos altibajos y distintos puntos de vista. Nuestro escenario base sostiene que el proceso de renegociación continuará hasta 2019 y al final culminará con un acuerdo con ligeras mejoras. Ahora bien, si Trump disuelve abruptamente el TLCAN o se logra un acuerdo ampliamente mejorado (conocido como TLCAN 2.0), nuestros pronósticos económicos podrían cambiar radicalmente.

El segundo factor, que tiene cada vez más relevancia, es el proceso electoral, con el candidato López Obrador a la cabeza de todos los sondeos recientes. El candidato puntero ha causado gran controversia, ya que ha hablado de cambiar significativamente las políticas económicas para volver a un modelo más centralizado, en el que el gobierno juegue el papel preponderante en la economía, y también ha prometido suspender la construcción del nuevo aeropuerto de la Ciudad de México, ya en marcha. Una de las presunciones clave de nuestro escenario base es que, sin importar quién gane, se mantendrán las políticas económicas sensatas y sólidas. Si hay cambios significativos y la solidez de la política económica se ve mermada por la siguiente administración, el panorama económico podría ser muy distinto.

## Brasil

- La política, en lo que se refiere tanto a la reforma del sistema de pensiones como a las elecciones presidenciales, será posiblemente una fuente de volatilidad para los mercados de divisas y las tasas de interés. Es poco probable que se aprueben grandes reformas antes de 2019, como mínimo. Y por ahora, ni siquiera se sabe con certeza quiénes serán los candidatos electorales, o cuáles son sus planes en materia de ajuste fiscal y reformas.
- La principal buena noticia la dará posiblemente el crecimiento económico. Los efectos de base, la disminución de las tasas de interés y el repunte de los precios de las materias primas están impulsando la economía brasileña. Gracias a la reducción de las tasas de interés y de la inflación, los hogares están estimulando cada vez más la demanda interna. La producción industrial decepcionó en febrero, pero sigue por una senda favorable.
- Con respecto a la política monetaria, como gran parte de los actores del mercado, estimamos que el banco central recortará nuevamente la tasa de referencia en 25 bps en su próxima reunión de mayo. Sin embargo, consideramos que el ciclo de normalización de la política monetaria comenzará antes de lo que prevé la mayoría de analistas, posiblemente a finales de 2018 o principios de 2019.

### LAS REFORMAS, EN EL MEJOR DE LOS CASOS, SERÁN TEMA DE 2019, Y LOS MERCADOS LO ESTÁN REFLEJANDO

Puesto que todo parece indicar que la reforma del sistema de pensiones deberá esperar, en el mejor de los casos, hasta 2019, después de que fracasara el intento por aprobarla en febrero, mientras al mismo tiempo el panorama electoral no está nada claro, cada vez se teme más que las mejoras fiscales que anticipaban los mercados no logren concretarse. Por el momento, no se sabe aún con certeza quiénes serán los principales contendientes en las elecciones presidenciales del mes de octubre, pero las encuestas recientes han dado repetidamente como favoritos a candidatos que los mercados ven como populistas de izquierda o de derecha. Como la contienda está indefinida, ni siquiera podemos hacer conjeturas sobre los futuros planes de gobierno y posturas en materia de reformas o ajuste fiscal. Así pues, por ahora, la buena noticia para Brasil en 2018 vendrá por el lado macroeconómico y, hasta el momento, los datos han sido sólidos. Debido a la decepción por el aplazamiento de las reformas y la incertidumbre política, el real brasileño (BRL) ha sido la moneda latinoamericana de peor rendimiento (-0.1%), sin contar al bolívar de Venezuela (VEF) y al peso argentino (ARS). Por el lado del crédito, es la misma historia. Después de bajar a cerca de 140 bps, los CDS a 5 años de Brasil han vuelto a superar los 160 bps, nivel similar a los de países como Rusia, Turquía y Sudáfrica, que enfrentan grandes desafíos.

### EL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN MUESTRAN TENDENCIAS POSITIVAS

La economía brasileña arrancó el año 2018 con buen ritmo, como pudo observarse en el indicador del PIB mensual, que se ubicó en una tasa interanual de +3.0% en enero. En general, los datos por sector apuntan a una recuperación bastante generalizada: la demanda interna, las exportaciones y la producción industrial nos hacen pensar que por fin ya se está viendo la luz al final del túnel. Las ventas minoristas decepcionaron un poco en enero al registrar un crecimiento interanual de +3.2% en lugar del +3.5% del consenso, pero siguieron reflejando que los consumidores están contribuyendo más, tendencia que posiblemente sea consecuencia del nivel más tenue de inflación (la tasa IPCA se ha mantenido en menos de 3.0%) y de las menores tasas de interés, que dan algo de respiro a unos hogares todavía bastante endeudados.

## CONTACTOS

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

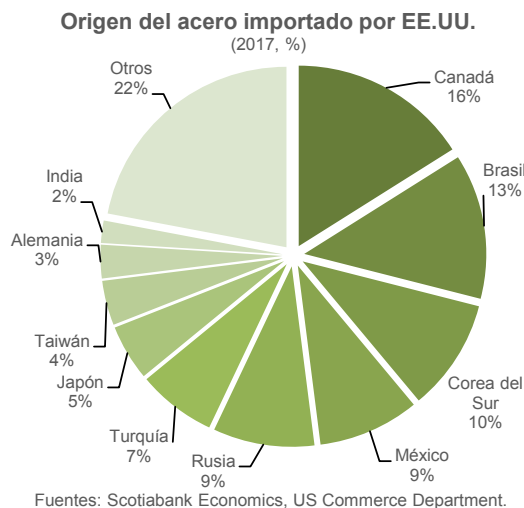
Brasil	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	1.0	2.5	2.7
IPC (% interanual, cierre)	2.9	4.1	2.6
Tasa del banco central (% cierre)	7.00	6.75	8.50
Real brasileño (USDBRL, cierre)	3.31	3.25	3.35

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



Gráfico 2



Con respecto a la producción industrial, el repunte gradual sigue en marcha, incluso aunque los últimos datos hayan sido desalentadores. Se esperaba un crecimiento interanual de +3.9% en febrero, pero finalmente el resultado fue de solo +2.8%. En comparación con la tasa sólida de +5.8% interanual que se registró a comienzos de 2018, la de febrero resultó un tanto decepcionante, pero lo importante es que después de su contracción sostenida de 2014-2016 el sector industrial parece cobrar vigor. En el ámbito comercial, la mejora del precio de las materias primas está impulsando la economía brasileña, con un aumento de los ingresos de exportación de 15% en términos interanuales en 2017. Esta aceleración podría moderarse en 2018, dado que el precio de las materias primas parece haberse estabilizado, pero la mejora del volumen dentro del comercio global ha de seguir siendo positiva. Un riesgo es que, a excepción del Mercosur, Brasil no tiene actualmente ningún acuerdo comercial importante, lo que podría dejarlo en una posición más vulnerable que la mayoría de los demás países si estalla realmente una guerra comercial. No incluimos esta posibilidad como escenario base, pero de cualquier forma se trata de un riesgo. A raíz del anuncio de imposición de aranceles al acero por parte de Estados Unidos, Brasil figuró en la lista de los países que podrían verse más afectados. Posteriormente fue eximido de esta medida arancelaria estadounidense (ver gráfico 2), pero es una amenaza considerable que habrá que tomar en cuenta.

### UNA POLÍTICA MONETARIA MÁS RELAJADA ANTE LA SORPRESIVA DISMINUCIÓN DE LA INFLACIÓN

El banco central de Brasil (BCB) anunció un recorte de 25 bps de la tasa de referencia tras la última reunión del Comité de Política Monetaria (Copom) y pareció enviar la señal de un posible recorte adicional de 25 bps, al indicar que las próximas alternativas eran una interrupción del ciclo de relajamiento o una suavización adicional de final de ciclo. El último párrafo del [acta de la reunión](#) reza textualmente: “*En vista de la evolución del escenario base, se consideró adecuado reducir la tasa SELIC en 0.25 puntos porcentuales en esta reunión del Copom. Con respecto a la próxima reunión, por el momento el Copom considera que una moderada flexibilización monetaria adicional sería conveniente. El Comité piensa que este estímulo adicional mitigaría el riesgo de una convergencia diferida de la inflación con la meta. Esta opinión sobre la decisión a tomar en la próxima reunión del Copom podría cambiar para privilegiar, en cambio, la interrupción del proceso de relajamiento monetario, si la mitigación del riesgo luce innecesaria. Después de la siguiente reunión, si no se producen más cambios relevantes en el escenario base, el Copom considera que es adecuado interrumpir el proceso de relajamiento monetario para evaluar los próximos pasos, tomando en cuenta los factores clave que se perfilen en el horizonte para la política monetaria en ese momento.*”

Básicamente, inferimos que el BCB consideró necesario proceder a un par de recortes más de la tasa de referencia para evitar los riesgos deflacionarios ante la sorpresivamente baja inflación. Por ahora, la curva DI (el mercado local de swaps de tasas de interés) parece tomar en cuenta las indicaciones del BCB, pues ha descontado el recorte adicional de 25 bps mencionado por el Copom, seguido de una pausa. Tal como ha dejado entrever el organismo, por nuestra parte esperamos también un recorte más en la próxima reunión y luego una pausa. Sin embargo, creemos que el ciclo de endurecimiento comenzará un poco antes de lo previsto por la mayoría de analistas: según nuestras proyecciones, la tasa SELIC se recortará a 6.25% en la próxima reunión del 16 de mayo y se mantendrá estable hasta finales de año cuando subirá en 25 bps, bien sea en la reunión del 12 de diciembre o en la primera reunión del año 2019. ¿Por qué prevemos que el ciclo de normalización monetaria empezará más pronto? Por toda una serie de factores:

- 1) El crecimiento está tomando rápidamente impulso y, si la inflación se normaliza en cerca de 3.5%–4%, la actual tasa SELIC se volverá rápidamente “demasiado holgada”. Debido a la inflación tan volátil del país y los efectos de indexación, resultaría arriesgado quedarse nuevamente rezagado en la curva. Esperamos que el BCB haya aprendido la lección del ciclo pasado. Sería también prudente mantener el barco navegando con un rumbo ya definido de cara al próximo cambio de gobierno.
- 2) Es poco probable que se introduzca un ajuste fiscal, al menos por el resto de 2018, de modo que el BCB podría verse obligado a compensar la política fiscal flexible con un aumento de las tasas de interés, a medida que la economía va regresando al crecimiento potencial, del cual cada vez está más cerca.
- 3) ¿Cuánta capacidad excedentaria existe? No creemos que haya tanto exceso de capacidad como implican los actuales niveles de producción. Aunque en términos de volumen, la producción industrial equivale actualmente a los niveles de 2005, cuando está ociosa por tanto tiempo, la capacidad tiende a deteriorarse.
- 4) El nivel de incertidumbre es alto y, como la tasa de cambio incide considerablemente en la inflación, los riesgos de que esta última se incremente son considerables. De hecho, el efecto traspaso de la tasa de cambio en la inflación de Brasil es uno de los más altos de Latinoamérica, de casi 20%. Por lo tanto, si se presenta un coctel de incertidumbre política y riesgos comerciales a nivel mundial, el BRL podría debilitarse significativamente. Al carecer de acuerdos de libre comercio, el país estaría particularmente expuesto a un deterioro del comercio mundial, cosa que no consideramos un escenario base, pero sí un riesgo.

### PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS

Nos preocupa un poco que las últimas encuestas no coincidan con lo que, en nuestra opinión, casi todos están de acuerdo, es decir, que un candidato reformista ganará posiblemente las próximas elecciones presidenciales, y lo hará con el mandato de seguir adelante con las reformas y el ajuste fiscal. Muchos consideran que ahora que Lula está prácticamente fuera de la contienda debido a su sentencia de encarcelamiento, los

candidatos moderados obtendrán un mayor porcentaje de votos. Es ciertamente posible que el electorado de Lula y Bolsonaro sea compatible, aunque uno sea de izquierda y el otro de derecha, en el sentido de que ambos son antisistema. Los simpatizantes de Lula, enojados con su condena, podrían apoyar al candidato que consideren más opositor al gobierno actual, pese a cualquier diferencia ideológica.

Estamos en las primeras etapas del proceso electoral y es probable que las encuestas cambien, pero hasta hace muy poco los mercados se mostraban demasiado complacientes frente al riesgo político. Ahora que están aumentando los riesgos políticos y que el proceso de reformas podría verse comprometido, las previsiones para el BRL son un poco menos optimistas. Existen altas probabilidades de que la situación fiscal no mejore tampoco en 2019, lo que resquebraja la confianza. Es, de hecho, una de las razones por las cuales hemos adelantado la fecha prevista de inicio del proceso de normalización monetaria del BCB: debido al fuerte impacto que tiene la tasa de cambio en la inflación, el organismo tendrá que ser prudente.

## Colombia

- Se puede decir que las elecciones son la principal fuente de incertidumbre para Colombia. Las encuestas recientes y los resultados de las primarias dan a entender que habrá posiblemente una segunda vuelta entre Iván Duque (apoyado por el expresidente Álvaro Uribe) y Gustavo Petro, exalcalde de Bogotá, a quien se le considera “de izquierdas”. Según los resultados de las primarias del 11 de marzo, Duque estaría actualmente a la cabeza y llevaría bastante ventaja (recibió 1/3 más de votos que Petro en esa consulta).
- En el ámbito económico, el crecimiento sigue estando lento (+1.3% interanual en diciembre), pero va dando señales de mejora. El fortalecimiento del comercio global y el aumento del precio del petróleo deberían impulsar la expansión a tasas de 2.5% en 2018 y 3.5% en 2019. Nuestras previsiones se sitúan en 50 bps más que el consenso para 2019.
- Los mercados locales han exhibido un desempeño sólido. El peso colombiano (COP) ha sido la segunda moneda latinoamericana con mejor rendimiento en lo que va del año (+7.0%). En los mercados de bonos, los títulos de Colombia (BBB-) se cotizan muy cerca de los de México (BBB+), lo que refleja que los mercados tienen más dudas sobre las elecciones mexicanas y la renegociación del TLCAN que sobre el proceso político en Colombia.

### LAS ELECCIONES SERÁN POSIBLEMENTE EL PRINCIPAL FACTOR DE INCERTIDUMBRE EL PRÓXIMO TRIMESTRE

La carrera electoral comenzó con mucha agitación en Colombia. En la primera semana de marzo, Gustavo Petro (exalcalde de Bogotá y candidato presidencial) fue violentamente agredido, mientras el expresidente Álvaro Uribe (que apoya al candidato Iván Duque) recibió también abucheos e insultos. Si las elecciones terminan convirtiéndose, como todo parece indicar, en una lucha entre Duque y Petro, será un proceso muy polarizado, puesto que las plataformas económicas y políticas de estos dos actuales líderes de las encuestas tienen diferencias muy importantes. Un primer indicio de la elevada polarización de la contienda fue el resultado de las primarias, que tuvieron una participación récord de más de 9 millones de votantes, signo de que el electorado se está tomando muy en serio estos comicios. Para evitar la segunda vuelta, uno de los candidatos debe obtener más de la mitad de los votos, hazaña que no es imposible, pero luce muy poco probable según arrojan los sondeos recientes.

Por ahora, los resultados de las primarias celebradas el 11 de marzo se inclinan a favor de Iván Duque, que estaría adquiriendo una ventaja considerable tras recibir 4 millones de votos, dejando en segundo lugar a Gustavo Petro, con 2.8 millones de votos. En resumen, en estas consultas interpartidistas, la derecha consiguió casi el doble de votos que la izquierda.

En la Gran Consulta por Colombia, la consulta de la centroderecha, el total de votos alcanzó los 5.9 millones. Iván Duque resultó victorioso y se convirtió en el candidato de la derecha:

- Iván Duque: 4 millones
- Marta L. Ramírez: 1.5 millones
- A. Ordóñez: 0.4 millones

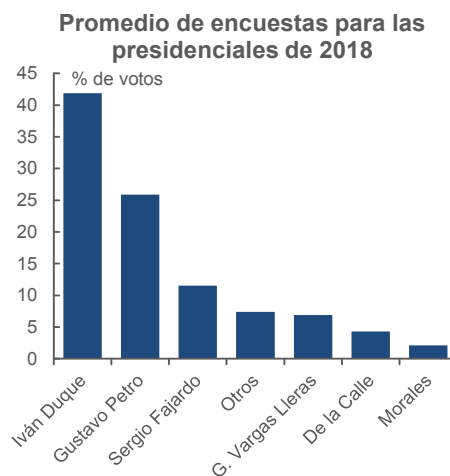
## CONTACTOS

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

Colombia	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	1.8	2.5	3.5
IPC (% interanual, cierre)	4.1	3.3	3.1
Tasa del banco central (% cierre)	4.75	4.25	5.00
Peso colombiano (USDCOP, cierre)	2,986	2,900	3,050

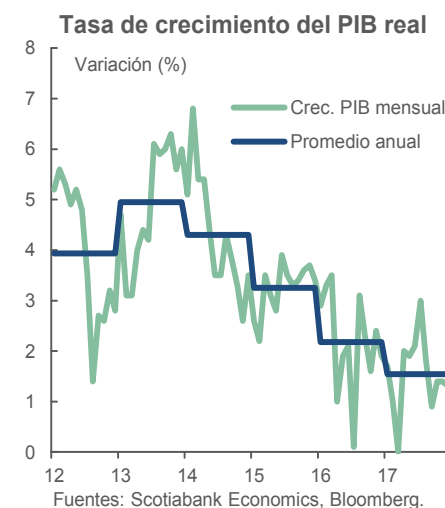
Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



Fuentes: El País (28 de marzo), Scotiabank Economics.

Gráfico 2





Por su parte, Inclusión Social por la Paz, la coalición de centroizquierda, sumó un total de 3.3 millones de votos. Gustavo Petro se ubicó a la cabeza con una ventaja sólida:

- Gustavo Petro: 2.8 millones
- C. Caicedo: 0.5 millones

¿Quiénes son entonces los candidatos?

- **Gustavo Petro** (las encuestas le dan entre 20% y 30% de los votos, pero parece haberse estancado en ese rango): Antiguo militante del movimiento guerrillero M-19 y exalcalde mayor de Bogotá, Petro es el candidato que está más a la izquierda del espectro ideológico ahora que Rodrigo Londoño (antiguo cabecilla de las FARC) se retiró por motivos de salud. El exalcalde fue destituido del cargo por acusaciones de corrupción y mala gestión. Sin embargo, los tribunales internacionales rehabilitaron posteriormente sus derechos políticos. Ha prometido aumentar los impuestos para las multinacionales y fortalecer el papel del Estado en el sector bancario y de pensiones. Se considera que algunas de sus propuestas implican una ruptura con el status-quo. Busca posicionarse como el candidato antisistema para aprovechar los bajos índices de aprobación que tendría el actual gobierno del presidente Santos.
- **Iván Duque** (las encuestas le otorgan cerca de 40% de los votos, con tendencia alcista): El exsenador es considerado por la gran mayoría el hombre del expresidente Álvaro Uribe. Se puede decir que es el más derechista de los cuatro contendientes principales y está avanzando con fuerza últimamente. Un elemento polarizador de su plataforma podría terminar siendo su postura con respecto al proceso de paz. Uribe ha sido un férreo opositor y crítico del proceso de paz de Santos, y esto podría diferenciar a Duque del actual gobernante si efectivamente sigue la línea dura de Uribe. Hasta ahora, el candidato ha declarado que no destruirá los acuerdos de paz, pero sí podría hacer ciertas modificaciones. En el ámbito económico, se espera que sea prudente y favorable al status-quo.
- **Germán Vargas Lleras**: Fue candidato presidencial en 2010 y exsenador. Este representante de la centroderecha fue vicepresidente con Santos, pero renunció a su cargo en 2017.
- **Sergio Fajardo**: Posiblemente el candidato más al centro de los cuatro principales, el exgobernador de Antioquia y exalcalde de Medellín fue también fórmula vicepresidencial de Antanas Mockus en las elecciones de 2010. Podría decirse que es quien mejor se presenta como “verdadero independiente”; se le considera pragmático en vez de sujeto a cualquier ideología. Ha prometido concentrarse en el desarrollo de instituciones, la educación (con un incremento del 10% del gasto anual en educación) y la generación de empleo.

## CRECIMIENTO E INFLACIÓN

El banco central ha reaccionado en forma bastante enérgica a la desaceleración económica, con recortes sucesivos de la tasa de interés de referencia, que ha pasado de 7.75% en 2016 a 4.5% actualmente. No se descarta otro nuevo recorte de 25 bps en las próximas reuniones, dado que el crecimiento sigue tenue en medio de la mejora de la inflación. Según los últimos datos consultados, la inflación habría disminuido de 3.68% a 3.37%, y los miembros del organismo han dado a entender que podrían optar por un mayor relajamiento si la inflación llega a la meta (se necesitaría que el IPC bajara más o menos otros 40 bps). La actividad económica cerró 2017 con mucha debilidad (el índice de actividad económica fue de 1.3% en diciembre), pero debería ir tomando impulso gradualmente este año, debido al regreso de la confianza, la reducción de las tasas de interés y el alza del precio del petróleo. Las primeras cifras del año (enero) mostraron ya más solidez, con un crecimiento interanual de 2.2%.

Creemos que el crecimiento mejorará durante los dos próximos años, llegando a una tasa interanual de 2.5% en 2018 (1.8% en 2017) y nuevamente al potencial (3.5%) en 2019. Nuestros pronósticos coinciden exactamente con el consenso de Bloomberg para 2018 y son unos 50 bps más elevados que el consenso para 2019. La razón por la que somos más optimistas es la combinación de toda una serie de factores: la tendencia positiva del comercio global (aunque habrá que estar atentos al riesgo de una guerra comercial), el relativamente bajo nivel de incertidumbre, propicio para la inversión, y la evolución favorable de los precios de las materias primas. Estamos también de acuerdo con los actores del mercado que prevén que el Banco de la República relajará un poco más su política monetaria, con el objetivo de estimular el crecimiento ante su ritmo todavía anémico.

## MERCADOS: TODAVÍA ESTABLES, PERO ESTÁ AUMENTANDO EL NERVIOSISMO

Por ahora, las tenencias extranjeras de bonos TES no parecen haberse visto afectadas por la incertidumbre de las elecciones, manteniéndose bastante estables en 26.2% en febrero, apenas un poco por debajo del 26.46% que se observó el mes anterior. El diferencial de rendimientos entre México y Colombia se ha reducido sustancialmente durante el mes pasado: de unos 120–130 bps hace un mes a cerca de 60 bps al 2 de abril. Puesto que Colombia tiene la calificación BBB- y México BBB+, esta diferencia permite suponer que los inversionistas ven un mayor grado de incertidumbre en México, atribuible a las próximas elecciones y la renegociación del TLCAN. Desde el inicio del año hasta el 8 de marzo, el peso colombiano ha sido la segunda moneda latinoamericana de mejor rendimiento (+7.0%), después del peso mexicano (+7.2%).

## Perú

### VOLVIENDO A LA SENDA DEL CRECIMIENTO

- Hemos reducido nuestro pronóstico de crecimiento del PIB para 2018, de 3.7% a 3.3%, debido a que la turbulencia política ha afectado el programa de inversiones del gobierno.
- La reacción de los mercados al cambio de gobierno fue moderada y de corta duración.
- Durante los últimos meses, el crecimiento económico se ha mantenido bastante estable, en alrededor de 3.0%. De aquí en adelante, el principal problema es que tan rápido el gobierno podrá normalizar su programa de inversiones.
- Como la inflación está muy por debajo de la meta, el banco central podría recortar nuevamente su tasa de referencia, para llegar a 2.5% en mayo.

Hemos reducido nuestro pronóstico de crecimiento del PIB para 2018, de 3.7% a 3.3%. Ya anticipábamos la disminución del crecimiento, pero estábamos esperando que se despejara la incertidumbre política y que tuviera lugar el cambio de gobierno y del gabinete. Nuestra previsión a la baja toma en cuenta el aplazamiento de los estímulos fiscales, puesto que la turbulencia política y el cambio de gabinete han afectado el programa de inversiones del gobierno.

Después de dos intentos de destitución, un nuevo presidente, dos nuevos gabinetes, la renuncia de cinco ministros y de que varias importantes compañías de construcción, empresarios y líderes de partidos políticos estuvieran bajo investigación por corrupción, todo esto en un periodo de menos de dos años, la interrogante no debería ser tanto por qué el ritmo de crecimiento del PIB se ha reducido, sino más bien cómo el país ha sido capaz de tener crecimiento. En realidad, los cambios políticos nunca fueron una amenaza para la gestión económica, y las turbulencias han tenido lugar en medio de una mejora de los términos de intercambio y sólidos indicadores macroeconómicos. Es por ello que las reacciones negativas de los mercados fueron moderadas y de corta duración. El sol peruano (PEN) no fluctuó mucho, los mercados de bonos y acciones tuvieron una reacción tímida, y las agencias calificadoras ratificaron la calificación y perspectivas de Perú.

El año comenzó con un crecimiento moderado del PIB: 2.8% interanual al mes de enero. Durante los últimos meses, y dejando de lado el corto periodo de volatilidad en el sector pesquero, el crecimiento se ha mantenido estable, en alrededor de 3.0%. De aquí en adelante, el principal problema es que tan rápido el gobierno podrá normalizar su programa de inversiones. A pesar de que el daño está hecho (las cifras del PIB de marzo y abril serán más reveladoras al respecto), el crecimiento podría comenzar a repuntar durante el gobierno de Vizcarra, puesto que el Congreso dominado por la oposición se ha mostrado más dispuesto a trabajar con la nueva administración. El nuevo gabinete de Perú es pro-mercado, pero si bien algunos de sus integrantes tienen experiencia en administración pública, deben demostrar también que tienen la capacidad de dirigir al Estado en su conjunto y superar los obstáculos que enfrenta la inversión en infraestructura.

La inflación anual cayó a 0.4% en marzo, muy por debajo del piso del rango meta del banco central, establecido en 1.0%. Se prevé que marzo sea el último mes que registre un descenso en la inflación, atribuible más bien al efecto que tuvo el fenómeno El Niño durante 2017. En adelante, la inflación debería repuntar y probablemente volver al rango meta establecido por el banco central. El organismo recortó su tasa de referencia de 3% a 2.75%

### CONTACTOS

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

Perú	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	2.5	3.3	3.7
IPC (% interanual, cierre)	1.4	2.0	2.5
Tasa del banco central (% , cierre)	3.25	2.75	3.25
Sol peruano (USDPEN, cierre)	3.24	3.18	3.12

Fuente: Scotiabank Economics.

Tabla 1

### Crecimiento del PIB - Componentes de la demanda

	2017	2018p
<b>PIB</b>	<b>2.5</b>	<b>3.3</b>
<b>Demanda interna 1/</b>	<b>1.8</b>	<b>3.3</b>
Consumo privado	2.5	2.8
Consumo público	1.6	4.0
Inversión fija total	0.0	4.6
Sector privado	0.1	3.7
Sector público	-0.1	8.4
<b>Exportaciones</b>	<b>8.5</b>	<b>3.3</b>

P: Proyección 1/ Sin inventarios

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

### Inflación y tasa de interés de referencia





en marzo y dejó entrever que podría reducirla de nuevo, a 2.5%, en mayo. Si esto es así, es posible que sea la última vez. El banco central está consciente de que la inflación rebotará pronto y es posible que también esté cada vez más preocupado por la disminución del diferencial con las tasas de la Reserva Federal.

Durante los últimos 12 meses hasta febrero, el déficit fiscal fue de 3.3% del PIB, ligeramente por encima del 3.2% que se registró al cierre de 2017, pero dentro del rango esperado. Tanto los ingresos como los gastos se incrementaron significativamente (8.7% y 17.1% de un año a otro, respectivamente), lo cual refleja el efecto de los altos precios de los metales, por un lado, y de la política de estímulos fiscales, por el otro. Aún es pronto para tener un panorama de todo el año, que dependerá principalmente del incremento de los ingresos durante el periodo fiscal de marzo-abril. Sin embargo, las preocupaciones sobre las cuentas fiscales están aumentando. Esto podría afectar la política gubernamental en un momento dado, aunque es 2019 y no 2018 el que parece ser el año clave.

Después de aumentar de 3.22 a 3.27 durante la mayor parte del periodo de turbulencia política, en febrero y marzo, el PEN parece haber vuelto a su rango anterior, entre 3.20 y 3.23. No vemos ningún motivo para modificar nuestra previsión sobre la tasa de cambio al cierre del año, de 3.18. Las cuentas externas de Perú están mejorando significativamente. El gran volumen de ventas de USD por parte de las empresas mineras que deben pagar impuestos sobre la renta en moneda local ha compensado lo ocurrido en el ámbito político, y seguirá incidiendo en la tasa de cambio, de manera especial, aunque no exclusiva, durante abril. Los fundamentos siguen apuntando a un fortalecimiento leve del PEN en el futuro, incluso después de la reciente corrección de los precios de los metales base. El banco central no ha intervenido prácticamente en los mercados, excepto para enviar señales sobre sus posibles intenciones, que han actuado eficazmente al mantener la tasa de cambio en 3.27 (compra) y 3.20-3.21 (venta) frente al USD.

## Chile

### ALGUNAS TURBULENCIAS, PERO LISTOS PARA EL DESPEGUE

- Una vez más, los pronósticos de crecimiento para el presente año fueron revisados al alza, esta vez al 3.6%, validando el fuerte sesgo alcista que apreciábamos hace tres meses. El mayor impulso proviene de los sectores ligados a la inversión y las exportaciones. El consumo debería ganar impulso a un ritmo más lento.
- Las autoridades no aplicarán el freno en la medida que el Banco Central no vea, en el corto plazo, signos de normalización en la inflación. La política monetaria seguirá siendo estimulante por un tiempo más largo del previsto. La política fiscal no debería ser un obstáculo, pero no aportará impulso adicional.
- Las condiciones externas son más turbulentas que en enero pasado, y han aumentado los riesgos relevantes para la economía chilena, pero no parecen suficientemente fuertes como para poner en peligro la aceleración del crecimiento en los próximos trimestres.

### ACTUALIZACIÓN MACRO: ESPERANDO QUE LAS EXPECTATIVAS CRISTALICEN

En los últimos tres meses, las expectativas mejoraron considerablemente, en la medida que el panorama político se volvió más amistoso con el ambiente de negocios y los pronósticos del precio del cobre se hicieron más sólidos, superando incluso los 3 USD/lb para el presente año. Si bien este nuevo entorno todavía no se refleja en resultados efectivos, nuestro pronóstico para el año actual se elevó desde 3.1% en enero a 3.6%. Para el próximo año esperamos una expansión de 3.9%.

A pesar de este mejor ambiente, los riesgos subsisten. El precio del cobre viene declinando desde su máximo, y han resurgido los riesgos proteccionistas provenientes de Estados Unidos. Además, la situación política en América Latina se ha vuelto más riesgosa (y parece que este será el caso durante el presente año). Finalmente, aun cuando estamos viendo datos más fuertes para la inversión en nuestras proyecciones, se hará cada vez más evidente que buena parte de la inversión contenida no comenzará a materializarse este año, sino el próximo. Algunos indicadores, como la confianza empresarial, se han estado moderando recientemente, aun cuando esperamos que el tono ampliamente optimista prevalezca en los próximos trimestres.

La economía alcanzará su potencial de crecimiento (estimado en 3.5%) este año y lo superará en 2019. Este elemento fundamental nos permite mantener nuestra proyección de inflación para este año en 2.8%, a pesar de que las expectativas del mercado apuntan a casi medio punto porcentual por debajo de ese nivel. Por supuesto, el tipo de cambio será un factor muy incierto en el muy corto plazo, pero hasta ahora un derrumbe muy significativo es solo una posibilidad; y parte del último retroceso parece estar ya en el nivel de precios. Coherente con esto, la política monetaria permanecerá en las condiciones actuales (TPM en 2.5%) por un tiempo algo más prolongado de lo esperado hace tres meses. Aunque la mayoría del mercado espera que el inicio del proceso de normalización monetaria sea hacia fines de año o principios del próximo, un alza en septiembre es probable en la medida que la recuperación se vuelva más intensa y definitiva, y que la efectividad de las medidas políticas sea más clara. Hay que decir que, aun cuando el tipo de cambio puede ayudar a determinar la inflación, en la economía chilena los efectos de largo plazo relacionados con las brechas de capacidad (crecimiento potencial vs. crecimiento efectivo) se mueven más lentamente, pero son muchísimo más poderosos y persistentes.

### CONTACTOS

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

Chile	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	1.5	3.6	3.9
IPC (% interanual, cierre)	2.3	2.8	3.0
Tasa del banco central (% , cierre)	2.50	3.00	3.50
Peso chileno (USDCLP, cierre)	615	595	584

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

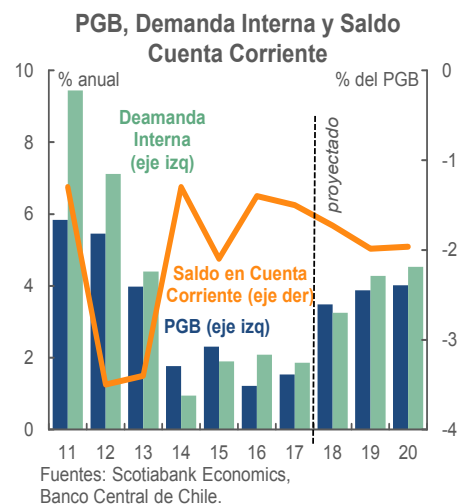
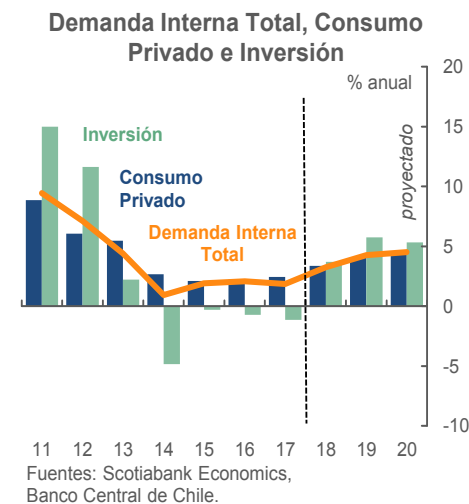


Gráfico 2



### PANORAMA POLÍTICO: ENTRANDO EN LA ETAPA DECISIVA

El frente político resulta promisorio, pero el proceso de afianzamiento está todavía en la primera etapa o, a lo sumo, en la segunda. La mayoría de los nombramientos clave del nuevo gobierno han sido efectuados (solo unos pocos servicios públicos restaban por confirmar o reemplazar al cierre de esta edición), pero ahora comienza la etapa más decisiva para el nuevo ejecutivo: su habilidad para negociar con la oposición para alcanzar acuerdos que permitan mejorar las condiciones económicas, entre otras cosas. El discurso ha sido apuntar a los acuerdos más amplios posibles, no solo los mínimos suficientes para lograr las aprobaciones requeridas, sino otorgar estabilidad de muy largo plazo a las nuevas políticas. El mismo presidente está muy comprometido en el proceso, lo que subraya la importancia que se le atribuye. Además, la oposición izquierdista menos tradicional parece dividida sobre la posibilidad de alcanzar acuerdos con el gobierno. Nos parece que el gobierno tendrá éxito en manejar estos desafíos, pero también hay riesgos de que no sea así.

### LOS PRINCIPALES RIESGOS SIGUEN SIENDO LOS MISMOS... PERO CON DIFERENTES ASPECTOS

Ha surgido el riesgo de un conflicto comercial entre los dos principales socios de Chile (Estados Unidos y China). Aun cuando en el muy corto plazo podría haber algunos impactos favorables de una disputa de este tipo que escalara efectivamente a medidas de envergadura (nuevos mercados para ciertas exportaciones y menores precios para algunas importaciones), sería una miopía esperar que ése fuera el resultado final para Chile. Los efectos de segunda vuelta para la economía nacional estarían vinculados a una mayor probabilidad de problemas en algunos mercados debido a las preocupaciones extremas que sobrevendrían a partir de una nueva era de proteccionismo.

Otros riesgos están relacionados con las condiciones políticas internas. El más obvio es el fracaso del gobierno para alcanzar los acuerdos con la oposición en materia económica. Esto implicaría un retraso o la cancelación de parte de la agenda productiva y forzaría a revisar los pronósticos de crecimiento.

Gráfico 3

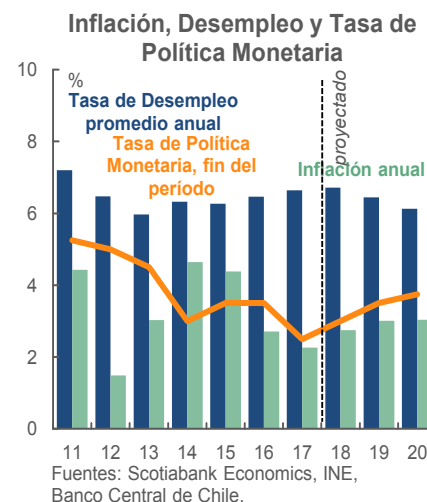
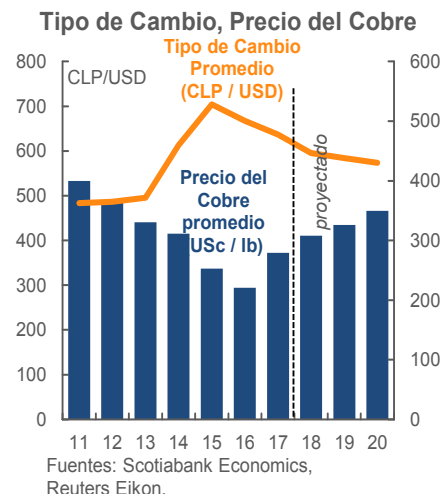


Gráfico 4



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.