

Brasil

¿HAY REALMENTE LUZ AL FINAL DEL TÚNEL?

- Los mercados brasileños han repuntado con fuerza en los últimos 18 meses, porque se confiaba en la próxima implementación de las reformas y se creía que la economía ya había tocado fondo.
- Sin embargo, el panorama político se ha enturbiado por el desbordamiento del caso Lava Jato y la proximidad de las elecciones presidenciales de 2018, lo que a su vez ha incrementado la incertidumbre en el ámbito económico.
- Si no se concretan las reformas, la confianza se resquebrajará y podría haber una oleada de ventas del real brasileño. Esto entorpecería el esfuerzo del banco central por favorecer el crecimiento con recortes de las tasas de interés.

Los mercados de Brasil han repuntado con fuerza en el transcurso de este último año y medio, pero últimamente ha regresado la volatilidad en medio de un clima más pesimista. ¿Esa luz al final del túnel señalará entonces la tan anhelada salida de la crisis o será más bien un tren avanzando rápido en dirección contraria? Para nosotros, se trata un poco de las dos cosas. Después de pasar el último par de años en medio de la recesión más profunda de la historia del país, en los que la economía se contrajo a un ritmo de 4%–8%, Brasil está empezando a dar algunas señales positivas de crecimiento. Los datos recientes dan a entender que la economía comienza poco a poco a salir del terreno negativo (el PIB del primer trimestre se ubicó en una tasa interanual de -0.4% y una tasa intertrimestral de +1.0%). Además, después de dispararse a 10.8% en 2015, la inflación ha bajado a menos de 4%, dando con ello un cierto margen al Banco Central de Brasil (BCB) para recortar las tasas y estimular así la economía (la tasa SELIC se ha reducido de 14.25% a 10.25% durante el último año).

Aunque la producción industrial de bienes manufacturados se encuentra ahora en los niveles de 2004 (gráfico 2), resulta alentador observar que la trayectoria actual es plana y no hacia abajo. Por el lado de la demanda interna, es más o menos la misma historia, aunque todavía hay algunos motivos de preocupación. El crecimiento de las ventas minoristas finalmente se ha tornado positivo (tasa interanual de +1.9% en abril), tras dos años de resultados negativos. Nos sigue preocupando, sin embargo, la carga de la deuda de los hogares, que puede descarrilar la recuperación si la confianza disminuye (por el posible empeoramiento de los escándalos políticos o un viraje en los recortes de las tasas). A finales de marzo (los datos más recientes), los hogares brasileños destinaban el 22.0% de su ingreso disponible (es decir, el ingreso después de impuestos) al pago de las deudas, porcentaje ciertamente inferior al máximo de 22.7%, pero que sigue estando en niveles similares a los de España y Estados Unidos antes de la crisis de la deuda.

En el ámbito externo, las noticias han sido también razonablemente buenas. Después de registrar sostenidamente superávits de cuenta corriente en el periodo 2003–2007, la cuenta corriente de Brasil cayó en déficit en 2008. Peor aún, el déficit aumentó a más de 3% del PIB en 2012 y luego dejó de estar completamente financiado por la inversión extranjera directa (IED). El déficit por cuenta corriente del país llegó a un máximo en 2014 (-4.2% del PIB) y desde entonces se ha reducido a un nivel moderado de -1.3% del PIB y ya está más que completamente financiado por la IED. Siempre y cuando la reactivación del crecimiento no se estanque y la confianza del consumidor continúe mejorando, creemos que el déficit aumentará un poco, pero sin salir del rango de 1%–2% del PIB.

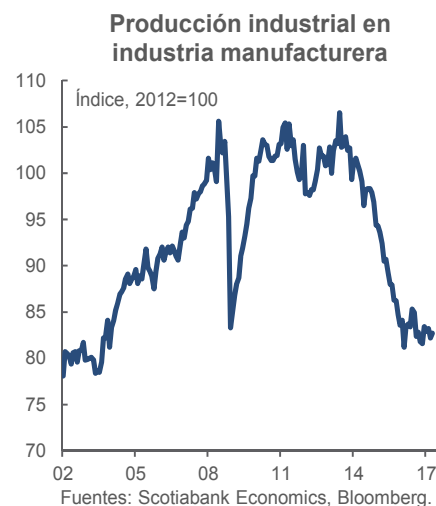
CONTACTOS

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

Gráfico 1



Gráfico 2

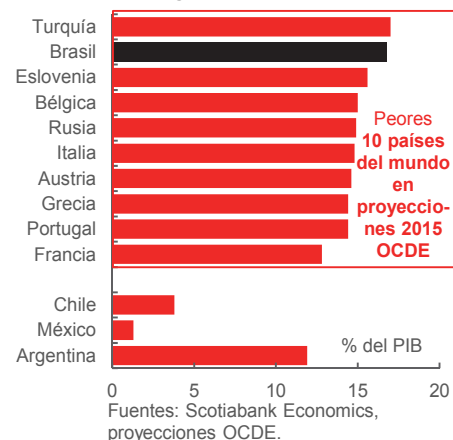


En el frente fiscal, el gobierno brasileño ha avanzado en la estabilización de las finanzas públicas, recortando el déficit público de un 10.2% del PIB al nivel esperado de 9.1% en 2017, algo bueno pero no suficiente. La deuda pública bruta ha aumentado del nivel de 62% del PIB en que estaba en 2008 a un nivel estimado de 81% del PIB en 2017. La estabilización de la trayectoria de la deuda pública ha resultado ser muy difícil, porque las limitaciones del gasto y el complejo entorno político están complicando continuamente la tarea del gobierno.

Para contribuir a estabilizar las finanzas públicas, el gobierno está centrando su atención en la reforma del sistema de pensiones. Las presiones que recientemente han experimentado los mercados brasileños se deben a la incertidumbre sobre la situación del presidente Temer, ya que no se sabe si podrá terminar su mandato tras las acusaciones recientes y los intentos de bloquear las elecciones presidenciales, así como a los temores de que esta intensificación de la agitación política perturbe el programa de reformas del gobierno. En el mejor de los casos, parece que las reformas se retrasarían, con el riesgo de que entonces coincidan con las elecciones presidenciales, lo que en última instancia podría obstaculizarlas.

¿Por qué es tan importante esta reforma del sistema de pensiones? Brasil está en una de las situaciones más difíciles del mundo en lo que se refiere a su régimen de pensiones, pues según estimados de la OCDE los pagos han de superar el 15% del PIB en términos anuales para 2050. A esto añadiríamos que el sistema de pensiones de Brasil está infra financiado y es demasiado generoso. Para dar un poco más de contexto, actualmente en Brasil los hombres se pueden jubilar a los 56 años y las mujeres a los 53. Si se aprueba la reforma, la edad de jubilación aumentaría a 60 años para las mujeres y a 65 años para los hombres. Sin embargo, incluso con estos cambios, el sistema de pensiones del país seguirá siendo uno de los más generosos de los países de la OCDE (gráfico 3). De acuerdo con la propuesta de reforma actual, los hombres podrán jubilarse a los 65 años, pero ¡recibiendo un 96% de su ingreso antes de la jubilación! El promedio de los países de la OCDE es una edad de jubilación de 65.5 años, con un 53% del ingreso previo al retiro. Según encuestas recientes, el 70% de los votantes brasileños está en desacuerdo con la reforma del sistema de pensiones.

Con la propuesta actual de reforma del régimen de pensiones, el gobierno debería ahorrarse unos US\$ 190,000 millones en los próximos 10 años, pero el desenlace es incierto. Si la ley de reforma no se concreta, la nueva confianza de los inversionistas en Brasil corre el riesgo de desaparecer, con lo que el país caería en una espiral negativa porque, entre otras consecuencias, podría desatarse un movimiento de venta masiva del BRL, con el consecuente aumento de la inflación que pondría más presión sobre el presupuesto ya bastante apretado de los hogares al aumentar la carga de la deuda y complicando también al mismo tiempo la situación fiscal.

Gráfico 3
Gasto público en pensiones proyectado para 2050


México

MENOS PESIMISMO Y MÁS INFLACIÓN

- La amenaza para el TLCAN parece haber disminuido, mejorando con ello las perspectivas para la economía mexicana y llevándonos a elevar significativamente nuestra previsión de crecimiento.
- La inflación se ha acelerado más de lo esperado y se ha convertido en un riesgo más grande, pues ya se siente el efecto traspaso de la depreciación de la moneda y el alza de la gasolina ha afectado también otros precios.
- La política monetaria se ha activado rápidamente para anclar las expectativas inflacionarias, con un aumento de 125 puntos base de la tasa de interés de referencia desde el inicio del año.
- Se ha recurrido igualmente a la política fiscal para reestablecer la disciplina fiscal.
- El ámbito político estará ahora dominado por el próximo proceso electoral de 2018.

Las perspectivas para la economía mexicana han estado cambiando mucho durante el último trimestre. Las expectativas de crecimiento económico no son tan sombrías como al principio del año. Sin embargo, aunque hay señales positivas en algunos sectores, su efecto es todavía débil. Todo parece indicar que la mayor parte de la incertidumbre en torno al futuro del Tratado de Libre Comercio de América de Norte (TLCAN) se ha disipado, puesto que la administración Trump se abstuvo de disolver el acuerdo y decidió en cambio comenzar el proceso de renegociación. Este proceso tomará algo de tiempo y es poco probable que culmine este año. No obstante, a los tres países miembros les conviene terminarlo lo antes posible y, si se llega a un acuerdo en los próximos nueve meses más o menos, cabe esperar que sea algo mejor que el actual TLCAN.

Con la desaparición de la amenaza de ruptura del TLCAN se ha retirado un gran peso de los indicadores financieros mexicanos. La tasa de cambio se ha apreciado considerablemente (18%) desde el máximo que alcanzó justo antes del día de la toma de posesión del nuevo presidente estadounidense, llegando al nivel pre-Trump de menos de 18.0 MXN/USD (gráfico 1).

En el escenario macroeconómico anterior se suponía fundamentalmente que la inversión se vería muy afectada por la intensificación de la incertidumbre. Y, de hecho, sí hubo un impacto muy notorio en la inversión, como se puede observar en el indicador de inversión no residencial correspondiente a los tres primeros meses del año (gráfico 2). Según informaciones no confirmadas provenientes de distintas regiones, ahora los planes de inversión se estarían reanudando y el impacto real no sería tan profundo y prolongado como se pensó al principio.

Otra consecuencia negativa se refleja en la tasa de inflación que, después de llegar a algunos de los niveles más bajos de la historia hace un par de años, ahora sufre el impacto de varios factores: el incremento fuerte del precio de la gasolina de principios de año (parte del proceso de liberalización) y el efecto traspaso de la depreciación aguda que ha experimentado el peso mexicano (MXN) desde 2014, efecto que se estuvo postergando por mucho tiempo. El gráfico 3 muestra la evolución reciente de la inflación. La inflación general subió a una tasa interanual de 6.3% en la primera mitad del mes de junio, la tasa más alta

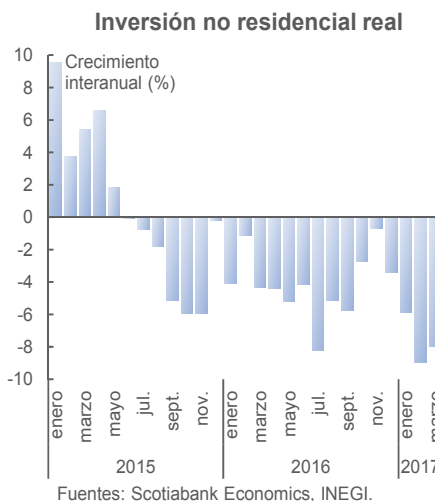
CONTACTOS

Mario Correa

52.55.5123.2683 (México)

Scotiabank Mexico

mcorrea@scotiabank.com.mx
Gráfico 1

Gráfico 2


desde 2009. La inflación no subyacente, que incluye los componentes más volátiles como la energía y los precios agrícolas, subió a 11.07%, su mayor nivel desde 2003. El índice de componentes subyacentes ascendió a 4.82%, muy por encima del límite superior del rango aceptable del Banco de México. El componente de mercancías de la inflación subyacente, que está claramente vinculado con la tasa de cambio, llegó a 6.31%. Aunque esta alza abrupta de la inflación se explica en gran medida por factores transitorios y debería absorberse rápidamente durante 2018, lo cierto es que plantea un riesgo serio para la dinámica inflacionaria. Si aparecen efectos de segunda ronda, entonces las expectativas inflacionarias a mediano y largo plazo podrían comenzar a incrementarse, con lo que la inflación se mantendría fácil y obstinadamente por encima del nivel de 4% por más tiempo de lo esperado. Cabe destacar que el número de componentes del IPC que está sobrepasando el umbral de 4% es cada vez mayor, como se puede ver en el gráfico 4, y ello representa también un riesgo serio para las expectativas inflacionarias.

La política monetaria mexicana ha estado reaccionando en respuesta a esta amenaza y el cambio de las condiciones de los mercados internacionales derivado de la postura más decisiva de la Reserva Federal de Estados Unidos. Desde el inicio del año, la tasa de interés de referencia de México ha subido en 125 puntos base, con mucha más rapidez de la que preveían los mercados a principios de año. Tras la última decisión de política monetaria que se tomó en junio, esta tasa llegó a 7.0%. Los mercados financieros “piensan” ahora que el Banco de México podría haber terminado su ciclo de alza de las tasas de interés, pues uno de los miembros de la Junta de Gobierno votó por mantener la postura monetaria actual, y el balance de riesgos que percibe la Junta de Banxico es ahora neutral. Las próximas medidas monetarias dependerán del comportamiento de la inflación. Por ahora, seguimos previendo un aumento más de 25 bp antes de fin de año y otro más en 2018, tras lo cual se estabilizaría la tasa de referencia en 7.50% por muchos meses.

Otra reacción significativa dentro de la política económica es la de la política fiscal. En el presupuesto preliminar presentado al Congreso, el gobierno se ha fijado ahora como objetivo un superávit primario de 0.5% del PIB para 2017 y 1.0% del PIB en 2018, llegando al punto de inflexión de la deuda pública este año. Así pues, las finanzas públicas entrarían en una situación más disciplinada. Junto con el remanente de operación histórico que obtuvo el Banco de México gracias a la apreciación de sus reservas internacionales (1.5% del PIB), esto reduce considerablemente el riesgo de una rebaja de las calificaciones de la deuda pública. Moody's ya confirmó sus calificaciones actuales y mantuvo la perspectiva negativa debido a los distintos riesgos que perduran. Se espera que las otras grandes agencias calificadoras confirmen también sus calificaciones este año.

Ante este marco menos negativo, hemos decidido elevar significativamente nuestra previsión del PIB, a 2.0% para 2017, de la tasa de 1.4% del último *Panorama Global*, y a 2.5% para 2018, en comparación con la tasa anterior de 2.1%. Cabe destacar que ambas tasas son inferiores al potencial y que la incertidumbre es todavía alta. Hicimos otra modificación importante en las previsiones sobre la tasa de cambio, que se ha reducido a raíz de la apreciación reciente del MXN. Prevemos actualmente que el peso cierre el año 2017 en 19.63 y el año 2018 en 20.01. Son niveles bastante superiores al actual y se deben a las condiciones menos favorables que han de prevalecer en los mercados financieros internacionales a medida que la Reserva Federal continúe su proceso de normalización de la política monetaria, así como al ruido que genera el *bretxit*, algunas tensiones geopolíticas y el cada vez más próximo proceso electoral de 2018.

Conviene hacer una nota especial sobre el clima político. Las elecciones presidenciales de 2018 son ahora el tema principal. Se multiplican las luchas internas dentro de los partidos políticos y prevalece la lógica electoral en la mayoría de las decisiones gubernamentales. Hasta ahora, el único candidato que es un claro contendiente es Andrés Manuel López Obrador (AMLO), cuyo discurso populista genera ansiedad en la comunidad empresarial mientras las encuestas lo dan como ganador actual de la contienda. Obviamente, esto se explica en parte por el hecho de que los demás candidatos no se han definido todavía. Hay divisiones evidentes dentro de los principales partidos políticos a la hora de seleccionar el candidato con altas posibilidades de ganar, de modo que el resto del año estará muy cargado de política. Puesto que AMLO tiene buenas probabilidades de convertirse en el próximo presidente de México y puede intentar implementar políticas poco favorables para los mercados (como el retiro de la reforma energética), no descartamos que esta incertidumbre adicional afecte las inversiones e impida la aceleración del crecimiento.

Gráfico 3

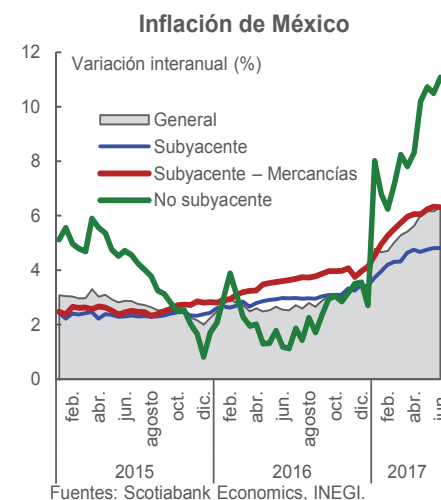
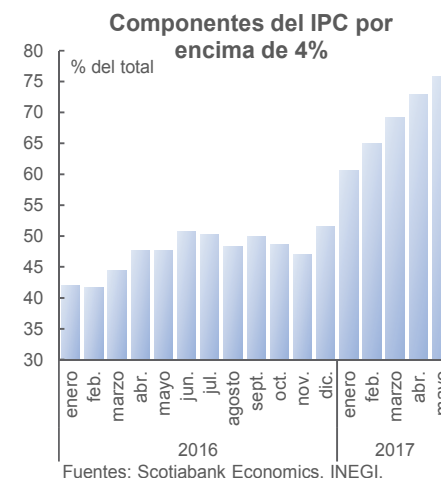


Gráfico 4



Colombia

SE ACELERA EL ESTÍMULO MONETARIO MIENTRAS LA ECONOMÍA SE ESTANCA

- La economía colombiana comenzó el año a paso de tortuga, con una tasa decepcionante de crecimiento interanual de 1.1% en el primer trimestre.
- Puesto que la inflación converge rápidamente hacia la meta del Banco de la República, cabe esperar que el organismo siga relajando la política para fomentar el crecimiento.
- En el ámbito político, aunque las elecciones presidenciales de mayo de 2018 incrementarán en cierta medida el clima de incertidumbre, los nubarrones políticos se han disipado a corto plazo, pues la propagación del escándalo Lava Jato de Brasil parece haber quedado bastante contenida en Colombia.

La economía colombiana tuvo un primer trimestre algo más débil de lo esperado, con un crecimiento interanual de apenas 1.1% (el Banco de la República de Colombia esperaba una tasa interanual de 1.3%). Este resultado débil refleja la moderación de la actividad en la industria minera, la construcción y el sector comercial (tasas interanuales de -9.4%, -1.4% y -0.5%, respectivamente). Las últimas cifras de producción industrial se hicieron eco de la debilidad observada en la minería y la construcción, con una tasa interanual general de -6.8% en el mes de abril. La producción industrial se ha contraído en tres de las últimas cuatro publicaciones mensuales de datos económicos. Es probable que el efecto combinado de la estabilización del precio del crudo en niveles más bajos de lo previsto y del impacto del caso Lava Jato en la construcción esté afectando las inversiones.

Mientras el producto se desacelera, observamos también una atenuación de la demanda interna, con una especie de caída en picado de las ventas minoristas (tasa interanual de -2.0% en abril). La buena noticia es que los datos recientes sobre el gasto público parecen ser más favorables para el crecimiento, toda vez que la inversión parece ya haber tocado fondo (la formación bruta de capital fijo se situó en +0.1% en términos interanuales en el primer trimestre, después de cinco trimestres de contracción). Sin embargo, por otro lado, las exportaciones siguen bajando como indica su tercera disminución trimestral (-3.6% interanual en el primer trimestre). En síntesis, la economía continúa estando débil, por lo que nuestra previsión de base apunta a un crecimiento anual de poco menos de 2% en 2017.

Como dato positivo, a medida que la economía pierde vigor, la inflación por fin está bajando del nivel alto en que se mantenía obstinadamente, dando así algo de margen de maniobra al Banco de la República para recortar las tasas de interés como medida de estímulo económico. Después de dispararse a un máximo de casi 9.0% en el verano de 2016, la inflación ha regresado a una tasa de 4.4% (entrando casi nuevamente dentro del rango meta). En vista de la caída rápida de la inflación y el crecimiento suave, el gerente general del Banco de la República, Juan José Echavarría, señaló que su postura coincidía con la de los mercados, que prevén un recorte de las tasas del orden de 100bps en el transcurso del próximo año. Al menos dos otros miembros más de la Junta Directiva del banco central (Ocampo y Cárdenas) respaldan este tono flexible. Pensamos también que el banco central recortará las tasas cuatro veces en los próximos 12 meses (25bps en cada recorte), recortes que en nuestra opinión serán bastante inmediatos. Así pues, según nuestras previsiones de base, la tasa de referencia se reducirá cuatro veces antes de fin de año (a 5.25%), siendo el primer recorte el 30 de junio. Creemos que la principal amenaza potencial para esta proyección de mayor relajamiento del Banco de la República es el peso colombiano (COP), que ya no está claramente barato (una sola desviación estándar por debajo de la media) y podría verse afectado por una caída de los precios del petróleo. Si el peso se debilita, el banco central podría quedar con las manos atadas, pero esto no está contemplado en nuestra previsión de base.

CONTACTOS

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

Gráfico 1

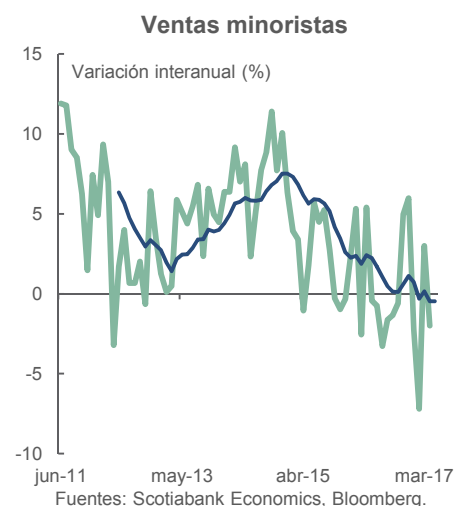
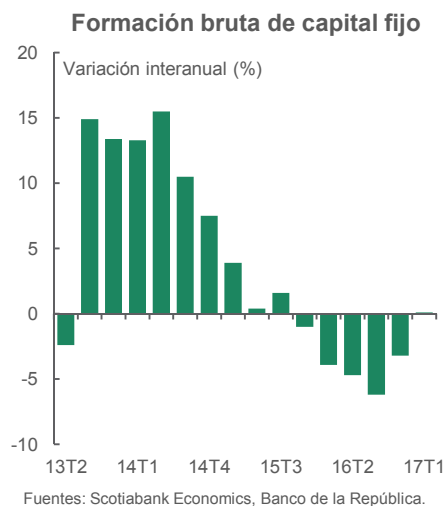
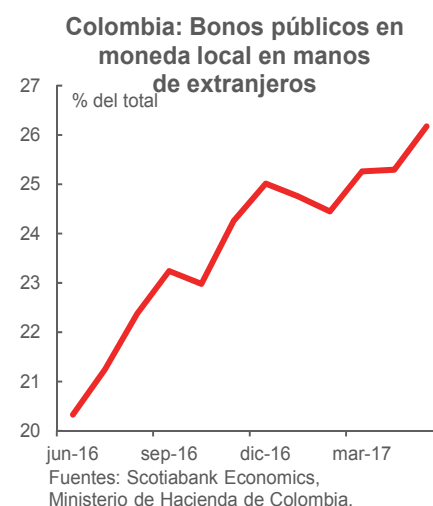


Gráfico 2



En el ámbito externo, la desaceleración de la demanda interna en medio del repunte del precio del petróleo ha contribuido a reducir el déficit por cuenta corriente, que ahora luce mucho más sano. Después de ampliarse considerablemente a -6.4% del PIB en 2015, este déficit disminuyó a -4.3% del PIB en 2016. Lo que más nos preocupa en cuanto a las cuentas externas son los flujos de capitales. Hemos observado un movimiento muy fuerte hacia los activos colombianos en los últimos 18 meses y los bonos TES colombianos en moneda local se cotizan actualmente en un rango estrecho de 25bps–60bps con respecto a los bonos M de vencimiento correspondiente, que son más líquidos y tienen una calificación más alta, así como una gran “base cautiva de inversionistas” por estar incluidos en los principales indicadores de referencia del mercado. El problema es que, si llegáramos a tener una sacudida que provocara un brote de aversión al riesgo en los mercados internacionales, entonces esto podría desencadenar una salida de capitales de Colombia.

En el plano político, todo parece indicar que el país logró evitar una fuerte sacudida en su programa de construcción de infraestructuras, al menos por ahora. En las primeras etapas de las investigaciones sobre la operación Lava Jato en Colombia, parecía que el proyecto de la autopista Ruta del Sol II (uno de los principales proyectos de infraestructura vial del país) podría paralizarse hasta por cinco años debido a la controversia de los sobornos. Afortunadamente, el riesgo de retrasos luce ahora mucho menor, porque se estaría preparando una nueva ronda de licitaciones, sin Odebrecht, cosa que podría restaurar la confianza en la inversión en infraestructuras. Además, las primeras alegaciones que inmiscuían al presidente Santos en el caso Lava Jato por haber recibido dinero para financiar su campaña parecen haber quedado infundadas, reduciendo así el riesgo de que el escándalo político escalara a algo más serio, como ocurrió en Brasil y Perú. La próxima fecha clave del calendario político son sin duda las elecciones presidenciales de 2018, que se celebrarán a finales del mes de mayo del próximo año.

Gráfico 3


Perú

UNA ECONOMÍA DOMINADA POR LA POLÍTICA

- **Varias sacudidas y el clima político han asediado la economía.**
- **El crecimiento futuro dependerá del gasto del sector público.**
- **No hay señales de repunte de la inversión privada (todavía).**

La economía de Perú ha sufrido tres grandes sacudidas en los tres últimos trimestres: 1) la contracción de la política fiscal a finales de 2016, cuyos efectos se han prolongado hasta este año; 2) el impacto pasajero pero significativo de las inundaciones causadas por El Niño; y 3) el efecto más prolongado del escándalo Lava Jato en los proyectos de infraestructura. Todo esto ha sucedido durante un periodo de alta tensión política entre el gobierno y el Congreso controlado por la oposición, que ha culminado con la salida de tres miembros importantes del gabinete desde el inicio del régimen de Kuczynski (PPK) en julio de 2016.

Hasta ahora, los mercados parecen estar bastante tranquilos en cuanto a los riesgos políticos. Sin embargo, dentro del país, las preocupaciones económicas han pasado sin duda alguna a segundo plano, dominadas por los problemas políticos. Aunque el caso Lava Jato precede el enfrentamiento político entre el Congreso y el gobierno de PPK, el ruido generado por este escándalo ha puesto todos los grandes proyectos de infraestructura bajo control político. Dos miembros del gabinete —el Ministro de Transporte, Martín Vizcarra, y el Ministro de Economía y Finanzas, Alfredo Thorne— terminaron renunciando ante las presiones por la controversia política en torno al proyecto del aeropuerto de Chinchero (Cusco), incluso aunque el proyecto no está vinculado con la operación Lava Jato. Thorne fue reemplazado por el jefe del gabinete, Fernando Zavala, quien ahora tendrá una responsabilidad doble. Esto podría ser solo una disposición temporal, aunque Zavala ha dado a entender lo contrario. Es posible que el gobierno cambie varios miembros del gabinete, probablemente hacia finales de julio cuando el presidente Kuczynski debe dar su discurso anual ante la nación. No obstante, el asunto clave para el gobierno no es la política económica sino la política como tal, es decir, saber si el gabinete podrá establecer una relación de trabajo con el Congreso, reformar el intrincado marco institucional y avanzar eficazmente en el programa de inversión en infraestructuras que tanto se necesita.

Para complicar aún más el panorama político, la decisión sobre la liberación del ex presidente Alberto Fujimori, elemento clave en la relación entre el gobierno de PPK y el Congreso, ha vuelto a primer plano. Las declaraciones recientes de voceros del gobierno y el Congreso no auguran nada bueno.

Tres sacudidas en medio de un clima de turbulencia política es mucho que aguantar para una economía. El resultado inmediato es que el crecimiento del PIB ha sido de una tasa interanual ínfima de 1.6% en el periodo que va desde el inicio del año hasta abril. En adelante, esperamos un repunte natural “post Niño”, pero la fortaleza de esta reactivación dependerá principalmente del gasto público, que hasta ahora ha sido decepcionante. La inversión del gobierno central ha caído en más de 20% desde el inicio del año hasta el mes de mayo, pese a los recursos y planes iniciales que contemplaban un incremento fuerte. Los trastornos que ocasionó El Niño tienen en parte la culpa, así como las distracciones políticas, aunque la dificultad para lograr que el aparato institucional de gasto del gobierno funcione de manera adecuada también parece ser un factor determinante. Aun así, creemos que el gasto comenzará a aumentar más adelante en el año, especialmente en las actividades de reconstrucción después de El Niño, y que cobrará luego fuerza en 2018.

CONTACTOS

Guillermo Arbe
 511.211.6052 (Perú)
 Scotiabank Peru
guillermo.arbe@scotiabank.com.pe

Gráfico 1

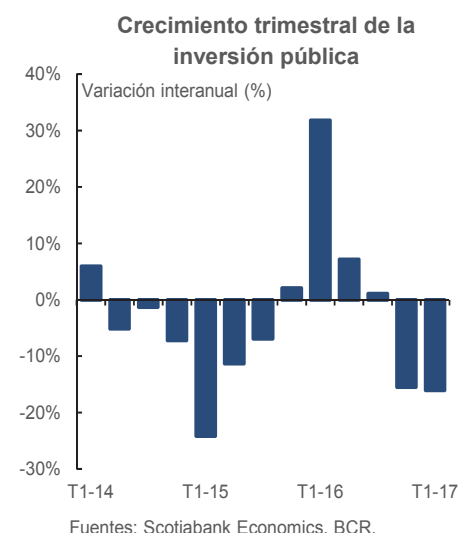
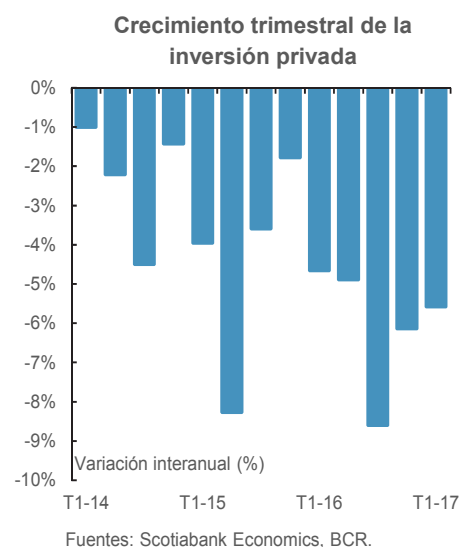


Gráfico 2



El sector privado es otro tema. El crecimiento del consumo ha bajado a 3% o menos, después de avanzar constantemente a una tasa de 3.5% en los dos últimos años. Ha habido algunas señales positivas para el consumo en mayo, pero para una recuperación sostenida es necesario que la inversión empiece a mejorar.

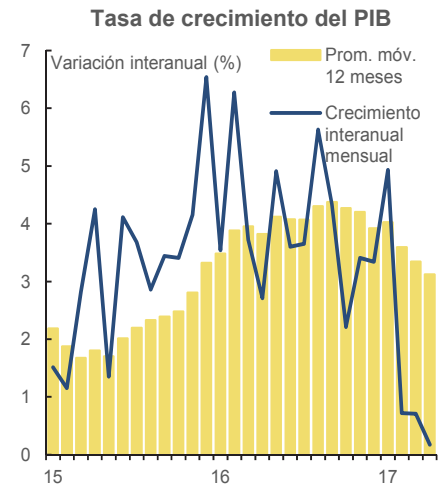
La inversión privada se encuentra sumida en su cuarto año de crecimiento negativo, sin ningún indicio de haber llegado al punto de inflexión. Aunque el clima político no contribuye a la confianza empresarial, otros factores más fundamentales están también en juego, como el exceso de capacidad en las industrias que atienden la demanda interna y la sobreregulación.

Debido a la demanda interna débil, el crecimiento del PIB ha estado más impulsado por los recursos naturales: metales, pesca y producción agroindustrial. Con excepción del pequeño sector agroindustrial, donde se espera que continúe el crecimiento robusto, la expansión de los recursos naturales se moderará de ahora en adelante y, en el segundo semestre del año, el crecimiento dependerá del repunte de la demanda interna. Por lo tanto, los dos próximos trimestres serán reveladores. El tercer trimestre nos dirá qué tan resistente es el crecimiento sin la contribución de la producción de recursos naturales. El cuarto nos dirá qué tan firme y decidido será el gobierno en la ejecución de sus planes de inversión pública.

El Banco Central de Reserva (BCR) ha señalado que la política monetaria seguirá siendo moderadamente propicia para el crecimiento, lo que significa que hay posibilidad de nuevos recortes de la tasa de interés de referencia, que actualmente se sitúa en 4.0% (el BCR no redujo la tasa en junio), así como de una disminución de la tasa de encaje bancario. La inflación se ubica ahora en una tasa anual de 3.0% y ha estado disminuyendo agudamente en los dos últimos meses mientras se normalizó la distribución de alimentos después de El Niño. Coincidimos con el banco central, pues prevemos que la inflación seguirá cayendo y se mantendrá dentro del rango meta (1%–3%), dando así margen al organismo para relajar aún más la política monetaria. Sin embargo, esta flexibilización será moderada, porque el BCR, con un ojo puesto en la tasa de cambio, no parece sentirse muy cómodo recortando fuertemente las tasas de interés cuando la Reserva Federal de Estados Unidos las está subiendo.

La estabilidad de precios depende del mercado de divisas. Como las cuentas externas se están fortaleciendo más de lo esperado, confirmamos nuestra previsión sobre la tasa de cambio para el cierre del año de S/3.25.

Gráfico 3



Fuentes: Scotiabank Economics, INEI.

Gráfico 4



Fuentes: Scotiabank Economics, BCR, INEI.

Chile

OTRO AJUSTE AL PRONÓSTICO DE ACTIVIDAD

Desafortunadamente, el sesgo negativo del riesgo para nuestro pronóstico de actividad para la primera mitad del año se materializó. La lenta tendencia del crecimiento fue severamente afectada por un conjunto de condiciones adversas, siendo la más relevante la huelga en una importante mina de cobre. Incluso con esto, la recuperación fue más débil de lo esperado y nos obliga a recortar la previsión para el presente año al 1.6%, manteniendo el sesgo negativo. Teniendo en cuenta el escaso crecimiento ya visto, se anticipa una recuperación relativamente mayor para la segunda mitad del año. En la misma línea, el mayor apoyo de la política monetaria lleva a aumentar la previsión para 2018 a 2.6%. Cabe señalar que este crecimiento estaría solo un poco por debajo del potencial estimado para la economía chilena, que no supera el 3%.

LA DEMANDA INTERNA PERMANECE DÉBIL

A pesar de la floja actividad, la sorpresa más negativa vino de la inversión en construcción, que se contrajo a un ritmo más rápido y más allá de lo esperado. La inversión en maquinaria, por otro lado, se está recuperando, aunque a un ritmo muy limitado. Como se ha dicho muchas veces, en la etapa actual del ciclo, la recuperación de la inversión está más estrechamente relacionada con las expectativas empresariales que con las condiciones financieras objetivas. En consecuencia, nuestra previsión de inversión se recortó a -0.3% para el año en curso, aunque la expansión para 2018 se estima en 2.2%. Los inventarios, que suelen arrojar el primer signo de una recuperación cíclica, ya empezaron a repuntar, como se esperaba, y el proceso probablemente continuará, ya que su nivel absoluto todavía es inferior al de hace cuatro años. En el lado positivo, también hay que apuntar que los índices de expectativas, tanto comerciales como de consumo, aunque todavía en la zona pesimista, han mostrado una recuperación moderada. Es probable que esta mejoría se profundice porque se espera que algunos factores determinantes de las funciones de confianza los apoyen: la inflación está muy contenida y los riesgos nacionales y extranjeros son menos estridentes.

MERCADO LABORAL, POLÍTICA FISCAL Y SECTOR EXTERNO

La tasa de desempleo ha ido subiendo, pero moderada por el empleo por cuenta propia. Algunos factores que deberían mantener la tasa de desempleo aumentando en los próximos trimestres se relacionan con que ésta reacciona rezagadamente al ciclo económico; el autoempleo no podría seguir creciendo a un ritmo muy rápido y la reforma de la legislación laboral disuade a las empresas de contratar masivamente (en sondeos algunas de ellas incluso declaran estar aumentando la inversión en equipo para evitar problemas laborales). Aun cuando el gasto fiscal creció a un ritmo muy rápido en el primer trimestre, es probable que esté limitado para el resto del año. La severa advertencia de dos importantes compañías de calificación parece ahora un hecho inevitable: la baja tasa de crecimiento de los ingresos fiscales debido al escaso ritmo de la economía, y a pesar de la reforma tributaria, obligará a reducir la calificación de riesgo, aunque se mantendría el grado de inversión. Probablemente, este evento negativo ya está en los precios de la deuda soberana. Afortunadamente, las cuentas externas están en orden y las perspectivas siguen siendo relativamente sólidas. Por ejemplo, se proyecta un déficit en cuenta corriente del 1.5% del PIB en el presente año.

EL TIPO DE CAMBIO, INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA... TODO MÁS BIEN ESTABLE

Tal como se esperaba ya desde mediados de 2016, el tipo de cambio ha estado fluctuando en un rango relativamente estrecho, entre \$ 640 y \$ 680. La inflación ha convergido por debajo del objetivo a largo plazo, pero es un efecto transitorio. Para el año en curso nuestro pronóstico sigue en 2.8%, mientras que la expectativa para 2018 es de 3-3.1%. El banco

CONTACTOS

Benjamin Sierra
56.2.2619.4974 (Chile)
Scotiabank Chile
benjamin.sierra@scotiabank.cl

Gráfico 1

PGB - Confianza empresarial

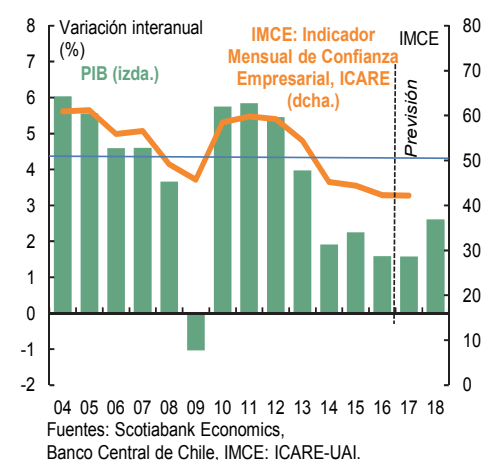
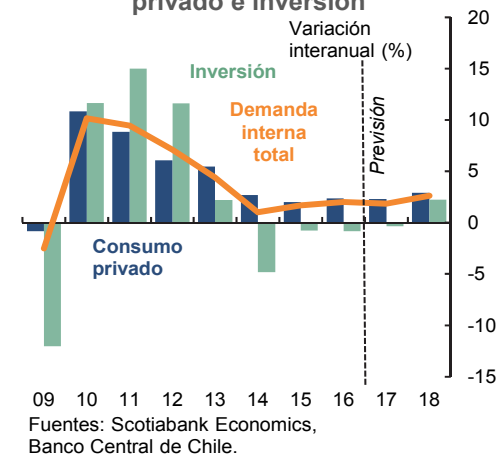


Gráfico 2

Demanda interna total, consumo privado e inversión



central aceleró el ritmo de los recortes de política monetaria, dejando la tasa de referencia en 2.5% el pasado mes de mayo, con un sesgo neutral. Es probable que la tasa se mantenga en ese nivel durante el resto del año. En general, las tasas de interés se encuentran en niveles históricos muy bajos, pero la expansión del crédito sigue siendo muy limitada. Un ciclo de alzas para la política monetaria no comenzaría antes del segundo trimestre de 2018.

PANORAMA POLÍTICO: LAS EXPECTATIVAS EN TORNO A LAS ELECCIONES

El panorama político no ha cambiado mucho en los últimos meses y el escenario más probable sigue siendo el mismo. La próxima elección general, cuya primera ronda presidencial tendrá lugar el 19 de noviembre, será enfrentada por una coalición gobernante de centro-izquierda dividida. Hasta el momento, los favoritos para el muy probable balotaje (el 17 de diciembre) continúan siendo el ex presidente Sebastián Piñera (oposición, más bien pro-crecimiento) y el senador Alejandro Guillier (bastante alineado con el Gobierno que termina). Teniendo en cuenta las condiciones actuales, la probabilidad parece mayor para el Sr. Piñera, pero hay muchos factores que pueden influir en el resultado final, siendo el nivel de abstención el más notable (en las elecciones municipales del año pasado alcanzó al 65%). Vale la pena recordar que a pesar de que el país se mantiene alejado de los grandes escándalos que han estado sacudiendo a América Latina últimamente y la fortaleza institucional de Chile es muy alta para el estándar de la región, la mayoría de la gente siente descontento político (especialmente hacia el Congreso y los partidos). En cualquier caso, el ganador tendrá que buscar apoyo en ambas cámaras para llevar a cabo su programa. Los mercados financieros probablemente están considerando este escenario en cierta medida, pero la mayoría de las encuestas sugieren que los inversionistas en el sector real todavía permanecen al margen, prefiriendo "pagar para ver" cómo los candidatos enfrentarán el desafío en la pista final. La perspectiva podría ser más clara desde las elecciones primarias (2 de julio) en adelante, pero incluso entonces estará lejos de ser una perspectiva política libre de riesgo.

Gráfico 3

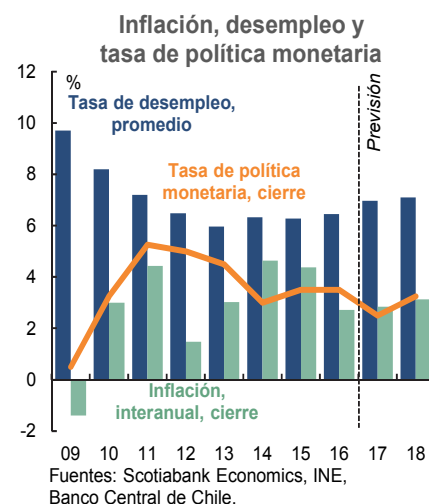
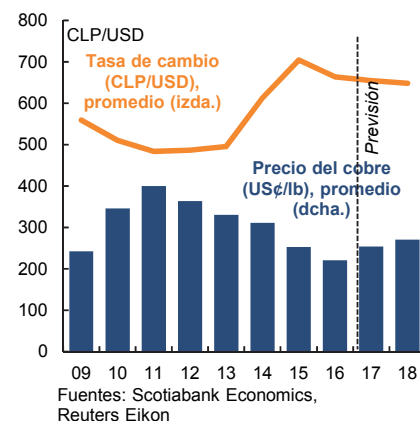


Gráfico 4

Tasa de cambio y precio del cobre



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 el nombre comercial utilizado 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 sujeta 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 regulada 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.