

México

SI... ENTONCES

- **Existe una gran incertidumbre con respecto al panorama económico del próximo trimestre. Los resultados de las elecciones presidenciales podrían dar lugar a cambios importantes en la política económica del país en un contexto de inestabilidad de la política global. En este sentido, nuestras previsiones macroeconómicas constituyen más bien probabilidades y podrían cambiar considerablemente en los próximos meses.**
- **El alto grado de incertidumbre está teniendo un impacto en la economía, por lo que estamos efectuando algunos ajustes teniendo en cuenta el comportamiento más cauteloso de los consumidores, los menores niveles de inversión, el debilitamiento del peso mexicano y un cambio significativo en la balanza comercial.**

El pasado 1 de julio, tuvieron lugar las elecciones de mayor trascendencia de los últimos tiempos en México. Si bien la atención estuvo centrada en la campaña presidencial que llevó a la contundente victoria de Andrés Manuel López Obrador (AMLO), en estos comicios se eligieron también 3,400 funcionarios públicos a nivel local y federal. AMLO forjó su campaña bajo la premisa de que es momento de cambiar el denominado modelo neoliberal que, en su opinión, no ha funcionado y solo ha generado pobreza y desigualdad.

Hasta el momento no está nada claro cuáles serán los cambios que efectuará el nuevo gobierno. Son numerosos los mensajes tranquilizadores que garantizan el mantenimiento de la disciplina fiscal, el freno al incremento de la deuda pública y el respeto a la autonomía del banco central. Por otro lado, también hemos recibido mensajes preocupantes, particularmente acerca del deseo de López Obrador de detener o eliminar algunas reformas estructurales, o de cumplir las grandes promesas sociales mediante el incremento del gasto público y la participación directa del gobierno en la economía. Cabe señalar que, tal como lo ha indicado el FMI, México prácticamente no tiene ningún margen de maniobra fiscal y, si la nueva administración ejerce presión sobre las finanzas públicas, a pesar de su promesa de mantener una disciplina fiscal, los mercados financieros podrían reaccionar de forma negativa. Será importante mantener la confianza del mercado, especialmente cuando cerca de US\$11,000 millones de deuda en moneda extranjera se vencen en 2019 y deberán ser renovados.

Los mercados financieros prevén principalmente un escenario en el que la política económica se mantiene sin cambios importantes debido a las restricciones que responden a la realidad y al pragmatismo. Los mercados seguirán atentamente los primeros discursos de López Obrador, su elección del gabinete y sus decisiones políticas iniciales para evaluar cómo podría cambiar el rumbo de la política de México.

El proceso político en México no es el único factor que afectará el desempeño de la economía. Hay muchos temas centrales que podrían definirse en los próximos meses y cambiar radicalmente el panorama económico. Quizá el más importante es el proceso de renegociación del TLCAN, que continúa a un ritmo lento debido a que cualquier acuerdo deberá ser ahora adoptado y ratificado por el nuevo gobierno. Desafortunadamente, el panorama económico podría volverse mucho más sombrío si el presidente de Estados Unidos decide disolver el tratado. Si bien seguimos creyendo que es poco probable que esto suceda, es un riesgo que no podemos descartar del todo, especialmente ahora que son más evidentes las señales de una guerra comercial con China. Además, el entorno financiero de los mercados emergentes se ha estado deteriorando, no solamente porque el gobierno de Estados Unidos se muestra cada vez más proteccionista, sino también porque

CONTACTOS

Mario Correa
 52.55.5123.2683 (México)
 Scotiabank Mexico
mcorrea@scotiabank.com.mx

México	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	2.0	2.1	2.5
IPC (% interanual, cierre)	6.8	4.2	3.8
Tasa del banco central (% , cierre)	7.25	8.00	8.00
Peso mexicano (USDMXN, cierre)	19.66	20.20	20.48

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

Tasa de cambio (USD/MXN)



Fuente: Banco de México

Gráfico 2

Bono M a 10 años (%)



Fuente: Banco de México

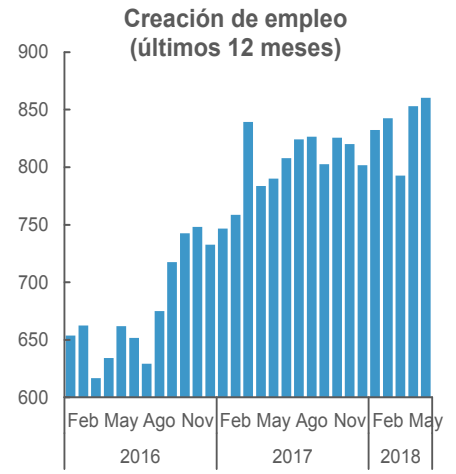
la evolución de las tasas de interés a nivel mundial podría verse afectada por la normalización de la política monetaria en los países desarrollados y las mayores necesidades financieras de Estados Unidos.

Existe entonces un alto grado de incertidumbre en el panorama económico, y nuestras variables financieras están respondiendo a ello, tal como se ha podido ver en el comportamiento del peso mexicano (MXN) durante las últimas semanas (gráfico 1) y en el rendimiento de los bonos M a 10 años (gráfico 2). Hemos ajustado nuestras proyecciones macroeconómicas a fin de considerar este futuro más incierto, así como los datos económicos más recientes. De acuerdo con esto, ahora esperamos un crecimiento más modesto del PIB para 2018 y 2019 (2.0% y 2.5%, respectivamente), dado que el consumo privado podría no ser tan elevado y la inversión podría ser más baja. A pesar del debilitamiento de la inversión, la creación de empleos está aumentando a buen ritmo (gráfico 3), de modo que esperamos cifras sólidas para este año y para el siguiente (852,000 y 865,000). Nuestras previsiones para el MXN indican una subida del dólar: 20.20 MXN/USD para fines de este año y 20.48 MXN/USD para fines del próximo año.

La inflación y las tasas de interés son dos “incógnitas” relevantes. Si el peso sigue estando bajo presión, entonces la inflación podría aumentar, lo que requerirá una mayor intervención del Banco de México mediante su política monetaria, con alzas de las tasas de interés. Por el momento, seguimos creyendo que la inflación terminará en 2018 ligeramente por encima del nivel superior del rango de referencia de la política monetaria, mientras que el próximo año podría situarse en este rango. Seguimos pensando que este año el Banco de México incrementará en otras dos oportunidades las tasas de interés, y una vez más en 2019, hasta alcanzar 8.25%. Si todo va bien, el Banco de México podría empezar a reducir levemente su tasa de interés en el último trimestre de 2019. Sin embargo, nuestras previsiones con respecto a las tasas de interés tienen un sesgo claramente alcista. Un aspecto interesante es la revisión de nuestras proyecciones sobre la balanza comercial, que ahora presenta un déficit menor gracias al fortalecimiento de la economía global y al impulso generado por la depreciación de la moneda. Como consecuencia, el déficit de la cuenta corriente ha disminuido también.

Seguimos creyendo que prevalecerá la razón, lo que significa que no se pondrá fin al TLCAN y una versión renovada y mejorada del acuerdo terminará adoptándose en 2019, y también que el nuevo presidente mantendrá las políticas económicas sin aplicar cambios drásticos a las reformas estructurales. Si este escenario no se cumple, entonces nuestras previsiones podrían cambiar considerablemente en los próximos meses. Las variables más sensibles serían la tasa de cambio y las tasas de interés, donde lo más probable es una tendencia alcista. Son tiempos inciertos y, como dijo Niels Bohr, “hacer predicciones es muy difícil, especialmente acerca del futuro”.

Gráfico 3



Fuente: INEGI

Brasil

CIELO NUBLADO (CON POSIBILIDAD DE TORMENTA) EN EL HORIZONTE

- En los últimos dos meses, los mercados brasileños han experimentado una de las más fuertes presiones entre los mercados emergentes y, probablemente, han sido solo más estables que Turquía y Argentina. El tramo a 5 años de la curva de rendimientos ha aumentado aproximadamente 200 bps en un espacio de dos meses, mientras que el real brasileño (BRL) se depreció más de un 10%. Esta caída del BRL podría afectar la dinámica de la inflación.
- El banco central de Brasil (BCB) corre el riesgo de quedarse rezagado en la curva al optar por no elevar las tasas, a pesar del repunte de la inflación del índice de precios al productor (IPP), del aumento de la tasa de inflación IPCA y de la alta flexibilidad de las condiciones fiscales.
- Las reservas internacionales del BCB siguen siendo elevadas, lo cual deja un margen para una mayor intervención; pero, aun así, no será posible mantener el reciente ritmo de venta de swaps, pues se corre el riesgo de afectar uno de los pocos “colchones de seguridad” que todavía quedan en Brasil: su sólida reserva de liquidez.
- En el ámbito político, el panorama sigue siendo incierto. Un “escenario positivo”, en el que gane un gobierno reformista y cuente con un fuerte apoyo legislativo, luce hoy como una posibilidad lejana.

LA VOLATILIDAD DEL MERCADO PUEDE AFECTAR AÚN MÁS LOS FUNDAMENTOS

Los activos del país han estado bajo una enorme presión. El real brasileño (BRL) ha caído un 10.2% en los últimos dos meses y el tramo de la curva de rendimientos a 5 años ha aumentado unos 200 bps. La evolución de los precios apunta a un deterioro significativo de la liquidez, debido a que los compradores han estado generalmente ausentes durante los periodos de aversión al riesgo (*risk-off*). La diferencia en los precios refleja la incertidumbre en torno a las elecciones presidenciales de octubre, además de la preocupación de que los asuntos urgentes (como la reforma del régimen de pensiones y el ajuste fiscal) no sean parte de la agenda del próximo gobierno o que, incluso si así fuese, el nuevo gobierno no cuente con un mandato lo suficientemente fuerte como para llevar a cabo los ajustes necesarios. Existe el riesgo de que la presión sobre el BRL y las tasas a largo plazo obligue al banco central a subir las tasas de interés antes de lo que esperaba, lo cual podría obstaculizar la ya debilitada recuperación macroeconómica.

EL CRECIMIENTO SIGUE ESTANDO ENTRE LAS MEJORES NOTICIAS, PERO PIERDE IMPULSO

Según las cifras más recientes de la actividad económica mensual, los resultados se mantienen sólidos (tasa interanual de +3.7% para abril), pero algunos indicadores están empezando a lanzar señales de advertencia (por ejemplo, en abril las ventas minoristas alcanzaron apenas un +0.6% interanual). El consenso espera para este año un crecimiento de +2.45% interanual, con una tendencia a la baja en los últimos sondeos después de que las expectativas marcaran un máximo de +2.7% interanual en abril. Nuestra impresión es que esta aparente desaceleración de la economía brasileña impide que el BCB tome una posición más dura, a pesar de los riesgos cada vez mayores para la inflación.

Pensamos que varios factores pondrán, en algún momento, un freno para el crecimiento y podrían empeorar la situación en el segundo semestre de 2018. Incluso aunque el banco central no endurezca su política de manera oficial, hemos observado una fuerte subida y un empinamiento de la curva de rendimientos, lo cual podría afectar a los ya fuertemente

CONTACTOS

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

Brasil	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	1.0	2.3	2.5
IPC (% interanual, cierre)	3.0	4.1	4.6
Tasa del banco central (% , cierre)	7.00	7.25	9.00
Real brasileño (USDBRL, cierre)	3.31	3.90	3.70

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

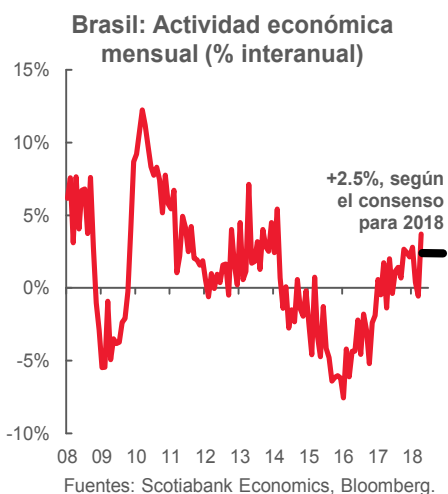
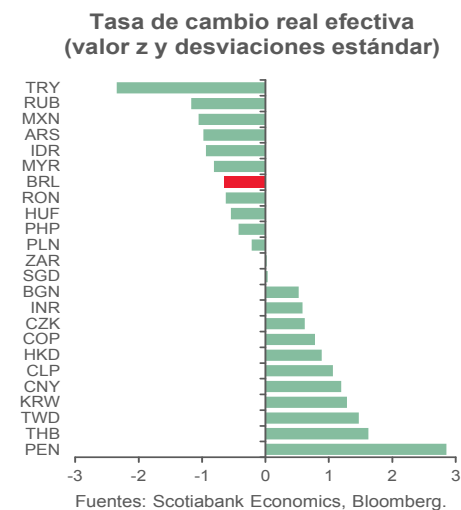


Gráfico 2



endeudados hogares (su deuda como porcentaje del ingreso disponible sigue por encima del 21%, con una corta duración promedio, lo que significa que los reajustes de tasas tienen un impacto rápido). El aumento de la inflación debería también golpear la confianza de los consumidores a medida que avance el año, pues socavaría el salario real. Además, la incertidumbre con respecto a las elecciones presidenciales y el incremento de las tasas pueden también tener un impacto negativo en el sector corporativo. No creemos todavía que estos dos factores lleven el crecimiento a un nivel por debajo de 2%, dado que los efectos de base y los elevados precios de las materias primas deberían seguir siendo favorables. Sin embargo, estos factores nos inducen a tomar una de las posturas más pesimistas con respecto al crecimiento, con un pronóstico de 20 bps por debajo del consenso para 2018 y de 30 bps por debajo del consejo para 2019.

EL BANCO CENTRAL BAJO PRESIÓN PARA ESTABILIZAR EL REAL BRASILEÑO

Debido a la drástica caída del BRL y al relativamente fuerte impacto que tiene la tasa de cambio en la inflación (entre 20% y 30%), los mercados están empezando a incorporar los aumentos de las tasas de interés en la curva de DI (swaps de tasas de interés locales). A mediados de junio, la curva descontaba un alza de 100 bps de las tasas de interés para fin de año. Creemos que esto no necesariamente refleja del todo las expectativas reales sobre el endurecimiento monetario del BCB, sino que es el resultado de la pérdida del apetito de los inversionistas por los activos locales, lo que genera aún más presiones sobre las tasas. Sin embargo, con el aumento considerable de la inflación del IPP (7.4% para abril) y el incremento del IPC (el consenso arroja 3.56% para la tasa IPCA esta semana, lo que equivale a un alza de 90 bps con respecto al mes previo, si esto se confirma), el impacto acumulado de la tasa de cambio en la inflación situándose posiblemente entre 200 bps y 300 bps, y el déficit fiscal del gobierno en alrededor de -8.3% del PIB (véase aquí el [saldo global del gobierno general](#)), hay cada vez más probabilidades de que el banco central se quede rezagado en la curva. Para estar en una postura “neutral”, según nuestros estimados, la tasa SELIC debería situarse actualmente entre 8% y 8.5% si consideramos las expectativas inflacionarias y el “desfase en la transmisión”. No obstante, creemos también que esto podría estar sesgado a la baja, en vista del gran riesgo de que la inflación termine siendo más elevada de lo anticipado, entre otras cosas por la postura fiscal laxa. Brasil es una de las economías latinoamericanas en las que, una vez que se desata la espiral inflacionaria, se puede entrar fácilmente en un círculo de autorrefuerzo.

Desde la perspectiva de la tasa de cambio real efectiva (gráfico 2), el BRL está barato, pero no tanto. Se ubica a una desviación estándar del “valor justo”. La ausencia de valuaciones especialmente atractivas, así como las tasas de interés menos elevadas, hacen que el BRL siga siendo de todas formas vulnerable. La buena noticia es que el banco central aún cuenta con recursos para enfrentar la situación y respaldar al real. Actualmente, el saldo pendiente en swaps del BCB es de aproximadamente US\$65,000 millones, y como Brasil cuenta con reservas internacionales de unos US\$360,000 millones, aún hay recursos para proteger el BRL. Sin embargo, también es cierto que es preocupante el ritmo de crecimiento de la posición de swaps: en junio aumentó US\$26,000 millones... ¡en solo una semana! Según el indicador de suficiencia de reservas del FMI (ver tabla más abajo), las reservas internacionales son uno de los pocos “colchones de seguridad” que le quedan a Brasil, por lo que no se pueden desperdiciar.

Suficiencia de las reservas de los mercados emergentes

País	Indicador ARA	País	Indicador ARA
Brasil	1.55	Chile	0.82
China	0.86	Colombia	1.26
India	1.51	México	1.07
Rusia	2.77	Perú	2.74
Sudáfrica	0.64		

Indicador ARA: Utilizado por el FMI para medir la suficiencia de las reservas. Éstas se consideran suficientes cuando el indicador se sitúa entre 1.0 y 1.5. [El indicador](#) se basa en una serie de parámetros como la cobertura de deuda a corto plazo, las importaciones, etc.

Prevedemos que el BRL continúe debilitándose a medida que los rendimientos reales se vean afectados por la creciente inflación, al mismo tiempo que la incertidumbre política y la falta de progreso en la consolidación fiscal y las reformas urgentes (p. ej., pensiones) reducen el apetito por los activos brasileños. Es posible que, en los próximos meses, el BRL se vea como un buen vehículo para las posiciones largas en pesos mexicanos (MXN), puesto que se han reducido los diferenciales de rendimiento entre estas dos monedas, especialmente cuando se ajustan por calidad. El cruce USD/BRL debería seguir subiendo, llegando a 3.90 para fines de año, sin olvidar que, a medida que se aproximan las elecciones, podríamos observar fluctuaciones temporales por encima de 4.0; aunque, en ese caso, esperamos que el banco central intervenga drásticamente mediante operaciones de swaps; y, en casos más extremos, posiblemente incluso en operaciones al contado. Creemos que el banco central iniciará el ciclo de aumento de tasas de interés antes de lo previsto por el consenso; pero con esa medida estará más bien combatiendo la inflación, en vez de prevenirla. Por ello, según nuestras proyecciones, la inflación seguirá aumentando más y con más rapidez de lo que prevé el consenso, aunque esto tampoco significa que estará fuera de control. De cualquier forma, siempre existirá ese riesgo si el BCB sigue mostrándose demasiado flexible ante la inflación.

POLÍTICA: PANORAMA CONFUSO Y APARENTEMENTE POCAS PROBABILIDADES DE UN GOBIERNO REFORMISTA CON UN MANDATO

Es todavía muy difícil predecir cuál será el desenlace de las elecciones, dado que el expresidente Lula sigue siendo el político más popular y las puertas a la presidencia no están totalmente cerradas para él. Además, parece que en el segundo lugar de las encuestas se encuentra el populista de derecha Jair Bolsonaro. Muchas de las personas con quienes hemos conversado en Brasil creen que, al final, el “voto del establishment” se consolidará a favor de un solo candidato, que ganará las elecciones. Sin embargo, existe el riesgo de que suceda lo mismo con el “voto anti-establishment” (es decir, Bolsonaro y el Partido de los Trabajadores), y se aglutine también el “voto en contra del sistema”. Bolsonaro ha sido muy discreto durante la campaña, pero ha señalado que continuaría la política de reducción de impuestos y recorte de gastos, sin comprometerse a resolver los problemas “urgentes” como la consolidación fiscal, la reforma tributaria y la reforma del sistema de pensiones, sin lo cual la situación fiscal del país continuará siendo sumamente vulnerable y ha de seguir deteriorándose. Podríamos afirmar que incluso el “escenario optimista” (en el que el voto del “establishment” se consolide a favor de un solo candidato que gane las elecciones) también tiene sus riesgos. En este contexto de una política muy fragmentada en los partidos pro mercado, parece muy poco probable que se forme un gobierno con un sólido mandato reformista que logre estabilizar el deterioro de la dinámica fiscal.

Colombia

- Tras las elecciones y viendo que los resultados se ajustan en gran medida a lo previsto, es momento de conocer en detalle la agenda de la campaña de Duque. Es probable que algunas de las propuestas sean bien recibidas por los mercados; pero, como siempre, el asunto está en los detalles. Una de las áreas que nos gustaría tener en claro es cómo el gobierno piensa afrontar la fuerte dependencia del petróleo en las cuentas externas y fiscales.
- El déficit gemelo se ha reducido considerablemente, pero continúa la marcada dependencia del petróleo, lo que significa que el país aún está en riesgo si el problema no se resuelve. Para nosotros, este es el principal problema que Duque deberá resolver pronto, dado que no se tiene la certeza de que el entorno externo (precio del petróleo) siga siendo favorable como hasta ahora.
- Prevedemos que la economía alcanzará su tasa potencial de crecimiento en 2019 y la inflación volverá a situarse en la mitad superior del rango objetivo del Banco de la República. A medida que eso ocurra, creemos que el banco central empezará a subir las tasas de interés a fines de 2018 y a seguir los pasos de la Reserva Federal.

LOS RESULTADOS COINCIDEN CON LAS ENCUESTAS PREELECTORALES

Los resultados de la segunda vuelta de las elecciones presidenciales de Colombia concordaron en gran medida con las encuestas preelectorales. El candidato de la derecha y centro derecha, Iván Duque, ganó las elecciones con un 54% de los votos en la segunda vuelta (Petro obtuvo 42%), y ahora el enfoque está puesto en los detalles del plan de gobierno, de muy amplio alcance pero escasos detalles. En términos de [propuestas](#), la campaña de Duque incluyó una larga lista de promesas, entre ellas, las siguientes:

- Simplificación fiscal mediante la disminución de la cantidad de impuestos y el recorte de exenciones para reducir la carga fiscal general de las compañías. La idea tiene sentido, pero los detalles y la capacidad legislativa serán fundamentales para cumplir esta propuesta.
- Ajuste de la regla fiscal para fortalecerla y evitar el crecimiento continuo de la deuda. Este es un punto muy importante. Podría decirse que la regla fiscal de Chile es muy eficaz; por lo tanto, un movimiento en esa dirección sería favorable.
- Fortalecimiento del federalismo fiscal. No hemos visto muchas economías de América Latina tener éxito en este aspecto.
- Creación de nuevos mecanismos de financiamiento para dirigir el ahorro hacia actividades productivas: ¿Piensan crear mecanismos para canalizar parte del volumen de ahorro acumulado en los fondos de pensiones hacia las empresas y la infraestructura?

Son pocos los detalles y algunos elementos esenciales deben ser aclarados, como los siguientes: 1) qué impuestos se modificarán o eliminarán en el proceso de la simplificación fiscal; 2) cuál será el impacto neto en el ingreso fiscal global y cómo esto reducirá la dependencia de los ingresos derivados del petróleo; 3) cómo se fortalecerá la regla fiscal (¿su ente supervisor será más fuerte y más independiente?); y 4) ¿Colombia tiene el

CONTACTOS

Eduardo Suárez, Vicepresidente, Análisis Económico, América Latina
 52.55.9179.5174 (México)
 Scotiabank Economics
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	3.4
Tasa del banco central (% , cierre)	4.75	4.50	5.50
Peso colombiano (USDCOP, cierre)	2,986	3,000	2,850

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

Saldo general del sector público (% del PIB)

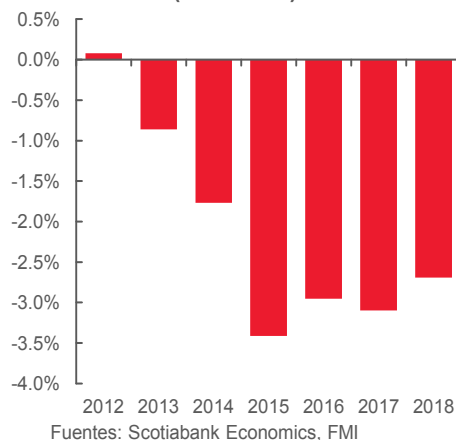
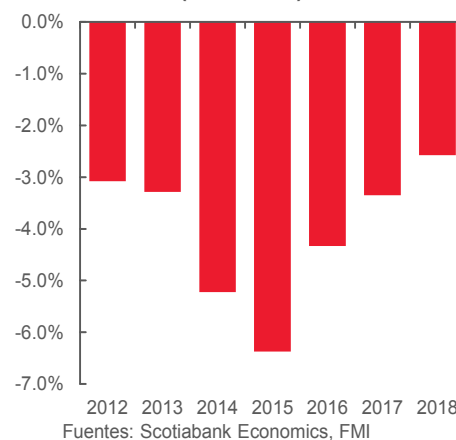


Gráfico 2

Saldo en cuenta corriente (% del PIB)



propósito de utilizar vehículos similares a los FIBRA y CKD de México a fin de dirigir el ahorro proveniente del sistema de pensiones hacia el capital privado, la infraestructura, etc.? (este [informe destaca el éxito de la iniciativa en México](#), aunque es probable que surjan otras dificultades).

LAS VULNERABILIDADES SE HAN ATENUADO, PERO SIGUEN LATENTES

Hasta el momento, durante la actual liquidación generalizada de posiciones en los mercados emergentes, las presiones más fuertes se han concentrado en los países con fundamentos débiles: altos déficits de cuenta corriente, una precaria situación fiscal y/o bajas tasas de interés reales o alta inflación. Colombia ya no está en el grupo de los países con un “déficit gemelo” muy elevado (cuenta fiscal y cuenta corriente), pero debemos advertir que su déficit aún es relativamente significativo y está expuesto a una caída del precio del petróleo. No se trata de ninguna manera de nuestro principal escenario, pero constituye un riesgo que no podemos descartar para los próximos dos años.

Con sus calificaciones de Baa2 (Moody's), BBB- (S&P's) y BBB (Fitch), Colombia tiene aún algo de margen antes de que dos de las tres principales agencias calificadoras la rebajen a “estado basura” (para la tercera agencia ya estaría en el límite). Si observamos la deuda del país (se prevé que la deuda pública bruta general cierre 2018 justo por debajo de 50% del PIB), así como sus instituciones (ejemplo, el banco central, que vemos como confiable), no creemos que actualmente se justifique una calificación de “estado basura”. Sin embargo, nos gustaría señalar también que el margen no es muy grande y que resolver las vulnerabilidades en el actual entorno externo favorable es mucho mejor que durante una situación adversa. Como lo hemos mencionado, uno de los principales riesgos que vemos para Colombia (que no esperamos, pero que tampoco podemos descartar) es una posible caída del precio del petróleo:

- Desde el punto de vista fiscal, una caída de US\$10/bbl en el precio del crudo equivale aproximadamente a un deterioro de la posición fiscal del país de 40 bps del PIB. La recuperación del precio del petróleo contribuyó a mejorar el déficit fiscal de Colombia en unos 100 bps del PIB, para situarlo en el nivel todavía no ideal de 2.5% del PIB en 2018. La alta dependencia continua del petróleo constituye un riesgo para las finanzas públicas.
- El petróleo representa 31% de las exportaciones de Colombia y, como vimos durante la crisis de 2014, cualquier caída del precio del crudo puede ampliar el déficit de cuenta corriente del país. Colombia no posee “clusters” integrados; por ello, no hay una correlación entre sus importaciones y exportaciones, lo que hace que la cuenta corriente sea muy sensible a las fluctuaciones del precio del petróleo.

POLÍTICA MONETARIA Y CRECIMIENTO

Se espera que la economía de Colombia se acelere gradualmente en los próximos meses, ya que los altos precios del petróleo respaldarán la inversión en el sector y desaparecerá la incertidumbre de las elecciones, fortaleciéndose así la confianza del sector privado. Es importante notar que, hasta el momento, la confianza del consumidor ha sido fuerte (28.7, según las últimas cifras), pero hemos observado que la confianza del sector industrial sigue siendo muy débil (2.0, según las últimas cifras). Nuestra impresión es que, a medida que mejore el desempeño del sector industrial gracias a un entorno externo más favorable (es decir, aumento del comercio global y del precio del petróleo), veremos también un incremento de las inversiones. Un indicio de que las cosas están mejorando significativamente en el sector industrial se vio en las cifras de producción industrial publicadas el mes pasado, que mostraron una sorprendente tasa interanual de 10.5% (+5.6%, según el consenso). Además, el crecimiento continuo de las ventas minoristas de entre 5% y 7% (rango reciente según las cifras publicadas) sugiere que la economía se está estabilizando en una trayectoria de crecimiento más sólido y generalizado.

De igual forma, a medida que la economía continúa fortaleciéndose para llegar a su tasa de crecimiento potencial (el próximo año), prevemos que la inflación comenzará también a aumentar hasta ubicarse en la mitad superior del rango objetivo. Ante esto, creemos que el banco central cambiará de rumbo responsablemente volviendo a un endurecimiento al final del año. A diferencia de lo que ha sucedido hasta ahora, el banco central empezará a “acompañar” a la Reserva Federal (subiendo las tasas de interés al ritmo de la Fed, como el Banco de México). El fuerte incremento de las tenencias extranjeras de bonos TES (de poco más de 20% a casi 30%) debería de algún modo forzar al banco central a sacrificar un poco de su independencia con respecto a la Reserva Federal a fin de preservar la estabilidad del mercado y las tasas de interés.

Perú

HAY LUGAR PARA EL OPTIMISMO

- La economía mejora en numerosos ámbitos.
- Fuerte crecimiento del PIB en el segundo trimestre, impulsado por el desempeño del sector privado, que debería mantenerse a largo plazo.
- Sorpresas positivas en las cuentas fiscal y externa.
- Política monetaria estable, con la inflación bajo control.

Las cosas están yendo definitivamente bien en numerosos ámbitos en Perú. Bueno, por lo menos en lo que se refiere a la economía, ya que la situación política sigue siendo preocupante.

Desde la publicación de nuestro último *Panorama Global*, el crecimiento del PIB ha aumentado de manera sorpresiva, la tasa de empleo se ha incrementado significativamente, la inflación ha disminuido, el déficit fiscal ha caído abruptamente y las cuentas externas han sido más sólidas de lo esperado. Solo algunas áreas no mostraron el desempeño previsto. Aparte de la esperada caída del crecimiento de la producción minera (pero no del crecimiento de la inversión minera), todas las decepciones provienen de la política del gobierno relativa al estímulo fiscal.

Dada la cantidad de noticias favorables, hemos mejorado nuestras previsiones con respecto al crecimiento del PIB, de 3.3% a 3.5% para 2018 (incluso podría aumentar aún más) y de 3.7% a 4.0% para 2019. Esto refleja nuestra opinión de que la tendencia del crecimiento ha cambiado de dirección, de forma lenta pero clara. El contexto de crecimiento mundial (aún) favorable definitivamente ha sido de ayuda.

El segundo trimestre se presenta particularmente sólido, con un crecimiento de 7.8% interanual, en abril, por lo que estamos aumentando nuestras previsiones de crecimiento de 4.0% a 4.8% para el T2 de 2018. Esto quiere decir que el crecimiento del PIB se ha acelerado de 2.5% (interanual) en el T4 de 2017 a 3.2% en el T1 de 2018, alcanzando cerca de 5% en el T2 de 2018. Cabe mencionar, no obstante, que el segundo trimestre será el último en el que los datos se comparan con el desempeño bajo del año pasado, debido al impacto que tuvo El Niño en 2017, de modo que se debería observar una desaceleración del crecimiento en los próximos trimestres. Aun así, incluso si excluimos los factores excepcionales (como El Niño que el año pasado trajo una temporada de pesca inusualmente alta), el crecimiento del PIB seguiría estando en un rango saludable de entre 3.5% y 4.0%. El crecimiento de la manufactura no relacionada con los recursos fue de 12.4%, lo que revela la fuerza de la demanda, tanto a nivel interno como en las exportaciones.

Sin embargo, no todo es positivo. El gasto público ha seguido rezagado y no será el motor de crecimiento que se pensaba inicialmente. Los numerosos cambios en el Ministerio de Finanzas y el gabinete, en general, han retrasado la ejecución del programa de inversiones y plantean dudas sobre cómo se afrontará la reconstrucción tras el paso de El Niño. Afortunadamente, el sector privado ha "salvado la situación". La inversión privada (5.3% de crecimiento en el T1) y la demanda interna (4.0%) se han convertido claramente en los principales motores del crecimiento. El sector privado se recupera bastante bien de la crisis de 2017 y ha demostrado ser más resiliente de lo que se esperaba ante la turbulencia política y las investigaciones de casos de corrupción. El sector de la manufactura no relacionada con los recursos ha crecido un 4.1% (interanual) desde el inicio del año hasta abril, terminando con una tendencia bajista que duró tres años. Esta es otra señal de que la situación ha cambiado.

CONTACTOS

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

Perú	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	2.5	3.5	4.0
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

PIB y tasas de crecimiento de demanda interna

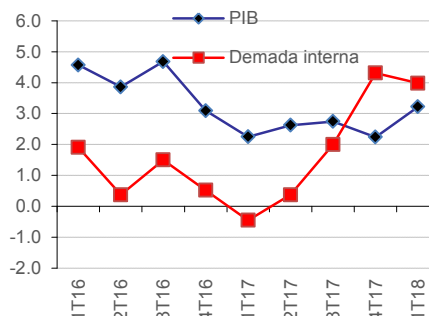
	2017	2018P	2019P
PIB	2.5	3.5	4.0
Demanda interna	1.6	3.5	4.0
Consumo privado	2.5	2.8	3.3
Consumo público	1.0	4.4	2.0
Inversión fija bruta	-0.3	5.2	6.6
Privada	0.3	4.1	6.2
Pública	-2.3	9.8	8.0
Exportaciones	7.2	3.8	3.8

P: proyectado.

Fuente: Departamento de Investigación - Scotiabank Perú.

Gráfico 1

PIB y demanda interna (variación interanual %)



Fuentes: BCR. Elaboración: Departamento de Investigación - Scotiabank Perú.

Para seguir con las buenas noticias, el déficit fiscal de Perú en el periodo de doce meses hasta mayo bajó a 2.4% del PIB, de 2.7% en abril (y 3.2% a inicios de 2018). Es lógico que se produzca esta mejora dado el incremento de los ingresos tributarios de 22.5% (interanual) en mayo, en comparación con el incremento del gasto público de 8.9%. Cabe señalar que mayo es el segundo y último mes de la principal temporada de impuestos, que ha sido muy sólida este año. Ya hemos rebajado nuestras proyecciones sobre el déficit fiscal para todo 2018 de 3.5% a 3.2%, aunque incluso 3.2% parece ahora un poco elevado. Ninguna de estas cifras considera el nuevo incremento de los impuestos especiales, el cual debería tener solo un leve impacto en el crecimiento de los ingresos.

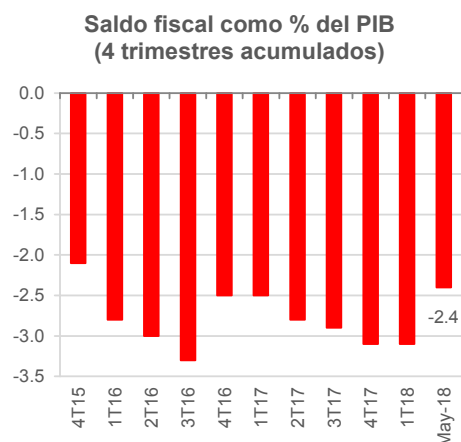
Las últimas cifras fiscales han disipado algunas preocupaciones que tenían los mercados sobre el hecho de que el déficit fiscal podría quedar fuera de control, y que la deuda fiscal de Perú podría sobrepasar el 30% del PIB en los próximos años. Como siempre, estas preocupaciones pueden resurgir si los precios de los metales caen drásticamente, lo cual siempre es un riesgo para Perú.

Algo que representa un riesgo (directo) menor para el país es el impacto de las guerras comerciales, pues Perú no produce el tipo de bienes manufacturados que podrían estar sujetos a los nuevos aranceles. El riesgo es más bien el impacto indirecto de un conflicto comercial que puede afectar el crecimiento a escala mundial, así como los precios de los metales, considerando que las recientes preocupaciones acerca de la política comercial de Estados Unidos ya se están incorporando en estos mercados.

La economía de Perú ha sufrido efectos menos graves de lo que se temía dada la turbulencia política local, mayormente gracias a que la política no ha alterado la adecuada gestión económica. Desde 2016, se ha cambiado cuatro veces de ministro de finanzas; pero, aun así, no se ve que esto perturbe las directrices generales de la política económica. Carlos Oliva, el actual ministro, ha sido bien recibido por los mercados porque es visto como alguien con ideas tradicionales y con suficiente experiencia, ya que anteriormente se desempeñó como Viceministro de Finanzas durante el periodo de 2011 a 2016.

Mientras tanto, el banco central puso fin a su política expansiva que había llevado la tasa de referencia de 4.25% en abril de 2017 a 2.75% actualmente. La inflación está repuntando ligeramente y pronto debería volver a situarse en el medio del rango objetivo de 2%. Prevemos que la tasa de referencia permanezca estable por el resto del año. El banco central no tendría por qué tener prisa para empezar a elevar sus tasas nuevamente, a pesar de la menor diferencia entre las tasas peruanas y las de la Fed. Por lo general, el organismo ha mantenido estables las tasas durante un cierto periodo antes de cambiar de rumbo.

No hemos modificado nuestra previsión de 3.18 para la tasa de cambio al cierre del año... bueno, todavía no. Nuestras dudas sobre la duración de la fortaleza del USD nos hacen pensarlo dos veces. Los fundamentos siguen apuntando a una apreciación del sol peruano (PEN), pues el superávit del comercio exterior está mejorando más de lo esperado. No obstante, los fundamentos han pasado a segundo plano frente al fortalecimiento del USD y la volatilidad del precio de las materias primas en las recientes semanas. Si bien el PEN siempre ha sido más estable que las otras monedas de los países de la región, no ha estado inmune a las fuerzas que tienen un impacto en las monedas regionales y ha fluctuado en la mitad superior del rango de 3.20 a 3.30 formado durante el último año y medio. Es posible que debamos revisar nuestras proyecciones sobre la tasa de cambio al cierre del año, pero aún es pronto y, antes de hacer cualquier modificación, queremos tener más certeza de que la fortaleza actual del USD no es solo algo temporal.

Gráfico 2


Fuentes: BCR. Elaboración: Departamento de Investigación - Scotiabank Perú.

Gráfico 3


Chile

EL CARRETEO TERMINÓ. UN TURBULENTO DESPEGUE HA COMENZADO.

- En el primer semestre se produjo una recuperación más rápida de lo esperado, a pesar de un entorno externo algo más desafiante para la economía chilena.
- Respondiendo a esto hemos elevado nuestro pronóstico para el crecimiento del PIB en 2018 a un 3,7% (vs. 3,6% en abril), y consideramos que los riesgos siguen sesgados al alza ya que la actividad y la confianza empresarial se están recuperando.
- Anticipamos una inflación de 2,9% para este año y por el momento mantenemos la tasa de política en 3% para fines de año, ligeramente más alta que el 2.75% incorporado en los precios financieros. Coherente con nuestra opinión sobre el crecimiento, los precios de los productos básicos y las tasas de interés, pronosticamos que el peso se apreciará un poco menos de lo esperado en nuestro pronóstico anterior, finalizando el año en 602 CLP/USD.

ACTUALIZACIÓN MACRO: ENTORNO EXTERNO MÁS RIESGOSO Y MEJORES DATOS INTERNOS

La economía chilena, en general, no ha sido directamente golpeada por la reevaluación inducida por la Fed de las perspectivas de varios mercados emergentes. Creemos que esto seguirá siendo así debido a que: (1) los factores de riesgo de Chile son comparativamente bajos (endeudamiento externo y déficit de cuenta corriente, por ejemplo), (2) marcos institucionales fuertes, incluyendo tipo de cambio altamente flexible, política monetaria independiente, gobierno comprometido con la mejora de las condiciones fiscales y el crecimiento y (3) las exportaciones a las economías más problemáticas de la región son más bien limitadas.

A nivel nacional, el flujo de datos se fortaleció significativamente en el primer semestre. Los índices de confianza se mantienen positivos y se espera que continúen así, como lo sugiere una creciente cantidad de información cualitativa de apoyo. Este conjunto de condiciones es lo suficientemente importante como para elevar nuestro crecimiento del PIB en una décima a 3.7% y mantener un sesgo al alza, aunque moderado. Como hemos estado advirtiendo durante mucho tiempo, esta recuperación será de "estilo clásico", es decir, liderada por la inversión, aunque en la primera fase, no necesariamente en grandes proyectos.

El tipo de cambio persistentemente alto y el aumento en los precios del petróleo llevaron al Banco Central y a los mercados financieros a aumentar las proyecciones inflacionarias a 2.8% para este año. Con el fin de acomodar esos mismos factores, pero también debido a una recuperación esperada más rápida precios de bienes no transables (servicios), elevamos nuestro pronóstico previo de inflación de 2.8% a 2.9%. La mayor parte del mercado adelantó el primer aumento de 25pb de la tasa de política monetaria (actualmente en 2.5%) a diciembre. Mantenemos nuestra opinión de que la tasa podría estar en 3% a fines de año. El desafío para el Banco Central es importante, ya que tratará de permitir que la recuperación se consolide más antes de modificar su política expansiva.

Aunque esperamos algún alivio moderado para el peso en los próximos meses, no se puede descartar el riesgo de una mayor apreciación debido al mayor optimismo respecto a Chile. Coherente con esto, hemos incluido una apreciación adicional menos intensa de lo previsto: ahora esperamos que el peso cierre el año a 602 CLP / USD.

CONTACTOS

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

Chile	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	1.5	3.7	3.9
IPC (% interanual, cierre)	2.3	2.9	3.0
Tasa del banco central (% , cierre)	2.50	3.00	3.50
Peso chileno (USDCLP, cierre)	615	602	590

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

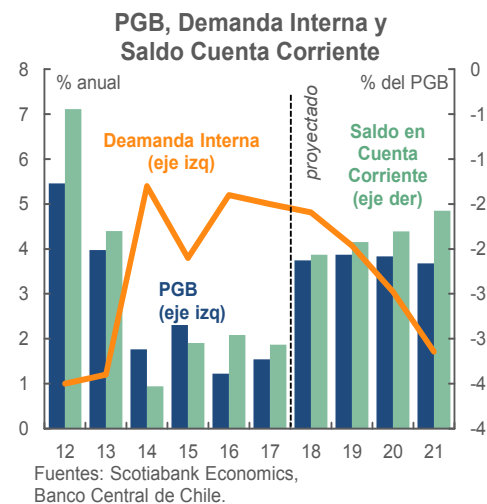
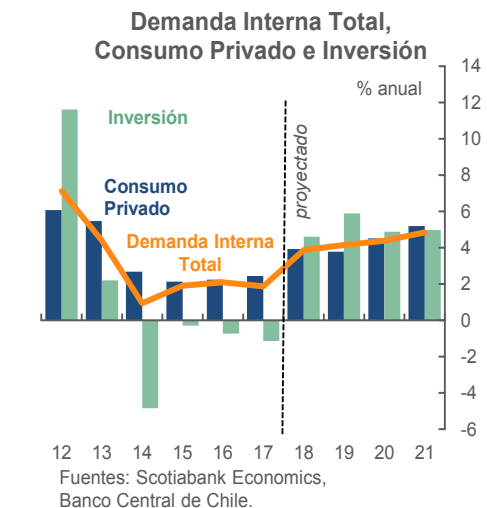


Gráfico 2



PANORAMA POLÍTICO: UN GOBIERNO CAUTO PERO DECIDIDO

Se han visto pequeños cambios en el frente político. El gobierno continuó con su plan de emprender acciones para destrabar la inversión (contenida severamente en años anteriores por los términos de intercambio, los desafíos institucionales y la falta de confianza), lograr un amplio consenso con la oposición para las reformas a largo plazo y reorientar las finanzas públicas hacia niveles más sostenibles. Hasta ahora, los resultados no han sido evidentes, pero muchas acciones muestran que se están moviendo en esa dirección de una manera muy decidida. Por ejemplo, el apoyo político para un recorte de impuestos corporativos, que era imposible de conseguir, fue reemplazado por una simplificación de la reforma tributaria que se propondría en poco tiempo. Han surgido algunas fisuras limitadas en la coalición gubernamental, pero las consecuencias negativas para ellos, por un lado, y el importante liderazgo del presidente deberían ser suficientes para evitar más ruido. La oposición de centroizquierda más relevante parece estar dispuesta a negociar, tratando de evitar los costos políticos de las actitudes paralizantes.

RIESGOS PRINCIPALES: LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y EL ACUERDO POLÍTICO SON LAS CLAVES

Los principales riesgos para la economía chilena siguen siendo los mismos: desde el exterior, un deterioro en los términos de intercambio sería, con mucho, lo más importante. Otros riesgos, como las restricciones al comercio internacional, podrían ser graves, pero a largo plazo. Como se dijo, los riesgos derivados de los cambios en la política de la Fed parecen muy limitados si se mantienen dentro de límites razonables y no deberían tener un impacto importante en los términos de intercambio de Chile. En el plano interno, los principales riesgos se refieren a la capacidad del Gobierno para cumplir su programa y mejorar las finanzas públicas.

Gráfico 3

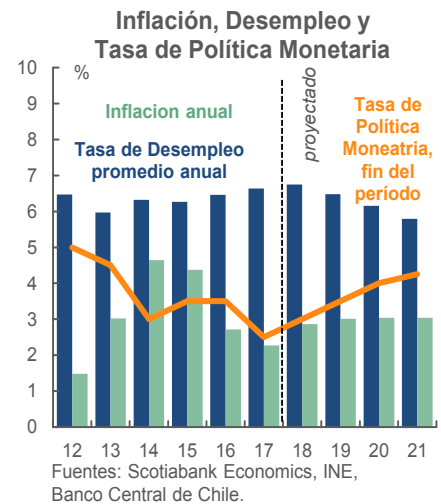


Gráfico 4

Tipo de Cambio, Precio del Cobre

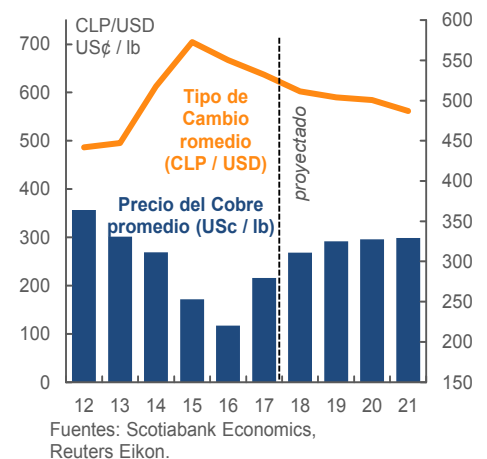
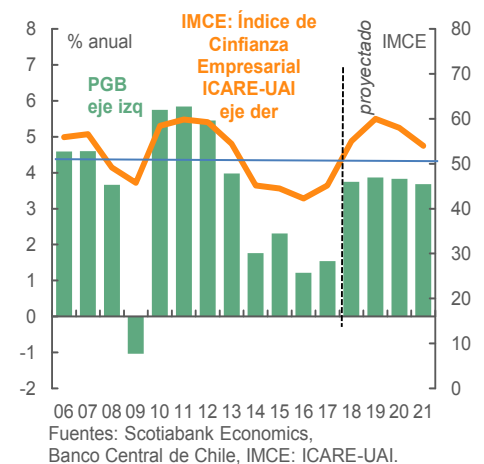


Gráfico 5

PGB - Confianza Empresarial



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.