

## Brasil

- Las tasas de interés bajaron considerablemente, debido a la combinación del avance de las reformas (de las cuales, en nuestra opinión, tienen una importancia particular los cambios a la TJLP, incluso si prevemos que su impacto será gradual), del restablecimiento de la credibilidad del Banco Central de Brasil (BCB), y de la estabilización de las finanzas públicas. Lo anterior da cierto alivio a la economía altamente endeudada y está fortaleciendo el gasto de consumo al liberar los ingresos disponibles. No obstante, aún hay ciertos riesgos relacionados con esta reducción de tasas de interés, que en gran medida están vinculados con la política.
- En el ámbito político, hay dos fuentes principales de incertidumbre: las elecciones presidenciales de 2018, y si el gobierno será capaz de aprobar las reformas clave. En nuestra opinión, la reforma más importante es la del sistema de pensiones. Se trata de una reforma de gran relevancia para la sostenibilidad fiscal del país que también puede desempeñar un papel importante en las elecciones presidenciales del año próximo, porque debido a su impopularidad, el hecho de aprobarla podría abrir el camino para que el Partido de los Trabajadores derrote a los reformistas.

Hay muchas interrogantes importantes sobre Brasil a medida que nos aproximamos al fin de 2017, y la mayoría de ellas se relaciona con la política. Sin embargo, también existe cierta incertidumbre en cuanto a cuándo empezará la recuperación más sostenible, así como qué la impulsará. En relación con la recuperación del crecimiento, vemos cierto margen para que los efectos de base y el repunte de la confianza impulsen una mejora, pero es poco probable que solo estos dos factores generen una recuperación sostenible. El gasto familiar soporta una pesada carga debido al endeudamiento elevado (gráfico 1), no obstante, las tasas de interés más bajas deberían seguir dando cierto alivio a la carga de endeudamiento que enfrentan las familias. ¿Son sostenibles las bajas tasas de interés? Creemos que hay muchos factores de incertidumbre. El BCB ha logrado recuperar el control de la inflación, lo cual le ha permitido bajar drásticamente las tasas de interés (la tasa SELIC ha sido reducida de 14.25% a 8.25% desde octubre de 2016). Nosotros, al igual que el mercado, prevemos más recortes, pero si no se aprueban las reformas, la decepción de los inversionistas podría provocar la depreciación del real brasileño (BRL) y aumentar la inflación.

En relación con la tendencia más estructural, vemos cierta posibilidad de que la reforma de la tasa de interés a largo plazo (TJLP) permita que bajen las tasas de compensación del mercado de Brasil, porque debería ayudar a eliminar la segmentación de los mercados locales de crédito, haciendo que los deudores de primer nivel regresen al mercado (el BNDES había sacado prácticamente a estos deudores del mercado), reduciendo así las tasas de compensación. Este factor positivo debería concretizarse gradualmente. Finalmente, existe un factor fiscal relacionado con las tasas de interés bajas. En los últimos años, la rápida deterioración de la posición fiscal de Brasil generó la pérdida de su calificación de grado de inversión, y puso presión alcista sobre las tasas de interés. Sin embargo, aunque el déficit todavía es amplio (podríamos ver un déficit público de 6% del PIB aproximadamente este año) y la deuda total es alta (la deuda pública bruta se está aproximando rápidamente a 90% del PIB), el ritmo de la deterioración está mejorando, y los mercados están dando el beneficio de la duda al gobierno vigente, lo cual explica la compresión de las primas de crédito (los CDS a 5 años se han reducido en 300 puntos base desde el pico alcanzado hace un par de años, actualmente se negocian a unos 200 puntos base).

## CONTACTOS

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

Gráfico 1

Brasil: Deuda familiar como % de ingresos disponibles



Fuentes: Scotiabank Economics, BCB.

Gráfico 2

Brasil: Ventas minoristas (% interanual)



Fuentes: Scotiabank Economics, IBGE.

En cuanto a la política monetaria, la curva de depósitos interbancarios (DI) muestra que los mercados esperan nuevos recortes de 125 puntos base de la tasa de interés. Consideramos que si bien es probable que la tasa de política monetaria neutral haya bajado algo debido a los cambios que el gobierno ha implementado y aquellos previstos (incluida la reforma de la TJLP), aún se sitúa en un nivel relativamente alto. No nos sorprendería que las tasas reales de la política monetaria neutral estén en alrededor de 4%, contra 5% aproximadamente antes de la reforma. Esto significa que los recortes adicionales de la tasa de interés que los mercados esperan podrían revertirse a medida que la economía se recupera, pero, por ahora, estamos de acuerdo en que es probable que haya más recortes. Sin embargo, esta opinión tiene ciertos riesgos, el mayor se vincula con el BRL. Creemos que la depreciación nominal del real ha sido absorbida mayormente por la inflación, por tanto, en nuestra opinión, ahora el real está más bien “caro” (lo cual motiva nuestra llamada de atención sobre la divisa). Si las reformas, en especial, la de pensiones (que se retrasa continuamente) finalmente no se aprueban, la decepción del mercado se podría traducir en presión hacia la depreciación del BRL, lo cual, a su vez, podría poner en peligro el ciclo de relajamiento monetario del BCB, ya que el efecto traspaso de la tasa de cambio en la inflación es relativamente alto en Brasil. Por ello, lo que resulte de las reformas y de la elección el año próximo será fundamental para los activos brasileños, y también para saber hasta cuánto pueden bajar las tasas de interés y por cuánto tiempo se pueden mantener en ese nivel.

En el ámbito político, vale la pena observar dos riesgos importantes relacionados y muy pertinentes respecto a las perspectivas macroeconómicas. El primero se relaciona con el proceso de aprobación de las reformas que avanza a un ritmo mucho más lento que el anticipado por los mercados, en nuestra opinión, esto se debe a la recuperación parcial del Partido de los Trabajadores, que ha mejorado su posición después de haber estado cerca del abismo debido a la destitución de la presidenta Roussef. Un riesgo consiste en que, como se avecinan las elecciones presidenciales de noviembre de 2018, y dado el rechazo de cerca del 70% de la reforma de pensiones —la más importante—, los políticos no podrán aprobar el proyecto de ley antes del inicio del periodo electoral. Ya se ha modificado de manera considerable este proyecto de ley, y todavía así el voto sobre el mismo se ha retrasado repetidamente. Si no se aprueba el proyecto de ley antes del fin del T1 de 2018, es probable que esto genere cierta presión sobre los activos brasileños. Un segundo riesgo se relaciona con la manera en que la aprobación de este proyecto de ley podría influenciar el panorama de las elecciones del próximo año, en el caso de que este se concrete. Creemos que los mercados considerarían negativo para los activos brasileños el retorno del Partido de los Trabajadores, en vista del desempeño fiscal deficiente del país durante su último periodo de administración. Por el momento, debido al proceso judicial en contra del ex presidente Lula, no está claro si será candidato el año próximo. No obstante, incluso si participa en las elecciones, el camino a la victoria no parece fácil a pesar de que es el político más popular en el país. Pese a la alta popularidad de Lula (sigue ocupando el primer lugar en casi todas las encuestas), también tiene una alta tasa de rechazo (entre 40% y 50% según las encuestas recientes), lo que significa que sería difícil que ganara en la segunda vuelta, pues tiene un margen muy reducido que le afectaría en esta segunda etapa del voto. Si se aprueba el proyecto de ley sobre pensiones, este podría aumentar el rechazo de los candidatos reformistas e inclinar la balanza electoral a favor del Partido de los Trabajadores o Lula. Por tanto, hay mucho en juego en el ámbito político y también la incertidumbre es considerable.

## México

### SEÑALES CONTRADICTORIAS Y UN BALANCE POSITIVO

- México lamenta las pérdidas sufridas a consecuencia de dos terribles terremotos ocurridos en septiembre. Todavía es muy pronto para determinar los posibles efectos sobre el panorama macroeconómico, sin embargo, creemos que serán relativamente de menor trascendencia.
- Algunos de los indicadores económicos recientes presentan resultados contradictorios que podrían implicar que la economía mexicana se está desacelerando; mientras que otros indicadores apuntan en la dirección opuesta. Creemos que prevalecerá un balance positivo, por tanto, nuevamente aumentamos nuestra previsión del PIB.
- En contradicción con la opinión del mercado de que la política monetaria se suavizará rápidamente en 2018, todavía prevemos que el Banco de México suba un par de veces más la tasa de interés de referencia.

Septiembre fue un mes desastroso para México. Dos fuertes terremotos causaron terribles pérdidas humanas y daños graves, principalmente en la región del centro y sur, que afectaron a la Ciudad de México, Puebla, el Estado de México, Oaxaca, Chiapas y Morelos. Aún no se ha realizado la evaluación final de la devastación, pero el número de fallecidos en todo el país llega a más de 330 personas. Solo en la Ciudad de México, más de 3,000 edificios sufrieron daños y 40 edificios se desplomaron. La mayoría de la infraestructura de producción no sufrió daños graves, a pesar de que el sismo destruyó algunas secciones de la autopista entre la Ciudad de México y Acapulco y que se cerró la refinería Salina Cruz en Oaxaca durante varias semanas.

Es difícil evaluar el impacto sobre las variables macroeconómicas, sin embargo, en nuestra opinión, los efectos en el crecimiento económico y la inflación se observarán levemente y serán transitorios. Nuestra estimación preliminar del impacto en el crecimiento del PIB en el tercer trimestre es menor que 0.2 puntos porcentuales, lo cual no afecta la previsión del crecimiento para todo el año. La inflación puede estar sometida a cierta presión ya que, de manera inusual, aumentó la demanda de varios productos y bajaron los inventarios de las empresas. Otros precios podrían aumentar durante la fase de reconstrucción, especialmente los materiales de construcción, por ejemplo: cemento, hierro, vidrio, etc. En todo caso, estas presiones serán temporales y no se prevé que tendrán un impacto significativo en la inflación.

En el ámbito económico, actualmente hay algunas señales contradictorias que son difíciles de interpretar. Las ventas minoristas registran una desaceleración significativa (gráfico 1), con un crecimiento casi nulo en términos reales e interanuales en junio y julio. La mayor parte de esta desaceleración se debe a la debilidad de las ventas de automóviles (-4.8% interanual en junio y -4.3% interanual en julio), y en los grandes almacenes y supermercados (-0.9% interanual en junio y -0.1% interanual en julio). Sin embargo, se registraron fuertes aumentos en los artículos de atención médica (+7.4% interanual), papel y productos de esparcimiento y ocio (+8.0% interanual), aparatos domésticos y computadoras (+11.0% interanual) y televisiones y comercio electrónico (+10.3% interanual), todos ellos en julio. Vale la pena notar que la disminución de las ventas se debe parcialmente a la aceleración imprevista de la inflación.

### CONTACTOS

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

Gráfico 1

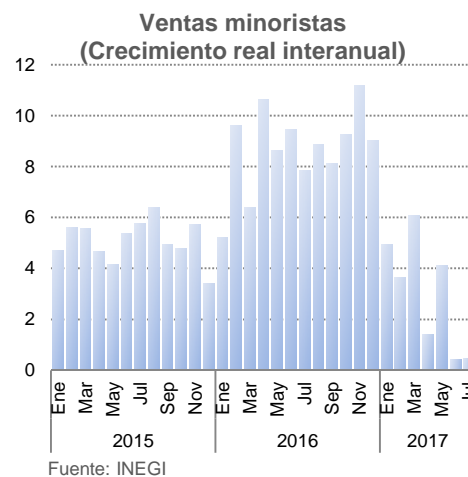
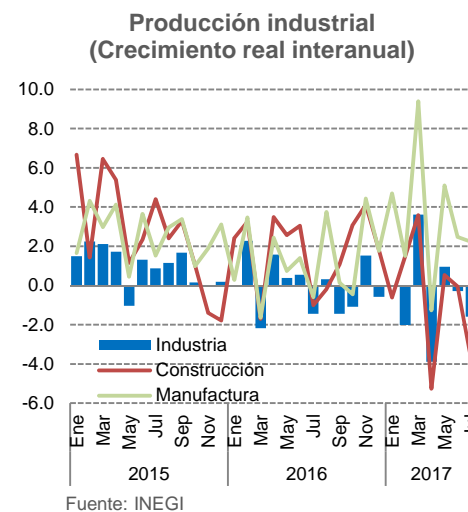


Gráfico 2



La actividad industrial también tuvo un desempeño deficiente, con una disminución de 1.6% (tasa real interanual) en julio, y se contrajo en los sectores de minas (-8.6%), servicios públicos (-2.7%) y construcción (-3.7%), donde la construcción residencial y comercial bajó 4.4% en términos reales, un hecho inusual para este sector. Por otro lado, la industria manufacturera aumentó 2.2% (tasa real interanual) en julio, con algunos contrastes inusuales entre algunos de sus componentes, lo cual sugiere que podría haber algunos factores específicos no identificados que afecten las cifras: mientras los derivados de petróleo y carbón disminuyeron con una tasa real interanual de 22.7%, la producción de maquinaria y equipos aumentó con una tasa real interanual de 32.0%.

El aspecto positivo es la creación de empleo, pues según el número de trabajadores asegurados por el Instituto Mexicano del Seguro Social, se alcanzó la cifra de 676,000 trabajadores en agosto desde el inicio del año, y se registró una tasa de crecimiento interanual promedio de 4.3%, mientras que la tasa de desempleo se situó en 3.53%, la más baja de este mes desde 2002.

Las remesas enviadas desde el extranjero alcanzaron un total acumulado de US\$ 16,400 millones entre enero y agosto, un aumento interanual de 6.4% equivalente a MXN 314,700 millones. Esta entrada de divisas es un componente importante del gasto de los hogares en el país.

El consumo privado aumentó 3.4% (tasa real interanual) en julio, lo que representa un buen ritmo. Según las cifras sobre la oferta y demanda agregadas que se publicaron recientemente, la demanda total presentó una desaceleración significativa en el T2, debido principalmente al efecto estacional de la Semana Santa (gráfico 3). Se mantiene la aceleración del consumo privado pese a este efecto, el cual registró un aumento de 3.4% (tasa real interanual), lo que revela cierta fortaleza del mercado interno. Por otro lado, las inversiones bajaron 2.4% (tasa real interanual), afectadas por la confluencia de varios factores, como el efecto de la Semana Santa, los recortes en la inversión pública para fortalecer la posición fiscal, y los probables mayores niveles de incertidumbre debido al nuevo gobierno en Estados Unidos y el próximo cambio de gobierno en México el año próximo.

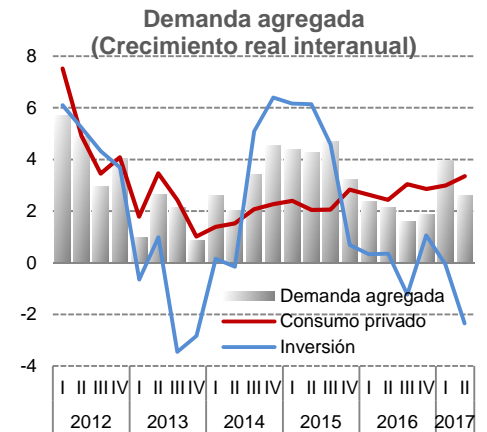
Se ha observado un desempeño muy positivo en el comercio exterior durante el año. El total acumulado en doce meses de las exportaciones no petroleras fue de US\$ 376,600 millones en agosto, un aumento interanual de 7.0%, mientras que las importaciones ascendieron a US\$ 369,600 millones, lo que representa un crecimiento de 3.8% de un año a otro. El gráfico 4 muestra la reacción positiva del comercio durante el año pasado. Este resultado se explica principalmente por la relativa solidez demostrada recientemente por la economía de Estados Unidos.

En líneas generales, seguimos percibiendo que la economía mexicana va por el buen camino. Por consiguiente, una vez más estamos revisando nuestro escenario macroeconómico con un ritmo de crecimiento más rápido. Revisamos el crecimiento del PIB en 2017 a 2.4% comparado con el 2.0% del reporte del trimestre anterior. Seguimos previendo una mejora gradual adicional en los próximos dos años, un crecimiento del PIB de 2.7% en 2018 y de 3.1% en 2019.

Es preciso hacer un comentario sobre nuestra previsión de la tasa de interés. La mayor parte de analistas prevén que el Banco de México reducirá las tasas de interés en 2018. Sin embargo, la inflación ha estado aumentando, y a pesar de que compartimos el punto de vista de que la inflación bajará rápidamente durante 2018 una vez que se disipen las sacudidas observadas durante 2017, prevemos que la inflación aumentará más que lo previsto en 2017, por tanto, no será inferior al 4% durante 2018. Hay ciertas señales preocupantes que podrían interpretarse como presiones de la demanda, por ejemplo, se mantiene la aceleración de los costos de estudios, los cuales subieron 4.74% durante los primeros quince días de septiembre. Como sigue aumentando el riesgo inflacionario, seguimos creyendo que el Banco de México deberá aumentar dos veces más la tasa de interés, un aumento este año y el otro a principios del año próximo.

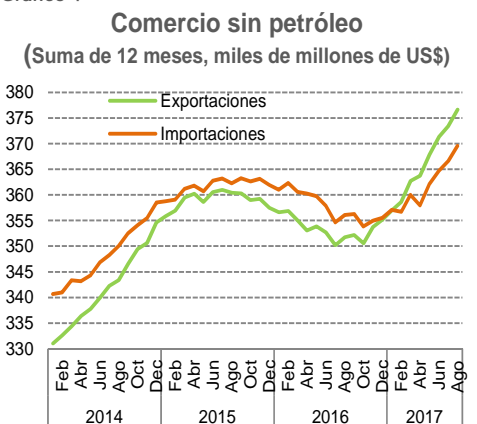
Ahora que empezó formalmente el proceso electoral, también debemos hacer un comentario final sobre el panorama político en México. En los próximos meses, a más tardar el 22 de febrero, se designará a los candidatos y se prevé una lucha encarnizada entre la mayoría de los partidos. El Banco de México nombrará a un nuevo gobernador, y uno de los candidatos más probables es el actual Secretario de Hacienda, José Antonio Meade, quien también podría llegar a ser el candidato presidencial del PRI. En los próximos meses habrá muchos cambios y una gran incertidumbre, y en función del resultado final, se prevé cierta volatilidad en el mercado financiero.

Gráfico 3



Fuente: INEGI

Gráfico 4



Fuente: INEGI

## Colombia

- El desempeño económico de Colombia sugiere una recuperación gradual, lo que se refleja en una política monetaria más flexible y el fortalecimiento de la confianza, así como la aceleración del gasto público en infraestructuras, cuyo vigor creemos que mejorará en los próximos meses.
- Aunque estamos de acuerdo con el consenso respecto a que el Banco de la República seguirá recortando las tasas de interés, esta opinión implica ciertos riesgos, principalmente por la posible depreciación del peso colombiano. Estas presiones podrían provenir de resultados fiscales peores que los previstos o de las próximas elecciones presidenciales.

Las noticias sobre las perspectivas de la economía de Colombia han sido contradictorias, pero se mantienen coherentes con una economía que cada vez más adquiere vigor y se acelera a medida que se aproxima el fin de año. Los sectores de la economía que siguen llevando las perspectivas a la baja son la industria minera y la construcción. En este último sector, prevemos un desempeño más dinámico en 2018. Además, vale la pena señalar que las ventas minoristas registran un mejor desempeño a medida que avanzamos en el segundo semestre (+3.0% en la última publicación), sin embargo, todavía se ven afectadas por la tasa de desempleo relativamente alta. Por ello, prevemos que el PIB siga fortaleciéndose en los próximos trimestres, y que se obtenga un mejor equilibrio en el desempeño sectorial. Prevemos un crecimiento de +1.9% este año (consenso de Bloomberg de +1.7%), seguido de un crecimiento más robusto de +2.5% en 2018 (consenso de Bloomberg de +2.6%), y una tasa más cercana al potencial de +3.1% en 2019 (consenso de Bloomberg de +3.0%). El fortalecimiento gradual de la economía es congruente con nuestra opinión de que el programa de infraestructura 4G y el proceso de paz generarán una aceleración del crecimiento, pero el impulso de los beneficios será lento.

En nuestra opinión, la mayor inquietud entre los participantes en el mercado es si la recuperación será lo suficientemente fuerte para que concuerde con los supuestos macroeconómicos que el gobierno está usando para su plan fiscal. Los mercados y Scotiabank Economics todavía mantienen cierto escepticismo respecto a que la economía pueda recuperarse lo suficiente para que haya concordancia con las [proyecciones oficiales](#) (no tenemos certeza de que el crecimiento alcanzará 4.0% entre 2019 y 2025 como prevé el gobierno), que fundamentan la normativa fiscal del país. Esta inquietud sobre si las finanzas públicas tienen una base apropiada es uno de los motivos por los que las tasas de interés han sido sometidas a presión (al alza), y también el motivo por el que las calificaciones de crédito del país tengan cierto riesgo de reducción (asignamos una probabilidad de 30% de reducción).

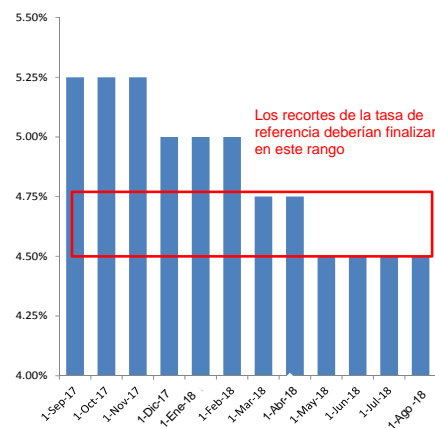
En el ámbito de las tasas de interés, las últimas actas del Banco de la República son congruentes con el mantenimiento de recortes en las tasas de interés, ya que la junta considera que la inflación converge hacia la mitad del objetivo de inflación, aun cuando hay cierta presión alcista debido a los precios alimenticios, que tendrán algo de impacto a medida que se acerca el fin de año (algo similar sucede en otros países de América Latina). La última decisión fue dividida, cuatro miembros votaron por un recorte de 25 puntos base, dos miembros votaron por un recorte de 50 puntos base y otro miembro votó por hacer una pausa. Creemos que es poco probable que haya una aceleración del ritmo de recortes en las tasas de interés, ya que la mayoría de la junta cree que —con el recorte realizado la última vez— los parámetros de las tasas ya se sitúan en la posición de política neutral. La junta cree que la economía ya alcanzó su punto más

## CONTACTOS

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

Gráfico 1

Consenso del mercado sobre la tasa de política monetaria del Banco de la República y nuestra opinión sobre estos riesgos



Fuentes: Scotiabank Economics, Banco de la República

bajo y está empezando a recuperarse gradualmente, por ello, no creemos que haya prisa respecto al relajamiento, en especial, en virtud de que los alimentos siguen presionando la inflación hacia el alza.

Respecto a las perspectivas de las tasas de interés, coincidimos más o menos con el [consenso de la última encuesta del Banco de la República](#), aunque nos inclinamos hacia la línea dura de nuestro espectro de riesgos. La primera razón de tener cuidado es que, en la última encuesta sobre las expectativas, vimos que la mayoría de economistas esperan que la inflación sobrepase levemente el objetivo del Banco de la República, a medida que nos acercamos al fin de año (según el consenso, la inflación debería ser de 4.2% en diciembre). En vista de que el repunte de la inflación se debe probablemente a presiones temporales provenientes de los precios alimenticios, no creemos que su impacto sea grave en sí mismo. No obstante, si el impacto estuviera acompañado por una depreciación significativa del peso colombiano, los riesgos pueden ser mayores, dado que en Colombia el efecto traspaso de la depreciación de la moneda en la inflación es todavía relativamente alto (entre 20% y 30%).

¿Qué podría causar una venta masiva del peso colombiano? Salvo un choque externo (la Fed, por ejemplo), creemos que hay dos fuentes principales de riesgo a nivel interno: el primero se relaciona con las elecciones presidenciales en mayo de 2018, que podría poner nerviosos a los inversionistas si un candidato en contra del sistema surgiera como candidato sólido. Consideramos que habrá dos bandos principales favorables al sistema, principalmente el grupo que apoya al presidente Santos y al ex presidente Uribe. La diferencia principal entre los dos bandos es el enfoque respecto al proceso de paz, no vemos mayores diferencias en el ámbito macroeconómico. Sin embargo, existe la posibilidad de que surja un tercer bando, a la izquierda del espectro político (el antiguo alcalde de Bogotá, Gustavo Petro, que ha tenido buenos resultados en las últimas encuestas, y que ha despertado cierta inquietud, aunque de menor grado, entre los inversionistas). El segundo riesgo a nivel interno consideramos que se relaciona con las finanzas públicas, y la posibilidad de que se reduzca la calificación de crédito. Si la situación no se mejora, se podría concretizar esta reducción, lo cual podría colocar a Colombia en el límite del grado de inversión y asustar a algunos inversionistas. No obstante, la pérdida del grado de inversión es un riesgo poco probable.

## Perú

### EL CONGRESO VUELVE A GANAR

- **Un nuevo gabinete, la misma política económica.**
- **La política sigue dominando en Perú, incluso si la economía muestra señales de recuperación tras la disminución de la actividad económica ocasionada por El Niño.**
- **El gasto gubernamental para la reconstrucción empieza a llegar.**
- **Los altos precios de metales mejoran las cuentas macroeconómicas.**

El Congreso no se contentó de remover uno tras uno a los miembros del gabinete, sino que decidió despedir a un grupo completo por medio de la “censura” política el 15 de septiembre. El jefe del gabinete (llamado de manera popular primer ministro), Fernando Zavala, fue reemplazado por la actual vicepresidenta e integrante del Congreso, Mercedes Aráoz. Zavala se desempeñaba también como Ministro de Economía y Finanzas y fue reemplazado en este cargo por Claudia Cooper, quien ocupaba el cargo de Viceministra de Economía. Los otros cambios en el gabinete se llevaron a cabo en los cargos de ministro de justicia, de educación, de salud y de la vivienda. En total se cambiaron seis miembros del gabinete, mientras que doce fueron confirmados. No prevemos ninguna perturbación importante en la política, aparte de ciertos ajustes moderados. Los seis nuevos miembros del gabinete podrían modificar en parte la política dentro de su ámbito de actividad; sin embargo, estos cambios generalmente se mantendrán dentro de un marco favorable para el mercado y los negocios. Este panorama incluye a Claudia Cooper en el Ministerio de Economía y Finanzas, a quien se le conoce por sus opiniones económicas tradicionales y convencionales. En general, el nuevo gabinete de Perú es similar al anterior en el sentido de que predominan los integrantes independientes con un perfil técnico y apolítico.

Parece que el Congreso aceptó al nuevo gabinete, al menos hasta ahora. No obstante, no hay ninguna garantía real de que el régimen del presidente Pedro Pablo Kuczynski y el Congreso se llevarán ahora mejor. El reemplazo de la ministra de justicia Marisol Pérez Tello por Enrique Mendoza ha hecho que vuelva a plantearse la discusión sobre el indulto y la libertad de Alberto Fujimori. Un evento de este tipo podría tener consecuencias políticas difíciles de predecir.

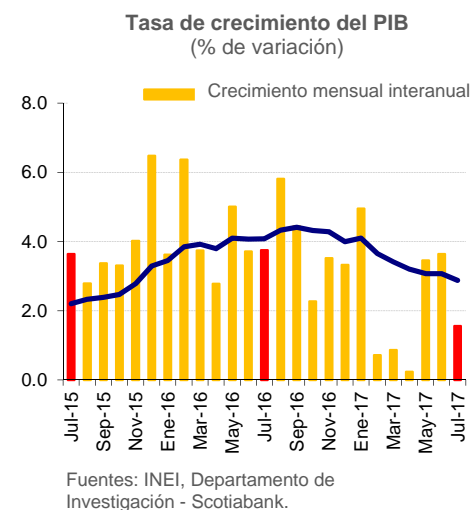
Los mercados han reaccionado de manera tranquila ante estos cambios en el gabinete y los acontecimientos que los provocaron. Tal vez debido en parte a que todo sucedió muy rápidamente y durante el fin de semana, sin embargo, creemos que esto refleja la confianza de que ni el Congreso ni el gobierno están interesados en hacer cambios significativos en la política económica.

Mientras tanto, las noticias económicas no son muy positivas, pero en general apuntan a una economía que se está recuperando tras el paso de El Niño. El PIB aumentó 1.6% en julio, de un año a otro, y 2.2% durante los primeros siete meses del año. Las cifras de crecimiento menos elevadas en comparación con 3.6% en junio y 3.4% en mayo reflejan el hecho de que el crecimiento ya no está impulsado por los sectores de recursos (minas y harina de pescado). Lo anterior era previsible. A partir de ahora, las cifras de crecimiento reflejarán la influencia de los sectores no relacionados con los recursos, es decir, más vinculados con la demanda interna, que bajó a niveles de 1% durante los meses de El Niño, y desde esa fecha se ha recuperado a cerca de 2%.

### CONTACTOS

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

Gráfico 1



El panorama de crecimiento mejorará a medida que lleguemos al fin de año, cuando finalmente la inversión gubernamental aumente en serio y empiece a impulsar la economía. Después de disminuir casi cada mes desde septiembre de 2016 hasta abril de 2017, la inversión gubernamental tiene un ritmo ascendente desde mayo, y registró un aumento interanual de 24% en agosto.

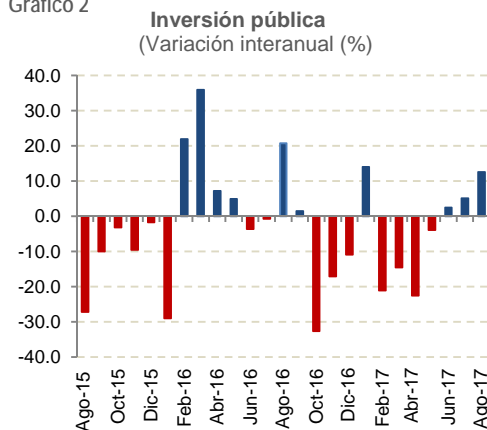
El gasto gubernamental debería fortalecerse. El gobierno anunció los datos sobre la inversión para la reconstrucción tras el paso de El Niño y los Juegos Panamericanos, la cual incluye un aumento de 10% en el gasto presupuestal de 2018. La inversión pública aumentará 18%. Esto concuerda con nuestras expectativas de crecimiento del PIB, que aumentará de 2.5% en 2017 a 3.7% en 2018.

Otra fuente para impulsar las expectativas de crecimiento es el desempeño del precio de los metales. Incluso con el reciente repliegue, la mayoría de los metales importantes para Perú todavía superan las expectativas. Esto ha permitido mejorar las cuentas externas, fortalecer la tasa de cambio (controlada con la importante intervención del Banco Central), disminuir la inquietud relacionada con el deterioro de las cuentas fiscales y aumentar la confianza de las empresas. En resumen, las cuentas macroeconómicas están mejorando y las expectativas están aumentando, pese a los eventos políticos. Según parece, estos factores son la razón principal de la decisión de Moody's y Fitch de mantener la calificación de crédito de Perú y las perspectivas "estables".

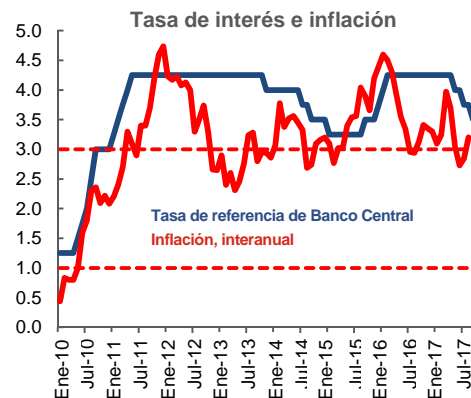
Asimismo, el Banco Central ha seguido desempeñando su función y bajó su tasa de referencia en septiembre a 3.50%, la tercera disminución de 25 puntos base en el año. El Banco Central indicó claramente que reduciría la tasa de interés en septiembre y ha señalado su intención de dar orientaciones claras sobre lo que pretende hacer de un mes a otro. Para octubre señaló que haría una pausa. Después podría pasar cualquier cosa, sin embargo, no nos sorprendería que se diera una nueva baja de 25 puntos base antes de que el Banco Central finalice su política expansiva.

El Banco Central parece seguir estando más preocupado por el crecimiento que por la inflación. La inflación a 12 meses en agosto se situó en 3.2%, lo cual fue superior al rango previsto por el Banco Central que, sin embargo, parece convencido de que esto refleja la crisis temporal de la oferta y que la inflación caerá muy por debajo del límite de 3.0% antes de fin de año.

Perú está en un lento proceso de transición para alcanzar un crecimiento más robusto impulsado por la inversión. Sería beneficioso que también hubiera una transición en la política para lograr una situación con un menor nivel de conflictos e incertidumbre.

**Gráfico 2**


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

**Gráfico 3**


Fuentes: BCR, INEI, EE - Scotiabank.



## Chile

### CRECIENTE OPTIMISMO, PERO LOS RIESGOS PERSISTEN

- La situación para la economía chilena sigue siendo muy similar a la descrita hace un mes. La economía se está estabilizando y se espera que el crecimiento de 2018 alcance su nivel más alto desde 2013, en la medida que mejore la situación política.
- Aunque los riesgos para el crecimiento de 2018 están positivamente sesgados, el empeoramiento de los términos de intercambio y algunos desafíos políticos potenciales representan factores adversos para el pronóstico.

### ACTUALIZACIÓN MACRO: CAMBIOS PEQUEÑOS PERO SIGNIFICATIVOS

No se han producido grandes cambios en los datos desde nuestro último informe. Seguimos pronosticando un crecimiento de 1.4% para el año en curso y de 2.8% para 2018, lo que es más conservador que el pronóstico del Banco Central. En septiembre, el Banco Central aumentó el promedio de su rango de pronóstico para el crecimiento económico de 1.375% a 1.5% para el año en curso y mantuvo la previsión en 3% para 2018. Aunque la revisión al alza fue moderada, terminó la reciente serie de revisiones negativas a la perspectiva de crecimiento. En lo que respecta a la inflación, la previsión para el año en curso se revisó a la baja (del 2.6% al 2.4%) y al alza para 2018 (3% frente al 2.9% anterior). En el mismo informe, el crecimiento potencial de la economía chilena se redujo a un rango del 2.5% al 3%.

En general, aunque no se descartaron recortes adicionales de la tasa de política monetaria (TPM, actualmente en 2.5%), el escenario más probable es que no los haya en los próximos meses. Alineados con eso, mantenemos nuestra expectativa de que no habrá cambios en la TPM hasta mediados de 2018. Si se materializara un crecimiento más fuerte de lo esperado, esto podría conducir a una reevaluación de este punto de vista. A corto plazo, el Banco Central no debería sentirse incómodo con una inflación acumulada a doce meses temporalmente en la mitad inferior de su rango de referencia (2% - 4%). Junto con la reducción de la inflación, el tipo de cambio nominal (CLP/USD) comenzó a recuperarse, aunque probablemente hubo una razón mucho más poderosa para ello: un retroceso del precio del cobre y el fortalecimiento del dólar estadounidense en los mercados internacionales. Seguimos esperando un nivel cambiario para fin de año alrededor de \$ 640, que sería consistente con los valores pronosticados para la mayoría de las variables que históricamente lo condicionan.

### PANORAMA POLÍTICO

En el ámbito político, los cambios tampoco han sido extraordinarios. Las encuestas muestran que las posiciones relativas para las próximas elecciones presidenciales siguen siendo casi las mismas, lideradas por el ex presidente Sebastián Piñera (centro derecha, 43%), seguido de lejos por Alejandro Guillier (19%, centro izquierda y alineado con el gobierno actual) y Beatriz Sánchez (izquierda) con un 13%. Justo a izquierda y derecha de Piñera hay dos candidatos (Goic y Kast, respectivamente) con 4% cada uno. Esa foto apunta a que la elección del 19 de noviembre será seguida por una segunda vuelta el 17 de diciembre, para la cual Piñera mantiene la primera opción. Aunque este es el escenario más probable, hay dos riesgos políticos adicionales: en primer lugar, las elecciones parlamentarias (la mitad del Senado y Cámara de Diputados completa) donde los resultados están lejos de ser claros y, en segundo lugar, la capacidad del próximo gobierno para lograr mejoras a corto y largo plazo (reforma tributaria, reforma laboral,

### CONTACTOS

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

Gráfico 1

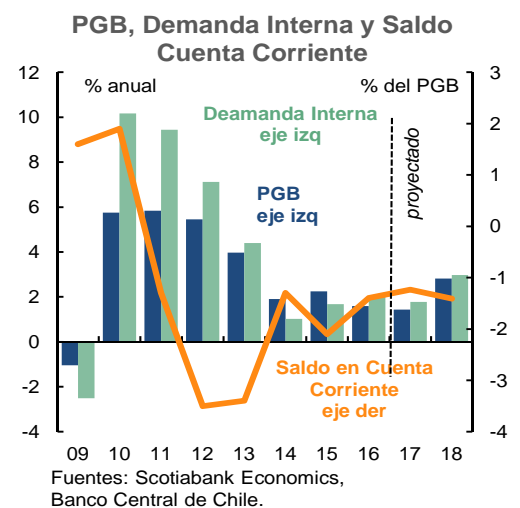
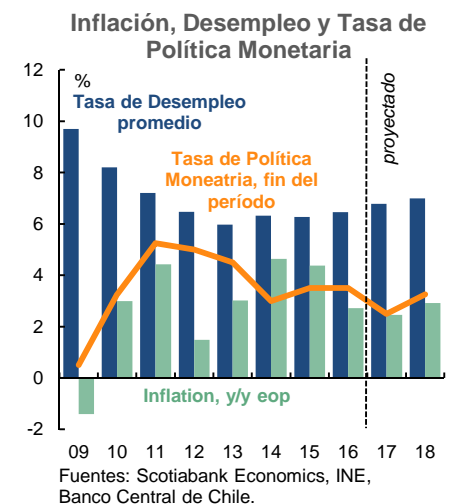


Gráfico 2



instituciones ambientales, entre muchas otras). Algunas encuestas muestran que esta incertidumbre política, aunque menor que en otros países de la región, sumada a la implementación de reformas dañinas en los últimos tres años y el deterioro de los términos de intercambio, ha reducido el flujo de inversión, y muchos agentes se mantienen en compás de espera.

La renuncia del núcleo del equipo económico (el 31 de agosto) resaltó las grietas en la coalición gobernante, pero es poco probable que signifique cambios dramáticos en la actual política económica del gobierno. Su mandato termina en seis meses (el 11 de marzo de 2018), que es un plazo limitado para hacer cambios, especialmente cuando la popularidad del gobierno, aunque mejora, sigue siendo baja y hay un rechazo cada vez mayor de las reformas anteriores o, al menos, escepticismo acerca de ellas. El nuevo equipo económico (encabezado por la misma gente que en la administración de centro izquierda del presidente Ricardo Lagos en 2000-2006) aparentemente se enfoca en continuar con la línea anterior, para capitalizar el repunte en las expectativas, el crecimiento que podría provenir de una mejoría en los términos de intercambio y la perspectiva de un nuevo ambiente político (como en otros países vecinos). En este contexto, el diseño de un presupuesto equilibrado para 2018 parece haber sido la primera prioridad.

### PRINCIPALES RIESGOS

Estas condiciones para la inversión implican un doble riesgo a corto plazo: (a) las decisiones podrían estar en suspenso antes de conocer el resultado de la elección y el desempeño de las autoridades bajo el nuevo escenario político, y/o (b) una creciente demanda acumulada de inversión que podría estallar en 2018. Por supuesto, las consecuencias de la primera serían más preocupantes que las de la segunda, pero cualquiera de ellas podría causar impactos en la actividad, la demanda agregada, los precios, las tasas de interés, etc.

Gráfico 3

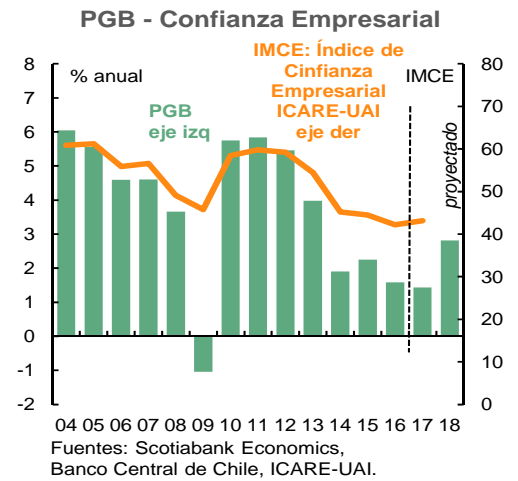
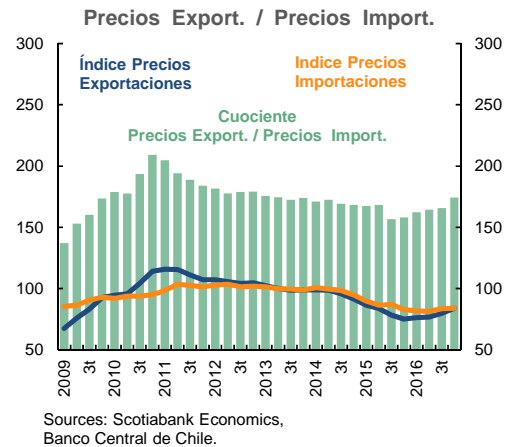


Gráfico 4



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.