

México

PERDIENDO ENERGÍA

- La intensificación de la incertidumbre está desacelerando la actividad económica, a medida que la inversión se estanca y el programa de gasto público se difiere. Se espera que la generación de empleo se enfríe también, lo que a su vez debilitará el gasto privado.
- La reforma energética prácticamente se ha paralizado en medio de los cambios significativos en Pemex y el gobierno. Los participantes del mercado, analistas, agencias de calificación e inversionistas han expresado su preocupación por la falta de un plan de negocios claro y convincente en Pemex, lo que ha acentuado la presión sobre la calificación de la compañía petrolera y, con ello, la calificación soberana de México.
- Las perspectivas para la economía mexicana son desalentadoras, con una menor tasa de crecimiento y muchos riesgos en el horizonte. Cabe esperar que el Banco de México se mantenga firme en su postura monetaria hasta que la inflación subyacente presente una clara tendencia bajista, quizá en el primer trimestre de 2020.

La economía mexicana está perdiendo energía. El PIB real creció apenas en una tasa interanual de 1.7% en el cuarto trimestre de 2018, con un contraste marcado entre los principales componentes, puesto que la producción industrial disminuyó en 0.9% mientras que el sector servicios tuvo una expansión de 2.7%. Gran parte de la debilidad industrial se explica por la caída persistente de la extracción de petróleo (tasa real e interanual de -8.2% en el cuarto trimestre), atribuible al agotamiento de los campos petroleros y los problemas estructurales de Pemex. Otra causa de la debilidad del cuarto trimestre fue el repliegue de la construcción (-2.2% real de un año a otro), que podría ser un reflejo del clima más generalizado de incertidumbre.

Los indicadores de alta frecuencia apuntan a una desaceleración prolongada. La creación de empleo, medida por el número de asegurados del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS), está claramente perdiendo impulso (gráfico 1). Tras un crecimiento interanual de 4.5% y más de 850,000 puestos de trabajo creados en el periodo anterior de 12 meses (abril-mayo) del año pasado, los datos de febrero muestran un declive marcado, con un crecimiento interanual de 3.1% y un aumento registrado de solo 604,000 empleos. Se observa igualmente una tendencia bajista muy evidente en el consumo y las importaciones de bienes de capital, que cayeron en 5.3% y 5.5% de un año a otro en febrero (gráfico 2).

El tema clave de todo este panorama es que muchos factores están generando un alto grado de incertidumbre, lo cual está limitando la inversión y afectando así la creación de empleo, con el resultado de que los consumidores se vuelven más prudentes y la actividad económica se debilita.

La situación del sector energético es un factor clave que está afectando las perspectivas de inversión. De hecho, la cancelación de las licitaciones petroleras y energéticas, así como el aplazamiento de los proyectos de subexplotación de Pemex, han interrumpido la reforma energética, la puerta por donde habrían de entrar volúmenes cuantiosos de inversión para el país. Pemex ha hecho también un cambio bastante cuestionado en sus planes de negocios, al aprobar la construcción de una nueva refinería en Dos Bocas, Tabasco, decisión que los mercados, analistas y agencias calificadoras no ven con buenos ojos para una empresa con numerosos problemas operacionales y dificultades financieras. El gobierno no ha anunciado todavía su plan de ayuda para Pemex, pero aparentemente estaría contemplando recurrir a su fondo para emergencias (es decir, el Fondo de

CONTACTOS

Mario Correa, Director Estudios Económicos
52.55.5123.2683 (México)
Scotiabank Mexico
mcorrea@scotiab.com.mx

México	2017	2018	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	2.1	2.0	1.4	1.3
IPC (% interanual, cierre)	6.8	4.8	4.0	3.8
Tasa del banco central (% , cierre)	7.25	8.25	8.25	7.50
Peso mexicano (USDMXN, cierre)	19.66	19.65	21.26	21.71

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

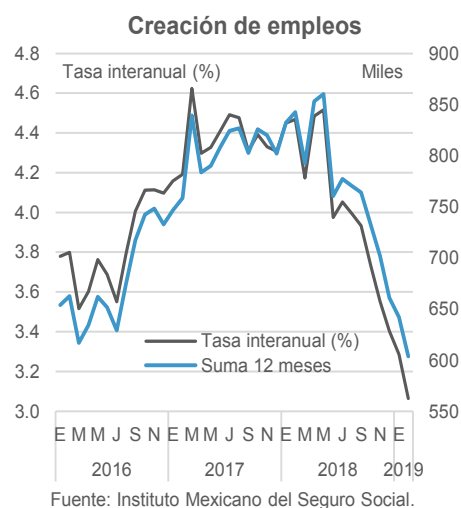
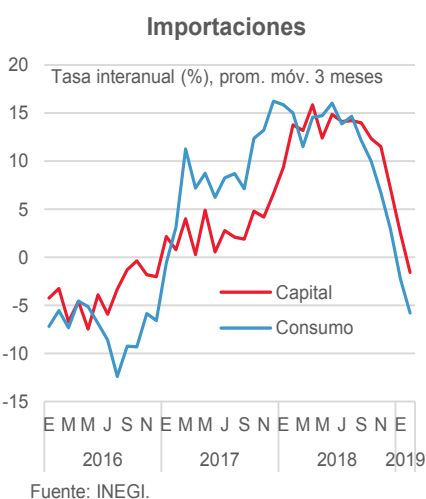


Gráfico 2



Estabilización de los Ingresos Presupuestarios) y modificar el régimen tributario de la empresa petrolera a fin de aliviar sus necesidades financieras más urgentes. Recordemos que las finanzas de Pemex están muy vinculadas con las del gobierno, y si Pemex y el gobierno federal no logran diseñar un plan de negocios convincente para que la petrolera sea nuevamente rentable, entonces la calificación tanto de la deuda de Pemex como de la deuda soberana mexicana tomará una dirección negativa.

Por el momento, uno de los factores que se percibe como muy positivo es la disciplina fiscal. Hacienda tiene como meta un superávit primario de 1.0% del PIB para 2019 y, hasta ahora, lo ha cumplido, con un saldo primario por encima de la meta en los dos primeros meses del año (MXN 57,700 millones, frente a MXN 12,400 millones). Sin embargo, existe el riesgo de ejecución, como las agencias calificadoras lo han llamado. A medida que la economía se debilita, disminuirán también los ingresos fiscales, tal como se observa ya en los datos recientes que arrojan que la recaudación de impuestos y, especialmente, los ingresos provenientes del impuesto al valor agregado han sido inferiores al objetivo (577,800 millones vs. 590,900 millones en el primer caso y 165,700 millones vs. 180,500 millones en el segundo). Estas cifras permiten también suponer que la actividad económica se está desacelerando.

Por otro lado, varios problemas puntuales e inusuales que se presentaron durante este primer trimestre tendrán un impacto negativo, aunque temporal, en la actividad económica. En enero, la inoportuna interrupción de la distribución de gasolina en muchos estados y grandes áreas metropolitanas, dentro de la lucha del gobierno contra el robo de combustible, provocó numerosos retrasos y un gran número de horas perdidas para los ciudadanos. El bloqueo de las vías férreas en Michoacán, organizado por algunos miembros del sindicato de maestros, generó ciertos trastornos económicos. Por último, las huelgas laborales que afectaron a varias maquiladoras de Matamoros, Tamaulipas, perturbaron también la actividad económica.

Es normal que en el primer año de un nuevo gobierno haya un cierto retraso del gasto público, puesto que los nuevos funcionarios deben pasar por la curva de aprendizaje de sus respectivas funciones. Sin embargo, este año se espera que el retraso sea más largo y más pronunciado, porque el gobierno federal ha emprendido un proceso de reestructuración profunda. La reducción de los sueldos de los empleados públicos está generando un éxodo de capital humano en el gobierno; muchos puestos clave han quedado vacantes y hay muchos nuevos empleados que no tienen la experiencia o las competencias necesarias.

A más largo plazo, se espera que el desempeño de la economía sea bastante mediocre y deslucido, con un crecimiento real de 1.4% este año y de 1.3% en 2020. Se prevé que la inversión total caiga en 3.1% en 2019 y en 1.1% en 2020, mientras que el consumo privado debería crecer en 1.6% en los dos años. Las exportaciones seguirán siendo uno de los motores de la economía, con una expansión de 4.8% y 3.8% en el sector no petrolero este año y el siguiente (en USD), siempre y cuando el gobierno estadounidense no llegue al extremo de imponer aranceles a los automóviles o de cerrar la frontera.

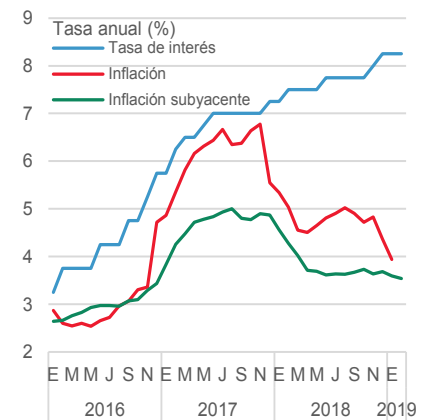
Tras el giro significativo que dio la Reserva Federal de Estados Unidos en la orientación futura de su política monetaria, ahora se espera que el Banco de México mantenga intacta su tasa de interés de referencia por el resto del año y que comience el ciclo de recortes a principios de 2020. Esto dependerá, claro está, del comportamiento de la inflación, que esperamos se reduzca gradualmente debido a la desaceleración del crecimiento. Los mercados financieros mexicanos ya estaban descontando un cambio importante en el tono del Banco de México y hasta tres recortes en la tasa de interés de referencia este mismo año. Sin embargo, el organismo dio muestras de un tono firme y mantuvo el sesgo alcista en la balanza de riesgos para la inflación al tomar su última decisión de política monetaria, lo que significa que está más inclinado a esperar y ver. Cabe destacar que, como las finanzas públicas se verán en aprietos a medida que la economía se debilita, la política monetaria pasará a ser el ancla más importante de la economía. Y el Banco de México lo sabe muy bien.

Con respecto a la tasa de cambio, prevemos una alta volatilidad durante el año, al igual que en los anteriores. La moneda reaccionará a las fluctuaciones en las expectativas y la percepción del riesgo global de los inversionistas internacionales. En un entorno financiero adverso para los mercados emergentes, cabe esperar una depreciación moderada de la moneda, que podría llegar a más de 21 pesos por dólar al cierre del año.

Son más los factores que podrían crear condiciones económicas adversas que un contexto positivo, siendo esto lo que imprime un sesgo bajista a las perspectivas sobre la actividad económica. Entre estos factores negativos se encuentran la posibilidad de mayores problemas financieros en Pemex, que podrían propagarse a las finanzas públicas y derivar en una rebaja de la calificación soberana; el deterioro posible de la posición fiscal si los ingresos presupuestarios no aumentan al ritmo previsto; el empeoramiento del estado de derecho en México; una contracción más drástica de la inversión extranjera directa y la inversión total de la economía; y nuevos shocks inflacionarios que impidan que la inflación retome su senda bajista, obligando al Banco de México a adoptar una política monetaria más restrictiva. Por el lado externo, existe la posibilidad de mayores tensiones

Gráfico 3

Política monetaria e inflación



Fuentes: Banco de México, INEGI.

financieras a nivel mundial debido a toda una serie de acontecimientos, como la escalada de los roces comerciales globales, una desaceleración más abrupta de la economía global, un brexit sin acuerdo con repercusiones generalizadas, un deterioro más agudo de los mercados emergentes y el surgimiento posible de nuevas tensiones geopolíticas.

No podríamos dejar de mencionar los factores internos que podrían crear perspectivas más favorables para México: un plan de negocios convincente para Pemex y el sector energético, que incremente la productividad y la rentabilidad; la reanudación de las subastas en el sector petrolero y eléctrico; la reasignación del gasto social; medidas para fortalecer el estado de derecho; la recuperación de la confianza entre la clase empresarial para estimular la inversión; un crecimiento de los ingresos públicos superior al esperado si más contribuyentes pasan a formar parte de la economía formal y regulada; shocks positivos inesperados que contribuyan a reducir la dinámica de la inflación; y el cambio de la calificación soberana hacia una perspectiva positiva. Algunos de los factores externos que podrían llevar a un escenario más propicio son la atenuación de las tensiones comerciales globales; un acuerdo exitoso entre Estados Unidos y China; una reducción considerable de la percepción del riesgo global, especialmente en los mercados emergentes; y el repunte de la actividad económica en China y Europa.

Colombia

EL ASUNTO DE LOS DOS DÉFICITS, ¿ES SOSTENIBLE?

- La actividad económica colombiana se está acelerando gradualmente. La inflación y las expectativas inflacionarias están bajo control, y la tasa de política monetaria es levemente expansiva. Sigue esperándose un retiro muy gradual del estímulo monetario.
- El desequilibrio externo y fiscal aumenta a un ritmo incómodo. La flexibilización reciente de la regla fiscal y el deterioro del déficit por cuenta corriente en 2018 y 2019 podrían llevar a las agencias calificadoras a rebajar la calificación, aunque el país debería conservar su grado de inversión.

La recuperación de la demanda interna se aceleró el año pasado. El PIB creció en 2.6% en 2018 (de 1.4% en 2017), mientras que la demanda interna registró una expansión de 3.8% (1.2% en 2017). Los indicadores recientes, como la actividad manufacturera, las ventas minoristas, la demanda de energía y la importación de bienes de capital, apuntan a una recuperación aún más vigorosa de la demanda interna. El déficit fiscal ha sido superior a lo previsto, y la fortaleza de la demanda interna aunada al déficit fiscal hace que también crezca más el déficit por cuenta corriente, lo cual genera ciertas preocupaciones. Por otro lado, las presiones inflacionarias siguen siendo bajas, pese a la aceleración del crecimiento, ya que la economía todavía opera por debajo del potencial.

El déficit del gobierno central se ubicó en 3.1% del PIB el año pasado, después de que el comité consultivo de la regla fiscal permitiera al gobierno endeudarse en 0.4 pp del PIB más de lo originalmente acordado en 2017, debido al mayor exceso de capacidad de la economía. De hecho, según los cálculos más recientes del comité, la economía solo operará a su tasa potencial en 2024: la brecha del producto se ha tornado más negativa, tras ampliarse a 3.7% en 2018. Además, en una de sus últimas decisiones, el comité invocó una de las cláusulas de la regla fiscal y subió la meta del déficit de 2019 en 0.3% (a 2.7% del PIB) y en 0.1% para 2020 (a 2.3% del PIB), con el fin de darle al gobierno un poco más de margen de maniobra frente al alza temporal de la inmigración venezolana y los gastos sociales que acarrea la situación de estos migrantes. El incremento del déficit ha sido razonablemente pequeño y los mercados no lo han tomado como un gran problema. En realidad, la preocupación de los mercados se ha centrado más bien en la facilidad con la que se aumentó la meta, que indicaría que la regla fiscal es mucho más flexible de lo que se creía.

En cambio, el déficit por cuenta corriente sí sigue siendo motivo de preocupación. En 2017, se situó en 3.4% del PIB (conviene recordar que en 2015 llegó a 6.3% del PIB) y, en 2018, aumentó a 3.8%. Financiar la brecha no ha sido hasta ahora un desafío, porque la inversión extranjera directa (IED) ha cubierto el 105% del déficit por cuenta corriente (en 2018, el 87%). Un hecho interesante es que, puesto que la producción nacional de bienes duraderos es baja, la expansión económica (especialmente la inversión) ha tenido que darse a expensas del deterioro del déficit por cuenta corriente, con el aumento de las importaciones de materias primas y de bienes de capital. La aceleración reciente de la demanda interna ha seguido este patrón, ya que las importaciones de materias primas y bienes de capital han crecido en casi 12% de un año a otro. Normalmente las importaciones de bienes de capital se financian solas con la IED, pero el gran déficit por cuenta corriente implica que la recuperación de la demanda interna depende mucho del financiamiento externo.

CONTACTOS

Sergio Olarte, Economista Sénior
57.1.745.6300 (Colombia)
Scotiabank Colombia
sergio.olarte@co.scotiabank.com

Colombia	2017	2018	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	1.8	2.6	3.4	3.8
IPC (% interanual, cierre)	4.1	3.2	3.2	3.1
Tasa del banco central (% , cierre)	4.75	4.25	4.50	4.75
Peso colombiano (USDCOP, cierre)	2,986	3,254	3,120	3,167

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

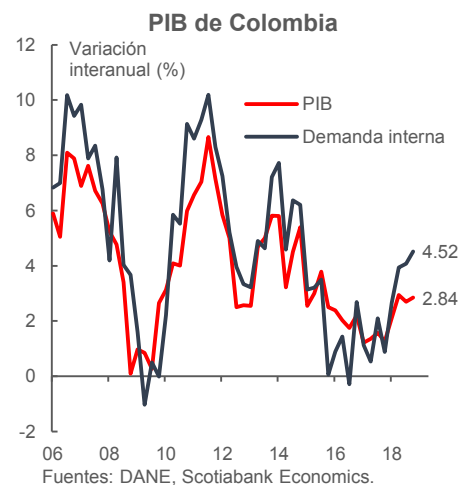
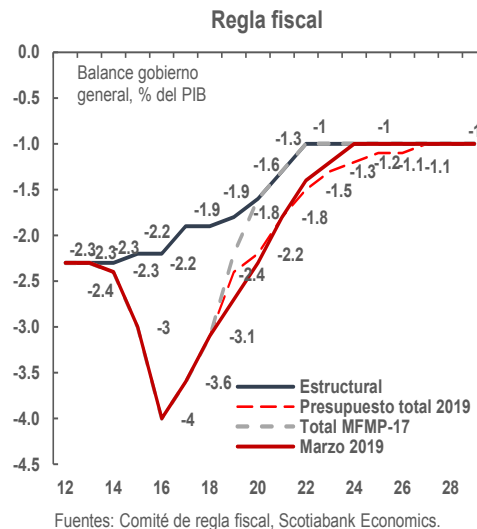


Gráfico 2



El alto déficit por cuenta corriente no debería tener impacto en el rumbo de la política monetaria, aunque algunos analistas así lo crean. El Banco de la República ha dejado muy claro que considera que la tasa de política monetaria es una herramienta inadecuada para manejar la posición externa del país. Por consiguiente, no creemos que el organismo endurezca la política con este objetivo. La inflación se encuentra estable en el punto medio del rango meta, con unas expectativas bien contenidas, y la Fed y el Banco Central Europeo han adoptado un tono más suave, de modo que el Banco de la República no tiene prisa por incrementar las tasas ante la aceleración del crecimiento. Según nuestras previsiones, el banco central mantendrá la tasa de política monetaria en 4.25%, siempre y cuando la inflación y las expectativas inflacionarias no se alejen de la meta y la economía continúe su recuperación gradual. Por lo tanto, pensamos que este año aumentará las tasas de interés solo una vez, a 4.5%, en el mes de septiembre, cuando se den a conocer las cifras de crecimiento del primer semestre.

Gráfico 3

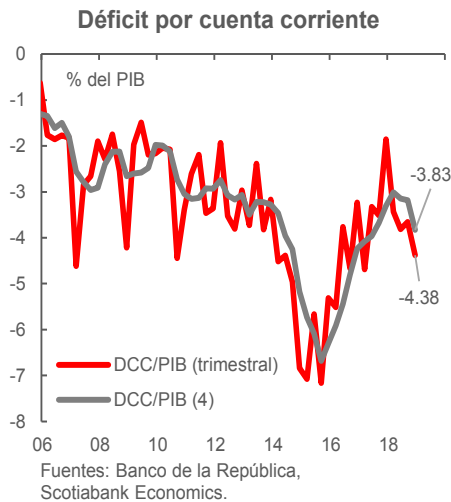
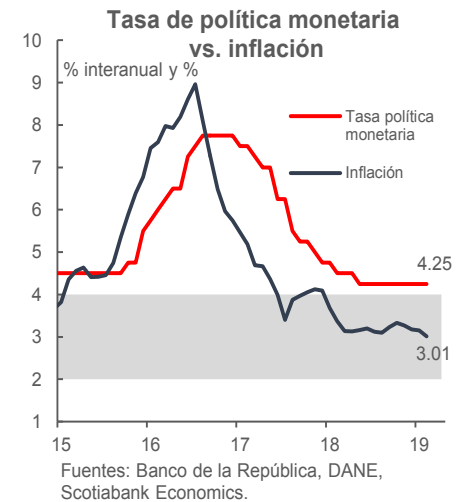


Gráfico 4



Perú

CON UN PRIMER TRIMESTRE MÁS DÉBIL DE LO ESPERADO, PASAMOS DE UN RIESGO AL ALZA A UN RIESGO A LA BAJA PARA EL CRECIMIENTO DEL PIB

- La disminución de la inversión pública y la desaceleración de los sectores de recursos están menoscabando el crecimiento.
- El consumo sigue estando sólido, pero la inversión privada es tenue y desigual.
- En vista de la baja inflación, el banco central envía señales de “menos y más tarde” con respecto al incremento de la tasa de política monetaria.
- El banco central regresó al mercado cambiario después de 14 meses para contener la apreciación del PEN.
- La macropolítica ha mejorado, pero el conflicto social y la corrupción siguen siendo preocupaciones.

Rebajamos nuestra previsión de crecimiento del PIB para el primer trimestre de 2019 de 3.7% a 3.2% en términos interanuales. En enero, el PIB creció en un sombrío 1.6% de un año a otro, y el resultado será apenas un poco más alto en febrero. La mayor parte del crecimiento trimestral se generará en marzo, aunque esto se deberá principalmente a que habrá más días hábiles ese mes dado que la Semana Santa caerá en abril este año.

Dos factores explican el desempeño mediocre del PIB en el primer trimestre: el crecimiento negativo en los sectores de los recursos y la caída aguda de la inversión del sector público. Ambos se anticipaban, pero su magnitud ha sido más grande de lo esperado. La disminución del producto pesquero (preveamos un crecimiento de -18% en el primer trimestre) es temporal y se relaciona con el impacto de un Niño más bien débil y el desplazamiento de las temporadas pesqueras. El PIB minero debería coincidir con nuestro pronóstico de 2.3% para el año completo, siempre y cuando la producción en la mina de cobre de Las Bambas no se vea muy afectada por el conflicto con las comunidades de la zona, que mantienen bloqueada una carretera desde el pasado mes de febrero.

Sin embargo, la principal decepción del primer trimestre es la inversión pública, que se ha reducido en 6% en enero y 29% en febrero. Esto obedece a la alta rotación que ha habido en los gobiernos locales y regionales desde el 1 de enero, tras las elecciones del año pasado. Cabe destacar, no obstante, que los datos preliminares apuntan a un incremento bastante fuerte de la inversión en marzo, así que todavía hay esperanzas. En general, la inversión pública sigue siendo el factor determinante del crecimiento del PIB en 2019. Si continúa estando tan débil como en enero-febrero, será más difícil que el país llegue a una tasa de crecimiento total del PIB de 4.0% este año. De cualquier forma, todavía es temprano para sacar conclusiones, especialmente porque la inversión pública suele ser más volátil en el primer trimestre del año.

Mientras tanto, el sector privado sigue alimentando la economía. El consumo está siendo lo suficientemente robusto para que elevemos nuestro pronóstico de 2019 de 3.3% a 3.6%. La inversión privada, en cambio, comienza a dar señales de flaquear un poco, a juzgar por la desaceleración del crecimiento del crédito comercial, que bajó de una tasa interanual de 7.6% al cierre de 2018 a 5.3% en febrero. La excepción es la inversión minera, que aumentó en 48% de un año a otro en enero. La tendencia alcista debería continuar, pese al conflicto social. Así pues, incrementamos nuestras previsiones sobre el crecimiento de la inversión minera para 2019 de 14% a 23%, lo que representa un aumento en la inversión

CONTACTOS

Guillermo Arbe, Gerente Principal Estudios Económicos

511.211.6052 (Perú)

Scotiabank Peru

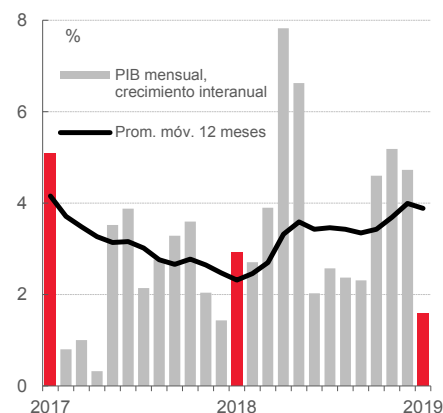
guillermo.arbe@scotiabank.com.pe

Perú	2017	2018	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	2.5	4.0	4.0	4.0
IPC (% interanual, cierre)	1.4	2.2	2.4	2.5
Tasa del banco central (% , cierre)	3.25	2.75	2.75	2.75
Sol peruano (USDPEN, cierre)	3.24	3.37	3.30	3.25

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

Tasa de crecimiento del PIB



Fuentes: INEI; previsiones: Scotiabank Perú.

minera total de US\$4,950 millones en 2018 a US\$6,000 millones en 2019, el volumen más alto en cuatro años.

En suma, existe una divergencia entre los sectores de recursos y las demás industrias. Al mismo tiempo, la demanda interna lidera el crecimiento, pero es probable que haya perdido algo de vigor debido a la poca inversión pública. De cualquier forma, el crecimiento del PIB agregado del primer trimestre exagera la magnitud de la desaceleración y no debería tomarse como indicador de un declive generalizado.

La inflación se ha mantenido en 2% hasta el mes de marzo, bien instalada en la zona de confort del banco central. En general, el banco central considera que los riesgos de alza de la inflación (baja demanda externa y la volatilidad de los mercados globales) se compensan con los riesgos de disminución (menor demanda interna), de modo que el riesgo total terminaría siendo más bien neutral. Con la inflación cerca de donde debe estar, una economía que crece pero no se sobrecalienta, un mercado cambiario bajo control y los precios de los metales que ni se disparan ni se debilitan, el banco central ha manifestado con más fuerza su intención de dejar estable la tasa de referencia, en 2.75%, por más tiempo. El problema de este enfoque es que la tasa real se sitúa en 0.35%, lo que significa que la política monetaria es sumamente expansiva para una economía que está creciendo al 4.0%. Dicho esto, el banco central está bien acomodado en su zona de confort y la economía exhibe indicadores muy estables, así que esta baja tasa real no tiene peso en las decisiones del ente rector por el momento, al menos a juzgar por las señales que está dando. Como resultado, hemos modificado nuestra previsión sobre la política monetaria, de un aumento de las tasas de referencia en 2019 a ninguno.

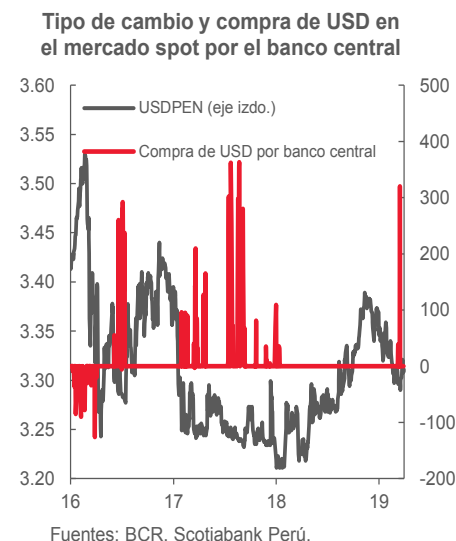
No obstante, hay algo en lo que el banco central sí ha cambiado su comportamiento. Después de casi 14 años sin intervenir en el mercado cambiario spot, el organismo comenzó a hacerlo, con toda seriedad, en marzo. La intervención se relaciona probablemente con la entrada de US\$3,000 millones en capital extranjero para la compra de bonos soberanos en el primer trimestre. El banco central tiende a participar más activamente en el mercado de divisas cuando observa grandes movimientos en los flujos de capitales a corto plazo. La participación extranjera total en los bonos soberanos en circulación subió a 51% en marzo, de 46% en diciembre.

Por su parte, el déficit fiscal de Perú disminuyó a 2.1% en el periodo de doce meses finalizado en febrero, después de cerrar el año 2018 en 2.5%. Esto coincide con nuestras expectativas de un déficit de 2.0% para todo el año 2019.

La situación política sigue siendo bastante turbia y desordenada, pero en general no representa una amenaza tan importante como en 2018. La gobernabilidad ha mejorado, con un nuevo gabinete, una presidencia más fuerte y una oposición debilitada en el Congreso. El nuevo gabinete designado en marzo será probablemente centrista y promercado. Al presidente del Consejo de Ministros, Salvador del Solar, se le conoce por ser razonable, buen comunicador y no corrupto, aunque con relativamente poca experiencia política, lo cual es un riesgo. Una de las primeras situaciones críticas a las que ha tenido que enfrentarse es el conflicto social en la mina de cobre de Las Bambas, operada por MMG. La comunidad local bloqueó la carretera de acceso a la mina a principios de febrero, con lo que la minera china anunció que declarará fuerza mayor en los contratos de ventas. Las Bambas suministra el 16% de la producción total de cobre del país, equivalente a 1% del PIB total. Esto solo tendrá un impacto en nuestra previsión del PIB agregado si la producción se ve afectada por un largo periodo.

Carlos Oliva ha sido ratificado como Ministro de Economía, así que no esperamos grandes sorpresas en la política económica. Es probable que los cambios del gabinete incidan en ciertas políticas sectoriales, pero esto no implicará necesariamente cambios profundos en los lineamientos o la gestión política. Del Solar tendrá que demostrar su habilidad para establecer buenas relaciones con los gobiernos regionales, acelerar la inversión pública y manejar el espinoso e interminable tema de los escándalos de corrupción en el país.

Gráfico 2

Gráfico 3


Chile

UNA TRACCIÓN DE CRECIMIENTO TODAVÍA ELUSIVA

- Seguimos anticipando una expansión de alrededor del 3.2% para el año en curso y el próximo. La demanda interna liderada por la inversión y la velocidad de esta última estarán altamente condicionadas, como es habitual, a la aprobación de reformas políticas y unos términos de intercambio positivos. Se espera que el crecimiento se acelere a medida que avance el año.
- Se espera que la tasa de desempleo disminuya solo gradualmente, conteniendo presiones salariales y ayudando a controlar la inflación, que debería alcanzar el 2.8% en 2019. Como resultado, el Banco Central debería aumentar las tasas muy gradualmente, con solo un incremento de 25 pb en el último trimestre de este año y dos más en el primer semestre de 2020.
- Los acontecimientos políticos son críticos para esta perspectiva, ya que las reformas propuestas por el gobierno son críticas para mejorar el ambiente empresarial.

ACTUALIZACIÓN MACRO

La economía chilena creció un 4% en 2018, en línea con las expectativas, aunque el crecimiento se desaceleró notablemente a medida que avanzaba el año. La diferencia entre el primer semestre muy dinámico (5%) y el segundo, bastante lento (3.1%), fue notable y evidente en la mayoría de los sectores. A pesar de que el último trimestre de 2018 mostró cierta aceleración en comparación con el anterior, el inicio del año en curso ha sido débil. Por otro lado, la demanda interna creció 4.7% el año pasado, liderada por la inversión (dominada por maquinarias), pero el consumo también aumentó 4% y el consumo del gobierno se desaceleró a 2.2%, su ritmo más bajo en una década. La mayoría de los vientos en contra que presionaron sobre las expectativas en el segundo semestre, incluida la disminución de los precios del cobre y el lento proceso de reformas perseguido por el gobierno, aún pueden estar frenando el crecimiento. Mantenemos nuestra previsión de crecimiento en torno al 3.2% tanto para el año en curso como para el próximo, con la demanda interna liderada por la inversión y con la velocidad de esta última altamente condicionada, como es habitual, a la aprobación de reformas y unos términos de intercambio positivos. Si bien una tendencia alcista en la inversión es innegable y recientemente ha sido respaldada por informes confiables centrados en gastos planeados, esperamos que la primera mitad del año sea más lenta que el segundo semestre en términos de crecimiento.

El consumo podría ser un componente rezagado de la recuperación porque no se espera que el mercado laboral repunte con fuerza en 2019. Primero, aunque podría decirse que son anomalías estadísticas, el crecimiento del empleo se ha mantenido bajo, por razones tanto cíclicas como específicas. En 2018, la tasa de desempleo promedio alcanzó el 6.9% y los datos de los primeros dos meses de 2019 no mostraron mejoras significativas. En consecuencia, la tasa de desempleo se mantendrá elevada y dará lugar a muy limitados incrementos de sueldos y salarios. Eso mantendrá los costos y la inflación contenidos. Como referencia, la inflación a 12 meses y la inflación subyacente (que excluye alimentos y energía) están más cerca del 2% que del 3% (la meta de inflación del Banco Central para los próximos dos años). Sin embargo, nuestra expectativa de inflación es del 2.8% para el presente año, mientras que otras proyecciones de mercado son más altas. Las principales razones de esa divergencia son la inflación del sector de servicios, el efecto de algunos precios regulados y un aumento planificado del salario mínimo en los próximos meses, además de algún efecto al alza del tipo de cambio que aún está en proceso de asimilación.

CONTACTOS

Carlos Muñoz Cárcamo, Economista
 56.2.2939.1026 (Chile)
 Scotiabank Chile
carlos.munoz@scotiabank.cl

Benjamin Sierra, Manager Economista
Mercado Financieros
 56.2.2619.4974 (Chile)
 Scotiabank Chile
benjamin.sierra@scotiabank.cl

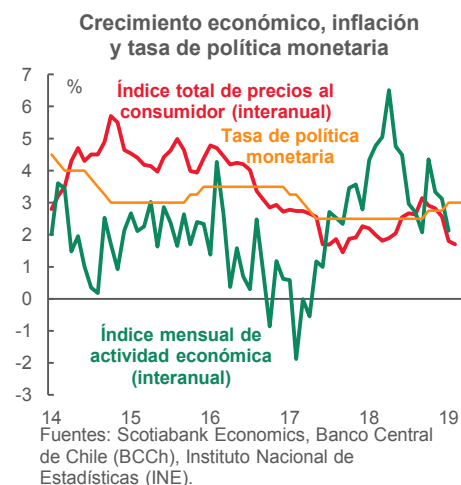
Chile	2017	2018	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	1.5	4.0	3.2	3.2
IPC (% interanual, cierre)	2.3	2.6	2.8	3.0
Tasa del banco central (% , cierre)	2.50	2.75	3.25	3.75
Peso chileno (USDCLP, cierre)	615	694	650	640

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



Gráfico 2



En consecuencia, la perspectiva para la política monetaria se está volviendo menos agresiva: el mercado que apostaba por tres alzas de la tasa de política monetaria en diciembre pasado (de 25 pb cada una) para alcanzar el 3.5% o incluso el 3.75% al final del año actual, ahora está esperando solo una. Ese es nuestro caso base también, y esperamos que suceda en el cuarto trimestre. La menor inflación, el mayor exceso de capacidad y un escenario externo más desafiante están detrás de esta nueva trayectoria de normalización menos agresiva, aunque también esperamos un par de alzas en la primera mitad del próximo año. En la misma línea, el Banco Central ajustó el crecimiento a la baja y las proyecciones de inflación para este año en su informe de política monetaria publicado recientemente. Para el próximo reporte (previsto para junio), se espera que el Banco Central revise su estimación de tasa de política monetaria neutral, y la mayoría del mercado pronostica que recortarán esa estimación a un rango entre 3.75% y 4.25%.

PANORAMA POLÍTICO: ÚLTIMO AÑO SIN ELECCIONES LIMITA EL TIEMPO PARA ALCANZAR ACUERDOS

El panorama político se ha vuelto crítico en el sentido de que el resultado final de las reformas propuestas por el gobierno, cuya coalición no tiene mayoría en ninguna cámara del Congreso, parece ser un factor determinante para mejorar el entorno empresarial. Lo primero en la lista de prioridades es la reforma del sistema tributario, que intentará reestablecer un vínculo entre los ingresos corporativos y personales, lo que debería estimular y facilitar el proceso de inversión privada. La oposición está demandando alguna compensación (eliminando exenciones de algunos impuestos, por ejemplo). Más importante que el volumen de dinero involucrado en el cambio podría ser el estilo de la solución final y la rapidez con la que se alcanza para que los inversionistas tengan una imagen más nítida. Creemos que es poco probable que el resultado final sea óptimo, pero se podría alcanzar algún acuerdo con los miembros moderados de la oposición para resolver el punto muerto y aflojar algunos nudos del sistema tributario. Eso podría suceder dentro de tres a seis meses. Un camino más sencillo es probablemente la reforma del sistema de pensiones, que debería aumentar la tasa de contribución para mejorar las pensiones futuras, pero el proceso sería gradual. Por otro lado, el trabajo más difícil por hacer está relacionado con la reforma laboral, pero en ese caso el gobierno ha tenido la intención de llegar a acuerdos parciales. Un cambio más completo y relevante es poco probable. No hay elecciones planeadas este año, por lo que el gobierno tiene la oportunidad de enfocarse en aprobar estas reformas clave sin la carga de una campaña electoral.

RIESGOS: MÁS DE LO MISMO

Los principales riesgos siguen siendo los mismos que en el pasado. Las condiciones extranjeras son desafiantes y la mayoría de ellas están vinculadas al comportamiento de los términos de intercambio. La perspectiva para el precio del cobre ha mejorado levemente en los últimos tres meses, pero el riesgo de corrección debido a una nueva debilidad en China, por ejemplo, es la fuente de preocupación más importante. A nivel nacional, el principal riesgo es político: la capacidad de alcanzar acuerdos para aprobar reformas críticas que mejoren el potencial de crecimiento.

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.