

## México

### SE AVECINA LA TORMENTA PERFECTA

- Nuestros pronósticos de crecimiento se han ajustado significativamente para reflejar un panorama con mayor incertidumbre originado por una combinación de factores internos y políticas relacionadas con Estados Unidos, que podrían incluso provocar una recesión si la situación empeora.
- Una mayor incertidumbre sobre la política del sector energético apunta a que se deteriore más la calificación crediticia de los bonos soberanos.
- Hemos reducido aún más nuestro pronóstico de crecimiento del PIB real para 2019, a 0.9%. Esperamos que continúe el estancamiento de la actividad económica durante 2020, con un crecimiento de alrededor de 1.1%. Existen grandes riesgos de que este pronóstico se reduzca aún más.

### EVENTOS INESPERADOS AFECTARON LAS PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

El panorama de la economía mexicana luce hoy más débil que en el último informe trimestral *Panorama Global*, porque la actividad económica se desaceleró más rápido de lo esperado. Esto se puede apreciar con más claridad en el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE), el cual creció solo 0.5%, de un año a otro, en el periodo enero-abril, lo que representa el menor ritmo de crecimiento en una década (ver gráfico en la siguiente página).

En un entorno de por sí incierto, se presentaron algunos factores inesperados que alimentaron la incertidumbre e incrementaron la sensación de ansiedad en las perspectivas de los agentes económicos. El más relevante de estos eventos fue la amenaza, sin precedentes, que hizo la Casa Blanca de imponer aranceles a todas las exportaciones mexicanas si el país no tomaba medidas adicionales para detener los flujos de migración ilegal provenientes de Centroamérica. Los aranceles comenzarían con un 5% y se incrementarían progresivamente hasta alcanzar 25%, si el gobierno mexicano continuaba sin cumplir con las exigencias, lo que significaba una auténtica “bomba nuclear” para el comercio bilateral. El gobierno mexicano accedió a las exigencias de Estados Unidos y realizó cambios significativos a su política migratoria; sin embargo, la amenaza no ha desaparecido y podría presentarse de nuevo aun cuando Trump ya ha felicitado a México por los esfuerzos realizados hasta ahora.

Otro evento desafortunado fue la rebaja de la calificación crediticia de México que hicieron dos agencias calificadoras. Fitch recortó la calificación de la deuda soberana un nivel, de BBB+ a BBB, y degradó la calificación de Pemex para colocar sus bonos en la categoría de basura (BB+), mientras que Moody's redujo la perspectiva de México de estable a negativa, argumentando que “las políticas difíciles de predecir están socavando la confianza de los inversionistas y las perspectivas económicas a mediano plazo”.

Las acciones gubernamentales en el sector energético siguen siendo una de las preocupaciones principales, dado que apuntan a un mayor deterioro del perfil de la calificación crediticia de los bonos soberanos. Las empresas estatales, Pemex y Comisión Federal de Electricidad (CFE), las cuales están en una situación de fragilidad financiera, podrían tener que invertir en proyectos de valor cuestionable, que las expondrían tanto a ellas como al gobierno mexicano a un mayor riesgo financiero y fiscal. La producción de crudo de Pemex ha estado en pleno declive en los últimos años y esta tendencia aún no se ha estabilizado (-10% a/a en mayo de 2019). Además, las agencias calificadoras han señalado que el capital disponible para las actividades *upstream* seguirá quedándose corto para reemplazar las reservas en los dos próximos años. En vez de ello, la intención del

### CONTACTOS

**Mario Correa, Director Estudios Económicos**  
52.55.5123.2683 (México)  
Scotiabank Mexico  
[mcorrae@scotiabcb.com.mx](mailto:mcorrae@scotiabcb.com.mx)

México	2017	2018	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	2.1	2.0	0.9	1.1
IPC (% interanual, cierre)	6.8	4.8	4.1	4.1
Tasa del banco central (%), cierre)	7.25	8.25	8.25	7.50
Peso mexicano (USDMXN, cierre)	19.66	19.65	20.87	21.44

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

### Política monetaria e inflación

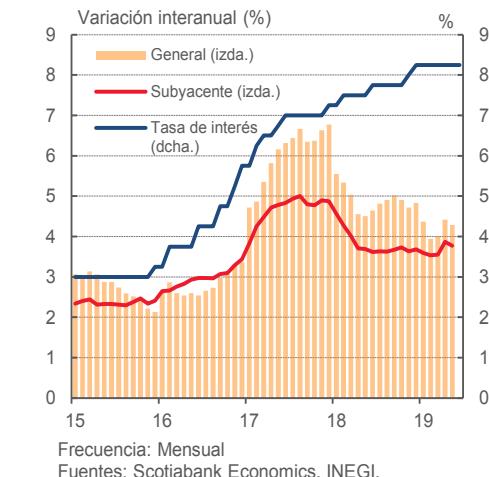
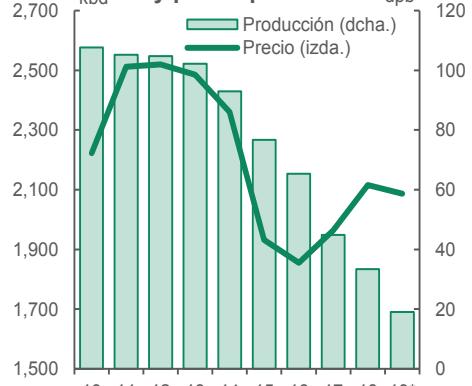


Gráfico 2

### Producción de petróleo y precio promedio



gobierno de continuar con la construcción de la refinería de Dos Bocas ha sido clara y, tras rechazar las licitaciones del sector privado, pues las ofertas de los licitantes le parecían demasiado caras, se comprometió a terminar el proyecto en los próximos tres años a un costo aproximado de USD 8,000 millones, lo cual parece excesivamente optimista. Se espera que Moody's y S&P también reduzcan la calificación de Pemex, tal como lo hizo Fitch, en caso de que la empresa no presente un plan de negocios convincente, en el que quizás podría dar marcha atrás a su ruta actual. La publicación de dicho plan de negocios ya se ha pospuesto en varias ocasiones.

La decisión que puedan tomar las agencias calificadoras de reducir la calificación crediticia de los bonos soberanos de México dependerá de dos factores clave: en primer lugar, el impacto de una desaceleración más profunda del crecimiento del PIB real en la recaudación fiscal, que puede debilitar el panorama fiscal y deteriorar aún más las perspectivas de crecimiento a mediano plazo; y en segundo lugar, un mayor riesgo de obligaciones contingentes de dichos bonos soberanos debido al deterioro de la situación financiera de Pemex, para lo cual se requeriría de apoyo gubernamental, dando como resultado una posible erosión de las finanzas públicas.

Otro evento desafortunado para los inversionistas fue la reciente disputa entre la CFE y los constructores y operadores de gasoductos, tales como IEnova y Trans Canada. La CFE quiere modificar los contratos existentes y recuperar un monto significativo del dinero que ya fue gastado.

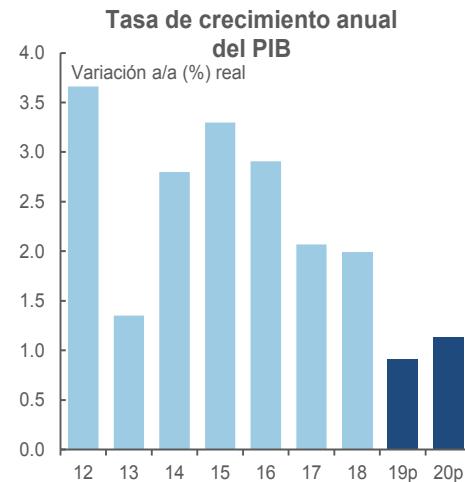
Estos acontecimientos se suman a las preocupaciones que tienen los analistas y participantes del mercado sobre la dirección de las políticas del gobierno de AMLO, las cuales se traducen en revisiones a la baja de los pronósticos de crecimiento del PIB para 2019. Las expectativas de crecimiento de los especialistas del sector privado que respondieron una encuesta del Banco de México se situaron en 1.1% en junio.

Por el lado positivo, se aprobó el T-MEC en el senado mexicano, aunque aún se requiere de la aprobación legislativa en Estados Unidos y Canadá. Si bien se espera que haya retrasos, aún creemos que habrá un resultado favorable, lo que contribuirá a reducir la incertidumbre en el comercio internacional. Otra noticia positiva, al menos para los mercados financieros, ha sido el dramático cambio de tono de la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos.

#### LA DINÁMICA RECIENTE DE LA ECONOMÍA HA HECHO QUE EL BALANCE DE RIESGOS PARA EL CRECIMIENTO SEA MÁS INCIERTO, MIENTRAS QUE EL SESGO BAJISTA SE HA INCREMENTADO

Se esperaba una desaceleración de la actividad económica para la primera mitad de 2019, principalmente debido a la menor expansión global, un retraso significativo en el gasto público y acontecimientos locales poco favorables, tales como la eliminación de ciertas políticas económicas el año pasado, que menoscabaron la confianza de los consumidores y de las empresas. Sin embargo, algunos datos e información reciente han empeorado todavía más las perspectivas. Los signos de debilidad en la actividad económica están proliferando rápidamente, y los últimos datos disponibles confirmaron que la economía ha estado perdiendo impulso a un mayor ritmo. El PIB real creció solamente 1.2% a/a en el 1T19, mientras que en el 4T18 lo hizo en 1.7%. Esto se originó principalmente por una desaceleración en la actividad del sector servicios, el cual representa casi 63% del PIB, al pasar de 2.7% a 1.9% de un año a otro, lo que significa el menor crecimiento desde el 4T13. Además, la actividad industrial se contrajo por segundo trimestre consecutivo (de -0.9% a -0.7% a/a), por el debilitamiento de la actividad manufacturera, con una caída continua en la producción de crudo y recortes presupuestales del gasto gubernamental, que se reflejaron en una disminución de la actividad del sector minero y de la construcción. En cuanto a la demanda, la inversión se contrajo -0.9% a/a en el 1T19, al tiempo que el consumo privado apenas creció 1.1% a/a, su menor crecimiento en casi seis años.

Gráfico 3



p: previsión. Fuentes: Scotiabank Economics, INEGI.

Gráfico 4



Fuentes: Scotiabank Economics, Instituto Mexicano del Seguro Social. \* Datos para mayo de 2019.

¹ Nuevos trabajadores asegurados.

Gráfico 5



Fuentes: Scotiabank Economics, INEGI.

\*Corresponde al crecimiento promedio de los 4 primeros meses de cada año.

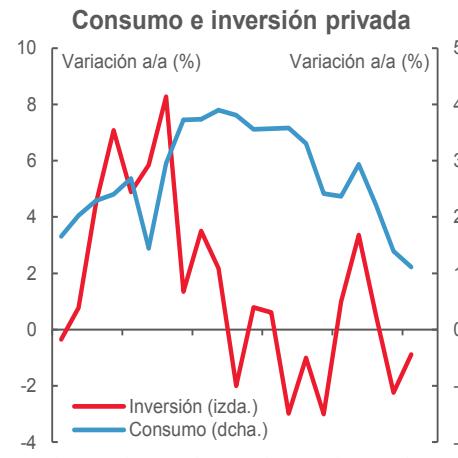
Los indicadores de mayor frecuencia han mostrado una desaceleración más importante de la esperada. El mercado laboral se está enfriando rápidamente, dado el pronóstico económico negativo. El crecimiento del número de nuevos trabajadores asegurados se redujo en mayo, por décimo mes consecutivo, registrando solo 3,073 nuevos empleos en el mes y un total de 473,928 nuevos empleos en los 12 meses previos, la menor tasa desde 2014. Por otro lado, el crecimiento de los salarios reales se ha acelerado con algunos altibajos durante el año, viéndose quizás afectado por la magnitud del incremento del salario mínimo, de 17%, al inicio del año. Esto, desde luego, se sumará a las presiones de los costos sobre la inflación si los salarios siguen creciendo a un ritmo mayor que la productividad.

La reciente renuncia del Secretario de Hacienda, Carlos Urzúa, se considera un evento negativo dentro del pronóstico, particularmente por la forma en que ocurrió y el mensaje que se envió. Esto se suma a la ya elevada incertidumbre que afecta las perspectivas económicas. El nuevo secretario de Hacienda, Arturo Herrera, tiene una sólida reputación en los mercados y ha reafirmado el compromiso de mantener una política con disciplina fiscal y preservar la estabilidad macroeconómica. Su labor será complicada en este entorno cada vez más complejo.

En el futuro, esperamos un año complicado para la economía de México, debido a nuevas dificultades a nivel macroeconómico derivadas de factores externos e internos. Como resultado, hemos reducido aún más nuestro pronóstico de crecimiento del PIB en 2019 para ubicarlo en 0.9%. Esperamos un menor crecimiento en el consumo y en la creación de empleos, debido a toda la incertidumbre y desconfianza. Además, esperamos una mayor contracción de las inversiones, a pesar de los esfuerzos políticos por estimular la inversión privada, ya que la falta de coherencia y ciertas decisiones discretionales siguen afectando la percepción de las empresas, al tiempo que los planes de gasto del presupuesto se orientan a una mayor restricción del gasto público. Por otro lado, las exportaciones seguirán siendo un motor del crecimiento, aunque esperamos que su ritmo se reduzca debido a una menor actividad manufacturera en Estados Unidos y, en general, a una menor demanda externa. Con respecto a la política monetaria, seguimos esperando que Banxico continúe con una postura prudente y mantenga las tasas de interés en el mismo nivel durante el año, ya que esperamos que la inflación se ubique por encima del objetivo oficial por más tiempo del esperado y que la inflación subyacente también continúe con esa tendencia. Al respecto, nuestra estimación para la inflación al final del año ha sido revisada al alza, ya que el incremento en los costos salariales derivado del aumento del salario mínimo está comenzando a tener efecto. Finalmente, seguimos pensando que el peso estará bajo presión a pesar de haber mostrado un comportamiento mejor que el esperado en el primer semestre de 2019, fungiendo como un amortiguador frente un entorno cada vez más adverso.

En nuestra evaluación, el balance de riesgos para el crecimiento se ha vuelto aún más incierto y se inclina claramente a la baja, con una mayor probabilidad de que se presente una recesión. Prevemos que el estancamiento de la actividad económica continúe en 2020, con una tasa de crecimiento de alrededor de 1.1%. Creemos que el desempeño de la economía seguirá siendo menor que el esperado. A nivel interno, es posible que la confianza de los inversionistas y consumidores siga debilitándose si, quienes desarrollan las políticas, siguen mostrándose impredecibles o si estas políticas se perciben como poco razonables, mientras que a nivel externo la mayor volatilidad y la creciente aversión al riesgo de los mercados globales podrían debilitar aún más la percepción que tienen los inversionistas sobre los mercados emergentes. Por último, la elección presidencial de Estados Unidos será el foco de atención y es posible que México siga siendo el objetivo favorito de los ataques de Trump, por lo que el peso continuará bajo presión.

Gráfico 6



p: previsión. Fuentes: Scotiabank Economics, INEGI.

## Brasil

### HAY BUENAS NOTICIAS, PERO ¿SON SUFICIENTES?

- Aunque podría parecer que una economía cerrada como la de Brasil está relativamente aislada de la guerra comercial que tiene lugar en el resto del mundo, tanto su desempeño estancado como los sectores público y privado altamente endeudados hacen que este país sea más vulnerable de lo que parece a primera vista.
- En lo que se refiere a las finanzas públicas, las noticias de la reforma de la ley de pensiones han sido relativamente positivas, si asumimos que solamente se materializará el 50% de los ahorros esperados inicialmente. Sin embargo, una reforma que permite tener ahorros de BRL 700,000 millones a 800,000 millones en 10 años (casi 1 punto porcentual del PIB por cada año) está lejos de corregir el déficit fiscal, cercano al 7% del PIB.
- Estamos un poco alejados de lo que dicta el consenso sobre el comportamiento del real (BRL), la tasa SELIC y la inflación IPCA. La razón principal es que no pensamos que la reforma de la ley de pensiones “sea suficiente” para revertir el sentimiento negativo hacia los mercados emergentes, menos aún cuando los mercados ya están descontando 100 bps de recortes de las tasas de la Fed y están siendo demasiado complacientes con los riesgos del comercio internacional y el Brexit, entre otros. Por ello, creemos que los riesgos para el BRL se inclinan hacia el lado negativo, lo que hace que cambien nuestras expectativas sobre la inflación IPCA y la tasa SELIC.

### LA MODESTA PARTICIPACIÓN DE BRASIL EN EL COMERCIO INTERNACIONAL: ¿FALSA SENSACIÓN DE SEGURIDAD?

Se dice que Napoleón Bonaparte habría dicho que: “China es un gigante dormido. Dejémoslo dormir, porque cuando despierte sacudirá al mundo”. Bueno, el gigante ya despertó y ha sacudido al mundo durante buena parte de lo que va del siglo 21, porque el otro titán (Estados Unidos) se lo permitió al dejar que entrara en el sistema internacional y se apegara a sus reglas. Ese acuerdo amistoso está hoy bajo amenaza con la llegada del presidente Trump. La certidumbre sobre el comercio internacional ha sido severamente golpeada. Una de las preguntas clave en este momento es qué resultado tendrá la guerra comercial entre Estados Unidos y China y si alguien quedará aplastado en ese proceso. Por un lado, los inversionistas de los mercados emergentes suelen considerar a Brasil como un satélite de China, al ser uno de los principales proveedores de materias primas para el voraz apetito del gigante asiático. Por el otro lado, podría decirse que, al ser una economía relativamente cerrada, Brasil estaría menos expuesto a un escalamiento del conflicto del comercio global. ¿Cuál es la respuesta correcta? ¿Brasil es un remanso de paz en esta guerra comercial o será una de las primeras víctimas del frente?

- **Aislamiento de Brasil:** Brasil es una economía cerrada y, por lo tanto, el impacto de una guerra comercial podría parecer pequeño. Comparado con otras grandes economías de América Latina, así como con India y China, la participación del comercio en el PIB de Brasil es la más pequeña de todas (ver gráfico 1). La poca integración de Brasil al comercio internacional es un obstáculo para la competitividad de su economía, pues las barreras contra esa integración también impiden que las empresas brasileñas tengan un mejor acceso a suministros más competitivos para sus cadenas de producción. Sin embargo, al tener una economía cerrada, Brasil está relativamente aislado de las consecuencias de una guerra comercial global.

### CONTACTOS

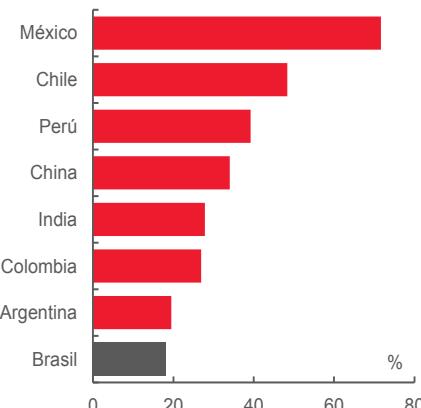
Eduardo Suárez, Vicepresidente, Análisis Económico, América Latina  
 52.55.9179.5174 (México)  
 Scotiabank Economics  
 eduardo.suarez@scotiabank.com

Brasil	2017	2018	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	1.1	1.1	0.9	1.8
IPC (% interanual, cierre)	3.0	3.8	4.3	4.6
Tasa del banco central (%), cierre)	7.00	6.50	7.00	8.50
Real brasileño (USDBRL, cierre)	3.31	3.88	4.18	4.18

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

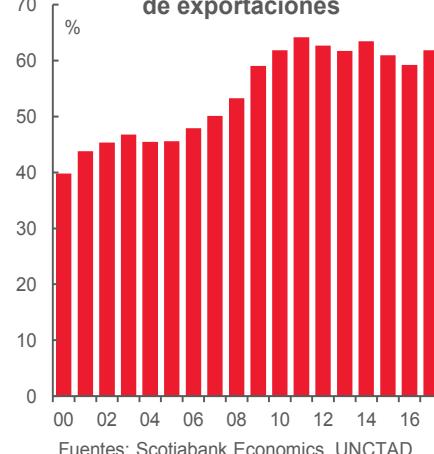
Comercio / PIB  
 (Importaciones + Exportaciones como % del PIB)



Fuentes: Scotiabank Economics, UNCTAD, FMI.

Gráfico 2

Materias primas como % de exportaciones



- Repercusiones de los precios de las materias primas:** Aunque las exportaciones son un pequeño porcentaje de la economía de Brasil, las materias primas representan un gran segmento de dichas exportaciones (gráfico 2). Si el conflicto comercial entre Estados Unidos y China se profundiza, y la economía del país asiático se lleva la peor parte, podríamos ver un impacto relativamente importante en Brasil. Las materias primas componen casi el 60% de las exportaciones brasileñas, y éstas representan alrededor del 6% del PIB. Este impacto y el que mencionamos anteriormente podrían ser más severos dado que la economía brasileña en este momento no tiene mucha fuerza y no hay suficiente demanda interna que sirva como un amortiguador para estos choques externos.
- Demanda interna débil:** En este aspecto, la economía brasileña se ha recuperado un poco de la larga recesión de 2014–2017. Sin embargo, incluso hoy, la mayoría de los elementos de la demanda interna siguen con un comportamiento mediocre, en el mejor de los casos (ver gráfico 3). El consumo privado solo ha tenido un crecimiento superior al 2.5% en 4 de los últimos 20 trimestres, mientras que el consumo del gobierno solo ha tenido un trimestre de crecimiento de 2% en el mismo periodo (y se requiere una consolidación fiscal adicional). La inversión finalmente ha mostrado signos de actividad, pero sigue siendo un porcentaje marginal del PIB (<20%).
- Volatilidad del tipo de cambio:** Hace unas semanas, el Director General del Banco de Pagos Internacionales (BIS), Agustín Carstens, dio un discurso en el que aclaraba las distintas funciones del tipo de cambio en los mercados emergentes y desarrollados. Allí sostuvo que, si bien en las economías desarrolladas las tasas de cambio débiles fomentan la actividad económica, en el mundo emergente el impacto es el opuesto. Sus argumentos fueron: *"Vale la pena recordar que una depreciación fuerte [de la tasa de cambio] y una disminución pronunciada de la actividad económica frecuentemente son seguidas de un rápido incremento en la inflación, a pesar de la desaceleración de la actividad económica. El alcance de estos efectos de segunda ronda depende, a su vez, de qué tan bien ancladas estén las expectativas de inflación con respecto al objetivo del banco central."* También mencionó que, en los mercados emergentes, un tipo de cambio más débil contrae las condiciones financieras: *"En los mercados emergentes, el tipo de cambio también afecta la actividad económica a través de las condiciones financieras, lo que complica aún más la tarea de los bancos centrales. La exposición de los mercados emergentes a los canales financieros del tipo de cambio se desprende de dos características clave de su estructura financiera: (i) los deudores de los mercados emergentes, en especial los corporativos, dependen mucho de los créditos en divisas; y (ii) los inversionistas extranjeros mantienen un gran volumen de deuda soberana en las monedas locales de los mercados emergentes. En ambos canales, una apreciación de la tasa de cambio tiende a relajar las condiciones financieras internas, teniendo un efecto de expansión en la actividad económica interna".* Contradicidiendo un poco la visión sobre la política de los bancos centrales en los últimos años, según la cual el tipo de cambio es el último recurso ante un fuerte impacto, Carstens afirmó que: *"el tipo de cambio podría fungir cada vez más como un transmisor y amplificador de los impactos financieros, en vez de ser un amortiguador de dichos impactos".* A eso, podríamos agregar que Brasil es un país cuyas exportaciones están enfocadas en las materias primas, mientras que un gran porcentaje de sus importaciones se centra en productos de consumo y bienes de capital, por lo que si China sale fuertemente golpeada de la guerra comercial (lo que originaría una corrección de los precios de las materias primas), entonces la economía brasileña podría sufrir una contracción adicional a través de los términos de intercambio.

En conclusión, creemos que Brasil está más expuesto a la guerra comercial de lo que podría parecer a primera vista, es decir, si solo se considera el porcentaje del comercio en el PIB. El mayor riesgo para Brasil no son los vínculos comerciales directos, dado que su economía está relativamente aislada. Los riesgos para el país se derivan de la frágil situación de su economía, debido a su alto volumen de endeudamiento (ver gráfico 4), a su ya complicada situación fiscal (hablaremos de esto más adelante), y a que se trata de una economía que ha estado luchando para volver al camino de crecimiento desde hace varios años. Si se debilitan los factores externos que incrementan tanto el precio de las materias primas como la demanda de productos brasileños, la economía del país podría sufrir.

## LA SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS HACE QUE BRASIL SEA VULNERABLE Y PUEDA SUFRIR UNA DESACELERACIÓN MÁS PRONUNCIADA

Las expectativas sobre la reforma de la ley de pensiones han mejorado ligeramente en los últimos dos meses, con un ahorro previsto entre BRL 700,000 millones y 800,000 millones en los próximos 10 años, en comparación con los BRL 600,000 millones que se estimaban hace un par de

Gráfico 3

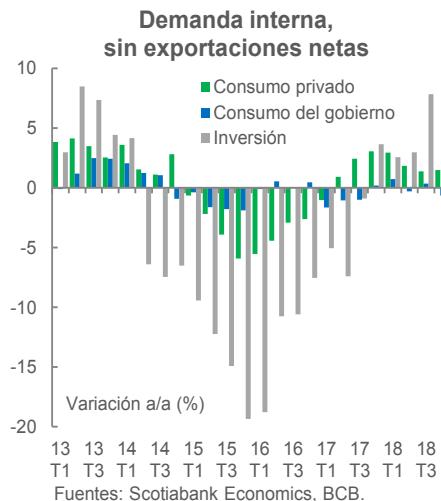
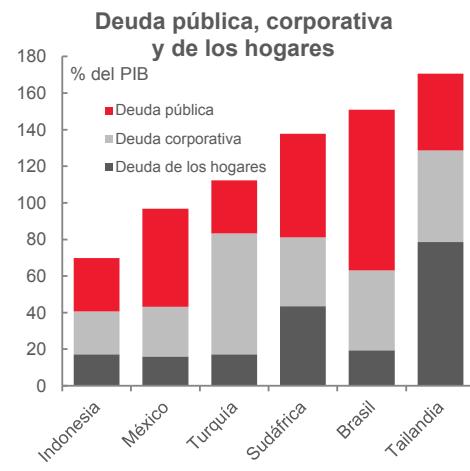


Gráfico 4



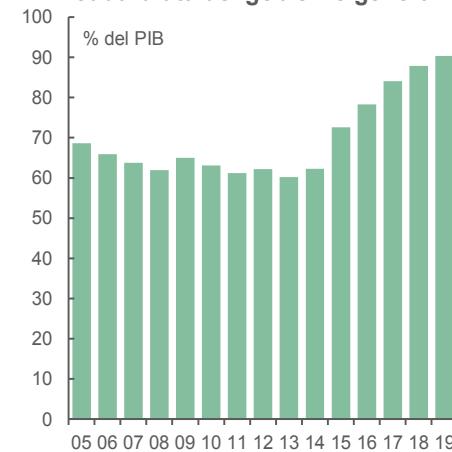
meses. Sin embargo, esto todavía no es suficiente para cubrir los BRL 1.2 billones estimados inicialmente. El problema es que, con un déficit bruto del gobierno general estimado en alrededor de 7% del PIB (sin considerar los ahorros en las pensiones, ver gráfico 5) y tomando en cuenta que los ahorros que produce dicha ley solo representan el 1% del PIB cada año, está claro que aún le queda mucho trabajo por hacer al gobierno, incluso si la aprobación de la reforma le podría brindar un poco de margen de acción al dar como resultado una ligera reducción de las tasas de interés del país. Las perspectivas políticas en Brasil han mejorado indudablemente en los últimos dos años, y estamos seguros de que no hay muchos participantes de los mercados que cuestionen este hecho. La pregunta es si se está haciendo lo necesario para revertir la ruta de deterioro estructural que ha seguido el país. Como se muestra en el gráfico 6, la deuda pública de Brasil ha seguido una trayectoria preocupante y, si bien el ritmo de tal deterioro ha disminuido, no se ha hecho el esfuerzo suficiente.

La mayor desviación de nuestro pronóstico en relación con el consenso se da en lo que respecta a la política monetaria y la inflación. Tanto el consenso como las tasas DI están esperando un ciclo de relajamiento del Banco Central de Brasil (BCB) (las tasas DI están incorporando en los precios tres recortes de 25 bps de aquí a fines de año). Nuestra principal reserva al respecto es que creemos que el entorno externo podría no ser lo suficientemente propicio para permitirlo. Al momento de elaborar este informe, los mercados ya descontaron 100 bps de recortes de la Fed, lo cual representa un apoyo fundamental para los mercados emergentes. Nuestra percepción es que los mercados ya están incorporando un panorama muy favorable para los mercados emergentes, y con los diversos riesgos externos presentes, creemos que dichos riesgos se inclinan a la baja para el desempeño del país. Por eso prevemos un debilitamiento del BRL, una mayor inflación IPCA y una postura monetaria menos suave.

Consideramos que Brasil crecerá menos de lo que estima el consenso, en parte porque no somos tan optimistas para creer que el BCB sea capaz de recortar la tasa de interés con el fin de estimular la economía. El panorama para las tasas de interés luce bastante ambiguo y en gran medida depende del entorno externo. Según nuestras proyecciones, la economía brasileña crecerá alrededor de 2.0% en 2020, lo que consideramos como su potencial de crecimiento, hasta que se aprecie un incremento sostenido de la inversión. Como mencionamos en nuestro [informe sobre Brasil](#) del 3 de mayo de 2019, aún existe mucho margen para realizar reformas de menor calado en el país, lo cual podría estimular la inversión y, con ello, incrementar el potencial de crecimiento. Por ahora, esas reformas están solamente en el papel.

Gráfico 5

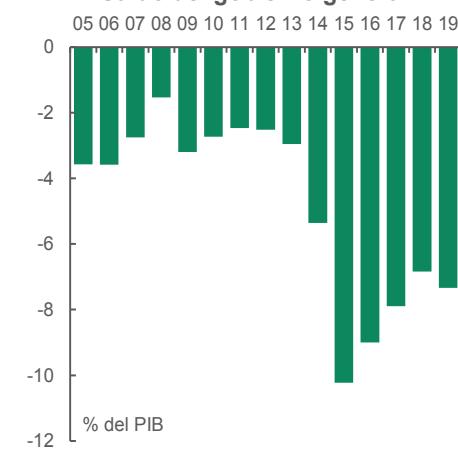
Deuda bruta del gobierno general



Fuentes: Scotiabank Economics, FMI.

Gráfico 6

Saldo del gobierno general



Fuentes: Scotiabank Economics, FMI.

## Colombia

### MEJORA EN EL FUTURO CERCANO PERO EL LARGO PLAZO AÚN NUBLADO

- La recuperación económica está en marcha, aunque a un ritmo más lento de lo previsto. La demanda interna sigue siendo fuerte, pero redujimos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB a 3.2% a/a debido a mayores importaciones.
- El Banco de la República mantendrá estable la tasa de política intentando equilibrar la necesidad de impulsar el crecimiento frente a las presiones al alza, de corto plazo, sobre la inflación. Esperamos estabilidad en lo que resta de 2019.
- La prudencia fiscal a corto plazo ha sido positiva, pero la disminución de los ingresos a mediano plazo sigue siendo un desafío.
- Las noticias recientes sobre el menor endeudamiento fiscal de este año fueron buenas, sin embargo, los desafíos estructurales continúan, sobre todo porque se espera que los ingresos fiscales caigan en el mediano plazo.

La expectativa de flexibilización de la política monetaria de la Reserva Federal y el mayor apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales están creando un ambiente más benigno, dándole tiempo a Colombia para continuar con su programa de reformas. La recuperación económica continúa, pero a un ritmo más lento, mientras que los objetivos fiscales del gobierno se alcanzarán este año. La tasa de política monetaria seguramente estará constante en el futuro previsible. Al final, en relación con otros mercados emergentes, Colombia está en buena forma por el momento, pero los desafíos a mediano plazo permanecen tanto en las cuentas fiscales como externas.

### LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA GRADUAL CONTINÚA Y LA INFLACIÓN ESTÁ BAJO CONTROL

El PIB de Colombia en el primer trimestre fue inferior a las expectativas del mercado y a las proyecciones de las autoridades de política económica, a pesar de que el crecimiento de la demanda interna fue sólido. Un deterioro mayor al esperado en la balanza comercial condujo a un crecimiento de 2.8% a/a en el primer trimestre, por debajo de nuestras expectativas del 3%. El mayor deterioro del desbalance externo reflejó en parte la fortaleza de la economía nacional, ya que las importaciones de bienes de capital aumentaron en un 11% a/a. Por el lado de la oferta, la sorpresa negativa en el 1T19 provino de actividades de construcción que disminuyeron un 5.6% a/a; otros sectores como la minería (+ 5.3% a/a), ventas minoristas (+ 4.0% a/a) y actividades financieras (5.5% a/a) mostraron mejoría, mientras que los servicios del sector público desaceleraron.

El resultado más débil del 1T19 hizo que revisáramos a la baja nuestra previsión para 2019 de 3.4% a 3.2%. Aunque esperamos que la demanda interna sigue siendo relativamente fuerte, el alto déficit comercial continuará. El gasto del gobierno puede sorprender al alza en el 2S19 debido a las elecciones de octubre; en nuestro pronóstico también se incluye una recuperación sólida de la inversión, gracias sobre todo, a la ejecución efectiva que esperamos del programa 4G. De esta manera, nuestro balance de riesgos es bastante neutral. Por el lado de la oferta, el PIB estará respaldado por una recuperación en la minería, una recuperación gradual en la actividad industrial y un comercio y sector financiero aún fuertes. El sector de la construcción continuará restando al crecimiento del PIB o, como máximo, mostrará crecimientos nulos debido a los altos inventarios. Para 2020, esperamos que la recuperación gradual continúe y que el crecimiento del PIB se acelere un poco hasta el 3.6%.

La inflación se aceleró a 3.4% a/a en junio, debido al aumento de los precios de los alimentos y la vivienda, sin embargo, la inflación básica (excluyendo los alimentos y los

### CONTACTOS

#### Sergio Olarte, Economista Sénior

57.1.745.6300 (Colombia)

Scotiabank Colombia

[sergio.olarte@co.scotiabank.com](mailto:sergio.olarte@co.scotiabank.com)

#### Jackeline Piraján, Economista

57.1.745.6300 (Colombia)

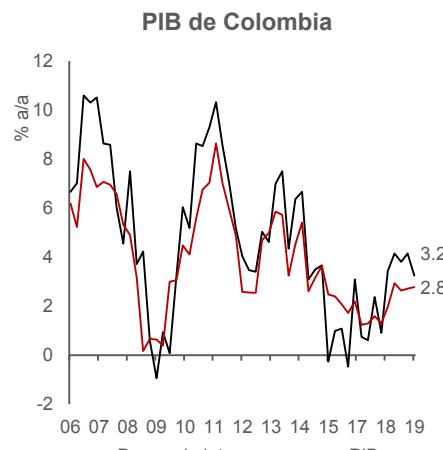
Scotiabank Colombia

[jackeline.pirajan@co.scotiabank.com](mailto:jackeline.pirajan@co.scotiabank.com)

Colombia	2017	2018	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	1.4	2.6	3.2	3.6
IPC (% interanual, cierre)	4.1	3.2	3.2	3.1
Tasa del banco central (%, cierre)	4.75	4.25	4.25	4.50
Peso colombiano (USDCOP, cierre)	2,986	3,254	3,120	3,167

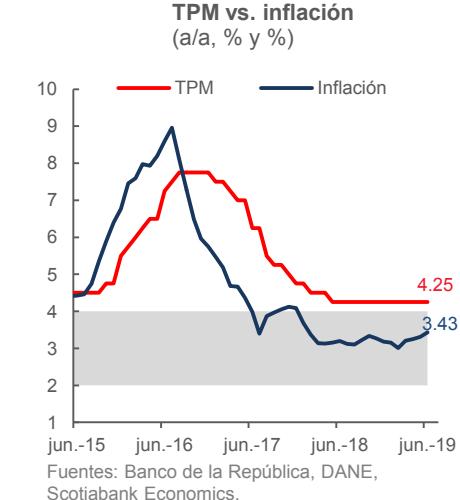
Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

Gráfico 2



Fuentes: Banco de la República, DANE, Scotiabank Economics.

precios regulados) se mantiene por debajo del 3%. Una alta base estadística en los alimentos debería elevar la inflación anual en los próximos meses, pero esos efectos se diluirán más adelante en 2019. El traspaso de la depreciación reciente del peso a la inflación ha sido bastante moderado y no vemos un gran problema en este frente. De hecho, creemos que la depreciación del peso observada durante los últimos meses será temporal. La brecha de producto negativa continuará presionando a la baja la inflación. Por lo anterior, esperamos que la inflación cierre 2019 en 3.2% a/a. Para 2020 no esperamos cambios relevantes en la dinámica de precios; por lo tanto, proyectamos la tasa de inflación general de fin de año en 3.1% a/a.

En el anterior contexto, el BanRep tendría que equilibrar; en primer lugar, las presiones inflacionarias temporales que pueden afectar las expectativas de inflación; en segundo lugar, una economía que aún se encuentra creciendo por debajo de su potencial, lo que apoya aún el estímulo monetario. De hecho, en una comunicación reciente, el BanRep apunta a un banco central más preocupado por la recuperación de la actividad económica que, en línea con el reciente "dovishness" de los bancos centrales de los países desarrollados, nos hace pensar que la tasa de política permanecerá constante en 4.25% por más tiempo, lo que la mantiene ligeramente expansiva en términos reales. Además, la reciente apreciación del peso ayudará a mantener ancladas las expectativas de inflación. Por lo tanto, ya no creemos en un alza de 25 bps en la tasa de política este año. Sin embargo, todavía creemos que en 2020 el próximo movimiento será un alza de tasas debido a que se espera una mayor recuperación de la demanda interna.

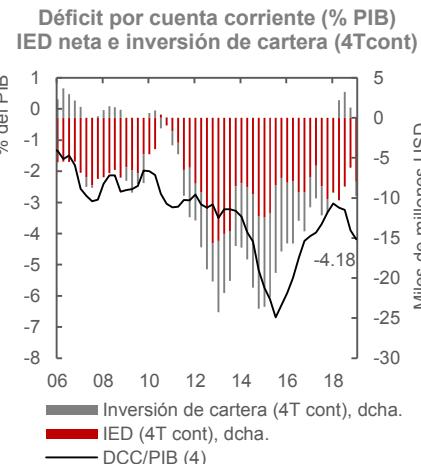
#### EL DÉFICIT DE CUENTA CORRIENTE ES AÚN MUY PREOCUPANTE Y LA CONSOLIDACIÓN FISCAL ESTÁ LEJOS DE SER ESTRUCTURAL

El déficit en cuenta corriente sigue siendo una preocupación importante. En el 1T 2019 se ubicó en 4.6% del PIB, 1.1 pp más que en el mismo período de 2018, aunque el financiamiento aún es saludable a través de la inversión extranjera directa (IED). Como se indicó en informes anteriores, la recuperación de la demanda interna requiere un deterioro en la cuenta corriente, ya que una mayor inversión conlleva mayores importaciones de capital y materias primas. Para 2019, esperamos un déficit externo de casi USD 13,000 millones (4.1% del PIB), mucho más alto que los pares en América Latina; por lo tanto, la vulnerabilidad en caso de un shock externo es muy alta. El programa de acumulación de reservas internacionales, que se suspendió en mayo pero se puede renovar, podría ayudar a enfrentar un eventual shock externo, sin embargo esto es solo un paliativo. El déficit externo estructural solo puede corregirse aumentando la productividad, así como con medidas para aumentar la competitividad de las exportaciones o aumentar el ahorro nacional.

Las dudas sobre la perspectiva fiscal en el corto plazo se han disipado. El Gobierno se comprometió a reducir el déficit fiscal del 3.1% en 2018 al 2.4% del PIB en 2019, a pesar del 2.7% del PIB recomendado por el comité fiscal. Los anuncios de reducción del déficit más allá de la regla fiscal enviaron un mensaje de responsabilidad fiscal que fue positivo para los mercados y ayudó a mantener la calificación internacional de Colombia dos niveles por encima del grado de inversión. Sin embargo, vale la pena aclarar que alcanzar el objetivo del 2.4% se debió en parte a cambios contables, por lo que las cuestiones estructurales están lejos de ser resueltas. De hecho, los objetivos de déficit fiscal más allá de 2021 son más altos que los permitidos por la regla fiscal. Es por eso que hubo una señal mixta de las calificaciones soberanas de Colombia, mientras que Moody's eliminó una perspectiva negativa y afirmó la calificación de Baa2, Fitch cambió su perspectiva a negativa reflejando preocupaciones estructurales.

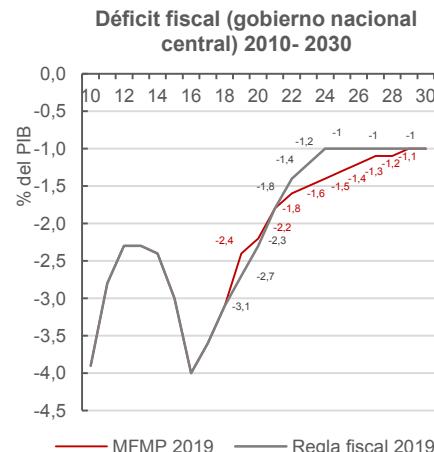
Los desafíos fiscales a mediano plazo están lejos de resolverse. Según las proyecciones recientes del Gobierno, si bien existe el compromiso de reducir los gastos del 19% del PIB en 2019 al 16.7% del PIB en los próximos diez años, los ingresos continúan cayendo como porcentaje del PIB (del 16.6% al 15.7% en el mismo período), y podría ser incluso peor si el PIB no cumple con las expectativas del gobierno. Como dijimos anteriormente, la prudencia fiscal a corto plazo es positiva, pero se necesita una política de reformas estructurales. Los activos financieros colombianos recientemente han sido respaldados por las buenas noticias a corto plazo, y también fueron apoyados por una nueva era de política monetaria acomodaticia internacional; pero nuevamente, la ventaja relativa podría ser efímera: Colombia necesita acciones más profundas.

Gráfico 3



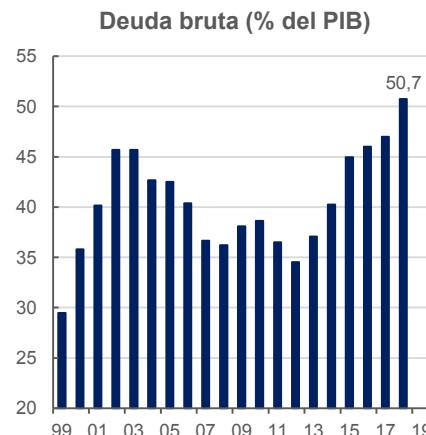
Fuentes: Banco de la República, Scotiabank Colpatria.

Gráfico 4



Fuentes: MFMP 2019, Comité de la Regla Fiscal 2019, Scotiabank Economics.

Gráfico 5



Fuentes: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.

## Perú

### CRECIENDO EN MEDIO DE LA CONTINUA INCERTIDUMBRE GLOBAL Y POLÍTICA

- Reiteramos nuestros pronósticos de crecimiento del PIB de 3.1% para 2019 y 3.7% para 2020.
- Los saldos macro son sólidos, pero no se están reflejando en el crecimiento.
- La inversión privada es una preocupación significativa, mientras que la inversión no minera está disminuyendo.
- El consumo se desempeña bien, pero el empleo está creciendo más lentamente.
- El banco central está bajo cada vez más presión para recortar la tasa de referencia, pero aún no ha dado indicaciones en ese sentido.

Hemos rebajado nuestra previsión sobre el crecimiento del PIB de 4.0% a 3.1% para 2019 y de 4.0% a 3.7% para 2020. Tres aspectos significativos han cambiado, lo que afecta nuestras perspectivas para 2019-2020. Estos son:

1. Un entorno global más complejo e incierto.
2. Un nuevo periodo de incertidumbre política dentro del país, con las primeras preocupaciones por las elecciones de 2021.
3. La realidad de un primer semestre débil para el crecimiento del PIB y la inversión privada.

Durante el primer semestre de 2019, es probable que el crecimiento de la economía peruana sea de una tasa relativamente suave de 2.4%–2.5% (2.3% en el 1T). Estos resultados débiles se deben principalmente al sector primario, puesto que la reducción del PIB de la minería y la pesca restó unos 0.7 pp al crecimiento solo en el 1T (el PIB de pesca cayó en 34%; el de minería en -1.7%, desde el inicio del año hasta mayo). La próxima temporada pesquera, que comienza en noviembre, debería ser mejor, y algunos de los factores pasajeros que azotaron al sector minero (mantenimiento de refinerías, cumplimiento ambiental y conflictos sociales) deberían también disiparse de ahora en adelante.

Sin embargo, también es cierto (y esto es mucho más importante) que la inversión privada fuera de la industria minera se encuentra en un estado comatoso, habiendo bajado 0.5% en el 1T, sin ninguna razón para creer que el 2T haya sido mucho mejor. Esto es realmente lo que más nos preocupa. Incluso aunque la inversión minera haya aumentado con fuerza (crecimiento de 37% en 1T), rebajamos nuestra previsión de inversión privada total de 6.5% a 3.5% para 2019 y de 5.4% a 4.0% para 2020, con una contribución casi insignificante de la inversión privada no minera. El riesgo adicional es que esta inversión privada tan baja terminará afectando el crecimiento del empleo (si es que ya no lo está haciendo) y, por lo tanto, el crecimiento del consumo. Es un detalle clave, porque el consumo, que se ha expandido a una tasa de 3.5%–3.8% en los últimos dos años, es el único componente de la demanda interna que ha estado sustentando continuamente la economía.

La fragilidad del crecimiento de la demanda interna hace pensar en la necesidad de un aumento del gasto fiscal, aunque no creemos que esto suceda pronto. De hecho, la inversión del sector público disminuyó en el primer semestre del año, como se esperaba, debido a la llegada de nuevas autoridades a los gobiernos locales y regionales. A largo plazo, el panorama es más favorable, a medida que mejora la curva de aprendizaje de las nuevas autoridades, pero el ritmo de avance será lento.

El PIB debería tener un mejor desempeño en el 2S19, una vez que la inversión pública vaya repuntando y el crecimiento de los sectores primarios se normaliza. Sin embargo, mientras la inversión privada esté débil, será difícil mantener de manera sustentable una tasa de crecimiento del PIB de más de 3%.

### 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	3.9	3.1	3.7
IPC (% interanual, cierre)	1.4	2.2	2.2	2.3
Tasa del banco central (%), cierre	3.25	2.75	2.75	2.50
Sol peruano (USD PEN, cierre)	3.24	3.37	3.35	3.30

Fuente: Scotiabank Economics.

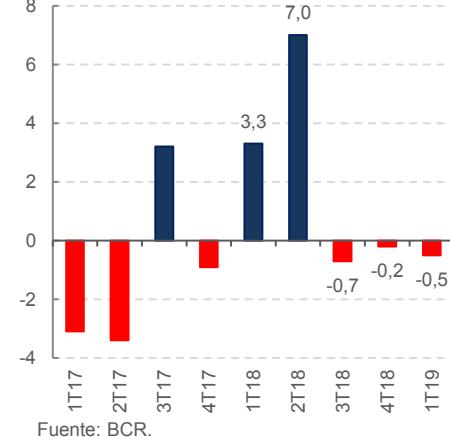
Gráfico 1

Tasa de interés e inflación



Gráfico 2

Crecimiento de inversión privada no minera



El clima político no ayuda. No obstante, el foco de preocupaciones de la comunidad de negocios está cambiando: en vez de las tensiones continuas entre el gobierno y la oposición en el Congreso, la atención se está centrándose ahora en las elecciones de 2021. Los problemas de corrupción han afectado a casi todos los grandes partidos y muchos candidatos pasados, lo que ha abierto el terreno de juego a toda una variedad de nuevos aspirantes, ajenos a la política tradicional. Las preocupaciones por las elecciones de 2021 han surgido mucho más temprano que en ciclos políticos anteriores.

Al mismo tiempo, los saldos macro son muy sólidos. El déficit fiscal de los 12 meses finalizados en mayo es de apenas 1.5% del PIB, lo que se compara bien con nuestra previsión de 2.0% para todo el año 2019. En todo caso, el déficit podría estar demasiado bajo, considerando que el presupuesto de 2019 prevé un déficit de 2.5% para todo el año. Que el resultado sea tan inferior a la meta refleja en gran medida que el gasto es insuficiente. Esto corresponde con la disminución de la inversión del sector público, y significa que el gobierno no está contribuyendo lo suficientemente a la demanda interna.

### ¿HABRÁ RECORTE O NO?

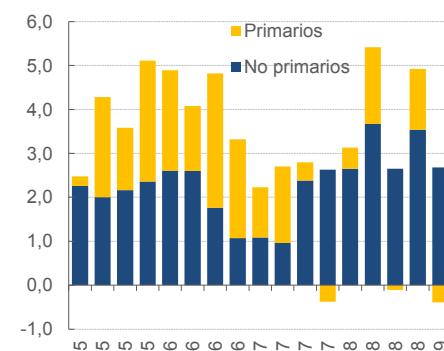
Hemos disminuido también nuestras previsiones sobre la inflación de 2019 de 2.4% a 2.2%, y de 2.5% a 2.3% para 2020. Puesto que la inflación se está moderando, el PIB no está creciendo con tanta fuerza como se había anticipado y el banco central está un poco más aprensivo, ya no creemos que el organismo mantendrá su tasa de referencia en 2.75%, sino que ahora prevemos un recorte de 25 bp, no antes del 4T19 y no después del 1T20. Sin embargo, emitimos este pronóstico con ciertas dudas y reservas, porque el banco central no ha sido claro en sus indicaciones. En su informe trimestral de inflación del mes de julio, presentó un panorama menos optimista que en el pasado, con una disminución de las previsiones del crecimiento global y peruano, peores términos de intercambio y niveles de confianza menos robustos. Aunque los representantes del banco central reconocieron que la balanza de riesgos se había deteriorado en los últimos meses, parecieron dar a entender que la decisión de recortar la tasa de referencia dependería de si se materializaba o no el incremento esperado del gasto fiscal y de si el gobierno tomaba más medidas para asegurar el avance de los grandes proyectos de infraestructura y minería. En resumen, pensamos que el banco central está contemplando más seriamente la posibilidad de reducir la tasa de referencia, pero también creemos que será paciente y preferirá esperar uno o dos trimestres antes de tomar una decisión. El organismo parece también ser muy cuidadoso con la forma en que maneja las expectativas, especialmente el nivel de confianza de consumidores y empresas, lo que nos hace pensar que intentará retrasar el recorte de las tasas de interés tanto como sea posible para no dar señales de preocupación demasiado prematuras.

El sol (PEN) ha estado fluctuando entre 3.28 y 3.39 por dólar desde el inicio del año. La fuerte entrada de capitales de este año llevó recientemente la tasa de cambio a menos de 3.30, aunque la caída estuvo contenida por la intervención del banco central. De hecho, los límites del rango de este año, de 3.28 y 3.39, no son fortuitos, sino que más bien representan los niveles en los que el banco central ha intervenido, y esperamos que este rango se mantenga por el resto del año, a menos que se produzcan fuertes movimientos en los mercados de divisas globales. Nuestra previsión para el cierre del año, de 3.35, se encuentra dentro de este rango. Los movimientos a corto plazo dependerán de las fluctuaciones de los precios de los metales, el comportamiento del USD a nivel mundial y la entrada de capitales, dentro de los límites establecidos por el banco central. Por ahora, el flujo de capitales hacia los bonos soberanos no da señales de detenerse y es la fuerza dominante en el mercado de divisas peruano, que no está reaccionando al bajo nivel de los precios de los metales y los períodos de aversión al riesgo.

Para terminar con una nota positiva, la probabilidad de un gran acontecimiento negativo en el ámbito político, como el cierre del Congreso o la destitución del presidente, aunque no se descarta del todo, ha disminuido de manera significativa. Actualmente el escenario más probable es que tanto el presidente como el Congreso terminen sus mandatos. Los escándalos de corrupción y el enjuiciamiento de políticos importantes siguen generando ruido, pero el estruendo de la tormenta inicial se ha convertido más bien en el rumor de un chaparrón continuo. Hay esperanza de buenas noticias sobre la inversión en infraestructuras. Hemos visto un avance real, aunque a pasos muy lentos, en los proyectos de infraestructuras, y el ministro de Economía y Finanzas, Carlos Oliva, prometió presentar un programa amplio de proyectos a finales de julio. Todo esto justifica un optimismo prudente a más largo plazo.

Gráfico 3

### Contribución de sectores primarios y no primarios al crecimiento del PIB (pp)

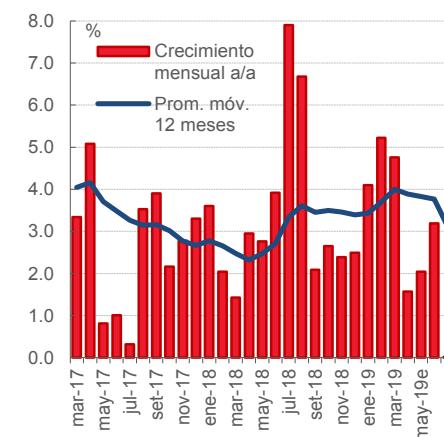


Fuente: BCR.

Preparado por: Scotiabank Economics.

Gráfico 4

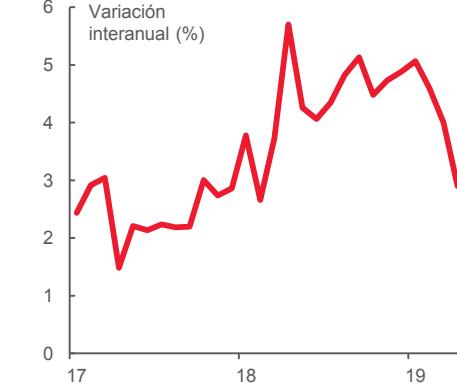
### Tasa de crecimiento del PIB



Fuentes: Scotiabank Economics, INEI.

Gráfico 5

### Crecimiento del empleo en sector privado



Fuentes: Sunat, BCR.

Preparado por: Scotiabank Economics.

## Chile

### LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA ES REAL, PERO AÚN FRÁGIL

- **Seguimos pronosticando un crecimiento del PIB de 3.2% para este año. La demanda interna será liderada por la inversión durante la segunda mitad del año.** Nuestro pronóstico presenta un ligero sesgo a la baja debido a una actividad más lenta que la esperada en el primer trimestre, explicada por una escalada en la guerra comercial y shocks negativos de oferta provenientes de agricultura, pesca y minería.
- **El deterioro del mercado laboral parece haber concluido. La creación de empleos y los salarios han comenzado a repuntar, con lo que deberíamos ver un aumento en el consumo privado en los próximos meses.**
- **Mantenemos nuestro pronóstico de inflación en 2.8% para fin de año.** Después del sorpresivo recorte de 50 pb en la tasa de referencia del Banco Central, no anticipamos un ajuste a la baja adicional a menos que aumenten las tensiones externas y/o la demanda interna desilusione nuestro escenario base.

### VISIÓN MACRO

Durante el 1T19, el crecimiento del PIB fue menor al esperado, como resultado de sorpresas negativas provenientes de los sectores de minería, agricultura y pesca. Así, el crecimiento del PIB alcanzó 1.6% a/a, por debajo de la lectura preliminar de 1.8% a/a. Sin embargo, la actividad *core* se mantuvo sólida y aún es consistente con el crecimiento del PIB en torno al 3.2% para 2019. Prevemos una aceleración relevante en la velocidad de la economía durante el resto del año, especialmente en la segunda mitad, con la demanda interna liderada por la inversión y con la velocidad de esta última condicionada, como es habitual, por la aprobación de reformas emblemáticas y términos de intercambio estables. En el margen, el PIB se expandió 2.1% a/a en abril, con un sólido dinamismo en la actividad no minera (0.3% m/m, desestacionalizado). La actividad total y no minera mostró un rebote, lo que indica que lo peor está detrás, debido a una sólida expansión en los servicios (gráfico 1).

Con respecto a la inversión, aunque tuvimos una expansión menor a la esperada de 2.9% a/a en el 1T19, las perspectivas para el resto del año siguen siendo favorables. Dentro de sus categorías, la maquinaria y el equipo crecieron por debajo de lo esperado en el 1T19, pero la construcción mostró un dinamismo estable. Además, ha habido una nueva corrección al alza en los proyectos de inversión que se materializarán durante 2019, y el Gobierno ha anunciado un nuevo estímulo fiscal para acelerar la inversión pública, totalizando más de USD 2,400 millones en gastos para 2019 y 2020.

El consumo privado no ha mostrado mayores sorpresas negativas. La desaceleración en los bienes duraderos ha sido confirmada, como esperábamos, pero hemos visto una fuerte capacidad de recuperación e incluso una aceleración en el consumo de servicios. En ese contexto, el consumo privado se expandió 3.2% a/a durante el 1T19, ligeramente inferior a los trimestres anteriores, con una contribución anual de 2 pp al crecimiento del PIB. Los bienes duraderos han tenido un impacto negativo en el crecimiento, influenciado por la caída en las ventas de automóviles, después de alcanzar ventas récords en 2018. En contraste, los bienes no duraderos están creciendo a un ritmo estable y en el margen muestran una aceleración. En el mercado laboral, el deterioro parece concluido (gráfico 2). La tasa de desempleo alcanzó el 7.1%, y los últimos datos disponibles para mayo confirman una recuperación en la creación de empleos, principalmente en empleos por cuenta propia y públicos, asociada con una aceleración del gasto público contracíclico. Esto, junto con la recuperación de los salarios y el aumento de los ingresos laborales, son los principales motores de la estabilización del consumo privado durante el resto del año.

### CONTACTOS

#### Carlos Muñoz Cárcamo, Economista

56.2.2939.1026 (Chile)

Scotiabank Chile

carlos.munoz@scotiabank.cl

#### Waldo Riveras, Economista Sénior

56.2.2939.1495 (Chile)

Scotiabank Chile

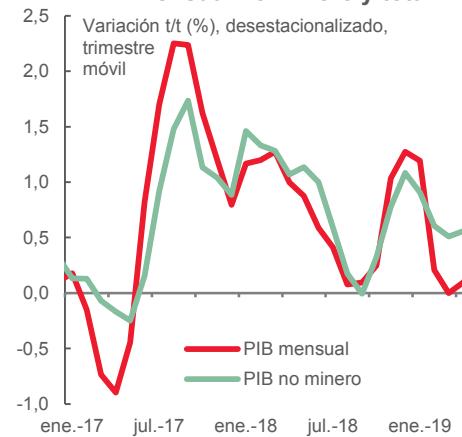
waldo.riveras@scotiabank.cl

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	2.50	3.25
Peso chileno (USDCLP, cierre)	615	694	645	640

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

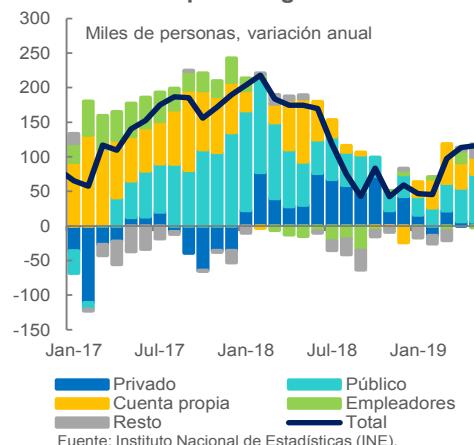
#### PIB mensual no minero y total



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2

#### Creación total de empleo, por categoría



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE).

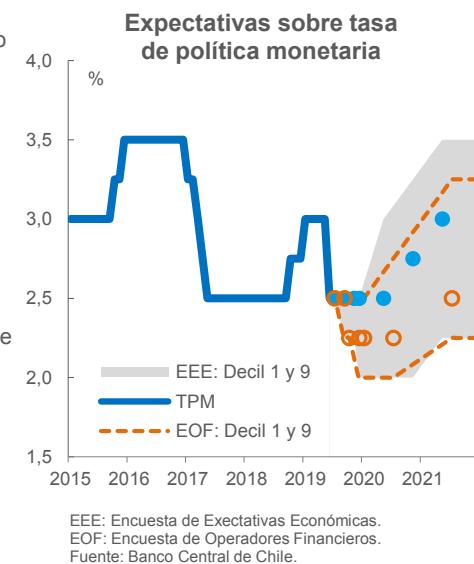
En conjunto, la recuperación de los salarios y la estabilización en el traspaso de CLP (que fue baja en la primera parte del año), deberían desencadenar registros de inflación cercanos a promedios históricos desde julio en adelante, tanto en servicios como en bienes, revirtiendo el lento comienzo de año. Como referencia, en el 1S19 la inflación subyacente anual (que excluye alimentos y energía) ha estado más cerca del 2% que del 3% (la meta de inflación del banco central para los próximos dos años). Sin embargo, mantenemos nuestro pronóstico de inflación de 2.8% para el final del año en curso, ya que esperamos algún efecto alcista proveniente de los servicios, los factores estacionales y la reciente depreciación de CLP. Esto, junto con los mayores precios del petróleo debido al aumento de los riesgos externos, debería sostener una inflación del 2.8% para 2019 y del 3.0% para 2020.

A principios de junio, el Banco Central sorprendió al mercado y recortó la tasa de política monetaria en 50 puntos base, de 3.0% a 2.5%. La nueva estimación del PIB potencial (+25 pb, que alcanza el 3.4%), debido en parte a la mayor inmigración que debería aumentar la brecha del producto, la tasa de política monetaria neutral más baja y la reducción de su estimación del rango de crecimiento del PIB para 2019 (de 3.0-4.0% a 2.75-3.50%), llevó al Consejo a recalibrar el estímulo monetario necesario, borrando el aumento de 50 pb en la tasa de política monetaria (TPM) efectuado entre octubre de 2018 y enero de 2019. Contrariamente a las expectativas del mercado, no prevemos nuevos recortes en la TPM a menos que el desempeño de la economía decepcione. Además, si los riesgos que surgen del escenario externo se convierten en una realidad, existe una caída significativa en los precios del cobre y/o hay una corrección relevante en el PIB mundial, el Banco Central podría considerar recortar nuevamente la tasa. No consideramos esto como nuestro escenario base, por lo que anticipamos que el proceso de normalización se reanudará durante el tercer trimestre de 2020, tal como lo anticipamos en nuestros informes anteriores, con una tasa de referencia del 3.25% en diciembre de 2020 (gráfico 3).

Después de alcanzar \$710 en mayo, a medida que la incertidumbre global se intensificaba, el CLP se ha fortalecido. En las últimas semanas, el peso chileno se apreció a niveles cercanos a 680 CLP/USD, ya que el cobre se ha estabilizado en torno a 2.7 USD/lb y el dólar se ha debilitado a nivel mundial. Los niveles actuales están alineados con los fundamentales a corto plazo, pero esperamos que el tipo de cambio continúe apreciándose para fin de año. La disminución de los riesgos externos, el repunte en el precio del cobre a niveles de alrededor de 2.9 USD/lb y una mayor depreciación del dólar a nivel mundial, junto con mejores datos domésticos, nos permiten pronosticar el CLP en torno a 645 CLP/USD para diciembre.

Los principales riesgos en la actividad provienen del sector externo, ya que representan una amenaza para las exportaciones y los términos de intercambio. Los precios del cobre se han mantenido estables en los últimos tres meses, pero el riesgo de una corrección debido a una escalada en la guerra comercial o una renovada debilidad en China son las fuentes de preocupación más importantes. A nivel nacional, el principal riesgo es político: la capacidad de alcanzar acuerdos que permitan aprobar reformas críticas para mejorar el crecimiento potencial. En este sentido, la administración de Piñera cambió a seis ministros de su Gabinete en junio, mostrando signos de flexibilidad y una gran preocupación por la consolidación del crecimiento por encima del 3%.

Gráfico 3



EEE: Encuesta de Expectativas Económicas.  
 EOF: Encuesta de Operadores Financieros.  
 Fuente: Banco Central de Chile.

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.