



Economía global

Sólido crecimiento global y mayores tasas de interés en 2018

4

A pesar de la política monetaria menos acomodaticia en los países desarrollados, esperamos que en general las condiciones financieras mundiales permanezcan favorables en 2018, apoyadas por un buen crecimiento y el bajo riesgo de recesión.

América Latina

El ambiente externo favorable ayuda a enfrentar los riesgos políticos domésticos

9

Con la normalización gradual de la política monetaria en los mercados desarrollados, la mayoría de los tipos de cambio en la región se debilitaría moderadamente con relación al dólar en 2018. Los factores internos pueden jugar un papel importante en la trayectoria cambiaria, especialmente en los países donde se celebran elecciones (como Brasil, México y Colombia).

Brasil

La economía mejora en medio de mayores riesgos

11

Elevamos nuestra previsión para el PIB en 2017 a 1,0%, desde 0,8%. Proyectamos una expansión de 3,0% en 2018, pero vemos riesgos bajistas. Recortamos nuestra proyección de inflación este año a 2,8%. En 2018 esperamos que la inflación se sitúe en 3,8%. Esperamos que las tasas de interés permanezcan estables en 2018.

Argentina

Congreso se pone manos a la obra

18

La administración envió un paquete de nuevas leyes al Congreso, destinadas a reducir los déficits fiscales y aumentar la competitividad económica. El Senado ya dio luz verde a algunas de estas iniciativas.

México

Aumentos en las tasas de interés en el horizonte

22

Esperamos una suba en las tasas de interés de 25 pbs en diciembre, que coincida con el movimiento de la Fed. Además, dados los riesgos del TLCAN y las elecciones, creemos que Banxico no querrá desacoplarse de la Fed en el corto plazo, por lo que es probable un aumento adicional de las tasas en el 1S17.

Chile

Carrera presidencial apretada

28

La elección cambiará el panorama político, y las encuestas disponibles muestran una competencia demasiado reñida como para anticipar el vencedor. Mientras tanto, esperamos tasas estables durante la mayor parte de 2018. Sin embargo, baja inflación y preocupación por la solidez de la recuperación económica, significa que no podemos descartar flexibilización monetaria adicional.

Perú

Actividad e inflación en direcciones opuestas

33

Los mayores términos de intercambio y los estímulos macroeconómicos (principalmente fiscal) impulsarían el crecimiento en 2018. La desinflación sigue su curso, liderada por la caída de precios de alimentos. Después de implementar el cuarto recorte de 25 pbs, pensamos que el BCRP permanecerá en compás de espera en 2018.

Colombia

El ciclo de flexibilización monetaria se prolonga

37

Inflación menor de lo esperado y crecimiento decepcionante dan cabida para política monetaria más expansiva. El banco central recortó la tasa referencial más rápido de lo esperado, y es probable que haya nuevos recortes, llevando la TPM a 4%.

Paraguay

Se modera el crecimiento en 2017

41

Ajustamos nuestra proyección de crecimiento a 4% desde 4,5% en nuestro escenario anterior.

Uruguay

La inflación finalizaría el año dentro del rango meta

44

Esperamos que la inflación llegue a 6,5% este año, asumiendo una nueva reducción temporaria de los precios de electricidad.

Commodities

Precios estables en 2018

47

Los precios siguieron al alza impulsados por la energía y los metales. En 2018, esperamos que éstos permanezcan estables, ya que el crecimiento global más firme limita los riesgos negativos, y el crecimiento de China, liderado por el consumo y los servicios, reduce el riesgo de un boom.

Las perspectivas de crecimiento aún son favorables, pero la política monetaria permanece mixta en América Latina

En 2018, a medida que el crecimiento se mantiene por sobre el potencial en los países desarrollados, la brecha de producto se volverá positiva y la inflación comenzaría a normalizarse gradualmente (liderada por los EUA). Como consecuencia, la política monetaria mundial también se volverá menos acomodaticia en 2018. Con la normalización gradual de la política monetaria en los mercados desarrollados, la mayoría de los tipos de cambio en América Latina podrían debilitarse moderadamente con relación al dólar en 2018. Los factores domésticos pueden desempeñar un papel importante en la trayectoria del tipo de cambio, especialmente en los países donde se celebran elecciones (Brasil, México y Colombia). El entorno externo benigno está ayudando a aumentar la actividad en Latinoamérica, y la recuperación está en marcha en la mayoría de los países que analizamos. Pero la política monetaria en la región sigue siendo mixta.

En Brasil, elevamos nuestra proyección para el PIB en 2017 a 1,0%, desde 0,8%, luego de incorporar una revisión en la serie histórica y los resultados del 3T17. Esperamos una expansión de 3,0% en 2018 y 3,7% en 2019, pero vemos riesgos bajistas si la perspectiva para las reformas del sector público cambia. El gobierno introdujo una versión suavizada de la reforma de las pensiones, pero todavía existe incertidumbre en relación a su aprobación en el Congreso, aunque se estaba realizando un último esfuerzo en el momento de la elaboración de este informe. El Comité de Política Monetaria (Copom) redujo la tasa Selic en 50 puntos básicos en diciembre y señaló, con toda claridad, su intención de reducir la Selic en 25 puntos básicos, a 6,75% en su próxima reunión de política, en febrero de 2018. Ahora esperamos que el Copom reduzca la tasa Selic a 6,5%, en dos recortes de 25 puntos básicos, en febrero y marzo. Pero creemos que la ausencia de avance en el ajuste fiscal y en la agenda de reformas haría menos probable el segundo recorte de 25 puntos básicos. Esperamos que las tasas de interés permanezcan estables en 2018, y que los aumentos se produzcan sólo en 2019, llevando la Selic a 8,0%.

En Argentina, la administración envió al Congreso un paquete de nuevas leyes destinadas a reducir el déficit fiscal y aumentar la competitividad económica. El Senado ya dio luz verde a algunas de estas iniciativas. En Chile, las elecciones generales remodelarán el escenario político, y las encuestas disponibles muestran unas elecciones presidenciales muy reñidas y con un resultado aún por definir. Esperamos una tasa de interés de referencia estable en Chile durante la mayor parte de 2018, pero la baja inflación, unida a una cierta preocupación con relación a la debilidad del repunte de la actividad, significa que no podemos descartar una mayor flexibilización. En Colombia, las lecturas de inflación más bajas de lo esperado y un crecimiento decepcionante crean espacio para una política monetaria más expansiva. El banco central colombiano recortó la tasa de política monetaria (TPM) antes de lo esperado, y es probable que se produzcan nuevos recortes en las tasas de interés, llevando la TPM a 4%. En México, esperamos un aumento de 25 puntos básicos en la tasa de interés en diciembre, en línea con el probable movimiento de la Fed. Además, dados los riesgos relacionados con el TLCAN y las elecciones presidenciales, creemos que el banco central de México no querrá desacoplarse de la Fed a corto plazo, por lo que es probable que se produzca un aumento adicional en las tasas de interés en la primera mitad del año. En Perú, los términos de intercambio mayores y los estímulos macroeconómicos (principalmente fiscales, pero también monetarios) impulsarían el crecimiento en 2018. La desinflación sigue su curso, ayudada por la caída de los precios de los alimentos, y luego de que el banco central implementara el cuarto recorte 25 puntos básicos en el ciclo de flexibilización. Esperamos que la autoridad monetaria permanezca sin cambios en 2018.

Los precios de los commodities siguieron aumentando en noviembre, impulsados por los subcomponentes de energía y de metales. En 2018, esperamos que los precios de los commodities permanezcan prácticamente estables, ya que el crecimiento global más sólido limita los riesgos bajistas y el crecimiento de la economía de China, liderado por el consumo y los servicios, frena el riesgo de un boom de los commodities.

Cordialmente,
Mario Mesquita e equipo de macroeconomía

Revisión de Escenario

	Mundo			
	2017		2018	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,8	3,8	3,8	3,8

	Brasil			
	2017		2018	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,0	0,8	3,0	3,0
BRL / USD (dic)	3,25	3,25	3,50	3,50
Tasas de interés (dic) - %	7,00	7,00	6,50	6,50
IPCA - %	2,8	3,3	3,8	3,8

	Argentina			
	2017		2018	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,9	2,9	3,5	3,5
ARS / USD (dic)	17,5	18,0	21,0	21,0
BADLAR (dic) - %	24,00	24,00	22,00	21,00
Tasa repo 7 días (dic) - %	29,75	28,75	24,00	23,00
IPC - %	24,0	23,0	18,0	18,0

	Colombia			
	2017		2018	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,6	1,6	2,5	2,5
COP / USD (dic)	3050	3050	3120	3120
Tasas de interés (dic) - %	4,75	4,75	4,00	4,50
IPC - %	4,1	3,9	3,4	3,4

	Paraguay			
	2017		2018	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	4,0	4,5	4,0	3,5
PYG / USD (dic)	5700	5700	5900	5900
Tasas de interés (dic) - %	5,25	5,25	5,00	5,00
IPC - %	4,5	4,0	4,0	4,0

	América Latina y el Caribe			
	2017		2018	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,2	1,2	2,5	2,5

	México			
	2017		2018	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,1	2,1	2,1	2,1
MXN / USD (dic)	18,50	18,50	18,50	18,50
Tasas de interés (dic) - %	7,25	7,00	7,00	6,50
IPC - %	6,2	5,9	3,3	3,3

	Chile			
	2017		2018	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,5	1,7	2,7	2,7
CLP / USD (dic)	650	650	660	660
Tasas de interés (dic) - %	2,50	2,50	2,75	2,75
CPI - %	2,2	1,8	2,8	2,8

	Perú			
	2017		2018	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,9	2,9	4,2	4,2
PEN / USD (dic)	3,30	3,30	3,35	3,35
Tasas de interés (dic) - %	3,25	3,25	3,25	3,25
IPC - %	1,5	1,8	2,5	2,5

	Uruguay			
	2017		2018	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,0	3,0	3,0	3,0
UGY / USD (dic)	29,50	29,50	31,70	31,70
Tasas de interés (dic) - %	8,00	8,00	9,50	9,50
IPC - %	6,5	6,5	7,5	7,5

Economía global

Crecimiento global sólido y tasas de interés más altas en 2018

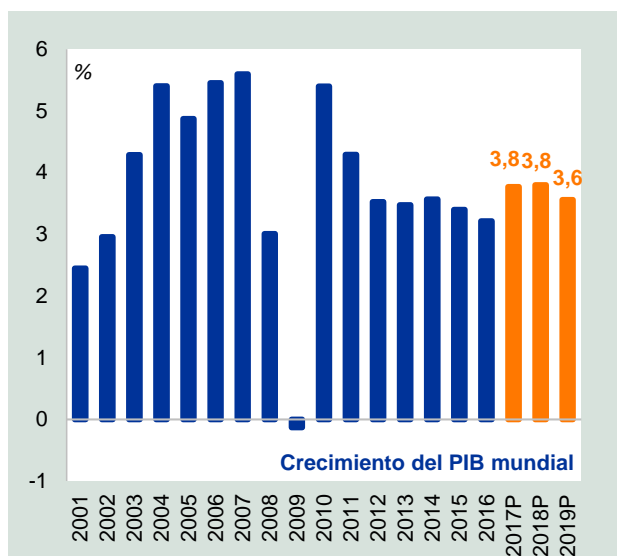
- Esperamos que el crecimiento mundial permanezca en 3,8% en 2018 (al igual que en 2017): la expansión en los países desarrollados se situaría ligeramente por sobre 2,0%, China se desaceleraría a 6,8% y los otros mercados emergentes acelerarían a 4,2%, desde 3,7%
- Como el crecimiento se mantiene por encima del potencial en los países desarrollados, la brecha del producto se volverá positiva y la inflación comenzaría a normalizarse gradualmente (liderada por los EUA).
- La política monetaria mundial también se volverá menos acomodaticia en 2018: esperamos i) tres alzas en las tasas de interés en los EUA, con riesgos equilibrados; ii) el final de la expansión cuantitativa (QE en su sigla en inglés) en la zona del euro (pero la tasa de interés aumentaría sólo en 2019) y iii) en Japón, un aumento de 20 puntos básicos en la meta del Bono del Gobierno Japonés (JGB en su sigla en inglés) a 10 años (aunque sin cambio en su rendimiento a corto plazo).
- En China, vemos un escenario de desaceleración gradual.
- A pesar de la política monetaria menos acomodaticia, esperamos que las condiciones financieras globales en general sigan siendo favorables, sostenidas por un crecimiento sólido y un riesgo de recesión bajo.

El crecimiento global sólido continuará y la inflación empezará a normalizarse

El crecimiento global se mantendría sólido en 2018.

Las condiciones financieras expansivas en las economías avanzadas, la reducción de los riesgos políticos en Europa y las mayores chances de una desaceleración gradual en China están respaldando una recuperación mundial sincronizada. Esperamos que el PIB se sitúe en 3,8% en 2018, la misma expansión prevista en 2017, para luego desacelerarse ligeramente a 3,6% en 2019 (véase gráfico).

Crecimiento global en 3,8% en 2018, y pequeña desaceleración a 3,6% en 2019



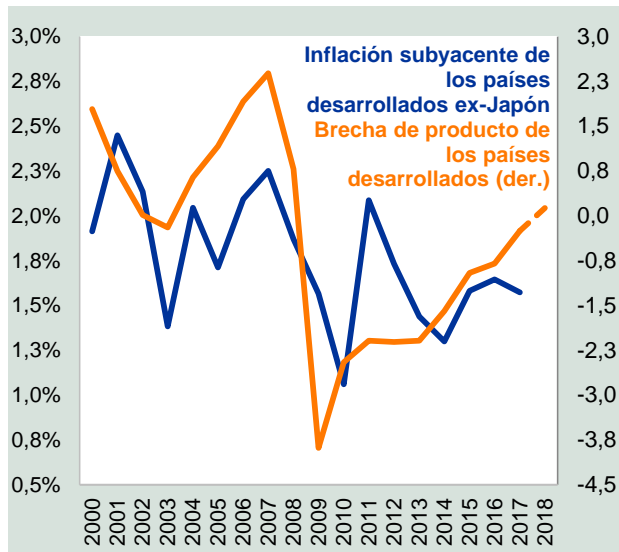
Fuente: FMI, Itaú

Destacamos que el crecimiento se volverá más generalizado en las economías emergentes. Aunque China experimentará una desaceleración moderada en 2018 (véase a continuación), otros países recién están comenzando a recuperarse. Esperamos que el crecimiento en América Latina se acelere a 2,5% en 2018, desde 1,2% en 2017. Los mercados emergentes ex-China experimentarían una aceleración a 4,2%, desde 3,7%.

Teniendo en cuenta el mejor crecimiento, creemos que la inflación global se normalizará gradualmente.

En primer lugar, la brecha de producto en las economías desarrolladas se volvería positiva el próximo año por primera vez desde la crisis financiera de 2008-09. Esto debería elevar la inflación subyacente de las economías desarrolladas (véase gráfico). En segundo lugar, las presiones deflacionarias de China están llegando a su fin. El índice de precios al productor, que había sido negativo en China entre 2012 y 2016 (promedio anual: -2,9%), acaba de estabilizarse en territorio positivo este año (6,5%).

La brecha de producto de las economías desarrolladas apunta a una inflación más alta en 2018



Fuente: FMI, Itaú

EUA – Tres subas en las tasas de interés en 2018, con riesgos equilibrados

Proyectamos una expansión del PIB de 2,4% en 2018, desde 2,3% en 2017, una perspectiva benigna apoyada por un recorte de impuestos modesto (0,6% del PIB), una política monetaria expansiva y unas perspectivas globales positivas. En 2019, el PIB se desacelerará a 2,1% dado el menor estímulo monetario y la brecha de producto positiva.

El crecimiento por encima del potencial debería aumentar gradualmente los salarios y la inflación. La tasa de desempleo caería por debajo de 4% en 2018, impulsando los ingresos promedio por hora a 3,2% en el 4T18, desde 2,7% en el 4T17. En consecuencia, la inflación de los servicios debería elevar el deflactor subyacente del consumo PCE a 2,0% en el 4T18, desde 1,5% en el 4T17.

Esta perspectiva económica es consistente con una suba de las tasas de interés en diciembre y tres alzas adicionales de 25 puntos básicos en 2018. Los mercados continúan incorporando aproximadamente dos subas en las tasas de interés 2018.

Como consecuencia, esperamos que el rendimiento del título del Tesoro de los EUA a 10 años aumente a 2,9% a fines de 2019, desde 2,4% a fines de 2018, lo cual representa 20 puntos básicos por sobre la curva de rendimiento futuro del Tesoro de los EUA.

Otros bancos centrales importantes, como el BCE y el BoJ, deberían seguir los pasos de la Fed. Por lo tanto, el dólar se mantendría prácticamente estable en relación a las monedas de los mercados desarrollados, aunque en el caso de Japón, las autoridades probablemente cambiarán la tasa más a largo plazo en lugar de la corta, que solía ser clave para la postura de la política monetaria.

Vemos riesgos equilibrados a nuestra proyección para las tasas de interés de la Fed en 2018.

Una respuesta no lineal de los salarios al desempleo por debajo del 4%, o un repunte de la productividad podrían requerir una cuarta suba en 2018. El primer supuesto sería negativo para los activos de riesgo, ya que la Fed tendría que desacelerar la economía. Pero el segundo sería positivo, ya que las subas más rápidas de las tasas sólo se producirían si el crecimiento global está mejorando aún más.

Por otro lado, las expectativas de inflación persistentemente bajas podrían seguir siendo un lastre para la inflación y podrían llevar a la Fed a aumentar las tasas de interés únicamente dos veces en 2018. En este escenario, la tasa de desempleo no alcanzaría el nivel neutral, pero la Fed usaría esto para tratar de impulsar las expectativas de inflación. Cabe destacar que este escenario podría ocurrir incluso sin una inflación por debajo de lo esperado, ya que la Fed podría adoptar, por ejemplo, un marco de metas de nivel de precios para prepararse para la próxima recesión: este es un debate en curso entre los participantes del FOMC.

Europa – El BCE concluiría la expansión Cuantitativa (QE) en septiembre de 2018, pero no elevaría las tasas de interés hasta 2019

El PIB de la zona euro creció 0,6% trimestral en el 3T17 y mantiene un ritmo de crecimiento sólido. Una política monetaria flexible, políticas fiscales más expansivas, señales provisionales de reformas estructurales, así como una reducción del riesgo político están impulsando el crecimiento de la región.

Esperamos que el PIB de la zona del euro crezca 2,3%, 2,1% y 2,1% en 2017, 2018 y 2019, respectivamente.

Dadas las mejores perspectivas económicas, el BCE terminaría sus compras de activos en 2018, pero aumentaría las tasas de interés únicamente en 2019.

Creemos que un mayor crecimiento justificará el fin de la expansión cuantitativa. Sin embargo, será necesario un aumento más sostenido de la inflación (la inflación subyacente se encuentra actualmente en 0,9%) antes de que el banco central eleve las tasas de interés.

Los riesgos políticos parecen equilibrados. Parece poco probable que las elecciones regionales en Cataluña el 21 de diciembre reaviven su declaración de independencia unilateral. Las negociaciones del Brexit entre la UE y el Reino Unido podrían avanzar el próximo año. Las elecciones en Italia son un importante riesgo bajista, mientras que las renovadas chances de la Gran Coalición (pro europea) en Alemania podría impulsar la agenda de Macron a favor de la UE y, por lo tanto, ser positivo para la región.

Japón – El BoJ seguiría los pasos de la Fed y del BCE y ajustaría la política monetaria en 2018

Creemos que el Banco de Japón aumentará la meta del Bono de Gobierno Japonés (JGB en su sigla en inglés) a 10 años a 0,2% (desde 0,0%) en el 2S18 sin dañar las perspectivas positivas de crecimiento y la inflación.

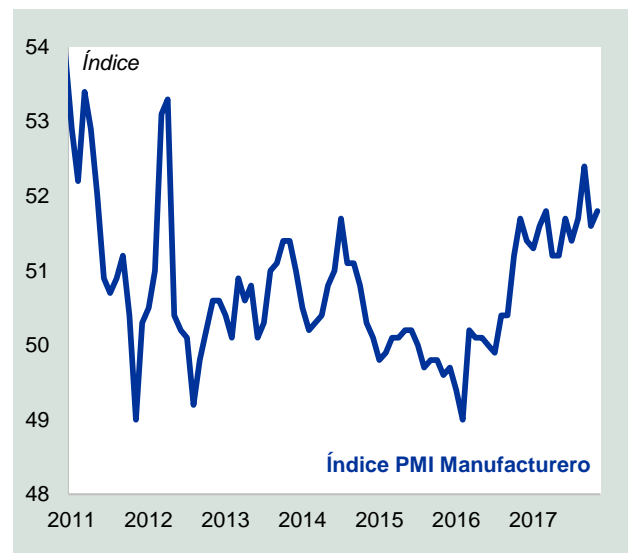
Dadas las actuales condiciones financieras y una perspectiva global positiva, esperamos que la expansión del PIB de Japón alcance 1,4% en 2018. Esto seguiría a la expansión de 1,8% en 2017 y mantendría el crecimiento por sobre el nivel potencial del país. La tasa de desempleo caería a 2,5% en el 4T18, desde 2,8% en el 4T17, elevando los salarios y el IPC subyacente (excluyendo alimentos y energía) a 1,0% en el 4T18, desde 0,2% en el 4T17.

Un aumento en la inflación subyacente podría impulsar las expectativas de inflación y permitir un aumento en la meta de rendimiento a 10 años. El banco central indicó su objetivo de mantener los rendimientos reales a 10 años en aproximadamente -1,0%. A medida que mejora la inflación, es probable que el BoJ ajuste su meta de rendimiento a 10 años. Dentro del contexto de subas de las tasas de interés por parte de la Fed y la finalización de la expansión cuantitativa (QE) por parte del BCE, el aumento del BoJ no causaría una apreciación del yen. Por lo tanto, el BoJ sólo trataría de evitar que las condiciones financieras japonesas se flexibilizasen aún más a medida que la recuperación económica acerca la economía japonesa a sus objetivos monetarios.

China – Escenario de desaceleración gradual

La actividad económica en China continuó moderándose. En octubre, la producción industrial disminuyó 0,4 puntos porcentuales, a 6,2% interanual, mientras que la inversión fija en lo que va de año se situó en 7,3% interanual y el crecimiento de las ventas minoristas se desaceleró a 10% interanual. En lo que respecta a los datos inmobiliarios, tanto las ventas de viviendas como las nuevas construcciones continuaron desacelerándose en el mes. En noviembre, el PMI manufacturero aumentó a 51,8, y permanece en un buen intervalo y apunta a una actividad económica estable.

El PMI apunta a una actividad estable en China



Fuente: Haver, Itaú

Esperamos que el PIB se modere en 2018, en línea con un escenario de desaceleración gradual. En primer lugar, la economía se está desacelerando a partir de una posición sólida en el ciclo. En segundo lugar, la desaceleración deriva de una política económica más estricta, que puede ajustarse para suavizar el proceso. En tercer lugar, la ratio crédito/PIB continúa en un nivel alto, pero comenzó recientemente a estabilizarse debido a las regulaciones financieras más rígidas centradas en el segmento de productos crediticios "alternativos". Además, el problema de la deuda se concentra en las empresas públicas (EP) y el gobierno ha señalado su intención de centrarse en el desapalancamiento de las EP. En cuarto lugar, el crecimiento económico chino ahora está más impulsado por el consumo/servicios y menos dependiente de la

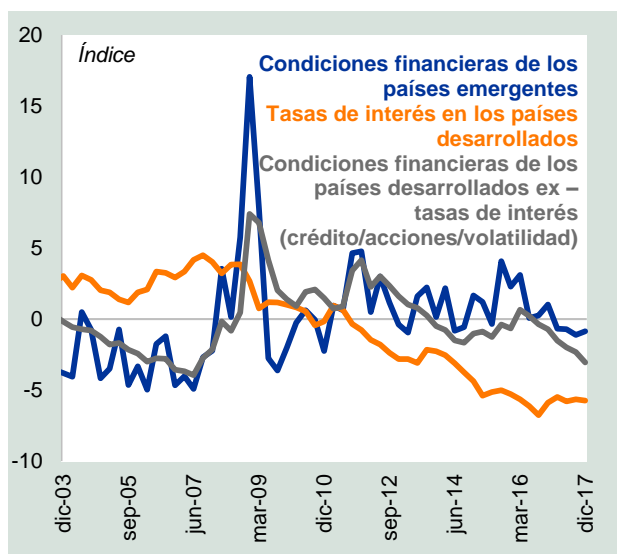
inversión. Por último, el sector de la vivienda está más equilibrado, y las existencias continuaron su tendencia decreciente.

Mantuvimos las proyecciones de crecimiento en 6,8% en 2017 y 6,3% en 2018. En 2019, esperamos que el crecimiento se modere aún más, a 5,9%.

Mercados Emergentes – Las condiciones financieras globales favorables ayudan a los mercados emergentes

Es probable que las condiciones financieras globales más relevantes para los mercados emergentes continúen expansivas. A través de un método estadístico (análisis de componente principal), calculamos indicadores que resumen las condiciones financieras para las economías desarrolladas (ED) y las economías emergentes (EE). Para las primeras obtuvimos dos factores: uno, que resume los rendimientos de los títulos soberanos (que dependen principalmente de la política monetaria) y otro, relacionado con las condiciones de crédito, volatilidad y el mercado de acciones. Llegamos a la conclusión de que las condiciones financieras más importantes para el crecimiento en los mercados emergentes están relacionadas principalmente con este segundo factor, que rastrea las condiciones de equidad, crédito y volatilidad de las economías desarrolladas y permanece bien comportado (véase gráfico), reflejando un mejor crecimiento global y el alza de precios de los commodities.

Las condiciones financieras globales continúan favorables para los mercados emergentes



Fuente: Bloomberg, Itaú

Commodities – Precios estables en 2018

El Índice de Commodities Itaú (ICI) aumentó 2,1% desde octubre, impulsado por los subcomponentes de metales y de energía. Los precios de los commodities han aumentado 2,7% en lo que va de año

Esperamos que los precios de los commodities permanezcan prácticamente estables en 2018. Un crecimiento global más firme limita los riesgos bajistas para los precios de los commodities, incluso con una desaceleración en China. Sin embargo, el crecimiento de la economía china está ahora más impulsado por el consumo/servicios y menos dependiente de la inversión, lo cual limita el riesgo de un *boom* de los commodities.

Los precios de la energía subieron 2,6% en noviembre, pero esperamos una corrección a partir de las máximas recientes. El petróleo siguió al alza en noviembre, gracias a la reducción de las existencias y al acuerdo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de extender los recortes de producción hasta finales de 2018. Sin embargo, el precio del barril por encima de los 50 dólares en los meses recientes comienza a estimular las inversiones en la producción de petróleo de esquisto en los EUA. Calculamos que la cotización del WTI en un rango entre 45 y 50 dólares/barril puede estabilizar el número de plataformas en operación en los EUA y ayudar a equilibrar el mercado el año que viene. Para 2018, mantenemos nuestras proyecciones para el petróleo WTI y el Brent en 45 dólares/barril y 47 dólares/barril, respectivamente.

Precios estables para los metales en 2018. El subíndice de metales ICI aumentó 3,2% en el último mes, debido al robusto desempeño del mineral de hierro. En 2018, esperamos que los precios de los metales se acerquen a los niveles observados a fines de 2017. Proyectamos la cotización del cobre en 6.200 dólares/tonelada y la del mineral de hierro en 57 dólares/tonelada a fines del próximo año.

El ICI Agrícola se mantuvo prácticamente estable en noviembre, ya que los aumentos en los precios de la soja y del azúcar fueron contrarrestados por las caídas en los precios de los otros commodities agrícolas.

Para 2018, esperamos un escenario de estabilidad para los precios agrícolas. Sin embargo, los riesgos asociados a La Niña en las regiones de siembra en Argentina y en el sur de Brasil se han intensificado, lo que aumenta las posibilidades de pérdidas en los cultivos de cereales

Proyecciones: Economía global

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Economía mundial								
Crecimiento del PIB Mundial - %	3,5	3,5	3,6	3,4	3,2	3,8	3,8	3,6
EUA - %	2,2	1,7	2,6	2,9	1,5	2,3	2,4	2,1
Zona del Euro - %	-0,8	-0,2	1,4	2,0	1,8	2,3	2,1	2,1
Japón - %	1,5	2,0	0,0	1,4	0,9	1,8	1,4	1,1
China - %	8,0	7,9	7,2	6,8	6,7	6,8	6,3	5,9
Tasas de interés y monedas								
Fed fondos - %	0,2	0,1	0,1	0,2	0,7	1,4	2,2	2,8
USD/EUR - final del período	1,32	1,37	1,21	1,09	1,05	1,20	1,20	1,25
YEN/USD - final del período	86,3	105,4	119,8	120,4	117,0	112,0	115,0	110,0
Índice DXY (*)	79,8	80,0	90,3	98,7	102,2	92,8	92,7	89,8
Commodities								
Índice CRB - a/a - %	0,8	-5,2	-2,9	-15,1	12,0	-2,2	1,3	1,0
Índice CRB - var. media anual - %	-9,5	-3,1	1,1	-14,0	-1,3	6,4	-2,9	1,1
Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - %	3,5	-6,1	-27,5	-28,4	27,5	-4,8	-1,6	0,8
Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - %	-7,9	-3,7	-10,2	-32,7	-6,4	12,5	-4,2	-0,1
Metales - var. media anual - %	-19,4	-1,2	-14,9	-29,7	-2,6	24,2	-3,3	-1,6
Energía - var. media anual - %	-2,4	0,9	-5,2	-44,7	-14,5	19,8	-10,5	-4,5
Agrícolas - var. media anual - %	-5,2	-11,5	-13,6	-16,0	-0,4	-1,5	1,8	5,3

Fuente: FMI, Bloomberg, Itaú

* El DXY es un índice para el valor internacional del dólar americano, que mide su desempeño en relación a una cesta de monedas incluyendo: euro, yen, libra, dólar canadiense, franco suizo y corona sueca.

América Latina

Ambiente externo favorable ayuda a enfrentar los riesgos políticos domésticos

- *Dada la normalización gradual de la política monetaria en los mercados desarrollados, la mayoría de los tipos de cambio en la región se debilitaría moderadamente con relación al dólar en 2018. Los factores domésticos pueden desempeñar un papel importante en la trayectoria del tipo de cambio, especialmente en los países donde se celebran elecciones (como Brasil, México y Colombia).*
- *El entorno externo benigno está ayudando a aumentar la actividad en la región, y observamos una recuperación en la mayoría de los países que analizamos. Esperamos tasas de crecimiento mayores en 2018 (con relación a 2017) en Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. México probablemente crecerá al mismo ritmo que el proyectado para este año.*
- *La política monetaria en la región permanece mixta. Es probable que Argentina y México ajusten todavía más la política monetaria, mientras que los recortes adicionales en Brasil y Colombia son probables. En Chile y Perú, los bancos centrales aún mantienen un sesgo de flexibilización, pero en nuestro escenario base son poco probables los recortes en las tasas de interés.*

El contexto global positivo -incluidas las tasas de crecimiento sólidas y las bajas tasas de interés en los mercados desarrollados- continuó beneficiando a las monedas de América Latina en noviembre. El peso mexicano tuvo un desempeño superior al de sus pares este mes, ya que la última ronda de renegociación del TLCAN concluyó en un tono más positivo. Por otro lado, el peso chileno se debilitó con relación al dólar, en parte debido a una caída en los precios del cobre (a niveles aún altos) y en parte por el desempeño peor de lo esperado del candidato Sebastián Piñera en la primera vuelta de las elecciones presidenciales. Aun así, la evolución reciente de estas dos monedas no debe interpretarse como el comienzo de una tendencia. En México, las perspectivas para el TLCAN permanecen poco claras, ya que aún no se ha alcanzado un acuerdo en los asuntos más espinosos y el candidato *anti-establishment* López Obrador continúa liderando la carrera presidencial. Mientras tanto, en Chile, los sólidos fundamentos macroeconómicos y la composición del nuevo congreso (el cual es más probable que respalde propuestas moderadas) evitan una fuerte depreciación del tipo de cambio.

Con una normalización gradual de la política monetaria en los mercados desarrollados, la mayoría de los tipos de cambio en la región se debilitaría moderadamente con relación al dólar en 2018. Aun así, los factores internos pueden desempeñar un papel importante en la trayectoria cambiaria, especialmente en los países donde se celebran elecciones (Brasil, México y Colombia). En Argentina, la evolución de la agenda de reformas y una política monetaria restrictiva respaldan al peso, pero en

nuestra opinión, el elevado (y creciente) déficit de cuenta corriente limita el espacio para aumentos adicionales significativos del tipo de cambio real.

El ambiente externo benigno está beneficiando la actividad en la región, y observamos una recuperación en la mayoría de los países que analizamos. En Argentina, el crecimiento de la actividad sigue ganando impulso, y la recuperación es más generalizada. En Brasil, el PIB del 3T17 se expandió al ritmo débil de 0,1%, pero su desglose es alentador porque muestra una fuerte expansión del consumo y de la inversión fija bruta. Por otro lado, en México, la economía se debilitó en el 3T17, pero esto se debió principalmente al impacto de los desastres naturales. Mirando a futuro, la solidez de la economía de los EUA y un mercado laboral floreciente mantendrían el crecimiento económico de México en torno a la tendencia, ya que estos factores compensan la influencia negativa sobre la inversión ejercida por la incertidumbre en relación al TLCAN y la política interna.

En general, esperamos mayores tasas de crecimiento en 2018 (en relación a 2017) en Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. México probablemente crecerá al mismo ritmo proyectado para este año. Como en el caso de las proyecciones para el tipo de cambio, resaltamos que las elecciones y el debate sobre las reformas son una fuente de riesgo a nuestras proyecciones de crecimiento en Brasil, Chile, Colombia y México

La política monetaria en la región sigue siendo mixta. Los países donde la inflación se sitúa por sobre el rango de tolerancia de la meta ajustarían aún más la

política monetaria. El banco central de Argentina aumentó recientemente su tasa de política monetaria en 250 puntos básicos, y esperamos subas adicionales en las tasas (de 100 puntos básicos) antes de fines de año, ya que las expectativas de inflación continúan aumentando en la época previa al momento clave de negociación salarial. En México, en una base secuencial (y desestacionalizada), la inflación ya ha disminuido considerablemente, pero está cayendo a un ritmo más lento de lo esperado. Además, como el banco central de México está enfrentando las incertidumbres en relación al NAFTA y a las elecciones presidenciales, la autoridad monetaria no parece estar dispuesta a desacoplarse de la Fed, por lo que esperamos un alza de 25 puntos básicos en diciembre, igualando el movimiento de la Reserva Federal. También es probable otra suba adicional de 25 puntos básicos a principios de 2018, junto con la Fed. Mientras tanto, como el crecimiento está decepcionando y la inflación está teniendo un desempeño mejor de lo esperado, el banco central colombiano continúa recortando las tasas de interés, y esperamos tres recortes adicionales de 25 puntos básicos en la TPM. Al fin y al cabo, el elevado déficit de cuenta corriente unido a la normalización de la política monetaria en los EUA está demostrando no ser una limitación muy importante para una mayor flexibilización monetaria en Colombia. En Brasil,

esperamos que el ciclo de flexibilización termine a principios de año con sendos recortes de 25 puntos básicos en las tasas de interés en las reuniones de febrero y marzo, llevando la tasa Selic a un mínimo histórico de 6,5%. Dada la importante brecha de producto, no esperamos aumentos en las tasas de interés antes de 2019. Evidentemente, las perspectivas de las reformas fiscales serán clave para la política monetaria en los próximos años. En Chile, el banco central mantiene un sesgo de flexibilización, pero la orientación debe interpretarse como un seguro contra las desviaciones de la actividad o la inflación con relación al escenario base. En este contexto, no esperamos recortes en la TPM en Chile. Sin embargo, debido a que creemos que el ruido que rodea a las elecciones puede penalizar más la confianza/el crecimiento que el tipo de cambio/la inflación, no podemos descartar una mayor flexibilización. Por último, en Perú, el banco central habría finalizado su ciclo de flexibilización en noviembre. Como la actividad está ganando impulso, no esperamos estímulos adicionales, pero, al igual que en Chile, las recientes lecturas benignas de la inflación permiten al banco central reaccionar si el crecimiento decepciona. De hecho, el Banco Central de Reserva del Perú todavía mantiene un sesgo de flexibilización.

Brasil

La economía mejora en medio de riesgos mayores

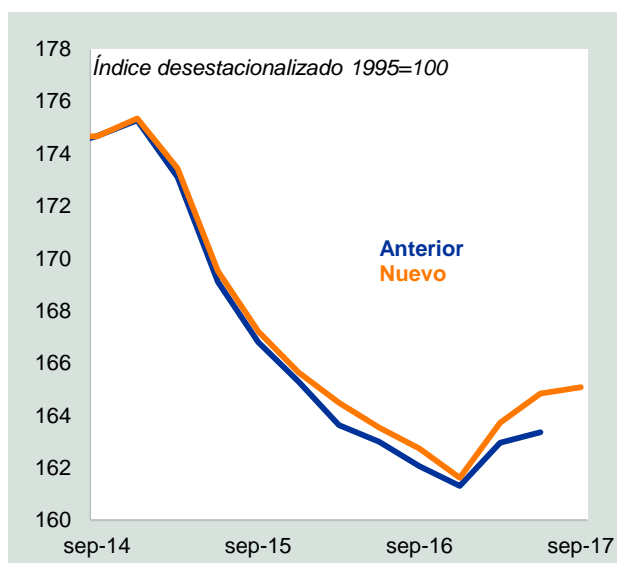
- *Aumentamos nuestra proyección para el PIB en 2017 a 1,0%, desde 0,8%, luego de incorporar la revisión en la serie histórica y los resultados del 3T17. Proyectamos una expansión de 3,0% en 2018 y 3,7% en 2019, pero vemos riesgos bajistas si cambia la perspectiva de las cuentas públicas.*
- *El gobierno introdujo una versión suavizada de la reforma de las pensiones, pero continúa la incertidumbre con respecto a su aprobación en el Congreso.*
- *Recortamos nuestra proyección para la inflación este año a 2,8% y mantuvimos nuestra previsión para 2018 en 3,8%. Nuestra proyección para el índice de precios al consumidor IPCA en 2019 se sitúa en 4,0%.*
- *Nuestras proyecciones a fines de año para el tipo de cambio permanecen inalteradas, en 3,25 reales por dólar en 2017, 3,50 en 2018 y 3,60 en 2019.*
- *Luego de recortar la tasa Selic en 50 puntos básicos a principios de diciembre, el Comité de Política Monetaria (Copom) reducirá aún más el ritmo de flexibilización, a 25 puntos básicos, en su próxima reunión en febrero de 2018. No esperamos subas en las tasas de interés en 2018, y el aumento vendría sólo en 2019, cuando la Selic alcanzaría 8,0%.*

Actividad: La revisión de la trayectoria y una demanda sólida en el 3T17 mejoran la perspectiva del PIB

La trayectoria real del PIB desde 2015 fue revisada al alza. La oficina del censo IBGE, incorporó las cuentas anuales de 2015 en su revisión regular, elevando el crecimiento real del PIB a -3,5%, desde -3,8% en 2015, y a -3,5% desde -3,6% en 2016. Las cifras para el 1S17 también mejoraron (influidas por ajustes en el PIB bruto, así como los cambios estacionales), ya que las tasas de crecimiento fueron revisadas a 1,3%, desde 1,0% en el 1T17 y a 0,7%, desde 0,2% en el 2T17.

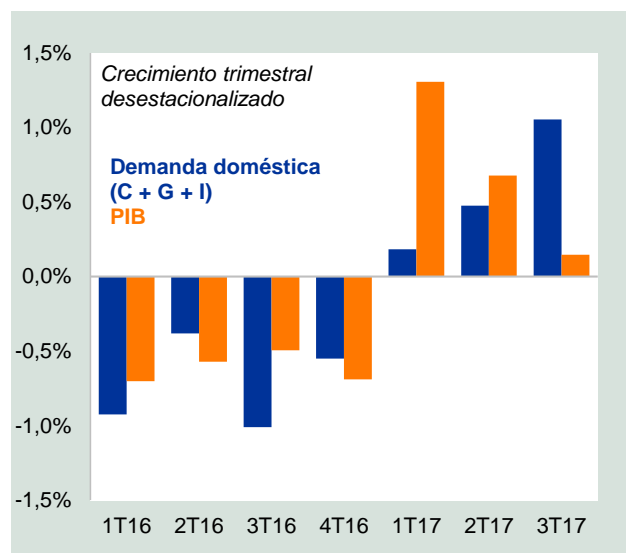
El PIB se desacelera en el 3T17, pero la demanda interna muestra un crecimiento robusto. En el 3T17, el PIB aumentó 0,1% trimestral y ajustado por estacionalidad, en línea con nuestra proyección. A pesar del débil resultado, el desglose reflejó un repunte de la demanda interna (véase gráfico). El gasto de los hogares aumentó 1,2%, creciendo a pesar del final de las retiradas de las cuentas inactivas del programa de protección laboral FGTS. La formación bruta de capital fijo aumentó 1,6%, luego de 15 trimestres de contracción.

La trayectoria del PIB fue revisada al alza



Fuente: IBGE e Itaú

Demanda doméstica robusta en el 3T17



Fuente: IBGE e Itaú

Proyectamos un crecimiento de 0,2%, trimestral y ajustado por estacionalidad, para el PIB en el 4T17 (2,3% anual). Nuestra estimación se basa en los fundamentos, los niveles de confianza más altos (lo que sugiere un crecimiento ligeramente más sólido) y los indicadores coincidentes (que señalan una evolución ligeramente más débil).

Después de incorporar las cifras revisadas y ajustar nuestras perspectivas para el 4T17, elevamos nuestra proyección para el PIB en 2017 a 1,0%, desde 0,8%.

Nuestra proyección para 2018 se sitúa en 3,0%, pero los riesgos están inclinados a la baja. En primer lugar, la información preliminar sobre las condiciones específicas de la oferta (menor PIB agrícola y posiblemente una utilización más intensa de las centrales térmicas) representa un riesgo bajista para el escenario. En segundo lugar, una mayor incertidumbre con relación a las reformas y/o una peor liquidez para los mercados emergentes podría desencadenar un deterioro de las condiciones financieras, lo que perjudicaría la actividad.

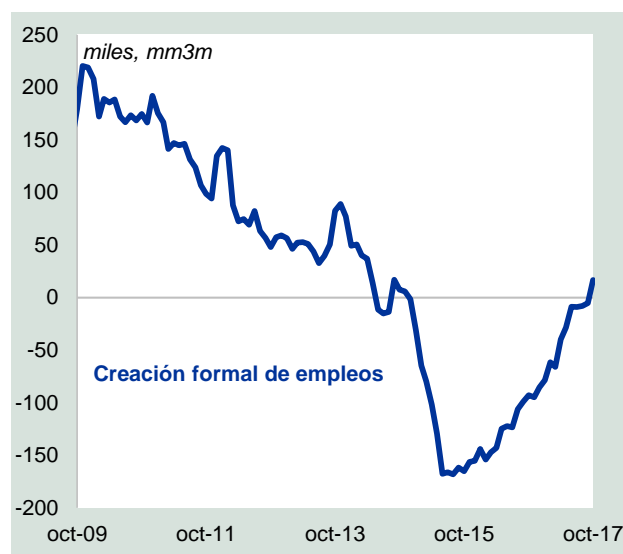
En 2019, el mantenimiento de las condiciones financieras y un mejor arrastre estadístico impulsarían el crecimiento a 3,7%.

Estas proyecciones tienen en cuenta la continuidad de la agenda de reformas. Si este proceso se interrumpe o revierte, la recuperación podría verse comprometida, especialmente si la reducción de los estímulos monetarios globales se vuelve más acentuada.

La recuperación gradual en el mercado laboral continúa. En octubre, se crearon 76.600 empleos formales (según el registro CAGED del Ministerio de Trabajo). El promedio móvil ajustado estacionalmente mejoró a 17.000 desde -5.000, y está mejorando gradualmente desde el 2T16. La encuesta nacional de hogares PNAD Continua muestra que el desempleo viene retrocediendo desde marzo.

Esperamos que la tasa de desempleo ajustada estacionalmente disminuya a 11,8% a fines de 2018 y a 10,9% en 2019, desde 12,5% en el trimestre que concluyó en octubre. En nuestra opinión, la caída del desempleo estará impulsada cada vez más por los empleos formales en lugar de las colocaciones informales.

Recuperación gradual lleva a una mejora en el mercado laboral



Fuente: Caged, Itaú

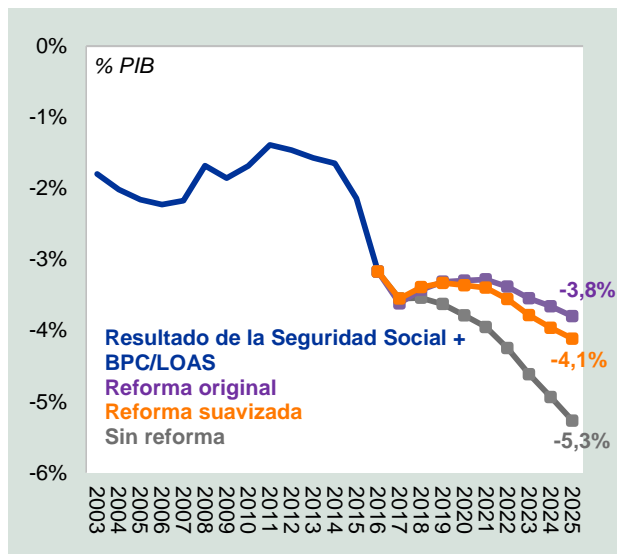
Por lo tanto, el desempleo se mantendrá por sobre su nivel neutral (que estimamos en 10%, pero podría retroceder a niveles más bajos debido a la reforma laboral; véase [Macro Visión – Reforma Laboral: potenciales impactos](#)) al menos hasta fines de 2019. Por lo tanto, no anticipamos presiones inflacionarias derivadas del mercado laboral durante este período.

La reforma de las pensiones regresa a la mesa de debate, pero aún existe incertidumbre sobre su aprobación en el congreso

El gobierno introdujo una versión suavizada de la reforma de las pensiones. La nueva versión se centra en establecer una edad mínima de jubilación de 65 años para los hombres y de 62 para las mujeres, manteniendo una regla de transición de 20 años de las normas actuales, además de la equiparación de las normas para los empleados del sector público y privado.

Según nuestros cálculos, la reforma suavizada tendría un impacto del 60%, comparado a la propuesta original del gobierno: 1,20 puntos porcentuales del PIB en 2025 en las pensiones del sector privado (véase gráfico), y 0,20 puntos porcentuales del PIB en las pensiones del sector público.

Reforma de la seguridad social suavizada: impacto de 1,20 puntos porcentuales en el PIB en 2025



Fuente: Tesoro Nacional, Itaú

Sin embargo, todavía permanece la incertidumbre con respecto a su aprobación en el Congreso. Sin una reforma, es menos probable que el gobierno cumpla su límite de gasto constitucional después de 2019, influyendo negativamente en el retorno gradual a una situación de superávits presupuestarios primarios compatible con la estabilización de la deuda pública. Si la deuda pública permanece en su insostenible trayectoria actual, aumenta la incertidumbre sobre la consistencia de la recuperación económica y el mantenimiento de las tasas de interés en niveles históricamente bajos.

En 2017, proyectamos un déficit presupuestario primario de 2,3% del PIB (-150.000 millones de reales), en comparación con la meta de -163.000 millones de reales (-2,5% del PIB). Dadas las sorpresas positivas en términos de ingresos extraordinarios y recurrentes, gastos obligatorios menores a los esperados y los mejores resultados de los estados y municipios, el gobierno alcanzaría un resultado primario ligeramente mejor que la meta establecida para el sector público consolidado, incluso si revierte los 20.000 millones de reales congelados de gastos anunciados a lo largo del año.

En 2018, esperamos un déficit de 2,1% del PIB (-150.000 millones de reales), en comparación con la meta de -161.000 millones de reales (-2,3% del PIB). Como el gasto está establecido exactamente en su límite del gasto constitucional, las sorpresas positivas en términos de ingresos, como un mejor

crecimiento económico mejor de lo proyectado en el presupuesto (nuestra proyección es 3,0%, mientras que la del gobierno se encuentra en 2,0%), o una evolución más rápida en las ventas de activos representaría superar la meta. Por otro lado, los riesgos de incumplimiento implican no compensar la pérdida de al menos 20.000 millones de reales luego de la decisión judicial que retiró el impuesto ICMS de la base del PIS/Cofins y el rechazo de medidas de ajuste enviadas al Congreso, como el gravamen de los fondos de capital fijo y el retraso en el ajuste salarial para los servidores públicos.

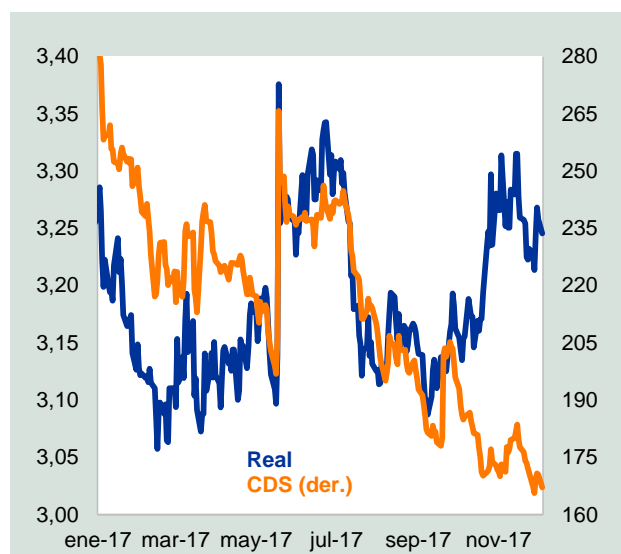
Para 2019, nuestra proyección para el déficit primario es -1,0% del PIB (-80.000 millones de reales). El cumplimiento del límite de gasto en 2019 requiere un ajuste de aproximadamente 30.000 millones de reales, que en nuestra opinión se ejecutará a través de reducciones adicionales en el gasto discrecional y una reversión de las exenciones de impuestos sobre la nómina.

El real se depreció a raíz de la incertidumbre sobre la reforma de la seguridad social

El real se depreció de nuevo en noviembre en medio a la incertidumbre que rodea la reforma de las pensiones. La incertidumbre política en torno a la votación de la reforma permaneció elevada y ejerció presión sobre el tipo de cambio a lo largo del mes, alcanzando su cotización más baja con relación al dólar desde junio. Sin embargo, la moneda permanece dentro de un rango estrecho (entre 3,20 y 3,30 reales por dólar), al igual que la prima de riesgo país, que permaneció bien comportada, en torno a 175 puntos básicos.

Nuestra proyección a fines de año para el tipo de cambio permanece inalterada, en 3,25 reales por dólar, para luego depreciarse a 3,50 en 2018 y 3,60 en 2019. El aumento en las tasas de interés en los EUA (aunque sea gradual) y las condiciones financieras más restrictivas reducirían el apetito de riesgo global, apoyando un tipo de cambio más débil en los próximos años. Las incertidumbres domésticas que rodean los ajustes y las reformas tienden a persistir.

El real y el CDS permanecen en un intervalo angosto en noviembre



Fuente: Bloomberg, Itaú

El mayor riesgo para nuestra proyección es el progreso de la agenda de reformas, particularmente el ajuste en las cuentas públicas. Si la agenda avanza más rápidamente o con mayor profundidad de lo que anticipamos, habría una rápida apreciación del real brasileño. Por otro lado, una reversión puede desencadenar una tendencia de depreciación.

El amplio superávit comercial ha ayudado a mantener bajos los déficits de cuenta corriente. La media móvil trimestral anualizada ajustada por estacionalidad para el déficit retrocedió nuevamente, a 4.500 millones de dólares en octubre. La recuperación de la demanda interna y los precios más bajos (promedio) de los principales commodities exportados por Brasil producirían lecturas más débiles el próximo año. En lo que respecta al financiamiento, la inversión directa en el país permanece sólida, oscilando entre 80.000 y 85.000 millones de dólares desde el comienzo del año y cubriendo el déficit de cuenta corriente varias veces. Mientras tanto, los flujos de capital volátiles (es decir, los flujos de cartera) permanecen negativos en el acumulado de 12 meses, aunque el flujo de las salidas es ahora sustancialmente menor.

Para los próximos años, mantenemos nuestra expectativa de un aumento gradual en el déficit de cuenta corriente, pero no hasta el punto de comprometer la sostenibilidad externa de Brasil. Estimamos superávits comerciales de 65.000 millones de dólares en 2017, de 55.000 millones de dólares en 2018 (50.000 millones de dólares anteriormente, luego de incorporar una revisión en las cantidades exportadas

e importadas) y de 50.000 millones de dólares en 2019. Nuestras estimaciones para el déficit de cuenta corriente se encuentran en 15.000 millones de dólares en 2017, 34.000 millones de dólares en 2018 y 46.000 millones de dólares en 2019.

Redujimos la proyección de inflación de este año a 2,8%, y la mantuvimos en 3,8% para 2018

Redujimos nuestra previsión para el índice de precios al consumidor IPCA en 2017 a 2,8%, ligeramente por debajo del límite inferior del intervalo de la meta de inflación (3,0%). La proyección fue revisada (3,3% en el informe anterior) debido a las recientes lecturas, inferiores a lo esperado, de los alimentos y servicios, así como también a la definición del sistema de bandera roja para los precios de la electricidad en el Nivel 1 en diciembre (habíamos incorporado el Nivel 2). Por lo tanto, el cargo adicional en las facturas de electricidad en diciembre será de 3,00 reales por 100 kWh de uso mensual en lugar de 5,00 reales (impacto de -0,14 puntos porcentuales en el IPCA).

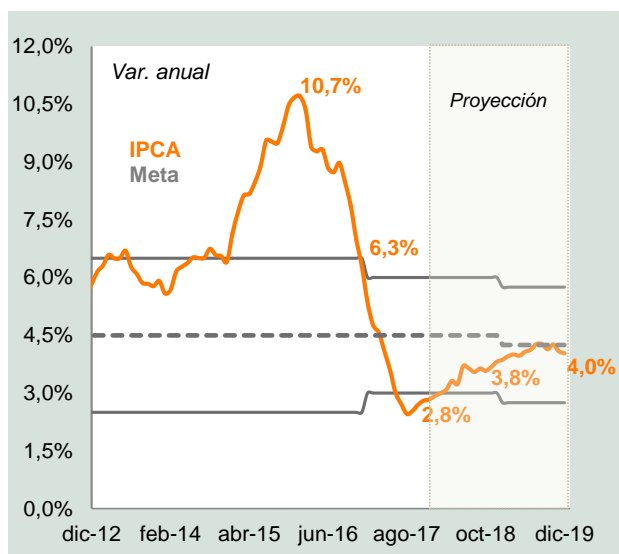
Si desglosamos el índice, esperamos una suba de 1,2% en los precios libres (1,7% en el informe anterior) y un aumento de 7,9% en los precios regulados (8,4% en el informe anterior). Entre los precios libres, anticipamos una deflación de 5,0% para alimentación en domicilio, después de un aumento de 9,4% el año pasado, contribuyendo en 2,4 puntos porcentuales a la caída de la inflación anual. Las cosechas abundantes, gracias al clima favorable en Brasil y en otros importantes productores mundiales, han provocado una disminución significativa en los precios al productor desde septiembre de 2016, con un impacto favorable en los precios minoristas de los alimentos. Esperamos un aumento de 1,0% en los precios industriales (4,8% en 2016). Proyectamos un aumento de 4,4% en los precios de los servicios este año (6,5% en 2016). La caída en la inflación de los precios industriales y de los servicios -que son más sensibles al ciclo económico (brecha del producto) - proporcionará un alivio de 1,7 puntos porcentuales a la inflación general este año. En lo que respecta a los precios regulados, el aumento estimado de 7,9% (5,5% el año pasado) proporcionará una contribución adicional de 0,6 puntos porcentuales a la inflación de 2017. Si desglosamos nuestra proyección, tenemos las siguientes previsiones para los principales componentes: deflación de 5,4% para el servicio telefonía fija, aumento de 4,0% en las

tarifas del transporte colectivo urbano, incremento de 4,4% en los medicamentos, suba de 9,6% en la gasolina, y de 10,3% para tarifas de electricidad, aumento de 10,4% para el agua y las tarifas de alcantarillado, de 13,5% para las primas de seguro de salud e incremento de 17,5% para el gas de cocina embotellado. En lo que respecta a la gasolina, alrededor de 8,0 puntos porcentuales del resultado anual será impulsado por subas de impuestos (PIS / Cofins). En cuanto a la electricidad, 6,0 puntos porcentuales del aumento estimado vendrán del cargo adicional bajo el sistema de bandera tarifaria, debido al uso más intenso de las centrales térmicas.

Nuestra proyección de inflación en 2018 se mantiene en 3,8%. Si desglosamos el índice, esperamos una suba de 3,4% en los precios libres y de 5,1% en los precios regulados. Nuestra proyección de inflación por debajo de la meta el próximo año estará impulsada por una menor inercia de la inflación pasada, las expectativas de inflación ancladas y una brecha de producto negativa. En cuanto a los precios libres, esperamos una reversión de la caída de los precios de los alimentos (dada la baja base de comparación y las condiciones climáticas menos favorables que en 2017), un aumento más rápido en los precios industriales luego del bajo resultado esperado para 2017 y una nueva caída en la inflación de servicios debido a la menor inercia.

Nuestra proyección para 2019 sitúa el IPCA alrededor de 4,0%, y los precios libres avanzarían 3,9% y los precios regulados subirían 4,3%.

Inflación por debajo de la meta



Fuente: BCB, IBGE, Itaú

Los principales factores de riesgo para el escenario de inflación aún están vinculados a la política interna y la evolución del escenario internacional. La creciente incertidumbre política obstaculizó el progreso de las reformas y de los ajustes necesarios para el repunte económico, en particular la reforma de las pensiones, y podría en algún momento provocar aumentos en las primas de riesgo e impactar en el tipo de cambio. Un retroceso en las reformas, además de su efecto negativo en la actividad económica, también podría requerir medidas fiscales alternativas, como nuevos aumentos de impuestos y/o una reversión de las exenciones fiscales, con mayores riesgos en 2019. En cuanto al escenario externo, a pesar de los signos más favorables en el margen (con la continuidad del apetito por los activos de los mercados emergentes) existen riesgos políticos en las economías desarrolladas que podrían eventualmente causar un deterioro en las primas de riesgo, afectando la moneda local y la inflación interna.

La sustancial capacidad ociosa de la economía podría contribuir a una caída más pronunciada de la inflación en 2018. La brecha negativa del producto y, por consiguiente, el desempleo por sobre su nivel de equilibrio durante un período más prolongado, a pesar de algunas mejoras recientes, podría provocar una desinflación más rápida en los precios libres, particularmente en aquellos más sensibles al ciclo económico, como los servicios y los artículos industriales.

Una inercia inflacionaria más favorable también conlleva un riesgo bajista para la inflación de 2018. Los precios de los alimentos consumidos en el hogar se han comportado más favorablemente de lo previsto. La consecuencia para la inflación de 2018 son los posibles efectos secundarios del *shock* de oferta observado este año, no sólo en los servicios vinculados a los alimentos consumidos fuera del hogar, sino especialmente a través del efecto inercial de la inflación pasada. Es importante destacar que la deflación de alimentos a lo largo de este año contribuyó a reducir las lecturas del INPC, un índice de precios al consumidor que abarca una base de ingresos más restricta (hasta 5 salarios mínimos), y que otorga un mayor peso a los gastos en alimentación dentro del presupuesto familiar. El INPC no sólo es la referencia para el ajuste en el salario mínimo mensual, sino también de una parte sustancial de los salarios del sector privado. Por lo tanto, los resultados del INPC por debajo del IPCA (esperamos que el INPC aumente 2,0% en 2017, el resultado más bajo en la serie histórica para un año completo), pueden producir un efecto inercial aún más favorable para la inflación de 2018.

Las expectativas de inflación permanecen ancladas, cómodamente por debajo de las metas de 2017 y 2018. La mediana de las expectativas del mercado para la inflación, según la encuesta Focus del banco central, cayó a 3,03% desde 3,08% en 2017 y se mantuvo en 4,02% en 2018. La mediana de las estimaciones para 2019 y 2020 se mantuvo en 4,25% y 4,0%, respectivamente, ambas ancladas en las metas establecidas para estos respectivos años.

Expectativas de inflación ancladas



Fuente: BCB (Encuesta Focus)

Política monetaria: lo más gradual posible

A principios de diciembre, el Copom implementó un recorte en la tasa Selic de 50 puntos básicos, resultado ampliamente esperado, llevando la tasa de referencia a 7,0%, un mínimo sin precedentes. El Copom señaló que la evolución de las condiciones económicas conforme esperado y la etapa del ciclo de flexibilización justificaron tal reducción en la tasa Selic en esta reunión, como había sido señalado anteriormente.

En la declaración posterior a la reunión, el Copom indicó, con bastante claridad, que reduciría la tasa Selic en 25 puntos básicos, a 6,75% en su próxima reunión de política monetaria, en febrero de 2018. Parece que la economía debería sorprender de forma considerable para cambiar la opinión del Comité sobre tal movimiento. La declaración también insinúa que el final del ciclo de relajación está muy próximo.

Por ahora, esperamos que el Copom recorte la Selic a 6,5%, en dos recortes de 25 puntos básicos, en febrero y marzo, en lugar de un único movimiento de 50 puntos básicos. Pero consideramos que la ausencia de avances en el ajuste fiscal y en la agenda de reformas haría menos probable el segundo recorte de 25 puntos básicos, y por lo tanto aumentaría la probabilidad de que el ciclo termine con la Selic en 6,75%.

Las tasas de interés no aumentarían en 2018.

Aunque el repunte de la actividad ganó impulso, la brecha del producto se mantendrá abierta y la inflación tiende a permanecer por debajo de la meta. El mayor riesgo para esta perspectiva es una mayor depreciación del tipo de cambio debido a una reversión de las reformas o una retirada más dura de los estímulos monetarios globales, lo que podría presionar la inflación y exigir una respuesta oportuna del Copom.

Las tasas de interés aumentarán moderadamente en 2019. A medida que el desempleo se acerque a la neutralidad, las tasas de interés se normalizarán en sus niveles a largo plazo, que a su vez dependerán de las reformas. Por lo tanto, esperamos que el Copom eleve la tasa Selic a 8% a fines de 2019. Consideramos que una tasa Selic de un dígito es sostenible a largo plazo, siempre y cuando el país logre devolver sus cuentas públicas a una senda sostenible para un período prolongado de tiempo.

Proyecciones: Brasil

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Actividad Económica								
Crecimiento real del PIB - %	1,9	3,0	0,5	-3,5	-3,5	1,0	3,0	3,7
PIB nominal - BRL mil millones	4.815	5.332	5.779	5.996	6.259	6.583	7.089	7.655
PIB nominal - USD mil millones	2.463	2.468	2.455	1.800	1.795	2.065	2.056	2.154
PIB per cápita - USD	12.362	12.278	12.106	8.804	8.710	9.943	9.828	10.223
Tasa de desempleo nacional - media anual (*)	7,4	7,1	6,8	8,5	11,5	12,8	12,2	11,2
Tasa de desempleo nacional - diciembre (*)	7,4	6,8	7,1	9,6	12,7	12,5	11,9	10,9
Inflación								
IPCA - %	5,8	5,9	6,4	10,7	6,3	2,8	3,8	4,0
IGP-M - %	7,8	5,5	3,7	10,5	7,2	-0,6	4,2	4,3
Tasa de Interés								
Selic - final del año - %	7,25	10,00	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	8,00
Balanza de Pagos								
BRL / USD - diciembre	2,05	2,36	2,66	3,96	3,26	3,25	3,50	3,60
Balanza comercial - USD mil millones	19	2	-4	20	48	65	55	50
Cuenta corriente - % PIB	-3,0	-3,0	-4,2	-3,3	-1,3	-0,6	-1,7	-2,1
Inversión extranjera directa - % PIB	3,5	2,8	3,9	4,2	4,4	3,9	4,1	4,1
Reservas internacionales - USD mil millones	379	376	374	369	372	372	372	372
Finanzas Públicas								
Resultado primario - % del PIB	2,2	1,7	-0,6	-1,9	-2,5	-2,3	-2,1	-1,0
Resultado nominal - % del PIB	-2,3	-3,0	-6,0	-10,2	-9,0	-8,8	-7,7	-5,7
Deuda pública bruta - % del PIB	53,7	51,5	56,3	65,5	70,0	74,9	75,6	75,1
Deuda pública neta - % del PIB	32,3	30,6	33,1	36,0	46,2	52,7	55,6	56,8

Fuente: FMI, Bloomberg, IBGE, BCB, Haver e Itaú

(*) El desempleo medido por la PNADC

Argentina

El Congreso se pone manos a la obra

- *El gobierno envió un paquete de nuevas leyes al Congreso destinadas a reducir la carga tributaria, limitando el crecimiento del gasto y reconstruyendo la relación fiscal con las provincias. El gobierno también propuso cambios en la forma en que se ajustan las pensiones, lo cual es clave para la consolidación fiscal. Finalmente, el gobierno envió un proyecto de ley para reducir el costo de los litigios laborales y las indemnizaciones por despido. El Senado ya dio luz verde a algunas de estas iniciativas, ampliando el empuje político del gobierno.*
- *El Tesoro sobre cumpliría la meta de déficit fiscal primario este año. Ahora prevemos un déficit de 4% del PIB, sobre cumpliendo la meta de 4,2%. También creemos que el gobierno se encuentra mejor posicionado para alcanzar la meta del próximo año (3,2% del PIB), dado el avance de las reformas en el Congreso.*
- *El aumento más rápido de lo esperado en los precios regulados impulsará la inflación en diciembre, poniendo en riesgo las expectativas de inflación. Esperamos que el banco central eleve la tasa de referencia una vez más antes de fines de año, a 29,75%. Esperamos que la tasa repo se sitúe en 24% en 2018 (desde 23% anteriormente). Si bien mantenemos nuestra proyección de inflación para 2018 en 18%, ajustamos nuestras expectativas para 2017 a 24%, desde 23%.*
- *El saldo de cuenta corriente se deteriorará más de lo que esperábamos anteriormente, en medio de un peso fuerte y un sólido crecimiento. Proyectamos ahora un déficit externo de 4,5% del PIB en 2017 y 4,7% en 2018 (desde 4,3% y 4,5%, respectivamente, en nuestro escenario anterior). Esperamos que el tipo de cambio alcance 17,5 pesos por dólar en diciembre (desde 18 en nuestro escenario previo) y 21 pesos a fines de 2018, ya que el amplio déficit de cuenta corriente no deja espacio para mayores ganancias con el tipo de cambio real.*

El congreso avanza con las reformas

Tras la victoria en las elecciones de medio término, el gobierno está impulsando reformas para elevar la competitividad del sector privado (reformas fiscales y laborales) y lograr la consolidación fiscal (una ley de responsabilidad fiscal y una reforma de las pensiones).

El Senado aprobó recientemente tres proyectos de ley fiscales (responsabilidad fiscal, pacto fiscal con las provincias y la reforma de las pensiones). Y actuó más rápido de lo esperado. La ley de responsabilidad fiscal limita el crecimiento del gasto público a cero en términos reales, tanto a nivel federal como provincial. Si cualquier provincia obtiene un superávit primario, el límite se aplica sólo a sus gastos primarios actuales. El pacto fiscal ordena al Tesoro a compensar a la Provincia de Buenos Aires por una disputa de participación en los ingresos y establece un nuevo programa de coparticipación del impuesto a la renta. Además, las provincias se comprometen a reducir sus impuestos locales de volumen de negocio en los próximos cinco años. Los gobiernos de la Provincia de Buenos Aires y de la Ciudad de Buenos Aires ya presentaron sus presupuestos para 2018, en línea con estos objetivos. Finalmente, la reforma de las pensiones cambia la fórmula en la que se reajustan las pensiones. Según la nueva fórmula, las pensiones se reajustarán

trimestralmente utilizando una combinación de aumentos del IPC (70%) y aumentos salariales (30%). Los cambios ayudarían a reducir los gastos y el déficit fiscal en aproximadamente 0,2% del PIB en 2018 una vez que se compute la compensación mencionada anteriormente para la provincia de Buenos Aires (0,2% del PIB). Los proyectos de ley ahora pasan a la cámara baja.

El gobierno federal también envió un proyecto de ley que propone reducir el impuesto a la renta corporativa para los ingresos reinvertidos. El proyecto de ley también propuso eliminar un impuesto a las transacciones bancarias y reducir los impuestos a la nómina en los próximos cinco años, para estimular la inversión y el empleo. A pesar de la eliminación de la exención tributaria para los ingresos provenientes de activos financieros de individuos (depósitos a plazo fijo, bonos federales, provinciales, y bonos corporativos) y algunas alzas en los gravámenes a las bebidas, el proyecto tendría un costo fiscal directo de 1,5% del PIB a lo largo del tiempo. Este es un costo que, según el tesoro, será compensado por un mayor crecimiento (reduciendo el costo neto de la reforma a 0,3% del PIB). Si bien es positivo para aumentar la competitividad, el proyecto de reforma fiscal juega en contra de una rápida consolidación fiscal. No obstante, destacamos que la pérdida de ingresos en 2018 no sería grande porque el primer recorte en el impuesto a la renta corporativa está previsto para 2019.

Finalmente, el gobierno está discutiendo una reforma laboral con los sindicatos y la oposición. El objetivo es reducir los costos de litigación y despido y añadir más flexibilidad a los contratos laborales. El proyecto de ley del mercado de capitales, que autoriza la actividad de la banca privada en Argentina para los fondos *off-shore*, también fue aprobado por la cámara baja.

Es probable que el tesoro sobre cumpla la meta fiscal primaria de este año (-4,2% del PIB). Un mayor crecimiento económico, recortes en los subsidios y la recaudación de multas relacionadas con el programa de amnistía fiscal a principios de 2017 son factores clave. El déficit primario acumulado durante 12 meses cayó a 327.000 millones de pesos en octubre, 3,4% del PIB, aproximadamente, por debajo de los 356.300 millones de pesos en el mes anterior (3,7% del PIB). Durante los primeros diez meses del año, los gastos primarios crecieron 24,2% (4% en términos reales), por debajo de la tasa de expansión de los ingresos (30,8% nominal y 9,5% en términos reales). Ahora esperamos que el Tesoro alcance un déficit primario de 4% del PIB, 0,2% menos que la meta oficial.

Teniendo en cuenta los recortes de subsidios y la elevada probabilidad de que se apruebe la reforma de las pensiones, ahora también esperamos que el gobierno alcance su meta fiscal en 2018 (3,2% del PIB). El objetivo es reducir los subsidios desde el actual 2,5% del PIB a alrededor de 1,4% del PIB en 2018. Anteriormente esperábamos un déficit de 3,5%. Observamos que, si excluimos los ingresos provenientes de la amnistía fiscal, alcanzar la meta en 2018 implica una disminución del déficit primario de 1,1% del PIB.

En este contexto, las agencias de calificación vienen elevando la nota de Argentina. Moody's mejoró la calificación a largo plazo en moneda extranjera de Argentina a B2, desde B3, mientras que S&P elevó la nota a B+ (desde B). La calificación de Argentina se encuentra ahora 4 y 5 puntos por debajo del grado de inversión de acuerdo con las agencias S&P y Moody's, respectivamente.

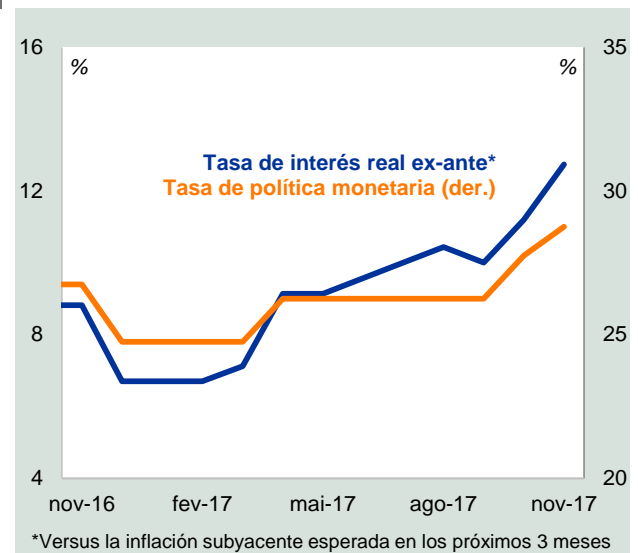
La desinflación sigue siendo un duro desafío

En diciembre, una nueva ronda de subas en los precios regulados contribuiría en 150 puntos básicos a la inflación, en un contexto de elevada inflación subyacente (la inflación subyacente alcanzó 19% anualizado en el trimestre que finalizó

en octubre). La inflación más elevada este año hace que sea más difícil manejar las expectativas de inflación, a pesar del probable avance en la consolidación fiscal. Aumentamos nuestra proyección para la inflación este año a 24% (desde 23% en nuestro escenario anterior). Si bien esperamos una cierta desinflación en 2018 (a 18%), la inflación continuaría muy por sobre la meta (10%, +/- 2%, en 2018).

El banco central mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia (tasa repo a 7 días), en 28,75%, en su segunda reunión de política monetaria de noviembre. La decisión contrasta con las dos reuniones anteriores, cuando la autoridad monetaria aumentó la tasa de referencia en 100 puntos básicos y 150 puntos básicos, respectivamente.

Ajustando la política monetaria



Fuente: Banco Central, Itaú

Esperamos que la autoridad monetaria aumente la tasa de referencia una vez más (en 100 puntos básicos), a 29,75% antes de fines de año. En nuestra opinión, las todavía preocupantes perspectivas para la inflación y la necesidad de reducir las expectativas inflacionarias conducirían a un mayor endurecimiento de la política monetaria. Las negociaciones salariales se celebrarán en el 1T18 y seguirían la misma fórmula aplicada en 2017: un aumento porcentual fijo (inflación esperada) más un ajuste automático si la inflación cruza este umbral. No esperamos el inicio de un ciclo de flexibilización antes de abril de 2018 (una vez concluyan las negociaciones salariales), y aumentamos nuestra proyección para la tasa de referencia al 24% (desde 23%) en diciembre del próximo año.

La actividad mejoró en el 3T17

La actividad económica se expandió a un ritmo sólido en el 3T17. El EMAE (proxy mensual oficial del PBI) creció 4,3% interanual en el 3T17, por sobre el 2,7% observado en el trimestre anterior. El índice, en los primeros nueve meses de 2017, se sitúa 2,5% por encima del nivel observado en el mismo período hace un año. En el margen, la actividad avanzó 5,2% trimestral, anualizado y ajustado por estacionalidad, a pesar de la débil expansión de 0,1% observada entre agosto y septiembre.

La expansión de la actividad fue más generalizada. De acuerdo con nuestro propio ajuste estacional, en una base secuencial, la construcción y los servicios son los sectores más dinámicos (21,5% y 5,8% trimestral y ajustado por estacionalidad, respectivamente). El sector manufacturero también tuvo un buen desempeño (4,8%). Por último, las actividades primarias se mantuvieron prácticamente sin cambios (0,1% trimestral y luego del ajuste estacional).

Los indicadores de sentimiento han mejorado notablemente luego del resultado positivo de las elecciones de medio término. Esperamos un crecimiento de 2,9% este año y 3,5% en 2018.

El déficit externo de Argentina continuó ampliándose

Una moneda fuerte (en parte debido a una política monetaria restrictiva) y el repunte de la demanda interna están presionando la balanza comercial. El déficit móvil acumulado en 12 meses alcanzó un récord 6.000 millones de dólares, desde 5.100 millones de dólares en septiembre. En el margen, el déficit anualizado en tres meses fue aún más amplio, situándose en 10.000 millones de dólares (ajustado estacionalmente), desde 9.500 millones de dólares en septiembre. El crecimiento de las importaciones es generalizado y alcanzó 18,9% en los primeros diez meses del año. Las exportaciones aumentaron un modesto 1,8% en el mismo período.

Ahora prevemos un mayor deterioro de las cuentas externas en 2017. Esperamos ahora que la balanza comercial alcance un déficit de 7.500 millones de dólares, desde 6.000 millones de dólares en nuestra proyección anterior. Consecuentemente, ajustamos nuestras proyecciones para el déficit de cuenta corriente a 4,5% del PIB en 2017, desde 4,3% en nuestro escenario anterior y a 4,7% (desde 4,5%) en 2018. Mientras que el déficit de cuenta corriente está siendo financiado principalmente mediante la emisión de deuda en el exterior, creemos que es probable que la composición del flujo de capital cambie de cartera a IED a medida que la Fed endurece la política monetaria y se consolidan las políticas favorables al mercado en Argentina. En este contexto, no vemos espacio para una mayor apreciación del tipo de cambio real. Esperamos que el tipo de cambio alcance 17,5 pesos por dólar en diciembre de este año (desde 18 anteriormente) y se sitúe en 21 pesos por dólar a fines de 2018.

Proyecciones: Argentina

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Actividad Económica							
Crecimiento real del PIB -%	-1,0	2,4	-2,5	2,6	-2,2	2,9	3,5
PIB nominal - USD mil millones	580	611	564	632	545	617	652
Población (millones de habitantes)	41,7	42,2	42,7	43,1	43,6	44,0	44,5
PIB per cápita - USD	13.888	14.478	13.215	14.643	12.506	14.000	14.657
Tasa de desempleo - media anual	7,2	7,1	7,3	6,5	8,5	8,3	8,0
Inflación							
IPC - % (*)	25,6	26,6	38,0	26,9	41,0	24,0	18,0
Tasa de interés							
Tasa BADLAR - final del año - %	15,4	21,6	20,4	27,3	19,9	24,0	22,0
Tasa Lebac 35 días - final del año - %	-	-	-	33,0	24,8	29,8	24,0
Tasa repo 7 días - final del año - %	-	-	-	-	24,8	29,8	24,0
Balanza de pagos							
ARS/USD - final del período	4,92	6,52	8,55	13,01	15,85	17,50	21,00
Balanza comercial-USD mil millones	12,0	1,5	3,1	-3,0	2,1	-7,5	-9,5
Cuenta corriente - % PIB	-0,4	-2,1	-1,5	-2,7	-2,7	-4,5	-4,7
Inversión extranjera directa - % PIB	2,4	1,5	0,8	1,7	0,9	1,7	2,4
Reservas internacionales - USD mil millones	43,3	30,6	31,4	25,6	38,8	55,0	65,0
Finanzas públicas							
Resultado primario - % del PIB	-1,2	-2,4	-3,4	-4,0	-4,3	-4,0	-3,2
Resultado nominal - % del PIB (**)	-2,1	-2,0	-2,4	-3,9	-5,9	-6,0	-5,3
Deuda pública bruta - % del PIB	43,4	46,6	47,4	56,4	56,8	61,4	64,9
Deuda pública neta - % del PIB (***)	22,0	23,0	22,0	25,8	28,2	32,5	35,8

Fuentes: Banco Central, INDEC e Itaú

(*) IPC nacional para 2017 y 2018.

(**) A partir de 2016 se excluye la transferencia de beneficios del banco central.

(***) Excluye tenencias del banco central y de la agencia de seguridad social.

México

Aumento en las tasas de interés en el horizonte

- *Esperamos un aumento de 25 puntos básicos en las tasas de interés (TPM) en la última reunión de política de 2017 (a 7,25%), que coincida con la probable suba de las tasas por parte de la Fed. Además, dados los riesgos relacionados con el TLCAN y las elecciones presidenciales, creemos que el banco central de México no querrá desacoplarse de la Fed en el corto plazo, por lo que es probable que se produzca una suba adicional en la TPM en el primer semestre del año.*
- *En nuestra opinión, las renegociaciones del TLCAN avanzaron en noviembre, ya que los EUA moderaron en cierta medida sus demandas, México mostró una mayor disposición a comprometerse y se lograron avances en varias áreas, disipando la percepción de estancamiento.*
- *En el frente electoral, sin embargo, el candidato anti-establishment, Andrés Manuel López Obrador (AMLO), continúa liderando las encuestas, y su plan gubernamental recientemente publicado no presentó sorpresas. Cabe también resaltar que José Antonio Meade dejó el Ministerio de Hacienda y se encuentra bien posicionado para convertirse en el candidato del PRI a la presidencia.*

Se reanuda el ciclo de ajuste monetario

El presidente Enrique Peña Nieto designó a Alejandro Díaz de León como nuevo gobernador del Banco Central de México, quien reemplazará a Agustín Carstens, un anuncio que fue bien recibido por los mercados. Este nombramiento no necesitó de la confirmación del Senado, ya que Alejandro Díaz de León ya había pasado por este proceso antes de asumir el cargo de Vicegobernador en enero de 2017. Su mandato como gobernador comenzó el 1 de diciembre y durará hasta el 31 de diciembre de 2021. Antes de unirse al directorio de Banxico, Alejandro Díaz de León fue director general del banco de comercio exterior de México (Bancomext), jefe de crédito público en el Ministerio de Hacienda y Economista Jefe del Banxico.

Esperamos que el Banco Central de México aumente la tasa de política monetaria (TPM) en 25 puntos básicos en diciembre (a 7,25%), alineándose con el movimiento de la Fed. Tanto en el comunicado que anunció la decisión de política monetaria más reciente como en su último informe trimestral, el banco central mencionó en primer lugar la postura relativa de la política monetaria entre México y los EUA al enumerar los factores que la junta monitoreará de cara a sus próximas decisiones.

El acta de la decisión de política más reciente reveló que las preocupaciones en relación a la política monetaria en los EUA están diseminadas dentro del directorio. De hecho, dos miembros de la junta parecían estar ya convencidos de la necesidad de reaccionar al probable aumento de las tasas de la Fed en diciembre. Uno de ellos declaró que es importante no modificar la postura relativa de la política monetaria

entre México y los EUA. El otro manifestó que el Banxico debería estar muy inclinado a responder a la Fed. Aunque los tres miembros que constituyeron la mayoría, consideraron que la postura actual de la política era consistente con el cumplimiento de la meta de inflación de 3%, también se mostraron cautelosos. Analizando los integrantes de este grupo mayoritario destacamos que, un miembro de la junta declaró que podría ser necesario un nuevo aumento de las tasas de interés, dependiendo del impacto en la inflación de la renegociación del TLCAN, las elecciones en 2018 y la normalización de la política monetaria en los EUA. Otro miembro también afirmó que la junta debería estar atenta y lista para responder rápidamente a los cambios en la política monetaria al norte de la frontera. Y un tercer miembro de la mayoría argumentó que las alzas implementadas hasta ahora le otorgan "margen de maniobra" a la política monetaria en México, pero este último miembro también reconoció las incertidumbres que rodean el escenario.

Las primeras declaraciones de Alejandro Díaz de León están en línea con un mayor endurecimiento de la política monetaria. En declaraciones a la prensa, Díaz de León, destacó la política monetaria en los EUA como un riesgo importante para la proyección de inflación del banco central, a pesar de que el peso mexicano fortaleció desde la reunión de política más reciente. Además, el nuevo gobernador vio (con razón en nuestra opinión) la reciente desaceleración de la actividad como un resultado de factores transitorios, en medio de unas condiciones del mercado laboral ajustado. En general, la probabilidad de una suba en las tasas implícita en los precios del mercado ha ido en aumento, y Alejandro Díaz de León no aprovechó la oportunidad, en sus primeras declaraciones a la prensa, para desalentar el movimiento del mercado.

Dados los riesgos relacionados con el TLCAN y las elecciones presidenciales, es poco probable que el banco central se desacople de la Fed en el corto plazo. Aunque esperamos que la inflación interanual caiga sustancialmente durante los próximos siete meses, es probable que el banco central introduzca una suba adicional de 25 puntos básicos en la TPM (a 7,5%) antes de fines del 1S18. No obstante, asumiendo que la incertidumbre/volatilidad asociada con el TLCAN, con las elecciones y con la política monetaria de los EUA disminuirá, esperamos que el Banxico recorte la TPM dos veces en el 2S18, llevándola a 7% a fines de 2018.

La negociación del TLCAN avanza

Después de alcanzar un punto muerto en la cuarta ronda (octubre) de renegociación del TLCAN, la quinta ronda (noviembre) finalizó con una nota más positiva, mejorando el sentimiento en los mercados. Desde nuestro punto de vista, los EUA moderaron sus demandas en cierta medida; México mostró una mayor disposición a comprometerse; y se avanzó en ciertas áreas (comercio digital, barreras técnicas al comercio, anticorrupción, telecomunicaciones, prácticas regulatorias, sanitarias y fitosanitarias, facilitación del comercio y energía), reduciendo la percepción de impasse.

El 18 de noviembre, en medio de la quinta ronda, la Oficina del Representante de Comercio de los EUA, (USTR en su sigla en inglés), actualizó el "Resumen de los objetivos de negociación de los EUA" (versión anterior publicada el 17 de julio), del cual extraemos tres signos positivos de moderación. Primero, la demanda de la "cláusula de caducidad" ahora está redactada como "evaluar los beneficios del TLCAN de forma periódica", en lugar de "renegociación o rescisión cada 5 años", tal como se presentó en la 4ª ronda en octubre. En noviembre, México en realidad presentó una contrapropuesta en este sentido (es decir, revisar sin amenaza de terminación), y creemos que las posiciones de negociación se han acercado un poco más en este tema espinoso. En segundo lugar, la demanda para aumentar el requisito de contenido local en el sector automotriz se establece de manera general (no como un aumento específico a 85%, desde 62,5% en contenido regional y la inclusión de una provisión de contenido de los EUA de 50%. Esto, unido a la queja de Robert Lighthizer (el negociador jefe de los EUA) sobre la falta de contrapropuestas mexicanas y canadienses para las reglas de origen, a nuestro modo de ver, es un indicativo de que los EUA están esperando recibir una

oferta y están dispuestos a encontrarse en un punto medio. En tercer lugar, no se menciona en absoluto las medidas para aumentar artificialmente los salarios en México, algo que se rumoreaba en la prensa y era considerado una concesión imposible.

Consideramos que el vaso está medio lleno en lo que refiere a las reglas de origen, las cuales son un aspecto crucial en la renegociación. El jefe negociador de los EUA, así como muchos analistas en el mercado estaban decepcionados por la falta de contrapropuestas concretas por parte de México y Canadá en la quinta ronda. Sin embargo, destacamos que el 21 de noviembre, luego del cierre de la quinta ronda, el jefe negociador de México, Ildelfonso Guajardo, confirmó que México presentaría una contrapropuesta sobre las reglas de origen en el sector automotriz. Guajardo explicó la posición de México en la quinta ronda como un intento de escuchar los argumentos técnicos detrás de la propuesta del 85%/50% presentada por los EUA, antes de elaborar una contrapropuesta razonable. Además, el 27 de noviembre, Guajardo declaró a la prensa que "espera más avances en las reuniones intermedias". Las reuniones intermedias se llevarán a cabo del 11 al 15 de diciembre en Washington, antes de la 6ª ronda (del 23 al 28 de enero en Montreal).

Nuestra previsión para el TLCAN no ha cambiado. Esperamos que los tres países alcancen un acuerdo antes del 1T18, a través del cual los EUA obtendrían concesiones que no impliquen cambios transformacionales para la economía mexicana. Creemos que tales concesiones son factibles. Los EUA tienen un superávit con relación a México en el comercio de servicios, y una posible forma de reducir el déficit general sería la liberalización de los sectores de servicios en los que México todavía impone importantes barreras no arancelarias (comercio digital, flujos transfronterizos de datos, telecomunicaciones). En la misma línea, el fortalecimiento de los derechos de propiedad intelectual, algo que México ya acordó en el ahora extinto Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica (TPP en su sigla en inglés), podría impulsar las ventas de bienes intensivos en propiedad intelectual de los EUA en el mercado mexicano. Sin embargo, es poco probable que estas concesiones sean suficientes para satisfacer a los EUA. Creemos que algo innovador debe suceder en áreas más críticas, como las normas de origen o el Capítulo 19 (que regula las medidas comerciales correctivas, es decir: las salvaguardias, las medidas antidumping y los derechos compensatorios). Actualmente, el TLCAN prohíbe las salvaguardias (es decir, un aumento temporal de los aranceles impuestos

a las importaciones que perjudican a una industria local específica) pero permite derechos antidumping (impuestos cuando una empresa extranjera exporta por debajo del costo) y derechos compensatorios (impuestos cuando las exportaciones extranjeras son subsidiadas). Una forma poderosa de llegar a un compromiso, desde nuestro punto de vista, sería legitimar las salvaguardias. Desde la cuarta ronda de renegociación, México viene quejándose de que algunas de las demandas de los EUA son ilegales en virtud de la legislación comercial internacional. Sin embargo, las medidas preventivas son un instrumento legítimo de política comercial. De hecho, eliminar la prohibición de salvaguardias ("exclusión de medidas preventivas global") no solo cumpliría con las leyes de la OMC, sino que también proporcionaría al poder judicial de los EUA más discreción para proteger su industria local (que es precisamente lo que persigue Trump) y preservaría otros beneficios cruciales del Capítulo 19 para México.

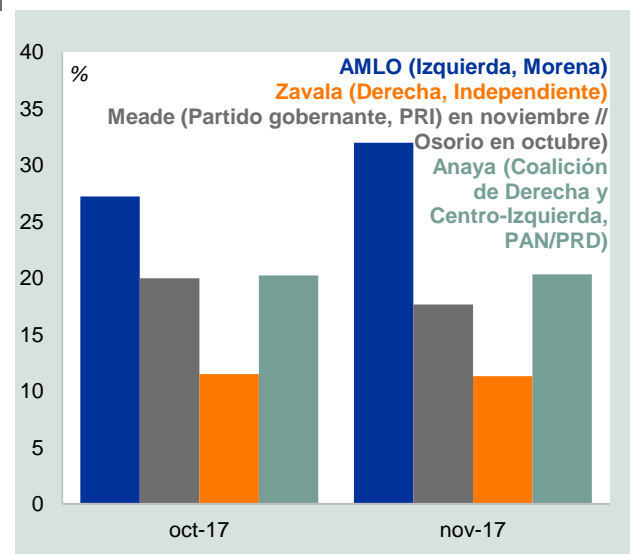
El PRI cuenta con un probable candidato, y AMLO presenta su plan

El presidente Peña Nieto anunció la renuncia de José Antonio Meade como ministro de Hacienda, quien a continuación declaró públicamente su intención de competir para convertirse en el candidato presidencial del PRI, el partido gobernante. El PRI recientemente aplazó el anuncio oficial de su candidato hasta el 11 de febrero (fecha límite para las elecciones primarias). Destacamos que la ley electoral mexicana prohíbe que los partidos políticos emitan propaganda en los medios de comunicación (hasta que se terminen las elecciones primarias), a menos que tenga dos o más precandidatos. En cualquier caso, ya vemos a Meade como el candidato de facto del PRI, aunque, en teoría, aún enfrentará a uno o más competidores en el período previo a las elecciones primarias del PRI. Además, cabe mencionar que Meade fue reemplazado por José Antonio González Anaya, anteriormente CEO de PEMEX, como nuevo Ministro de Hacienda.

Las últimas encuestas de cara a las elecciones presidenciales (que se celebrarán el 1 de julio de 2018) muestran al candidato *anti-establishment* Andrés Manuel López Obrador (AMLO) a la cabeza, con Meade en tercer lugar. Los resultados promedio de cuatro encuestadores (Reforma, El Financiero, El Universal y Mitofsky) que realizaron encuestas en

octubre y noviembre son: AMLO (30,7% en noviembre, desde 27,3% en octubre), Anaya (19,3%, desde 20,3% en octubre), Meade (17%, comparado al 20% obtenido por Osorio en octubre) y Zavala (10,3%, 11,5% anteriormente). Retroceder aún más en las encuestas plantea problemas de comparabilidad porque la estructura de las encuestas cambió radicalmente en octubre, cuando Zavala decidió postularse como candidata independiente (había sido constantemente la segunda colocada hasta entonces, como candidata independiente del PAN).

El apoyo a Meade aún no se materializó – promedio de resultados encuestas presidenciales



Fuente: Reforma, Mitofsky, El Financiero, El Universal, Itaú

Por último, un tercer acontecimiento a destacar en el frente político fue la publicación del plan de gobierno de AMLO, proponiendo principalmente un mayor gasto en algunas áreas (además de la expansión cuasi fiscal, a través del balance del banco de desarrollo) y, al mismo tiempo, asegurando la responsabilidad fiscal y evitando aumentos de impuestos. En nuestra opinión, algunos aspectos positivos son superados por varias propuestas que aumentan las chances de discontinuidad en la política económica más allá de 2018. Entre los aspectos positivos, destacamos: un compromiso de no aumentar la ratio deuda pública/PIB, una promesa de independencia del banco central, una guerra contra la corrupción y el respeto absoluto de la propiedad privada y el estado de derecho. En el lado negativo, destacamos un conjunto de grandes promesas de gasto (doblando las pensiones en todo el país hasta nivelarlas con las de la Ciudad de México), educación superior

gratuita y un incremento de 15,6% + el aumento anual de la inflación en el salario mínimo hasta casi triplicarlo, en términos reales, entre 2017 y 2024), que son difíciles de reconciliar con el compromiso de responsabilidad fiscal. El plan de gobierno también menciona el objetivo de aumentar la presencia del gobierno en el sector de la energía, principalmente a través de mayores inversiones en PEMEX y CFE (los fondos privados de pensiones estarían obligados a financiar a PEMEX y CFE). Otro tema presentado en el plan de gobierno es la intención de AMLO de llevar a cabo "consultas públicas" sobre las reformas estructurales implementadas por el gobierno Peña Nieto desde 2012. Sin embargo, las consultas públicas no pueden producir un resultado vinculante, a menos que se reforme la Constitución (que es probablemente el motivo por el cual el plan del gobierno también propone una reforma constitucional). Además, el plan de gobierno propone políticas comerciales que buscan la sustitución de importaciones (como pisos de precios para la agricultura y aumentos en el contenido nacional, entre otros) - en contraste con el status quo del comercio liberalizado - presenta un lenguaje más estricto sobre el TLCAN (énfasis en la protección de la agricultura). La próxima fecha clave para la campaña de AMLO será el 14 de diciembre, cuando tiene la intención de anunciar los nombres que constituirían el gabinete ministerial.

La tendencia decreciente de la inflación se vio interrumpida en noviembre

El IPC de México registró un resultado elevado en noviembre, presionado por artículos volátiles como los precios de la energía (electricidad, gasolina y gas licuado de petróleo), servicios sensibles a los tipos de cambio (pasajes aéreos y turismo) y los precios de los alimentos no subyacentes. La inflación interanual aumentó a 6,63% (desde 6,37%) entre noviembre y octubre, mientras que la inflación subyacente aumentó a 4,90% (desde 4,77%) durante el mismo período. La inflación de bienes subyacentes (transables) aumentó (a 6,19%, desde 5,97%), mientras que el componente de servicios subyacentes aumentó levemente (a 3,79%, desde 3,75%). De hecho, un indicador más claro de los precios impulsados por la demanda interna –como son, los servicios subyacentes excluyendo las telecomunicaciones y los servicios sensibles al tipo de cambio (incluidos los pasajes aéreos y los servicios relacionados con el turismo) - se mantuvo prácticamente invariable (3,96%, desde 3,95%). En lo que respecta a inflación no subyacente,

(11,97%, desde 11,40% anteriormente) el aumento se debe a una mayor inflación de alimentos (8,84%, desde 8,37%), de energía (17,03%, desde 16,34%) y de bienes regulados (8,15%, desde 8,09%).

En el margen, la inflación trimestral anualizada y desestacionalizada aumentó en noviembre tanto para el IPC (a 4,92%, desde 4,42% en octubre) como para el índice subyacente (a 3,81%, desde 3,13% en octubre), aunque estos niveles todavía se encuentran muy por debajo de las cifras interanuales correspondientes.

Dada la sorpresa alcista de la inflación, revisamos nuestra proyección de inflación en 2017 (a 6,2%, desde 5,9%). No obstante, seguimos creyendo que la inflación ha entrado en una trayectoria descendiente, después de haber alcanzado una lectura máxima en agosto (6,7%), y disminuiría a 3,3% a fines de 2018, en línea con la evolución de la inflación en el margen. Destacamos que la estabilización del peso mexicano alrededor de los niveles actuales es clave para nuestra previsión de inflación en 2018.

El crecimiento se debilitó en el 3T17, presionado por efectos transitorios

La economía se debilitó en el 3T17, afectada por los desastres naturales (huracanes y terremotos), cuyos efectos, aunque transitorios, fueron generalizados en todos los sectores (particularmente perjudicial para la producción de petróleo y los servicios). El crecimiento del PIB se situó en 1,5% interanual en el 3T17, por debajo del 1,9% en el 2T17. El resultado fue un poco menor que la estimación rápida del PIB (1,6%) anunciada por el instituto de estadística (INEGI) a fines de octubre. En el margen, las cifras trimestrales del PIB mostraron una contracción de 0,3% entre 2T17 y 3T17.

El desglose del PIB muestra que, a pesar de sufrir el impacto severo de los terremotos, el sector de servicios continúa superando a la industria. El sector de servicios se contrajo 0,4% intertrimestral y ajustado por estacionalidad (desde una expansión de 2,5% intertrimestral y ajustada por estacionalidad el 2T17). El crecimiento industrial, por el contrario, cayó 2,4% intertrimestral y ajustado por estacionalidad (luego de una contracción de 1,7% intertrimestral y ajustada por estacionalidad en el 2T17). Si observamos los componentes de la producción industrial, destacamos que la minería (-17,9% intertrimestral y ajustado por estacionalidad, desde 0,7% intertrimestral y ajustada por estacionalidad en el 2T17) fue la más afectada por los desastres naturales, ya que no sólo los huracanes

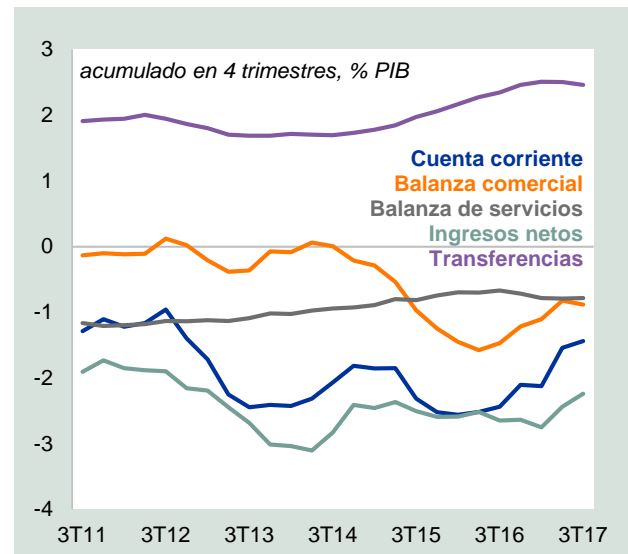
(agosto y septiembre) sino también los terremotos (septiembre) afectaron las áreas de producción. Otros sectores industriales, como el manufacturero (0,5% intertrimestral y ajustado por estacionalidad en el 3T17, 1% intertrimestral y ajustado por estacionalidad en el 2T17) y la construcción (-1,8% intertrimestral, ajustado por estacionalidad, -7,6% intertrimestral, ajustado por estacionalidad), se vieron menos afectados.

Esperamos un crecimiento del PIB de 2,1% tanto en 2017 como en 2018, desde 2,9% en 2016 (revisado por el INEGI, desde 2,3% usando el año base de 2008). Es muy probable un repunte secuencial en el 4T17, ya que los efectos transitorios de los desastres naturales se están disipando. De hecho, la producción de petróleo ajustada estacionalmente se expandió 9,9% mensual en octubre. Si analizamos el histórico de crecimiento, observamos que la incertidumbre es alta, dado el debate relacionado con el TLCAN y las elecciones presidenciales, que presentan riesgos negativos para las decisiones de inversión. Sin embargo, también creemos que habrá amortiguadores significativos para la actividad en los próximos trimestres. La producción manufacturera se verá impulsada por la fortaleza de la industria de los EUA, además, creemos que la caída de la inflación junto con un empleo robusto (que creció consistentemente por sobre 4% anual en los primeros diez meses de 2017) mantendrá la expansión del consumo.

Déficit de cuenta corriente bajo

El déficit de cuenta corriente de México continúa estrechándose, dada la robustez de la economía de los EUA (que beneficia a las exportaciones manufactureras y las remesas) y un menor déficit de ingresos netos (que refleja las menores remesas de lucros de empresas extranjeras que operan en México). El déficit acumulado en cuatro trimestres se redujo a 16.100 millones de dólares (1,4% del PIB) en el 3T17, desde 16.800 millones de dólares (1,5% del PIB) en el 2T17. En el margen, de acuerdo con nuestro ajuste estacional, el déficit de cuenta corriente se situó en 1,8% del PIB en el 3T17, pero este resultado viene luego del bajo déficit de 0,2% registrado en el trimestre anterior.

El déficit de cuenta corriente está en trayectoria decreciente



Fuente: Banxico, INEGI, Itaú

Revisamos nuestra previsión de déficit de cuenta corriente en 2017 (a 1,6% del PIB, desde 1,4%) debido al deterioro en la balanza comercial en octubre (explicado por un déficit de energía más amplio de lo esperado). Sin embargo, el déficit de cuenta corriente se mantendría en un nivel bajo (esperamos que el déficit alcance 1,6% del PIB en 2018), a medida que las exportaciones manufactureras crecen fuertemente y la demanda interna se expande a un ritmo moderado. Además, cabe señalar que la reducción del déficit de cuenta corriente también refleja un menor déficit fiscal, por lo que los fundamentos de México se están fortaleciendo.

Proyecciones: México

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Actividad Económica							
Crecimiento real del PIB - %	3,6	1,4	2,8	3,3	2,9	2,1	2,1
PIB nominal - USD mil millones	1.202	1.274	1.314	1.171	1.077	1.222	1.320
Población (millones de habitantes)	117,1	118,4	119,7	121,0	122,3	123,5	124,7
PIB per cápita - USD	10.265	10.764	10.980	9.675	8.808	9.893	10.579
Tasa de desempleo - media anual	4,9	4,9	4,8	4,4	3,9	3,4	3,6
Inflación							
IPC - %	3,6	4,0	4,1	2,1	3,4	6,2	3,3
Tasa de interés							
Tasa de política monetaria - final de año - %	4,50	3,50	3,00	3,25	5,75	7,25	7,00
Balanza de pagos							
MXN/USD - final del período	13,03	13,10	14,71	17,38	20,73	18,50	18,50
Balanza comercial - USD mil millones	0,0	-1,2	-3,1	-14,7	-13,1	-9,3	-7,0
Cuenta corriente - % PIB	-1,4	-2,4	-1,8	-2,5	-2,1	-1,6	-1,6
Inversión extranjera directa - % PIB	1,8	3,8	2,2	3,0	2,7	2,4	2,6
Reservas internacionales - USD mil millones	163,6	176,6	193,0	176,4	176,5	173,0	173,0
Finanzas públicas							
Resultado nominal - % del PIB	-2,5	-2,3	-3,1	-3,4	-2,5	-1,0	-2,4
Deuda pública neta - % del PIB	33,8	36,5	39,8	44,0	48,2	46,3	46,0

Fuente: FMI, Bloomberg, INEGI, Banxico, Haver, Itaú

Chile

Carrera presidencial apretada

- *Las elecciones generales remodelarán el panorama político. En la presidencia, dos candidatos disputarán la segunda vuelta el 17 de diciembre. El ex presidente Sebastián Piñera y Alejandro Guillier (con el apoyo de la mayoría de partidos de la coalición gobernante) están buscando incrementar apoyo, y las encuestas disponibles señalan que la elección será muy apretada como para vaticinar el vencedor. Mientras tanto, en la arena parlamentaria, las elecciones tuvieron como resultado un congreso fragmentado que haría que la aprobación de legislación sea una tarea desafiante para el candidato que salga triunfador en la segunda vuelta.*
- *La actividad mostró algunas mejoras en el 3T17, pero la recuperación es dispar entre los sectores económicos y la dinámica laboral es preocupante. Ahora vemos un crecimiento de 1,5% este año (1,7% anteriormente; 1,6% en 2016) y un repunte a 2,7% el próximo año. Un mayor crecimiento global y una política monetaria expansiva impulsarían el crecimiento, aunque la incertidumbre en torno a las reformas podría limitar el repunte.*
- *Esperamos que la tasa de política monetaria permanezca estable durante la mayor parte de 2018. Sin embargo, la baja inflación y las bajas expectativas inflacionarias, unidas a cierta preocupación sobre la solidez de la recuperación de la actividad, significan que no se puede descartar una mayor flexibilización.*

Resultado presidencial demasiado ajustado para vaticinar el vencedor

Los resultados de las elecciones presidenciales del 19 de noviembre depararon dos sorpresas. En un extremo del espectro político, el ex presidente y candidato de la coalición de centro-derecha, Sebastián Piñera, obtuvo el 37% de los votos, por debajo del promedio de 43% que mostraban las encuestas (aquellas publicadas entre septiembre y principios de noviembre). Mientras tanto, Beatriz Sánchez, del movimiento de izquierda Frente Amplio (una coalición cercana al movimiento que aboga por la eliminación del sistema privado de pensiones), obtuvo el 20% de los votos en las elecciones, por sobre el 14% que arrojaban las encuestas previas a la elección. Por lo tanto, como ha sido el caso en tantas otras votaciones alrededor del mundo en el último año y medio, las encuestas no anticiparon con precisión las preferencias de los votantes.

Sin embargo, ya que ningún candidato alcanzó una mayoría simple, la elección pasa ahora a una segunda vuelta que se celebrará el 17 de diciembre. Piñera enfrentará a Alejandro Guillier (22% de los votos), quien representa la mayoría de los partidos en la actual coalición gobernante. Los resultados de las elecciones muestran un país polarizado, ya que los candidatos en los extremos del espectro político obtuvieron un apoyo significativo. Tanto Piñera como Guillier están luchando para obtener el apoyo de políticos y partidos afines. Piñera ya cuenta con el respaldo del ex candidato presidencial José Antonio

Kast (8% de los votos en la primera vuelta de las elecciones) y del ex alcalde de Puente Alto, Manuel José Ossandon (a quien Piñera derrotó en las primarias de la coalición de centro-derecha en julio). Mientras tanto, el partido de centro Demócrata-Cristiano (cuyo candidato, Carolina Goic obtuvo el 5,9% de los votos) ha respaldado a Guillier, al igual que Marco Enríquez-Ominami (5,7% de los votos en la primera vuelta). Los partidos que integran el Frente Amplio no han apoyado plenamente a Guillier; esperan que el candidato se gane la lealtad de los votantes al comprometerse con algunas de las políticas que defienden. Aun así, Beatriz Sánchez anunció su apoyo personal a Guillier, una medida que puede beneficiar la candidatura de Guillier.

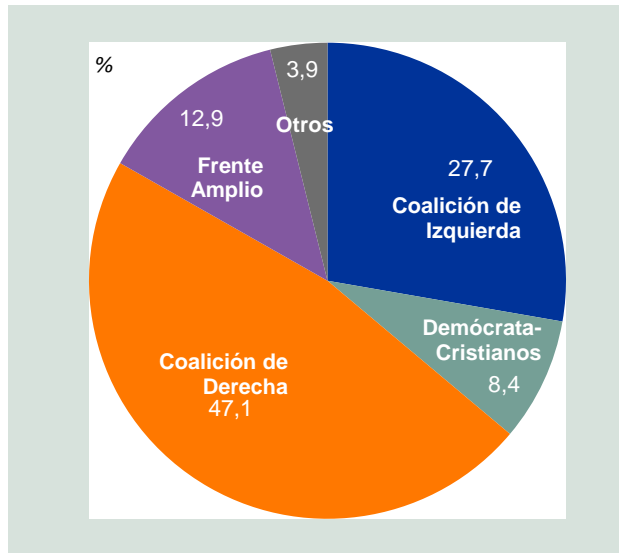
La participación electoral en la segunda vuelta de las elecciones será probablemente el factor clave.

Guillier necesita el apoyo de la mayoría de los seguidores de Sánchez si quiere ganar la elección. Por lo tanto, si una parte importante del electorado decide abstenerse de votar (como una forma de protesta contra la clase política tradicional), la caída resultante en la participación podría favorecer a Piñera. Las encuestas para la segunda vuelta muestran que Piñera tiene una ligera ventaja, pero estadísticamente esta carrera está empatada.

Independientemente de quién salga elegido, la composición del Congreso implica que la política probablemente será equilibrada. Los partidos a la derecha del espectro político obtuvieron un buen resultado, y la coalición de centro-derecha se hizo con el 47% de la cámara baja y el 44% del Senado para el período de gobierno 2018-2022. Esta es una de las más altas representaciones desde el regreso a la

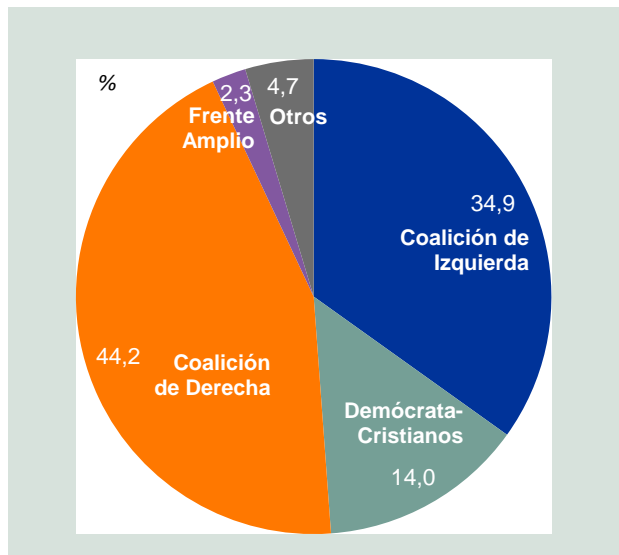
democracia en 1989 (con la excepción de las elecciones de 2009). Por lo tanto, un posible gobierno de Piñera tendría la oportunidad de negociar con los miembros de una oposición moderada para obtener la aprobación de la legislación.

Composición de la Cámara Baja (2018-2022)



Fuente: Servel, Itaú.

Composición del Senado (2018-2022)



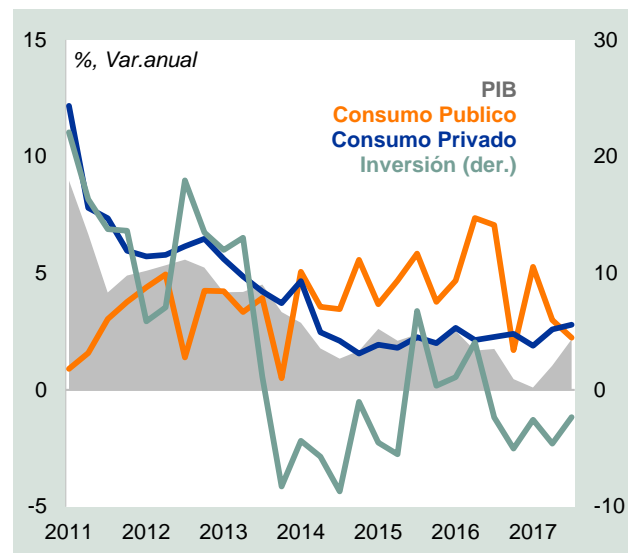
Fuente: Servel, Itaú.

La inversión sigue siendo un lastre

La actividad mostró algunas mejoras en el tercer trimestre del año. El PIB avanzó 2,2% interanual, un aumento en relación al 1,0% del 2T17 (revisado desde 0,9%). Esta es la tasa de crecimiento más alta desde el 1T16 y es probable que sea el comienzo de una

recuperación gradual. El consumo de bienes durables (11,5%) continuó siendo un firme motor de la actividad en el trimestre, impulsado por las ventas de vehículos, mientras que el crecimiento del consumo público se moderó a 2,2% (3,0% en el 2T17) luego de que el gobierno anticipara parte de su gasto presupuestario. En general, el consumo total creció 2,7%, resultado estable con relación al trimestre anterior. Una recuperación de las exportaciones, en parte impulsada por el aumento de las exportaciones de cobre, compensó parcialmente el lastre de las exportaciones netas sobre la actividad. Las exportaciones netas redujeron el crecimiento en 0,4 puntos porcentuales en el 3T17, mucho menos que en el trimestre anterior cuando restaron 2,7 puntos porcentuales al crecimiento. Mientras tanto, la inversión fija bruta registró un quinto trimestre de contracción anual consecutivo (-2,3%, -4,6% en el 2T17).

La recuperación del consumo privado está en marcha



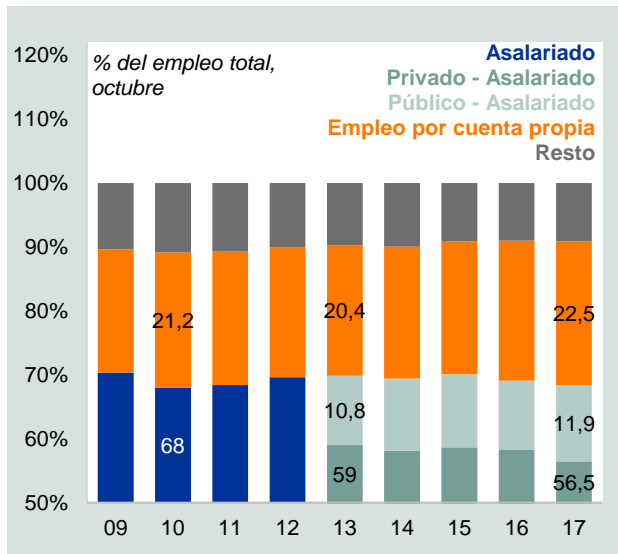
Fuente: BCCCh, Itaú.

La actividad mejoró secuencialmente, impulsada por la recuperación minera pero también por las exportaciones de productos manufactureros, el consumo de bienes durables y el componente de maquinaria y equipo de la inversión. El PIB se expandió 6,0% intertrimestral y ajustado por estacionalidad, luego de una expansión de 3,5% en el trimestre anterior.

Sin embargo, los datos al inicio del 4T17 fueron mixtos, lo que indica que la recuperación esperada podría ser desigual. El proxy del PIB se expandió 2,9% interanual en octubre, liderado por la minería (+11,1%), mientras que la actividad no minera avanzó

2,2%. El crecimiento se desaceleró secuencialmente, a 3,6% intertrimestral y ajustado por estacionalidad, desde 5,8% en el 3T17. En particular, la destrucción de empleos asalariados privados podría limitar el crecimiento del consumo. La contribución al empleo total del sector privado formal se encuentra en niveles históricamente bajos, poniendo de manifiesto la baja calidad de los empleos creados, independientemente de una tasa de desempleo aún baja (6,7%).

La composición más débil del mercado laboral desde la crisis financiera



Fuente: INE, Itaú

Si bien el mayor crecimiento global (que sustenta los precios del cobre) y una política monetaria expansiva ayudarían a una recuperación de la actividad hacia adelante, este año finalizará con una nota más débil de lo que esperábamos. Ahora proyectamos un crecimiento de 1,5% este año (1,7%, anteriormente), ligeramente inferior al 1,6% observado en 2016, pero aún esperamos una recuperación a 2,7% en 2018. El resultado de la segunda vuelta de las presidenciales de diciembre y el debate sobre la agenda de reformas del próximo año influiría sobre la confianza y, en consecuencia, sobre la inversión y el crecimiento.

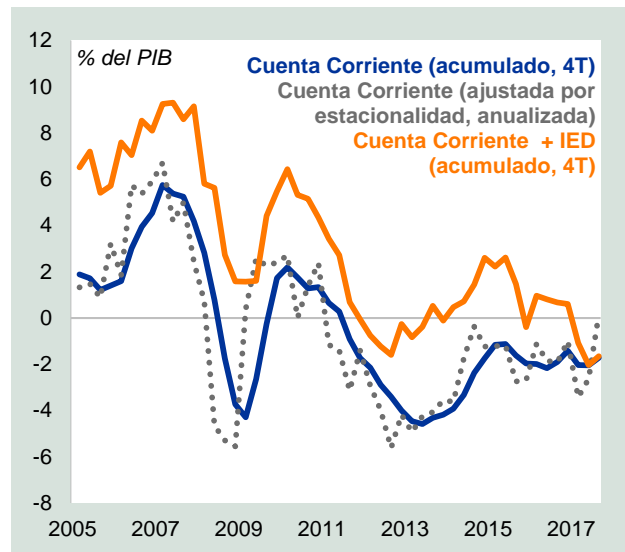
La inversión extranjera directa no financia en su totalidad el bajo déficit de cuenta corriente

El déficit de cuenta corriente se redujo en el 3T17 gracias a la recuperación de las exportaciones de cobre. El déficit de cuenta corriente alcanzó USD 1,5 mil millones en el tercer trimestre del año, por debajo

del déficit de USD 2,2 mil millones registrados en el 3T16. La recuperación de las exportaciones mineras impulsó la mejora respecto al año pasado, pero un creciente déficit de ingresos fue un factor que actuó en contra. El déficit de cuenta corriente acumulado en 4 trimestres se situó en USD 4,6 mil millones (1,7% del PIB) por sobre el déficit de USD 3,6 mil millones observado en 2016 (1,4% del PIB). Pero nuestro propio ajuste estacional muestra que el repunte del comercio resulta en un superávit de la cuenta corriente de 0,1% del PIB, desde un déficit de 2,6% en el 2T17.

Sin embargo, la inversión directa neta no ha sido suficiente para financiar el déficit. En los últimos cuatro trimestres, la inversión extranjera directa en Chile cayó a USD 7,4 mil millones, desde USD 12,2 mil millones en 2016 y USD 20,5 mil millones en 2015. Por lo tanto, la inversión directa neta disminuyó a USD 200 millones (USD 5,1 mil millones en 2016). Mientras tanto, la inversión de cartera extranjera en Chile aumentó a USD 6,6 mil millones en el año que concluyó en el 3T17 (USD 3,0 mil millones el año pasado).

Déficit de cuenta corriente estable



Fuente: BCCh, Itaú.

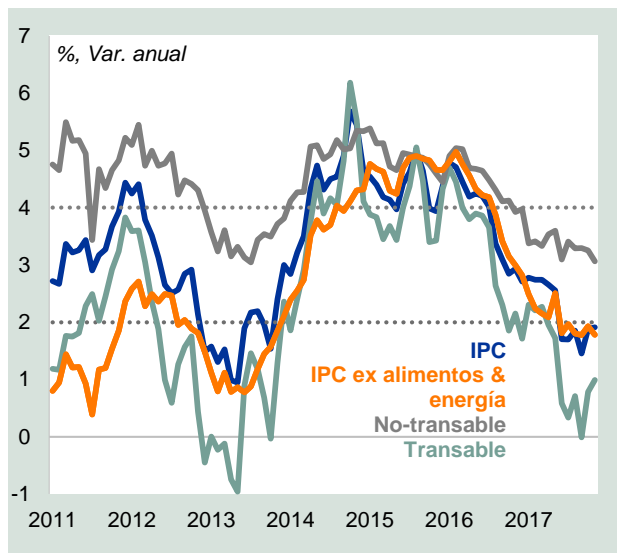
Dado que la demanda interna permanece débil, los efectos de la huelga minera continúan desvaneciéndose, y los precios del cobre se mantienen altos, el déficit de cuenta corriente continuaría bajo. Sin embargo, la reducción más lenta de lo esperado del déficit en el 3T17 nos llevó a revisar nuestra proyección para este año a 1,5%, desde 1,4% anteriormente (aún en línea con el año anterior). Aún esperamos una reducción a 1,2% el próximo año ya que las exportaciones de cobre permanecen robustas.

Todavía esperamos que el tipo de cambio termine este año en 650 pesos por dólar y cierre 2018 en 660 pesos por dólar. El debilitamiento a partir de los actuales niveles se basa en la probabilidad de la continuidad en la normalización de la política monetaria en los EUA. Sin embargo, el desempeño sostenido de los precios del cobre ayudaría a aliviar las presiones de depreciación. A corto plazo, los acontecimientos en el frente político podrían tener un impacto sobre el tipo de cambio. No obstante, destacamos que los fundamentos fiscales y de balanza de pagos de Chile son lo suficientemente sólidos como para evitar una volatilidad excesiva.

La inflación permanece en niveles bajos

La inflación en noviembre se mantuvo estable en 1,9%. El desglose del índice muestra que la inflación transable continúa siendo un lastre menor (1,0% desde 0,8% en octubre), mientras que la inflación no transable se moderó a 3,1%, después de permanecer en 3,3% durante los tres meses previos. La inflación subyacente (excluyendo los precios de alimentos y energía) se situó en 1,8%, un registro bajo, pero en línea con la perspectiva de convergencia hacia la meta de 3% recién en el 2S19. Nuestro índice de difusión refleja que la presión de los precios sigue estando restringida.

Inflación limitada



Fuente: INE

La baja inflación vino para quedarse, al menos por algún tiempo. La inflación ha permanecido por debajo del límite inferior del rango de la meta de 2%-4% del banco central durante seis meses consecutivos, el período más largo desde el período de siete meses vivido a principios de 2013. A futuro, el efecto rezagado del sólido y prolongado desempeño del peso y la inercia ayudarán a mantener baja la inflación. Nuestra proyección para la inflación en 2018 se sitúa en 2,8%, desde 2,2% este año, y considera una reducción de la brecha de producto, una cierta depreciación del peso chileno y la gradual normalización de los precios de los alimentos frescos.

En compás de espera

El banco central chileno optó por mantener la tasa de política monetaria (TPM) sin cambios, en 2,5% en noviembre. El movimiento era ampliamente anticipado por el mercado luego de que la inflación sorprendiera al alza en octubre. En nuestra opinión, el sesgo de flexibilización incluido en el comunicado de prensa indica que el consejo permanece atento a los registros volátiles de la inflación y a las bajas cifras interanuales en lugar de estar preparado para comprometerse con un aumento en el estímulo monetario.

El último informe de política monetaria, del Banco Central (IPoM) para 2017, se reiteró la visión de tasas de interés estables. El escenario base del consejo para la política monetaria continúa considerando que las tasas de interés se mantendrán sin cambios, en 2,5%, hasta que la brecha del producto comience a cerrarse (2S18). Según el banco central, la explicación principal de una inflación menor a la esperada en los últimos tres meses proviene del desempeño de algunos precios volátiles (específicamente, los alimentos). Sin embargo, los precios subyacentes vienen evolucionando en línea con las proyecciones presentadas en el IPoM anterior. En general, el banco central destacó que la reciente sorpresa, junto con la fortaleza de la moneda y el bajo crecimiento de la actividad, podrían llevar a una convergencia más lenta de la inflación hacia el meta comparado a lo que se esperaba en el 3T17. El nuevo escenario de referencia del banco central muestra que la inflación permanece cerca del límite inferior del rango de tolerancia de 2%-4% del banco central durante el 1S18, y luego alcanza el objetivo de 3% en el 1S19, mientras que la inflación subyacente convergerá durante el 2S19. En general, los riesgos para estas previsiones de inflación se consideran equilibrados.

El informe de inflación del banco central está en línea con nuestra proyección. Vemos una recuperación en la actividad el próximo año impulsada por las exportaciones y las inversiones, junto con un repunte de la inflación. En consecuencia, la tasa de política monetaria se mantendría estable, en 2,5%, durante la mayor parte de 2018. Sin embargo, destacamos que, en el corto plazo, los riesgos se inclinan hacia una mayor flexibilización.

Proyecciones: Chile

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Actividad Económica							
Crecimiento real del PIB - %	5,3	4,0	1,9	2,3	1,6	1,5	2,7
PIB nominal - USD mil millones	267	275	258	237	251	267	279
Población (millones de habitantes)	17,4	17,6	17,8	18,0	18,2	18,4	18,6
PIB per cápita - USD	15.291	15.615	14.464	13.181	13.808	14.515	15.013
Tasa de desempleo - media annual	6,4	5,9	6,4	6,2	6,5	6,7	6,8
Inflación							
IPC - %	1,5	3,0	4,6	4,4	2,7	2,2	2,8
Tasa de interés							
Tasa de política monetaria - final de año - %	5,00	4,50	3,00	3,50	3,50	2,50	2,75
Balanza de pagos							
CLP/USD - final del período	479	525	606	709	670	650	660
Balanza comercial - USD mil millones	2,6	2,0	6,5	3,5	5,3	7,4	8,8
Cuenta corriente - % PIB	-4,0	-4,2	-1,7	-2,0	-1,4	-1,5	-1,2
Inversión extranjera directa - % PIB	11,5	7,7	9,3	8,6	4,9	3,0	3,6
Reservas internacionales - USD mil millones	41,6	41,1	40,4	38,6	40,5	39,6	40,8
Finanzas Públicas							
Resultado nominal - % del PIB	0,6	-0,6	-1,6	-2,1	-2,7	-2,7	-2,2
Deuda pública neta - % del PIB	-6,8	-5,6	-4,3	-3,5	1,0	4,4	5,8

Fuente: FMI, Bloomberg, BCCh, INE, Haver, Itaú

Perú

Actividad e inflación en direcciones opuestas

- *La economía peruana está en camino de transición a la fase "Goldilocks" en 2018. Esperamos que el crecimiento se recupere a 4,2% en 2018, desde 2,9% en 2017 (4% en 2016), superando los shocks transitorios que afectaron la actividad este año (los escándalos de corrupción que paralizaron los proyectos de infraestructura, las destructivas inundaciones ocasionadas por El Niño). Los mayores términos de intercambio y los estímulos macroeconómicos (principalmente fiscales, pero también monetarios) impulsarían el crecimiento en 2018.*
- *La desinflación sigue su curso, impulsada por la caída de los precios de los alimentos a medida que la oferta agrícola se normaliza después de El Niño y, en menor medida, por una demanda doméstica aún débil y una apreciación del Sol peruano. Dada una caída mayor de lo esperado en los precios de los alimentos, revisamos nuestra previsión de inflación en 2017 (a 1,5%, desde 1,8%), y creemos que la inflación anual se situará por debajo de 1% en marzo de 2018 (debido a un efecto de base asociado a El Niño). Sin embargo, esperamos que la inflación suba a 2,5% a fines de 2018.*
- *Después de entregar el cuarto recorte de 25 puntos básicos en su ciclo de flexibilización, llevando la tasa de política monetaria (TPM) a 3,25%, esperamos que el banco central permanezca en espera en 2018. Aun así, las últimas orientaciones indican que los líderes del BCRP no han cerrado la puerta aún a una flexibilización adicional. De hecho, argumentan que la reciente caída de la inflación, aunque sea transitoria, les otorga libertad para reducir la TPM, si fuera necesario. En nuestra opinión, el BCRP no reducirá la TPM a menos que la aceleración económica se tambalee.*

La expansión del PIB se aceleró en el 3T17

El crecimiento del PIB peruano se aceleró en el 3T17; lo más destacado fue la expansión de la inversión privada (después de catorce trimestres consecutivos de contracción). Según los datos informados por el banco central, el PIB registró un crecimiento anual de 2,5% en el 3T17 (desde 2,4% en el 2T17). En el margen, utilizando los datos desestacionalizados del banco central, el PIB avanzó 3,7% en el 3T17, intertrimestral y luego del ajuste estacional, desde 2,8% en el trimestre anterior.

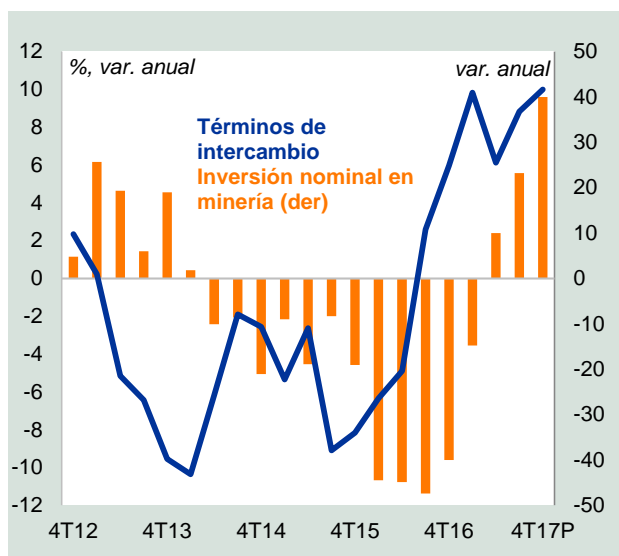
Los motores del crecimiento se están volviendo más equilibrados a medida que la demanda interna se recupera y las exportaciones se moderan (estas últimas habían crecido a tasas extraordinariamente elevadas, impulsadas por los sectores de recursos naturales como la minería y la pesca). La demanda interna se aceleró en el 3T17 (a 2,4% anual, desde 0,2% en el 2T17) debido a una mayor inversión privada (5,4% anual, desde -2,6% en el 2T17), que se debe en gran medida al aumento de la inversión minera (alentada por los precios más altos). La demanda interna excluyendo las existencias en realidad se aceleró de manera más significativa (a 3,1% anual, desde 0,7% en el 2T17). El consumo privado, por el contrario, recién creció un poco más en el 3T17 que en el 2T17 (2,5% anual, desde 2,4% en 2T17), apoyado por una mejora incipiente en las condiciones del mercado laboral de Lima (de acuerdo con los datos del instituto de estadística).

El estímulo fiscal se está volviendo más visible. El consumo público (1,8% anual en el 3T17, desde -1,6% en el 2T17) y la inversión pública (5% anual en el 3T17, desde -6% en el 2T17) se aceleraron, reflejando este último el impulso del estímulo fiscal. Por último, observamos que el crecimiento de las importaciones de bienes y servicios (4,6% interanual en el 3T17, igual expansión que en el 2T17) fue ligeramente inferior al crecimiento de las exportaciones (4,7% interanual en el 3T17, desde 13,6% en el 2T17), lo que implica una muy pequeña contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB (0,1 puntos porcentuales, desde la sólida contribución de 2,3 puntos porcentuales registrada en el 2T17).

Mirando a futuro, esperamos que el PIB registre una expansión de 2,9% en 2017 (desde 4% en 2016) y luego repunte a 4,2% en 2018. Los principales motores serían los mayores términos de intercambio (principalmente precios de metales), las macro políticas expansivas (especialmente fiscales, pero también monetarias), y un cierto repunte de la inversión en infraestructura (que fue paralizada a raíz de los escándalos de corrupción en 2017). Es importante destacar que el aumento sustancial de los términos de intercambio, 8,2% anual en los primeros nueve meses de 2017, después de cinco años consecutivos de caídas, está impulsando una fuerte expansión en la inversión minera. De hecho, según los datos presentados por el Ministerio de Energía (MINEM), la inversión minera nominal creció 41% interanual en octubre. Además, observamos que aparte de algunos

proyectos mineros significativos que están finalizando la fase de inversión (y entrarán en operación en 2018), como las expansiones de Toquepala (la cuarta mayor mina de cobre del país) y Marcona (la mayor explotación de mineral de hierro), recientemente han llegado noticias positivas sobre las perspectivas de Quellaveco, un proyecto de extracción de cobre valorado en 5.000 millones de dólares (2,3 puntos porcentuales del PIB). Este proyecto ya invirtió 1.000 millones de dólares, pero entró en fase de espera hace algunos años debido al bajo precio del mercado y representa un riesgo alcista para la inversión minera.

Los mayores términos de intercambio están impulsando la inversión minera



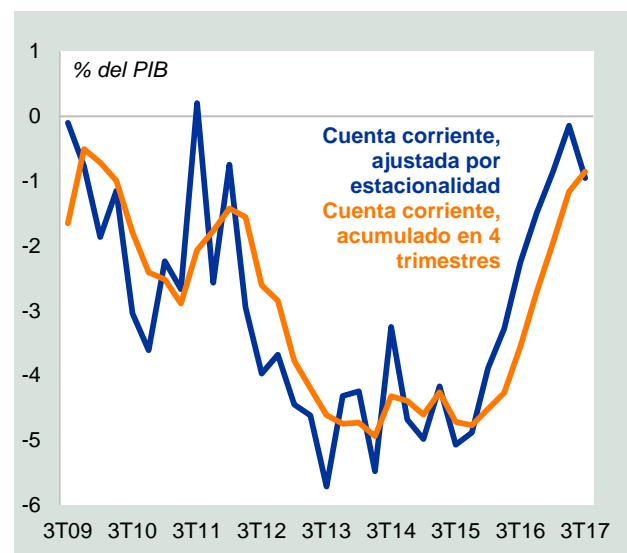
Fuente: BCRP, MINEM, Itaú

Menor déficit de cuenta corriente, a pesar del déficit fiscal más amplio

Dado el sólido volumen de exportaciones y los precios más altos de los metales, el déficit de cuenta corriente (DCC) de Perú se redujo a 0,9% del PIB en el período de cuatro trimestres que finalizó en el 3T17 (desde 1,2% del PIB en el 2T17). De acuerdo con nuestros cálculos, el déficit trimestral desestacionalizado fue de 1% del PIB en el 3T17 (desde -0,1% del PIB en el 2T17). Es importante destacar que el superávit comercial acumulado en cuatro trimestres aumentó a 2,9% del PIB, el resultado más alto en casi cinco años, desde 2,5% del PIB en el 2T17. Otros componentes de la cuenta corriente mostraron poca o ninguna variación durante el mismo período: el balance de servicios fue -0,7% del PIB en

3T17 (sin cambios en relación al trimestre anterior), los ingresos netos fueron -4,9% del PIB en el 3T17 (desde -4,8% del PIB en el 2T17), y las transferencias alcanzaron 1,9% del PIB (sin cambios). Considerando los resultados observados en el 3T17, mantuvimos nuestra proyección para el DCC de 2017 en 0,8% del PIB. De cara al futuro, sólo esperamos una reducción adicional moderada del DCC, dado que la demanda interna (particularmente la inversión) ha comenzado a repuntar, lo cual probablemente estimularía el crecimiento de las importaciones. Del lado del financiamiento, destacamos que el DCC de Perú está financiado en su totalidad por la inversión extranjera directa neta (2,5% del PIB en los cuatro trimestres que finalizaron en el 3T17, desde 2,8% del PIB en el 2T17).

Reducción significativa del déficit de cuenta corriente



Fuente: BCRP, Itaú

El panorama fiscal se está deteriorando y se avencinan riesgos adicionales. El déficit fiscal nominal se amplió a 2,9% del PIB en el período de cuatro trimestres que se cerró en el 3T17 (desde 2,8% del PIB en 2T17), ligeramente por debajo del límite de déficit fiscal (3% del PIB) establecido por la regla fiscal para este año. La caída de los ingresos tributarios del gobierno general (-3,6% anual, en términos reales, entre enero y septiembre) no sólo refleja la baja demanda interna (especialmente en el 1S17) sino también una serie de recortes tributarios que fueron implementados como parte de las iniciativas presidenciales y del Congreso (impuestos a la renta más bajos para pequeñas y medianas empresas y aplazamiento de los pagos del IVA, respectivamente). En cuanto a la deuda pública, las deudas brutas y netas del sector público se

situaron en 24,1% del PIB (sin cambios desde el 2T17) y 8,2% del PIB (desde 7,2% del PIB en el 2T17), respectivamente, y aumentarían en los próximos trimestres, considerando que los topes fiscales para el periodo 2017-2021 se flexibilizaron, para acomodar el estímulo fiscal en 2018 y una convergencia más suave hacia la meta de déficit de 1% en 2021. Bajo estas circunstancias, esperamos que el déficit nominal alcance 3% del PIB en 2017 y 3,1% del PIB en 2018. Mirando a futuro, un riesgo que surgió recientemente es una nueva ley de pensiones para las fuerzas armadas y policiales, aprobada por el Congreso, que conlleva un costo fiscal de 1.100 millones de soles (0,2% del PIB) según estimaciones del gobierno. Sin embargo, el Poder Ejecutivo está tratando de bloquear la ley apelando al Tribunal Constitucional.

Desinflación más acentuada de lo esperado

Perú registró una deflación mensual del IPC en noviembre debido a la caída de los precios de los alimentos (que refleja la normalización en curso de la producción agrícola, después de que El Niño interrumpiera las condiciones de suministro en el 1S17). El IPC cayó 0,20% mensual. Los precios de los alimentos, que representan el 38% de la canasta del IPC, cayeron 0,74%, restando 30 puntos básicos al resultado del IPC. La inflación general disminuyó a 1,54% anual en noviembre (desde 2,04% en octubre), por debajo de la meta de 2% del banco central por primera vez en más de siete años. La inflación subyacente (IPC ex-alimentos y energía) también cayó durante el mismo período, a 2,23% interanual (desde 2,35%). En el lado no subyacente, la inflación de alimentos mostró un declive mucho más pronunciado (a 0,68% interanual, desde 1,65% anteriormente) debido principalmente a efectos de base, ya que los precios de los alimentos se vieron significativamente presionados por las condiciones de sequía a fines del año pasado. Además, observamos que el porcentaje de artículos en la canasta de consumo con una inflación anual por encima del objetivo de 2% cayó a 42% en noviembre (desde 45% en octubre).

Dada la sorpresa bajista y la evidencia de un proceso de desinflación más intenso de lo esperado, revisamos nuestra proyección de inflación a fines de 2017 a 1,5% (desde 1,8%). En nuestra opinión, la inflación anual continuará disminuyendo en los próximos meses, probablemente cayendo por debajo de 1% en marzo (debido a los efectos de base de El Niño), pero luego subiría a 2,5% a fines de 2018.

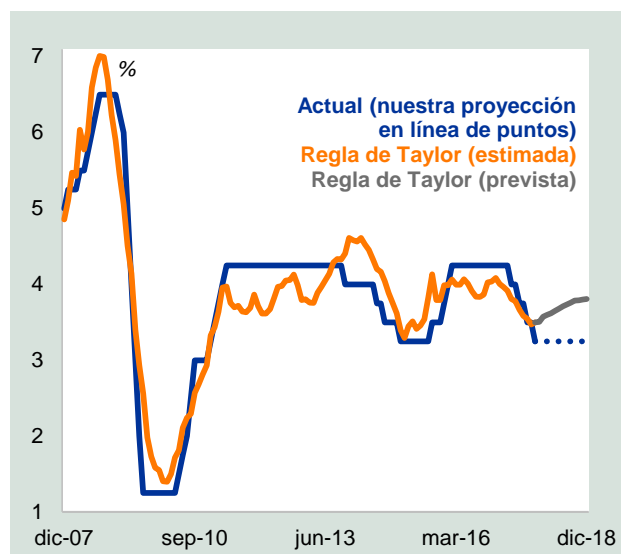
El banco central se mantiene en espera, pero dispone de margen para actuar

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) redujo la tasa de referencia en 25 puntos básicos, a 3,25%, en noviembre, en línea con nuestra expectativa y sorprendiendo al mercado. La semana anterior a la reunión, el presidente Velarde había realizado comentarios muy optimistas sobre el crecimiento del PIB, argumentando que una recuperación en forma de "V" está en curso. Sin embargo, la inflación general, junto con las expectativas de inflación, disminuyeron sustancialmente en el período previo a la reunión de la junta. Este fue el desencadenante del recorte de la tasa, en nuestra opinión. Es importante destacar que la declaración de política monetaria de noviembre mantuvo el sesgo de flexibilización, a pesar de las opiniones más optimistas de los responsables de política del BCRP sobre la actividad económica.

Nuestro escenario base es que el banco central permanecerá en espera, a pesar de la inflación menor de lo esperado en noviembre y el sesgo de flexibilización continuará vigente. De hecho, durante una conferencia en Lima, el presidente Julio Velarde declaró que después de recortar la TPM cuatro veces, a 3,25%, desde 4,25%, y dado que el crédito no se está acelerando debido a la falta de demanda, es el momento ahora de esperar por el impulso fiscal.

Pero si la aceleración económica se tambalea, el banco central dispone de espacio para actuar. Si el crecimiento del PIB continúa en una tendencia de aceleración, es probable que la junta mire más allá de la caída temporal de la inflación (en gran medida explicada por la reversión de los efectos de El Niño). De hecho, nuestra regla de Taylor -que venía prediciendo recortes en las tasas de interés en 2017 (véase "Descubriendo las funciones de reacción de los bancos centrales de América Latina", Resende y Müller, abril de 2017) - ahora muestra que el BCRP ha tomado la tasa de referencia un poco por debajo del valor ajustado de la regla de Taylor (3,45%). Además, utilizando los supuestos de nuestro escenario, la regla de Taylor en realidad predice una tasa de referencia ligeramente superior en 2018 (por debajo de 4%) debido a la recuperación del crecimiento del PIB. Sin embargo, creemos que la junta se resistirá a elevar la TPM el próximo año, por temor a que pueda afectar la recuperación económica.

Esperamos tasas de interés estables



Fuente: BCRP, Bloomberg, Itaú

Proyecciones: Perú

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Actividad Económica							
Crecimiento real del PIB - %	6,0	5,8	2,4	3,3	4,0	2,9	4,2
PIB nominal - USD mil millones	189	198	203	192	196	215	224
Población (millones de habitantes)	30,1	30,5	30,8	31,1	31,5	31,8	32,2
PIB per cápita - USD	6.288	6.492	6.593	6.175	6.215	6.757	6.950
Tasa de desempleo - media anual	7,0	5,9	6,0	6,4	6,7	6,8	6,3
Inflación							
IPC - %	2,6	2,9	3,2	4,4	3,2	1,5	2,5
Tasa de interés							
Tasa de política monetaria - final de período - %	4,25	4,00	3,50	3,75	4,25	3,25	3,25
Balanza de pagos							
PEN/USD - final del período	2,57	2,79	2,98	3,41	3,36	3,30	3,35
Balanza comercial - USD mil millones	6,4	0,5	-1,5	-2,9	1,9	5,2	6,5
Cuenta corriente - %PIB	-2,8	-4,7	-4,4	-4,8	-2,7	-0,8	-0,7
Inversión extranjera directa - % PIB	6,2	5,0	2,2	4,3	3,5	2,6	3,0
Reservas internacionales - USD mil millones	64,0	65,7	62,3	61,5	61,7	63,5	64,0
Finanzas públicas							
Resultado nominal del SPNF - % del PIB	2,3	0,9	-0,3	-2,1	-2,6	-3,0	-3,1
Deuda bruta del SPNF - % del PIB	20,8	20,0	20,1	23,3	23,8	24,5	25,8

Fuente: FMI, Bloomberg, INEI, BCP, Haver, Itaú

Colombia

El ciclo de flexibilización monetaria se prolonga

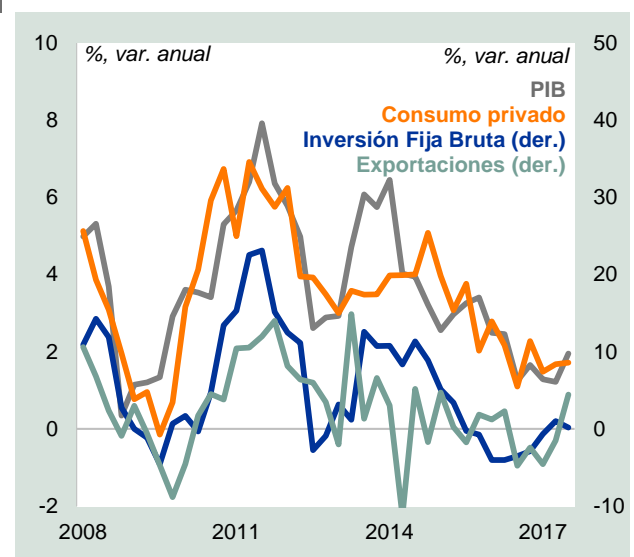
- Las cifras de crecimiento mejoraron en el 3T17, pero el resultado por componentes de actividad revela fragilidad. Mientras tanto, la confianza se mantiene en niveles históricamente bajos y el sector privado formal apenas contribuye al crecimiento del empleo. Sin embargo, la combinación de tasas de interés más bajas y un crecimiento global más fuerte permitiría un repunte de la actividad en 2018 (a 2,5%, desde el 1,6% proyectado para este año).
- Las recientes cifras de inflación en su mayoría más bajas de lo esperado y el crecimiento decepcionante abren espacio para una política monetaria más expansiva. El banco central recortó la tasa de política monetaria (TPM) más rápido de lo esperado, y es probable que se produzcan nuevos recortes en la TPM. Esperamos que el ciclo de flexibilización finalice con la TPM en 4,0%, con los próximos recortes materializándose antes del fin del 2T18.

Actividad débil

La mejora en las exportaciones netas ayudó a un repunte de la actividad en el 3T17. La actividad mostró una modesta recuperación en el tercer trimestre del año, registrando una expansión de 2,0% anual (1,2% en el 2T17). Esta expansión, la mayor desde el 2T16, contribuyó a elevar la tasa de crecimiento corrido de cuarto trimestres a 1,5%, desde 1,4% en el 2T17. Sin embargo, la actividad en general permanece débil y se basa principalmente en la reversión de los choques de oferta.

De hecho, el crecimiento de la demanda interna se mantuvo débil en el trimestre. La expansión del consumo privado permaneció estable en 1,7%, una tasa históricamente baja, ya que los efectos de la inflación elevada, los efectos rezagados de una postura de política monetaria contractiva y la disminución de la confianza pesan sobre el desempeño del consumo. Mientras tanto, la inversión fija bruta creció a un modesto ritmo de 0,2%, en comparación con el 3T16, y por debajo de 1,0% en el trimestre anterior. El desempeño más débil de la inversión se debió en gran parte a una disminución interanual del 15,8% en la inversión en el sector de la construcción (-7,9% en el 2T17), que contrarrestó una mejora en la inversión en maquinaria y equipamientos (6,4%) y en obras civiles (8,9%). Las exportaciones robustas de carbón y alimentos respaldaron un repunte de las exportaciones, a 4,5% (-1,5% en el 2T17), mientras que las exportaciones de petróleo continuaron siendo un obstáculo al crecimiento. En general, la contribución de las exportaciones netas a la expansión del PIB en el trimestre pasó de -1,1 puntos porcentuales en el 2T17 a cero en el 3T17. Por el lado de la oferta, la agricultura volvió a ser un motor de la actividad en el trimestre, consolidando la recuperación luego de los trastornos climáticos relacionadas con El Niño el año pasado, registrando una expansión interanual de 7,1% (4,0% en el 2T17).

Las exportaciones impulsan el crecimiento en el 3T17



Fuente: DANE, Itaú

En el margen, la mejora de la actividad total (3,2% intertrimestral y luego del ajuste estacional, desde 2,2% en el 2T17) estuvo liderada por la aceleración de las exportaciones hasta 5,4% intertrimestral y ajustado por estacionalidad. El consumo privado también se aceleró, pero apenas a 1,7% intertrimestral y ajustado por estacionalidad (desde 0,8% en el trimestre anterior), mientras que la inversión bruta fija se contrajo 1,8%, (+4,3% en el 2T17).

La confianza del consumidor permanece deprimida, y el mercado laboral continúa debilitándose. El índice de confianza del consumidor elaborado por el centro de estudios colombiano Fedesarrollo, se situó en -10,6 puntos en octubre (el vigesimosegundo mes consecutivo en territorio pesimista), desde -7,4 puntos hace un año y 0,3 puntos por debajo del mes anterior. Este es el registro más bajo para el mes de octubre desde que el índice fue publicado por primera vez en 2002. Mientras tanto, la tasa nacional de desempleo

ajustada por estacionalidad para el trimestre que finalizó en octubre fue de 9,5%, desde 9,2% en el 2T17 y constituye el nivel más alto desde el 3T13. Además, los empleos creados recientemente han sido de una calidad relativamente baja, y el empleo privado permanece prácticamente estancado en los últimos 12 meses.

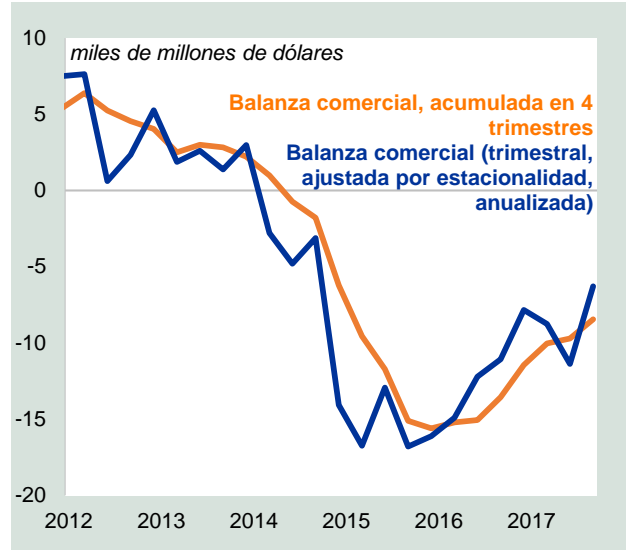
No obstante, la recuperación del crecimiento de los salarios reales y la mayor demanda externa generarían un repunte de la actividad. La política monetaria expansiva que estimamos también respaldaría la actividad el próximo año. Proyectamos unas tasas de crecimiento de 1,6% este año (2,0% en 2016) y 2,5% en 2018.

El déficit comercial se reduce aún más

La mejora del balance energético sigue explicando en gran parte la reducción del déficit comercial, mientras que la balanza no energética se ha mantenido prácticamente estable. La balanza comercial alcanzó un déficit de USD 1,7 mil millones en el 3T17, por debajo del déficit de USD 3,0 mil millones registrado en el 3T16, lo que llevó a una reducción del déficit acumulado de 12 meses a USD 8,5 mil millones (desde USD 11,5 millones en 2016). En el margen, nuestro propio ajuste estacional muestra una fuerte corrección del déficit comercial, a USD 6,3 mil millones en el 3T17, desde USD 11,4 mil millones en el 2T17. Un déficit comercial más reducido aceleraría la corrección del déficit de cuenta corriente.

La recuperación en la producción de carbón está impulsando las exportaciones. El crecimiento de las exportaciones en el tercer trimestre fue de 17,7% (10,7% en el 2T17). Las exportaciones de petróleo presionaron a la baja, desacelerándose a 2,6% anual (7,3% en 2T17), con los volúmenes reduciéndose y la ganancia en precios moderándose. Mientras tanto, las exportaciones de carbón aumentaron 53,8% (35,7% en el 2T17). La débil demanda de bienes intermedios condujo a un crecimiento modesto en las importaciones totales (1,4% en el 3T17, desde 5,1% en el 2T17).

Reducción gradual del déficit comercial



Fuente: Dane, Itaú

El déficit comercial continuará moderándose gradualmente a medida que los precios más altos de la energía (en relación con el año pasado) favorecen las exportaciones, mientras que la demanda interna se recuperará lentamente. Continuamos esperando un déficit de cuenta corriente de 3,7% del PIB este año, un resultado más acotado que el déficit de 4,3% observado en 2016, con una reducción adicional a 3,5% el año próximo. Si bien el déficit externo está cayendo, todavía mantiene vulnerable al peso colombiano, especialmente al considerar las tasas de interés decrecientes.

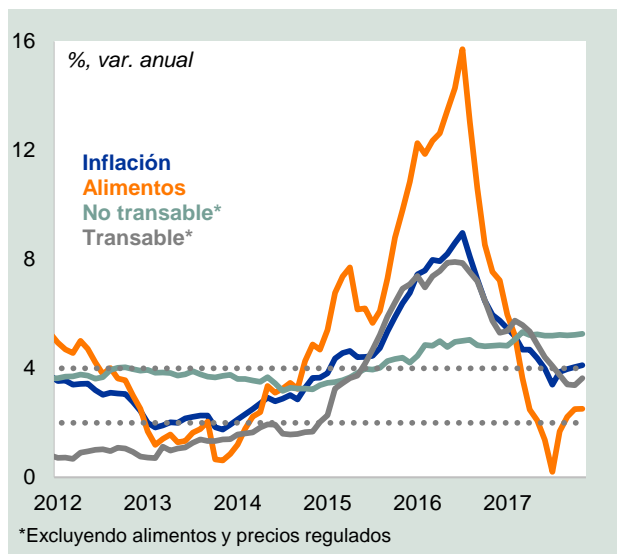
La inflación se ajustará gradualmente

La inflación se mantuvo en el límite superior del rango de la meta de 2% -4% establecida por el banco central, ya que el repunte de la inflación de alimentos continúa débil. En noviembre, la inflación anual subió a 4,12%, desde 4,05% en octubre.

A pesar de la baja base de comparación, la inflación anual de los precios de los alimentos se mantuvo contenida en 2,52% (2,51% anteriormente). La inflación excluyendo los precios de los alimentos subió a 4,80% (4,70%, previamente), impulsada por una aceleración de la inflación transable. Los precios de los bienes transables (excluyendo los alimentos y los precios regulados) avanzaron 3,64%, desde 3,38% en octubre y ponen fin a un periodo de desinflación de ocho meses (en medio de una moneda en términos generales, estable). Los precios de los bienes regulados (5,58%), junto con los de los bienes no transables (excluyendo los

alimentos y los precios regulados), están siendo persistentes y aún se sitúan sobre el intervalo de la meta. Esto refleja que, a pesar de la débil demanda interna, la desaceleración de la inflación se ha visto limitada por la inercia en la economía colombiana. En general, nuestro índice de difusión continúa descendiendo ligeramente, debido principalmente a la reducción de las presiones inflacionarias de los alimentos. En el margen, la inflación general sigue cediendo, pero esta caída está principalmente liderada por los precios de los alimentos.

Inflación subyacente persistente



Fuente: Dane, Itaú

Esperamos una caída de la inflación en los próximos meses, situándose en 3,4% en 2018. Es probable una desaceleración de la inflación dada la brecha de producción negativa, la moderada depreciación de la moneda y la menor inercia,

A favor de una flexibilización adicional

El banco central redujo la tasa de política monetaria (TPM) en 25 puntos básicos, a 4,75%, en su reunión de noviembre, en línea con nuestras expectativas. El mercado estaba dividido, y casi la mitad de los participantes no esperaba un movimiento de la TPM. La decisión de la mayoría tuvo la misma composición del mes anterior: cinco de los siete miembros de la junta apoyaron el recorte, mientras que los otros dos preferían mantener la TPM inalterada en 5%. La inflación persistentemente por debajo de lo esperado, y las cifras de actividad durante el último mes convencieron a la mayoría de la junta de la necesidad de una mayor flexibilización.

El equipo técnico ahora considera que la tasa de inflación (actualmente en 4,1%) podría alcanzar la meta de 3% más rápido de lo anticipado anteriormente. Mientras tanto, la tasa de expansión de 2% en el 3T17 estuvo por debajo de la proyección del equipo técnico, en 2,3%, ya que la demanda interna no alcanzó las expectativas, por lo que la brecha de producto continúa ampliándose. Tanto el Gerente General como el Ministro de Hacienda han resaltado que la situación de la actividad no es buena en Colombia, por lo que probablemente estuvieron a favor del movimiento para continuar con el ciclo de flexibilización.

Ahora esperamos que el banco central colombiano lleve la TPM a 4,0% antes de dar por concluido el ciclo de flexibilización. El entorno positivo para los mercados emergentes -considerando el enfoque prudente de la normalización de la política monetaria por parte de los bancos centrales de los mercados desarrollados- permitirá una respuesta anti cíclica. Con nuestra nueva proyección para la TPM por debajo de nuestra tasa neutra proyectada de 4,5%, anticipamos que la política monetaria entraría en territorio expansivo. Los próximos recortes de tasas (prevemos tres bajas de 25 puntos básicos) probablemente se materialicen antes de que finalice el 2T18, y el tiempo preciso de su implementación dependerá de los datos.

Las agencias de calificación están atentas a las proyecciones de la política

Los candidatos en la carrera presidencial de 2018, incluido el ex vicepresidente alemán Vargas Lleras, propusieron cambios en la regla fiscal del país. Un representante de Fitch declaró que el país no tiene que ajustarse necesariamente a las metas de la regla fiscal para que su relación deuda/PIB converja con la de sus pares BBB, pero que cambiar las metas puede tener un costo en términos de credibilidad. La regla fiscal de Colombia estipula que el déficit fiscal nominal se reducirá a 1% del PIB en 2022 (el déficit medio de sus pares BBB es 2%, aproximadamente). Mientras tanto, Moody's declaró que una revisión o enmienda de la regla fiscal puede no afectar a la calificación crediticia negativamente. La agencia añadió que la regla fiscal podría ser reemplazada mediante la incorporación de la nueva realidad de precios del petróleo más bajos por más tiempo, un crecimiento más lento y menores ingresos del gobierno.

Un poco menos de seis meses antes de las elecciones presidenciales, ningún candidato potencial ha construido una ventaja significativa.

Las encuestas muestran que los principales candidatos son Gustavo Petro (ex alcalde de Bogotá, Izquierda), Sergio Fajardo (ex alcalde de Medellín, Centro) y Germán Vargas Lleras (ex vicepresidente, Derecha). En este conjunto de nombres aún no aparece Iván Duque, quién sería el candidato oficial del Centro Democrático

(respaldado por el ex presidente Uribe). Uribe y el ex presidente Andrés Pastrana anunciaron recientemente una alianza conservadora. Las candidaturas no se formalizarán hasta marzo. Después de muchos años de discurso político en torno al tema de las FARC, la preocupación pública ahora se centra más directamente en la corrupción en medio de una oleada de escándalos.

Proyecciones: Colombia

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Actividad económica							
Crecimiento real del PIB - %	4,0	4,9	4,4	3,1	2,0	1,6	2,5
PIB nominal - USD mil millones	370	380	378	292	282	312	319
Población (millones de habitantes)	46,6	47,1	47,7	48,2	49,0	49,3	49,9
PIB per cápita - USD	7.939	8.065	7.936	6.057	5.751	6.325	6.393
Tasa de desempleo - media anual	10,4	9,6	9,1	8,9	9,2	9,4	9,4
Inflación							
IPC - %	2,4	1,9	3,7	6,8	5,8	4,1	3,4
Tasa de interés							
Tasa de política monetaria - final del año - %	4,25	3,25	4,50	5,75	7,50	4,75	4,00
Balanza de pagos							
COP/USD - final del período	1767	1930	2377	3175	3002	3050	3120
Balanza comercial - USD mil millones	4,0	2,2	-6,2	-15,6	-11,5	-9,0	-10,5
Cuenta corriente - % PIB	-3,1	-3,3	-5,2	-6,4	-4,3	-3,7	-3,5
Inversión extranjera directa - % PIB	4,1	4,3	4,3	4,0	4,9	3,8	3,7
Reservas internacionales - USD mil millones	37,5	43,6	47,3	46,7	46,7	47,7	48,6
Finanzas públicas							
Resultado nominal del gob. central - % del PIB	-2,3	-2,3	-2,4	-3,0	-4,0	-3,7	-3,3
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	34,6	37,1	40,5	45,1	46,0	47,2	47,6

Fuente: FMI, Bloomberg, Dane, Banrep, Haver e Itaú

Paraguay

Se modera el crecimiento en 2017

- Si bien el crecimiento del PIB se recuperó en 3T17, la medición desestacionalizada no alcanzó a compensar la merma de 2T17. Ajustamos nuestra proyección de crecimiento a 4% desde 4,5% en nuestro escenario anterior. Para 2018 elevamos nuestra proyección de crecimiento a 4% desde 3,5% en línea con un mayor crecimiento esperado en Brasil y Argentina.
- La inflación de noviembre fue más mayor que lo esperada. Elevamos nuestra proyección de inflación de este año a 4,5%, pero mantenemos sin cambios nuestra estimación de 2018 en 4%.
- El cumplimiento de la meta de la ley de responsabilidad fiscal en 2018 en riesgo por los aumentos salariales dispuestos por el Congreso. Las elecciones internas para elegir los candidatos presidenciales para 2018 serán el próximo 17 de diciembre.

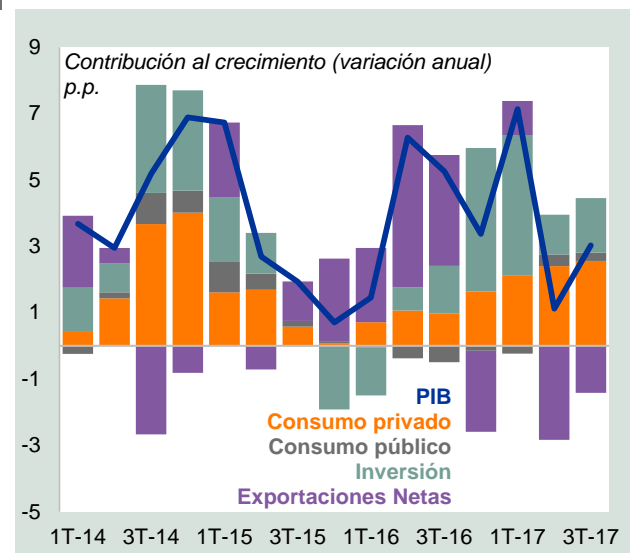
La actividad económica se recuperó en 3T

El PIB creció liderado por el consumo y la inversión.

La actividad se expandió 3% en 3T17, luego de una alza revisada de 1,1% en 2T17 (0,9% originalmente) y una expansión de 7,1% en 1T17 (6,7% anteriormente). En términos desestacionalizados, la actividad creció 1,8% trimestral, luego de una caída de 2,7% en 2T17. Todos los sectores se expandieron con la excepción de la producción eléctrica. La industria y la minería crecieron un sólido 8,3% anual y los servicios se expandieron 5,7%, en ambos casos ayudados por el desempeño de las importaciones. La agricultura creció 3,7% debido a la buena campaña sojera. La ganadería y la construcción crecieron 1,3% y 0,7% anual, respectivamente ayudado por las mejores condiciones climáticas. El sector electricidad y agua cayó 12,7% anual debido a la menor generación de energía por parte de Itaipú, por efecto base. Por el lado de la demanda, el consumo total creció 4% debido a un mayor gasto del sector privado (4,2% anual) y del sector público (3% anual). La formación bruta de capital fijo aumentó 5,2% anual debido al crecimiento en las construcciones e inversión en maquinaria y equipos. Por su parte, la demanda externa contribuyó negativamente al crecimiento (1,4% puntos porcentuales) debido al crecimiento de la importaciones. Con todo, el crecimiento del PIB acumulado en los primeros tres trimestres alcanzó 3,8%.

Redujimos nuestra proyección de crecimiento a 4% para este año desde 4,5% en nuestro escenario anterior. Para 2018, aumentamos nuestra proyección de crecimiento a 4% (3,5% previamente) ante un mayor crecimiento esperado en Brasil y Argentina.

Consumo privado e Inversiones impulsan el crecimiento



Fuente: BCP

Suba de la carne llevaría a una mayor inflación este año

La inflación superaría el centro de la meta este año (4%±2%). Los precios al consumidor subieron 0,7% en noviembre, por encima de lo esperado por el mercado (0,3%) y como consecuencia la desinflación fue menor a la esperada. Así, la inflación anual cayó a 4,6% desde 4,9% en octubre y se ubica por tercer mes consecutivo por encima del centro del rango meta del BCP. La suba de precios del mes obedeció nuevamente a los mayores costos de la carne y a la suba del precio de la harina de trigo, en ambos casos afectados por factores climáticos en los meses previos que limitaron la oferta en el mercado en la parte final del año. A pesar de estos aumentos puntuales, la inflación núcleo muestra

estabilidad en niveles confortables. Esta medida subió 0,2% en noviembre pero la lectura anual se mantuvo en 3,0% y se ubicó por debajo del centro de la meta desde mayo de 2016. Ahora esperamos un alza de precios de 4,5% anual este año (por encima de nuestra anterior proyección de 4%). Para 2018 mantenemos nuestra proyección de inflación de 4%.

Política monetaria sin cambios como era esperado.

El BCP mantuvo la tasa sin cambios en 5,25% por tercer mes consecutivo en su reunión de noviembre. La decisión no sorprendió al consenso de mercado. En las minutas de la reunión, el comité de política monetaria (CEOMA) señaló que el escenario internacional siguió mejorando y que la incertidumbre es relativamente baja. En el plano doméstico, el BCP notó que la actividad evoluciona conforme a lo esperado y que las expectativas de inflación permanecen ancladas. No esperamos cambios en la tasa de referencia en diciembre, a pesar de la mayor inflación estimada para este año, debido a que el aumento de precios obedeció a factores transitorios. Para 2018 esperamos que la tasa llegue a 5%, implicando un corte adicional de 25 puntos básicos el año próximo. Mantenemos nuestra proyección de tipo de cambio de 5.700 guaraníes por dólar para fin de 2017 y de 5.900 guaraníes por dólar para fin de 2018.

El Presupuesto 2018 bajo discusión

El cumplimiento de la meta de la ley de

responsabilidad fiscal en riesgo. El congreso (primero el Senado y luego la Cámara Baja) aprobó un aumento salarial mayor al propuesto por el gobierno para los docentes, médicos y personal público de la electricidad. Los aumentos llevarían a un déficit superior a nuestra proyección de 1,5% del PIB, consistente con Ley de Responsabilidad Fiscal. El año pasado, en un episodio similar, se terminó con un veto presidencial que reimpuso el presupuesto de 2016 para 2017.

El déficit fiscal de doce meses disminuye. El resultado se ubicó en noviembre en -1,2% del PIB, desde 1,3% el mes pasado. Los ingresos totales crecieron un sólido 14,3% anual impulsado por la mayor

recaudación tributaria (17,0% anual) y en menor medida por mayores regalías recibidas desde Itaipú (+8,1% anual). El gasto primario (excluyendo intereses) se expandió 8,6% anual, luego de una caída el mes pasado (-0,6% anual). Proyectamos un déficit fiscal de 1,5% del PIB para este año.

El superávit comercial se redujo fuertemente. El superávit comercial total acumuló 729 millones de dólares en los primeros 10 meses del año, mientras que en igual periodo de 2016 era de 1,7 mil millones de dólares. Las importaciones crecieron 19,9% en ese período respecto de un año atrás, acumulando 9,4 mil millones de dólares. Todos los rubros registraron un incremento, liderados por las compras de bienes de capital (28,4% anual), seguido por importaciones de bienes de consumo (23,0%) y de bienes intermedios (18,8%). Por su parte, las exportaciones totales crecieron 6,6%, impulsadas por mayores reexportaciones (34,0% anual, básicamente destinadas a Brasil) que compensaron la caída de las exportaciones registradas (0,9% anual). En el acumulado de doce meses el superávit comercial alcanzó los 430 millones de dólares en octubre, mientras que en todo 2016 sumó 1,4 mil millones. Esperamos un superávit comercial de 500 millones de dólares este año y el próximo.

Recta final para las elecciones presidenciales

Las elecciones internas y simultáneas se celebrarán el 17 de diciembre. Por el lado del partido colorado (oficialismo) la carrera a precandidato a presidente será entre Santiago Peña y Mario Abdo Benitez. Las encuestas sugieren un resultado apretado. Por el lado del partido liberal, la disputa será entre Efraín Alegre (presidente del partido) y el ex senador Carlos Balmelli. Además de los precandidatos para presidente y vicepresidente también se elegirán los candidatos para renovar la totalidad del congreso (45 senadores y 80 diputados). Las elecciones generales y obligatorias tendrán lugar el 22 de abril de 2018.

Proyecciones: Paraguay

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Actividad Económica							
Crecimiento real del PIB - %	-1,2	14,0	4,7	3,0	4,1	4,0	4,0
PIB nominal - USD mil millones	24,7	28,9	30,7	27,4	27,6	29,6	31,6
Población	6,5	6,6	6,7	6,8	6,9	7,0	7,0
PIB per cápita	3.821	4.408	4.605	4.052	3.995	4.260	4.521
Tasa de desempleo abierto Asunción (prom. anual)	8,1	8,1	8,0	6,5	7,7	7,5	7,0
Inflación							
IPC - %	4,0	3,7	4,2	3,1	3,9	4,5	4,0
Tasa de interés							
Tasa de referencia	5,50	6,00	6,75	5,75	5,50	5,25	5,00
Balanza de pagos							
PYG/USD - final del período	4220	4598	4636	5782	5738	5700	5900
Balanza comercial - USD mil millones	0,6	1,7	1,0	0,6	1,4	0,5	0,5
Cuenta Corriente - % PIB	-1,2	2,1	0,1	-1,0	1,7	-1,5	-1,5
Inversión Extranjera Directa - % PIB	2,8	0,9	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3
Reservas Internacionales - USD mil millones	5,0	5,9	6,9	6,2	7,1	8,0	8,0
Finanzas públicas							
Resultado Nominal - % del PIB	-1,7	-1,7	-1,1	-1,8	-1,5	-1,5	-1,5
Deuda pública bruta - % PIB	14,5	14,4	17,6	20,0	22,8	23,6	24,4

Fuente: FMI, Haver, Bloomberg, BCP, Itaú

Uruguay

La inflación finalizaría el año dentro del rango meta

- Con una nueva reducción temporaria de precios de electricidad en diciembre esperamos que los precios al consumidor suban 6,5% este año, dentro del rango meta del banco central (3%-7%). Para 2018 esperamos un alza de 7,5% ante la perspectiva de una moneda más débil.
- La reducción de la inflación permitió una mejora de los salarios reales. Mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB de 3% para este año y el próximo.
- Las exportaciones crecen con fuerza y mejoran el saldo comercial. Ajustamos nuestra proyección a un superávit de 300 millones de dólares para este año desde un déficit de igual magnitud en nuestro escenario anterior.

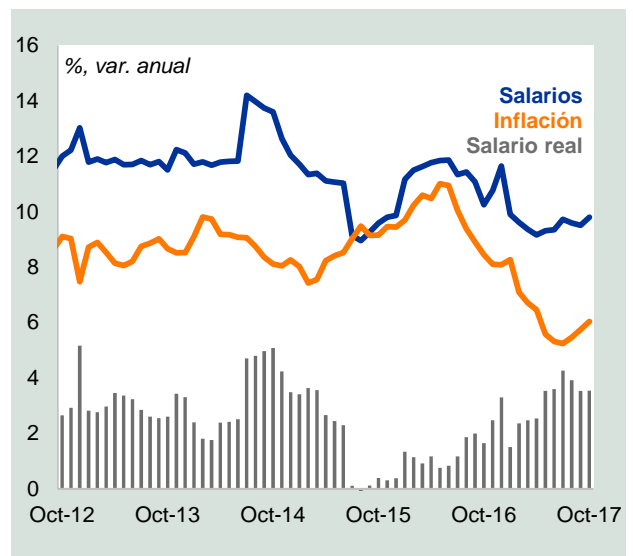
Dentro del rango meta

La inflación se ubicó en línea con lo esperado en noviembre. Los precios al consumidor subieron 0,34% mensual, ligeramente por arriba de lo esperado de acuerdo a la última encuesta del BCU (0,3%). La lectura anual anotó su cuarta suba consecutiva y subió a 6,3% desde 6,04% en octubre. En el mes, se destacó el aumento de los precios de alimentos y bebidas no alcohólicas (0,47% mensual y con una incidencia de 0,13 sobre el índice del mes). En particular, se destacaron la suba de la leche, frutas, legumbres y hortalizas. Los precios de prendas de vestir y calzado subieron 0,6%. Así la inflación se mantuvo dentro del rango meta del BCU (3%-7%) por octavo mes consecutivo. La inflación tendencial anual (una medida estimada por CPA Ferrere que excluye componentes volátiles) se moderó a 6,9% desde 7,1% el mes anterior. Mantenemos nuestra proyección de inflación de 6,5% para este año, asumiendo que el gobierno reducirá nuevamente las tarifas eléctricas transitoriamente en diciembre (programa UTE premia).

Para 2018 mantenemos nuestra proyección de 7,5%, debido a la perspectiva de una moneda más débil el año próximo.

Volatilidad del tipo de cambio en noviembre. El peso se fortaleció en la segunda quincena a 29 pesos por dólar luego de una depreciación a comienzos de mes. El banco central realizó escasas compras en el mercado de cambios (24 millones de dólares comparado con un promedio mensual de 300 millones de dólares en los primeros diez meses del año). En lo que va de 2017, el BCU compró 3,0 mil millones. Mantenemos nuestra proyección de tipo de cambio para fin de 2017 en 29,5 pesos por dólar y en 31,7 pesos por dólar para fin de 2018.

Mejora de los salarios reales



Fuente: INE

Suba del salario real tracciona el comercio interno

La actividad comercial creció en 3T17. El indicador adelantado (Lidcom) aumentó 4,7% anual en el trimestre (1,0% ajustado por estacionalidad). El índice de difusión fue 60%. La expansión se asocia al crecimiento del salario real ayudada por la baja de la inflación a lo largo del año. En efecto, el índice de actividad CERES subió 0,4% mensual en septiembre, luego de crecer 0,4% en el mes previo. El índice de difusión se ubicó en 92% en septiembre, indicando que la mayoría de las variables se comportaron de forma expansiva. CERES mostró la segunda señal positiva para 4T17, mientras que ya anticipa un alza para 3T17.

La confianza se estaciona en zona neutral. El índice de confianza del consumidor publicado por la Universidad Católica creció un 2,6% en octubre, luego de caer 3,9% en septiembre. Los sub-índices que componen el indicador mostraron señales mixtas en el mes. La predisposición a la compra de bienes durables subió 5,0% respecto a septiembre, mientras que la situación económica personal disminuyó 1,1% y la situación económica del país se contrajo 0,1% en el mes. De todos modos, la confianza se ubica 1,2% por encima del nivel de igual mes de 2016.

Caída en la tasa de actividad lleva a una menor tasa de desempleo. La tasa de actividad se contrajo 1,2% anual en setiembre, mientras que la creación de empleo disminuyó 0,6% anual. Así la tasa de desocupación cayó a 7,6% desde 8,4% en igual mes de 2016. Esperamos que la tasa de desempleo promedie 8% este año, ligeramente por arriba del 7,9% registrado en 2016.

Mantenemos nuestra proyección de crecimiento para 2017 y 2018 en 3%. Nuestras proyecciones del próximo año se basan en una mayor expansión económica de los principales socios comerciales (Brasil y Argentina) y dado que la refinería La Teja operará con normalidad.

Superávit comercial

Las exportaciones vuelven a crecer con fuerza. El saldo comercial FOB de los últimos 12 meses alcanzó un superávit de 134 millones de dólares en octubre desde un déficit de 600 millones de dólares a diciembre de 2016. Las exportaciones crecieron un 23,5% anual en octubre, destacándose nuevamente las ventas externas de productos primarios (60% anual). Las importaciones,

por su parte, subieron 7,9% anual, por mayores compras de bienes intermedios (20% anual), de bienes de consumo (16% anual) y de bienes de capital (3%). Así en el mes, el saldo comercial de bienes FOB excluyendo zonas francas fue superavitario en 41 millones de dólares, por arriba del déficit de 45 millones de dólares en igual mes del año pasado. Corregimos al alza nuestra proyección de saldo comercial a un superávit de 300 millones de dólares para este año desde un déficit de igual magnitud en nuestro escenario anterior. Para 2018 esperamos un saldo equilibrado en lugar de un déficit de 300 millones de dólares.

Leve disminución del déficit fiscal. El déficit acumulado en doce meses se redujo a 3,5% del PIB en octubre, desde 3,6% en septiembre. El déficit primario fue 0,3% del PIB (por arriba del 0,4% registrado el mes anterior). Los ingresos del sector público no financiero se expandieron 12,5% anual traccionados por la mayor recaudación DGI (14,8% anual) y mayores ingresos asociados al comercio exterior (27% anual). Los gastos primarios aumentaron un 3,4% anual debido a las menores inversiones asociadas a una reducción del stock de petróleo de ANCAP. Las pensiones, por su parte, aumentaron 12% anual, mientras que las transferencias crecieron 13,4% anual. Proyectamos un déficit de 3,3% del PIB este año y de 3,0% en 2018. No obstante, el proyecto de ley de los “cincuentones” introduce riesgos a la consolidación fiscal hacia adelante. El proyecto abre la posibilidad a los mayores de 50 años de solicitar el cambio de régimen jubilatorio (de administradoras de fondos al banco de previsión social) con un costo fiscal estimado por el ministerio de economía en 3,7 mil millones de dólares (6% del PIB) en un plazo de 20 años (0,3% del PIB por año).

Proyecciones: Uruguay

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Actividad Económica							
Crecimiento real del PIB - %	3,5	4,6	3,2	0,4	1,5	3,0	3,0
PIB nominal - USD mil millones	51,4	57,7	57,3	53,3	52,5	59,9	63,6
Población	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5
PIB per cápita - USD	15.156	16.941	16.766	15.554	15.269	17.352	18.357
Tasa de Desocupación (promedio anual - %)	6,5	6,5	6,6	7,5	7,9	8,0	8,0
Inflación							
IPC - %	7,5	8,5	8,3	9,4	8,1	6,5	7,5
Tasa de interés							
Tasa de política monetaria - final de período - % (*)	9,25	14,99	13,97	12,27	10,00	8,00	9,50
Balanza de pagos							
UGY/USD - final del período	19,18	21,50	24,30	29,92	29,18	29,50	31,70
Balanza comercial registrada - USD mil millones	-2,3	-1,8	-1,6	-1,2	-0,6	0,3	0,0
Cuenta corriente - % PIB	-4,0	-3,3	-2,8	-0,7	1,7	1,5	1,0
Inversión extranjera directa - % PIB	4,2	4,8	4,1	1,6	-1,5	0,0	0,0
Reservas internacionales - USD mil millones	13,6	16,3	17,6	15,6	13,4	16,0	16,0
Finanzas públicas							
Resultado Nominal - % del PIB	-2,8	-2,4	-3,5	-3,6	-4,0	-3,3	-3,0
Deuda pública bruta - % PIB	45,6	41,3	42,7	48,0	52,7	48,2	47,1

(*) Tasa de política monetaria hasta 2012, luego tasa de interés de las letras de regulación del BCU de corto plazo.

Fuente: FMI, Haver, Bloomberg, BCU, Itaú

Commodities

Precios estables en 2018

- Los precios de los commodities siguieron aumentando en noviembre, impulsados por los subcomponentes de energía y de metales.
- Para 2018, esperamos que los precios de los commodities permanezcan prácticamente estables, ya que un crecimiento global más sólido limita los riesgos bajistas y el crecimiento de la economía china, liderado por el consumo/servicios, limita el riesgo de un boom de los commodities.

El Índice de Commodities Itaú (ICI) aumentó 2,1% desde octubre, impulsado por los subcomponentes de metales y de energía. Los precios de los commodities han aumentado 2,7% en lo que va de año.

Esperamos que los precios de los commodities permanezcan prácticamente estables en 2018. Un crecimiento global más firme limita los riesgos bajistas para los precios de los commodities, incluso con una desaceleración en China. Sin embargo, el crecimiento de la economía china está ahora más impulsado por el consumo/servicios y menos dependiente de la inversión, lo cual limita el riesgo de un boom de los commodities.

Los precios de la energía subieron 2,6% en noviembre, pero esperamos una corrección a partir de las máximas recientes. El petróleo siguió al alza en noviembre, gracias a la reducción de las existencias y al acuerdo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de extender los recortes de producción hasta fines de 2018. Sin embargo, el precio del barril por encima de los 50 dólares en los últimos meses comienza a estimular las inversiones en la producción de petróleo de esquisto en los EUA. Calculamos que el precio del barril WTI dentro de un rango entre 45 y 50 dólares puede estabilizar el número de plataformas en operación en los EUA y ayudar a equilibrar el mercado el año que viene. Para 2018, mantenemos nuestras proyecciones para el petróleo WTI y el Brent en 45 dólares y 47 dólares, respectivamente.

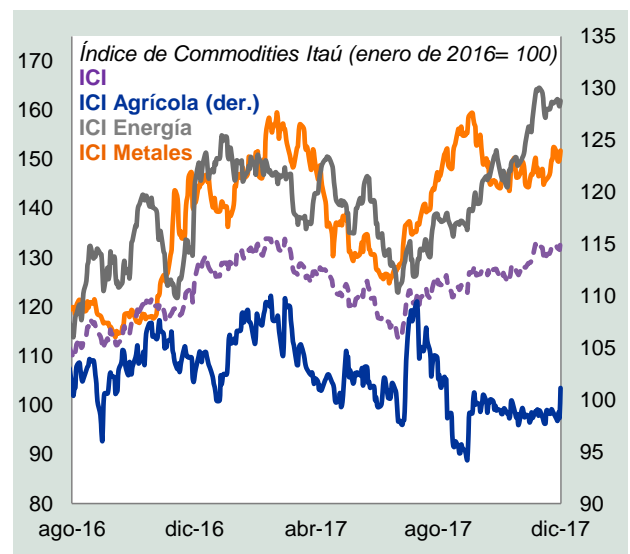
Precios estables para los metales en 2018. El subíndice de metales ICI aumentó 3,2% en el último mes, debido al robusto desempeño del mineral de hierro. En 2018, esperamos que los precios de los metales se acerquen a los niveles observados a fines de 2017. Proyectamos la cotización del cobre en 6.200 dólares/ tonelada y la del mineral de hierro en 57 dólares/tonelada a fines del próximo año.

El ICI Agrícola se mantuvo prácticamente estable en noviembre, ya que los aumentos en los precios de la soja y del azúcar fueron contrarrestados por las

caídas en los precios de los otros commodities agrícolas.

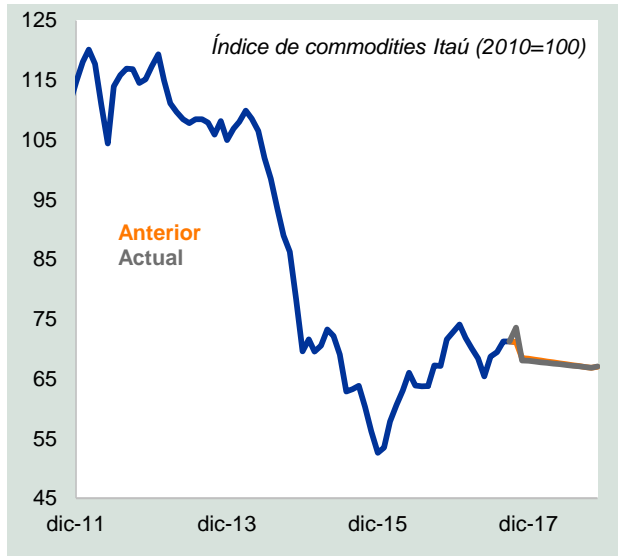
En 2018, esperamos un escenario de estabilidad para los precios agrícolas. Sin embargo, los riesgos asociados a La Niña en las regiones de siembra en Argentina y en el sur de Brasil se han intensificado, lo que aumenta las posibilidades de pérdidas en los cultivos de cereales.

El ICI continuó aumentando en noviembre



Fuente: Itaú

Escenario para 2018: precios estables



Fuente: Itaú

Esperamos que los precios de los metales en 2018 permanezcan cerca de los niveles observados a fines 2017. En general, la oferta y la demanda se encuentran más equilibradas y la economía china está más impulsada por los servicios/consumo, lo cual limita los riesgos alcistas para los precios de los metales. Esperamos que los precios del cobre y del mineral de hierro se sitúen en 6.200 dólares/ tonelada y 57 dólares/ tonelada a fines del próximo año, respetivamente.

Petróleo: Los precios permanecen aún por sobre los niveles de equilibrio

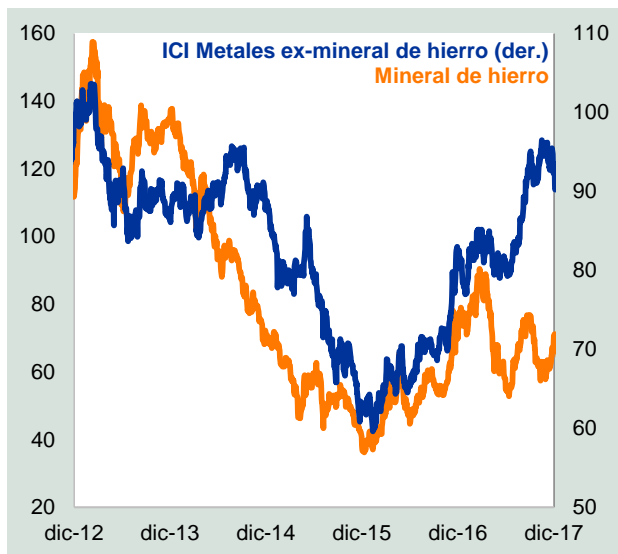
Los precios del petróleo siguieron recuperándose en noviembre, apoyados por la reducción de existencias y el acuerdo OPEP-NOPEP para extender sus recortes hasta fines de 2018. El precio del WTI aumentó 2,8% y el Brent subió 5,2% en el mes, manteniéndose próximos a 58 dólares /barril y 63 dólares /barril, respectivamente.

Sin embargo, los precios por sobre 50 dólares /barril a lo largo de los últimos meses han comenzado a estimular la inversión de petróleo de esquisto en los EUA, lo que se traducirá en una producción adicional a futuro. Todavía consideramos que la cotización del WTI dentro del rango entre 45-50 dólares/barril puede estabilizar el número de plataformas de los EUA y ayudar a equilibrar el mercado en 2018 (véase tabla). Para 2018, mantenemos nuestras proyecciones en 45 dólares/barril para el WTI y en 47 dólares/barril para el Brent.

Metales: Sin cambios significativos en 2018

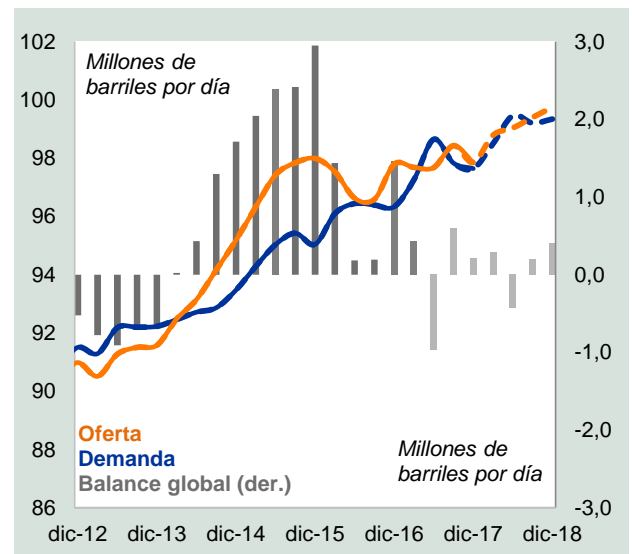
El ICI-Metales subió 3,2% en el mes, gracias al sólido desempeño del mineral de hierro. El precio del mineral de hierro subió desde 57 dólares/tonelada a 68 dólares/tonelada, apoyado por la intensa producción siderúrgica en China, mientras que el precio del cobre retrocedió desde 6.867 dólares/tonelada a fines de octubre a 6.762 dólares/tonelada. Nuestro índice de metales acumula un alza del 3,3% este año.

Los precios del mineral de hierro se recuperaron gracias a la fuerte demanda china



Fuente: Itaú y Bloomberg

Las proyecciones para la oferta y demanda de petróleo apuntan a precios estables hasta 2018



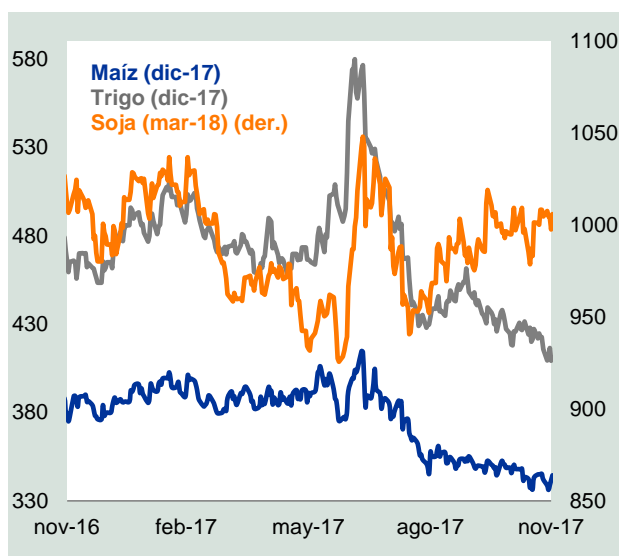
Fuente: Itaú y Bloomberg

Granos: Precios más altos en 2018

Los precios del trigo y del maíz cayeron 2,2% y 1,2% en noviembre, respectivamente, mientras que los precios de la soja subieron 1,2%.

Las condiciones climáticas fueron extremadamente favorables para el desarrollo de la cosecha 2016-17, especialmente en el hemisferio sur, lo que aumentó la productividad. Para la cosecha 2017-18, esperamos una disminución en la producción, ya que la siembra de la cosecha de verano tuvo lugar bajo condiciones menos favorables.

Granos: Caída de los precios



Fuente: Itaú y Bloomberg

Esperamos que los precios de los tres commodities aumenten ligeramente en 2018. Nuestras proyecciones para el año 2018 son:

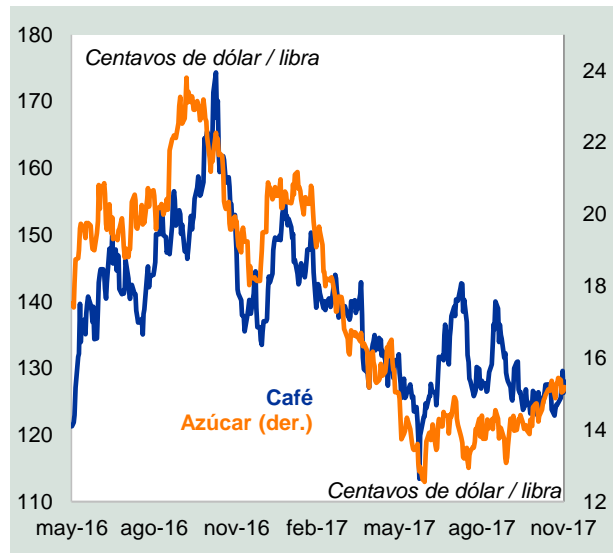
- Soja: 10,2 dólares/bushel
- Maíz: 4,0 dólares/bushel
- Trigo: 5,0 dólares/bushel

Nuestro escenario asume un fenómeno La Niña activo a fines de este año que perduraría hasta el final del 1T18. Como La Niña implica un clima más seco en el hemisferio sur, esto podría afectar la próxima cosecha en Brasil y Argentina.

Azúcar/café: Los precios disminuirían en 2018

Los contratos internacionales de azúcar en bruto aumentaron 2,3% en noviembre. Mientras tanto, los precios del café retrocedieron 1,8%.

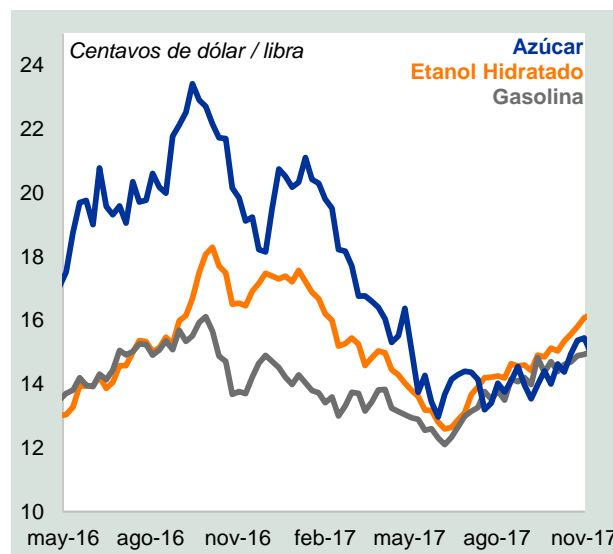
Precios en niveles más bajos



Fuente: Itaú e Bloomberg

El aumento en los precios del azúcar refleja el cambio en la producción de azúcar para etanol. Como la paridad actual entre el azúcar y el etanol sigue siendo favorable para el biocombustible, los molinos brasileños están produciendo más etanol, lo que impulsó los precios del azúcar.

Los precios del etanol se encuentran por sobre de los del azúcar



Fuente: Itaú y Bloomberg

Esperamos que los precios del azúcar alcancen un promedio de 0,147 dólares/libra en 2018. Esperamos un superávit en las cosechas 2018-19 y 2019-20, después de dos años consecutivos de déficit.

Nuestra proyección para los precios promedio del café en 2018 es de 1,31 dólares/libra.

Proyecciones: Commodities

		Commodities					
		2015	2016	2017P		2018P	
				Actual	Anterior	Actual	Anterior
Índice CRB	a/a - %	-15,1	12,0	-2,2	-2,2	1,5	0,6
	var. media anual - %	-14,0	-1,3	6,4	6,6	-2,8	-3,5
Índice de Commodities Itaú (ICI)*	a/a - %	-28,4	27,5	-5,0	-4,4	-1,4	-2,1
	var. media anual - %	-32,7	-6,4	12,5	12,3	-4,3	-3,8
ICI-Agrícola	a/a - %	-12,5	1,0	-4,4	-2,8	10,4	8,3
	var. media anual - %	-16,0	-0,4	-1,6	-1,4	1,7	2,2
Soja - US\$/bu	fin del periodo	880	1021	1000	970	1020	1020
	media anual	943	986	981	977	1011	1011
Maíz - US\$/bu	fin del periodo	371	354	340	360	400	400
	media anual	378	359	360	363	359	363
Trigo - US\$/bu	fin del periodo	480	399	410	440	500	500
	media anual	508	437	438	442	459	459
Azúcar - US\$/libra	fin del periodo	15,0	18,8	15,0	14,6	14,4	14,8
	media anual	13,1	18,1	15,9	15,8	14,7	15,3
Café - US\$/libra	fin del periodo	122	141	123	123	138	138
	media anual	133	137	134	134	131	131
ICI-Energía	a/a - %	-39,1	46,3	-7,7	-12,2	-11,3	-5,5
	var. media anual - %	-44,7	-14,5	19,8	17,1	-10,5	-10,0
Petróleo Brent - US\$/bbl	fin del periodo	39	56	53	53	47	47
	media anual	54	46	54	54	49	49
ICI-Metales	a/a - %	-33,6	49,1	-1,9	-1,9	-2,7	-11,3
	var. media anual - %	-29,7	-2,6	24,2	22,9	-3,3	-10,5
Mineral de hierro - US\$/mt	fin del periodo	38	76	60	60	57	57
	media anual	53	55	69	69	59	59
Cobre - US\$/mt	fin del periodo	4640	5670	6500	6500	6200	6200
	media anual	5501	4871	6166	6153	6338	6338
ICI - Inflación **	a/a - %	-22,2	13,6	-3,3	-3,4	-0,1	0,2
	var. media anual - %	-25,0	-4,8	5,4	5,2	-1,4	-1,5

Estudio macroeconómico - Itaú

Mario Mesquita – Economista Jefe

Tel: +5511 3708-2696 –

E-mail: macroeconomia@itaubba-economia.com

Información relevante

La información contenida en este informe fue producida por Itaú Unibanco Holding, dentro de las condiciones actuales del mercado y coyunturas económicas, basadas en información y datos obtenidos de fuentes públicas. Dicha información no constituye, ni debe interpretarse como una oferta o solicitud para comprar o vender un instrumento financiero, o para participar en una estrategia de negocio en particular en cualquier jurisdicción. Todas las recomendaciones y estimaciones que aquí se presentan se derivan de nuestro estudio y pueden ser alteradas en cualquier momento sin previo aviso. Itaú Unibanco Holding no se hace responsable de las decisiones de inversión basadas en la información contenida y divulgada en este documento.

Este informe fue preparado y publicado por el Departamento de Estudios Económicos del Banco Itaú Unibanco S.A. (Itaú Unibanco). Este informe no es un producto del Departamento de Análisis de Acciones de Itaú y no debe ser considerado un informe de análisis para los fines del artículo 1º de la Instrucción CVM n.º 483, de 6 de Julio de 2010. Este material es para uso exclusivo de sus receptores y su contenido no puede ser reproducido, publicado o redistribuido en ninguna forma, en todo o en parte, sin la autorización previa de Itaú Unibanco Holding.