



## Economía global

### El regreso de la volatilidad

4

El fortalecimiento del dólar en los últimos días sería transitorio. Los riesgos de una guerra comercial permanecen elevados: una nueva ronda de aranceles entre los EUA y China podría potencialmente recortar el crecimiento mundial en 70 puntos básicos.

## América Latina

### Breve estabilización

9

Pese al debilitamiento de las monedas de la región en los últimos días, se destaca el desempeño del peso mexicano. Vemos espacio para apreciación toda vez que la crisis turca sea idiosincrática.

## Brasil

### La producción se normaliza en junio, pero el crecimiento subyacente pierde fuerza

11

Los indicadores de actividad sugieren que el crecimiento subyacente continúa debilitándose, a pesar de la normalización de la producción industrial en junio. Seguimos proyectando una expansión del PIB de 1,3% en 2018 y 2,0% en 2019.

## Argentina

### Ajustes bajo difíciles circunstancias

17

La economía está entrando en recesión. Las importaciones y los gastos en viajes al extranjero están cayendo en picada y, en consecuencia, el déficit de cuenta corriente se estaría reduciendo.

## México

### Esperanzas puestas en un acuerdo sobre el TLCAN, en medio a riesgos fiscales

21

Las negociaciones del TLCAN están recuperando impulso luego de las elecciones. Mientras tanto, la promesa de AMLO de un mayor gasto público, que se compensaría mediante la reducción de la ineficiencia y el ataque a la corrupción, crea riesgos para la consecución de la meta fiscal del próximo año.

## Chile

### La recuperación continúa

25

El repunte de la actividad se consolidó en el 2T18. Tanto la inversión como el consumo privado parecen estar ganando fuerza, a pesar de los riesgos de una guerra comercial. Esperamos una expansión del PIB en Chile de 3,8% este año (desde 1,5% el año pasado) y de 3,5% en 2019.

## Perú

### Una nueva crisis política

29

Nuevos indicios de corrupción en el sistema judicial podrían añadir un mayor descontento con el establishment del país, en un momento en que la popularidad del presidente Vizcarra ya está cayendo. Mientras tanto, el crecimiento económico está ganando impulso respaldado por mayores términos de intercambio.

## Colombia

### Crecimiento revisado al alza

33

Con la mejora continua de los indicadores de actividad y el aumento del sentimiento privado dentro de un contexto de mayores términos de intercambio, revisamos nuestras proyecciones de crecimiento a 2,7% este año (desde 2,5%) y a 3,3% en 2019 (desde 3,2%).

## Paraguay

### Inflación vuelve al centro de la meta

37

Proyectamos 4% de inflación en 2018 y no prevemos cambios en la tasa de política monetaria.

## Uruguay

### Deterioro de las cuentas fiscales

40

Proyectamos un déficit fiscal de 3,9% para este año desde -3,5% en 2017.

## Los riesgos permanecen

Tras mostrar señales tentativas de estabilización, el dólar volvió a fortalecerse en las últimas semanas. Ello ocurrió producto de la crisis en Turquía, la que tiene características idiosincráticas, por lo que vemos espacio para alguna apreciación de las monedas emergentes. Puesto que la actividad fuera de los EUA permanece débil en el margen, hay dudas sobre la tesis de una expansión global sincronizada, lo que impide probablemente que las monedas de los mercados emergentes ganen mucho terreno antes de que observemos cifras de crecimiento más firmes. Los riesgos globales siguen siendo altos, como muestra el más reciente episodio en Turquía. En el frente comercial, la probabilidad y las posibles consecuencias de una guerra comercial entre los EUA y China están creciendo, contrarrestando el alivio que trajeron las conversaciones más amistosas con Europa. Otra fuente de preocupación proviene del hecho de que, con una baja capacidad ociosa y la inflación próxima a la meta, la Reserva Federal tendría poco margen para amortiguar los impactos negativos, en un momento en que el crecimiento ya se encuentra en una etapa final del ciclo. Por lo tanto, a medida que las tasas se mueven hacia niveles neutrales, la economía de los EUA se volvería cada vez más vulnerable.

Las monedas de América Latina, tras haberse fortalecido durante julio, se depreciaron marcadamente en los últimos días en línea con los desarrollos en los mercados financieros. El crecimiento todavía no es generalizado en toda la región: Brasil y Argentina, cuyas economías muestran mayores desequilibrios, están siendo superados por los países menos vulnerables. La postura de la política monetaria en los países que analizamos es claramente más estricta que antes del reciente aumento de la volatilidad en los precios de los activos de los mercados emergentes y, en un entorno aún incierto, es poco probable que haya nuevos recortes en las tasas de interés en la región.

En Brasil, nuestro escenario se mantiene prácticamente sin cambios desde el mes pasado. La producción se está normalizando luego del paro de los camioneros, pero los indicadores de actividad sugieren que el crecimiento subyacente continúa debilitándose. Frenados por la incertidumbre sobre las reformas necesarias, las cifras de empleo más débiles y los indicadores de confianza más bajos son consistentes con nuestra proyección de crecimiento del PIB de 1,3% este año. Con una actividad débil como telón de fondo, la inflación se mantuvo moderada luego de los choques recientes y la política monetaria del banco central se mantendría en compás de espera, sin compromisos claros ni señalización de movimientos a corto plazo.

**Cordialmente,**  
**Mario Mesquita y equipo de macroeconomía**

## Revisión de Escenario

	Mundo			
	2018		2019	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	<b>3,9</b>	3,9	<b>3,7</b>	3,7

	Brasil			
	2018		2019	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	<b>1,3</b>	1,3	<b>2,0</b>	2,0
BRL / USD (dic)	<b>3,90</b>	3,90	<b>3,90</b>	3,90
Tasas de interés (dic) - %	<b>6,50</b>	6,50	<b>8,00</b>	8,00
IPCA - %	<b>4,1</b>	4,1	<b>4,2</b>	4,2

	Argentina			
	2018		2019	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	<b>0,0</b>	0,5	<b>1,5</b>	1,5
ARS / USD (dic)	<b>30,0</b>	30,0	<b>35,5</b>	35,5
BADLAR (dic) - %	<b>33,00</b>	32,00	<b>22,00</b>	21,00
Tasa de referencia - %	<b>35,00</b>	35,00	<b>24,00</b>	24,00
IPC - %	<b>31,0</b>	30,0	<b>20,0</b>	20,0

	Colombia			
	2018		2019	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	<b>2,7</b>	2,5	<b>3,3</b>	3,2
COP / USD (dic)	<b>2890</b>	2890	<b>2930</b>	2930
Tasas de interés (dic) - %	<b>4,25</b>	4,25	<b>4,50</b>	4,50
IPC - %	<b>3,2</b>	3,2	<b>3,0</b>	3,0

	Paraguay			
	2018		2019	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	<b>4,0</b>	4,0	<b>4,0</b>	4,0
PYG / USD (dic)	<b>5800</b>	5800	<b>5900</b>	6000
Tasas de interés (dic) - %	<b>5,25</b>	5,25	<b>5,25</b>	5,25
IPC - %	<b>4,0</b>	4,0	<b>4,0</b>	4,0

	América Latina y el Caribe			
	2018		2019	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	<b>1,4</b>	1,4	<b>2,0</b>	2,0

	México			
	2018		2019	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	<b>2,3</b>	2,3	<b>2,0</b>	2,0
MXN / USD (dic)	<b>19,50</b>	19,50	<b>18,50</b>	18,50
Tasas de interés (dic) - %	<b>8,00</b>	8,00	<b>6,75</b>	6,75
IPC - %	<b>4,0</b>	4,0	<b>3,5</b>	3,5

	Chile			
	2018		2019	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	<b>3,8</b>	3,8	<b>3,5</b>	3,5
CLP / USD (dic)	<b>635</b>	635	<b>625</b>	625
Tasas de interés (dic) - %	<b>2,75</b>	2,75	<b>3,75</b>	3,75
CPI - %	<b>2,8</b>	2,8	<b>3,0</b>	3,0

	Perú			
	2018		2019	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	<b>4,0</b>	4,0	<b>4,0</b>	4,0
PEN / USD (dic)	<b>3,30</b>	3,30	<b>3,35</b>	3,35
Tasas de interés (dic) - %	<b>2,75</b>	2,75	<b>3,25</b>	3,25
IPC - %	<b>2,2</b>	2,2	<b>2,6</b>	2,6

	Uruguay			
	2018		2019	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	<b>2,0</b>	2,0	<b>2,0</b>	2,0
UGY / USD (dic)	<b>32,00</b>	33,00	<b>34,00</b>	35,00
Tasas de interés (dic) - %	<b>8,70</b>	8,70	<b>8,50</b>	8,50
IPC - %	<b>8,3</b>	8,0	<b>7,5</b>	7,0

## Economía global

### El regreso de la volatilidad

- El crecimiento global fuera de los EUA aún necesita mostrar señales más claras de estabilización.
- Riesgos que permanecen altos se evidencian en un nuevo episodio de fortalecimiento del dólar.
- Los riesgos de una guerra comercial siguen siendo elevados. Las tensiones entre los EUA y Europa disminuyeron, pero la amenaza de una nueva ronda de aranceles entre EUA y China podría reducir el crecimiento mundial en 70 puntos básicos.
- La Fed cuenta con poco margen para amortiguar los impactos negativos en el crecimiento en esta etapa final del ciclo económico.
- En los mercados de commodities, observamos un aumento en los precios del petróleo debido a las restricciones en la oferta, así como precios más bajos para los metales y un yuan más débil.

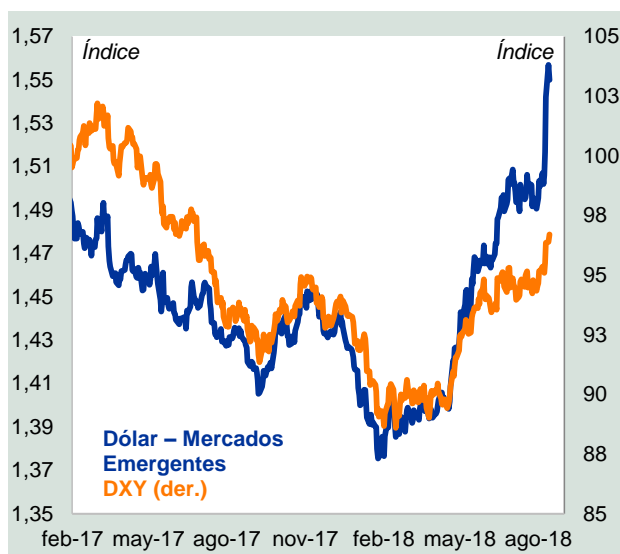
### La canasta de monedas de los mercados emergentes se debilita en un nuevo episodio de estrés financiero

Tras mostrar algunas señales tentativas de estabilización, el dólar ha vuelto a fortalecerse. El dólar se revalorizó frente a una canasta de monedas de países desarrollados (DXY) casi 5% en el 2T y 7% con relación a las monedas de los países emergentes (USD-EM o EMFX). Tras permanecer estables desde mediados de junio, la crisis turca llevó a que ambos índices se hayan vuelto a debilitar (ver gráfico). Hacia adelante, vemos espacio para apreciación de las monedas emergentes dadas las características idiosincráticas de la crisis en Turquía.

Sin embargo, el crecimiento fuera de los EUA aún no se ha estabilizado. En Europa, el PIB no se recuperó en el 2T18, y avanzó 0,4% intertrimestral, una expansión estable en los niveles débiles registrados en el 1T18. Revisamos nuestra proyección para la zona Euro a 2,0% este año (desde 2,3%) y a 1,7% el próximo año (desde 2,0%). En China, el PMI manufacturero cayó a 51,2 en julio, desde 51,5 en junio. En respuesta a un crecimiento más débil, el Banco Popular de China está flexibilizando su postura monetaria y tomando medidas administrativas para aumentar los préstamos bancarios. Mientras tanto, el Consejo de Estado ha cambiado a una política fiscal más proactiva y está tratando de estimular la inversión en infraestructura. Estas medidas deberían ayudar a estabilizar el crecimiento chino, por lo que mantenemos, por ahora, nuestra proyección para la expansión del PIB en 6,5% en 2018 y 6,1% en 2019. Finalmente, redujimos nuestra previsión para el PIB de Japón a 1,1% en 2018 (desde 1,2%) y a 1,2% (desde 1,3%) en 2019, ya que el consumo y las exportaciones sorprendieron ligeramente a la baja en el 1S18.

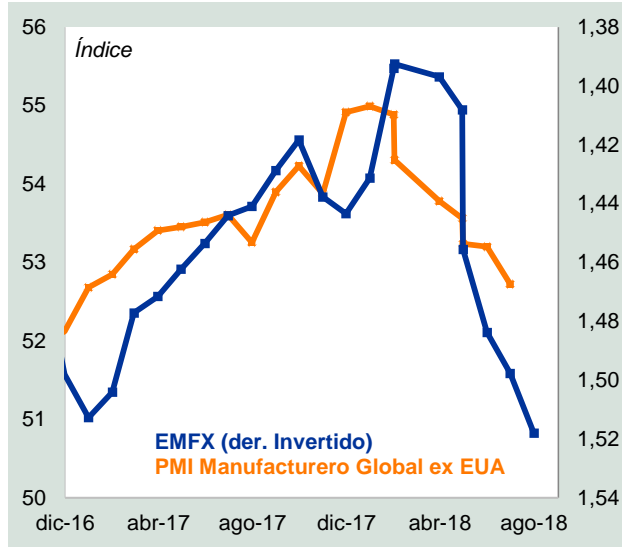
Es poco probable que la canasta de monedas emergentes (EMFX) se aprecie significativamente hasta que el crecimiento global fuera de los EUA se estabilice. De hecho, el PMI manufacturero global ex-EUA disminuyó nuevamente en julio, y sigue arrojando dudas sobre la hipótesis de crecimiento global sincronizado que ayudó a la apreciación de las monedas de los mercados emergentes (EMFX) en 2017 (véase gráfico).

#### Volatilidad afecta a monedas emergentes



Fuente: Bloomberg, Itaú

## Monedas emergentes sin sustento



Fuente: Haver, Itaú

## Una guerra comercial de mayor escala entre los EUA y China podría reducir el crecimiento del PIB mundial en 0,7 puntos porcentuales en 2019

### Los EUA alcanzaron un acuerdo con Europa y las negociaciones del TLCAN parecen estar avanzando.

Los EUA llegaron a un acuerdo para trabajar con Europa hacia la reducción total de los aranceles de productos industriales no automotrices, así como para rebajar los aranceles de servicios y las barreras no arancelarias al comercio, al tiempo que se comprometen a no incrementar los aranceles automotrices, al menos durante el periodo de negociaciones. Estas medidas redujeron la probabilidad de aumentos en los aranceles automotrices a corto plazo.

### Pero la probabilidad y la relevancia de una guerra comercial entre los EUA y China están aumentando.

El presidente Trump intensificó su amenaza de imponer aranceles a todas las importaciones de China estimadas en 505 mil millones de dólares, un arancel que podría alcanzar el 25%. Los EUA impusieron un arancel del 25% sobre 34 mil millones de dólares en importaciones chinas y planea expandir estos aranceles a 16 mil millones de dólares adicionales a partir del 23 de agosto. La Oficina del Representante de Comercio de los EUA (USTR en su sigla en inglés) publicó una segunda lista de 200 mil millones de dólares en importaciones de China y el presidente Trump solicitó al USTR que elevara quizás los aranceles a 25%, en contraposición a su objetivo original de 10%. Si China toma represalias tal como promete, Trump amenaza con imponer aranceles a

los restantes 255 mil millones de dólares de importaciones chinas.

**China respondió en la misma medida contra los primeros 34 mil millones de dólares en exportaciones de los EUA y prometió represalias adicionales.** China ya ha publicado una lista de productos de los EUA a los que se les impondrían aranceles como represalia inmediatamente después de que se implementen los próximos 16 mil millones y 200 mil millones de dólares en aranceles.

**Suponiendo que los EUA impongan aranceles del 25% sobre el total de 505 mil millones de dólares en importaciones chinas y que China adopte represalias contra aproximadamente el 50% de las subas arancelarias de los EUA, el crecimiento mundial podría contraerse 0,7 puntos porcentuales en cuatro trimestres.** Utilizamos nuestro modelo de Vectores Autorregresivos (VAR) para el PIB de los EUA, China y la UE y dos índices de condiciones financieras (uno que representa las tasas de interés de las economías desarrolladas y otro que captura las condiciones financieras globales más amplias). La metodología nos permite calcular el efecto directo total de las alzas arancelarias sobre el PIB, al tiempo que consideramos los impactos globales indirectos a través de las iteraciones de los canales comerciales y financieros. En nuestra simulación, consideramos que la *Fed* tiene menos margen de maniobra para absorber un *shock* en esta etapa final del ciclo económico, dadas las bajas tasas de desempleo en los EUA y la inflación próxima a 2% (véase cuadro al final de esta sección).

**El impacto sobre el crecimiento sería mayor en China (-0,9) y Europa (-0,8) que en los EUA (-0,4).** Las razones son que la economía en los EUA es menos abierta y tiene una mayor dependencia de commodities, para los cuales es más fácil encontrar nuevos compradores y, por lo tanto, debería verse menos afectado por el canal comercial. El PIB de China se vería directamente afectado por los aranceles. La zona euro se vería afectada por el canal comercial, principalmente debido a la desaceleración de China y también por sus importantes canales financieros.

**El riesgo de una guerra comercial a gran escala permanecerá alto al menos hasta las elecciones legislativas de mitad de período del 6 de noviembre.** A pesar de la escalada de amenazas arancelarias del presidente Trump, los precios de las acciones estadounidenses permanecen firmes y la lucha contra China cuenta con apoyo entre los ciudadanos de los EUA, si bien algunas industrias estadounidenses temen los efectos colaterales de la agresiva estrategia negociadora del presidente Trump.



## Commodities – Proyecciones más altas para los precios del petróleo y más bajas para los metales

El Índice de Commodities Itaú (ICI) se mantuvo estable desde fines de junio, ya que los aumentos en los precios agrícolas (alza de 5,9%) se vieron contrarrestados por las caídas de los metales (-2,1%) y la energía (-5,3%). El índice de precios agrícolas avanzó, impulsado por el trigo, el maíz y el algodón que se vieron afectados por el clima desfavorable en Europa del Este y en los EUA. Mientras tanto, la caída de los precios del petróleo refleja las señales de que la OPEP aumentará efectivamente su producción, a pesar de los reveses en Venezuela, Angola y Libia. Por último, la caída en los precios de los metales básicos refleja el aumento del riesgo de una guerra comercial a gran escala, un acontecimiento que reduciría el crecimiento global.

Revisamos al alza las proyecciones para los precios del petróleo, el trigo y el algodón. Elevamos nuestra proyección para el petróleo Brent a 72 dólares/barril desde 68 dólares/barril, ya que los precios disminuyeron menos de lo que esperábamos luego de las noticias de suministro adicional de la OPEP+ y de petróleo de esquisto de los EUA. El ajuste al alza de las previsiones para los precios del trigo y el algodón refleja una producción inferior en el actual año de cosecha.

**Redujimos las proyecciones de precios de los metales básicos ya que reconocemos que los riesgos macroeconómicos y el yuan más débil llevarán a cotizaciones más bajas en los próximos trimestres.**

Los ajustes (precios a fines de 2018 en dólares/tonelada) fueron: cobre (-3%, a 6.600), aluminio (-2%, a 2.150), plomo (-4%, a 2.300), zinc (-10%, a 2.800) y níquel (-3%, a 14.300). También redujimos las previsiones de precios para el azúcar (-9%) y el café (-3%) a fines de 2018, a raíz de las expectativas de exceso de oferta en la cosecha 18/19.

Luego de las revisiones, nuestras proyecciones a fines de 2018 muestran que los precios agrícolas y los metales suben levemente a partir de los niveles actuales y los precios del petróleo caen ligeramente antes de estabilizarse.

Guerra tarifaria total : EUA - China				
Efecto sobre el PIB luego de cuatro trimestres				
	Impacto directo, vía exportaciones		Impacto indirecto FCI ajustado	Total PIB
	EUA	China		
EUA	-0,24	-0,12	-0,08	-0,4
China	0,08	-0,74	-0,03	-0,9
Europa	-0,19	-0,56	-0,09	-0,8
Mundo	-0,19	-0,48	-0,08	-0,7

## Proyecciones: Economía global

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
<b>Economía mundial</b>								
Crecimiento del PIB Mundial - %	3,5	3,5	3,6	3,4	3,2	3,8	3,9	3,7
EUA - %	2,2	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	2,8	2,4
Zona del Euro - %	-0,8	-0,2	1,4	1,9	1,8	2,5	2,0	1,7
Japón - %	1,5	2,0	0,0	1,4	1,0	1,7	1,1	1,2
China - %	7,9	7,9	7,2	6,8	6,7	6,9	6,5	6,1
<b>Tasas de interés y monedas</b>								
Fed fondos - %	0,2	0,1	0,1	0,2	0,7	1,4	2,5	3,2
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	112,7	105,0	100,0
Índice DXY (*)	79,8	80,0	90,3	98,7	102,2	92,1	91,5	88,5
<b>Commodities</b>								
Índice CRB - a/a - %	0,8	-5,2	-2,9	-15,1	12,0	1,5	4,7	0,7
Índice CRB - var. media anual - %	-9,5	-3,1	1,1	-14,0	-1,3	6,9	2,6	1,8
Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - %	3,5	-6,1	-27,5	-28,4	27,5	3,5	6,8	-0,2
Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - %	-7,9	-3,7	-10,2	-32,7	-6,4	13,3	11,3	0,2
Metales - var. media anual - %	-19,4	-1,2	-14,9	-29,7	-2,6	25,1	4,1	-2,3
Energía - var. media anual - %	-2,4	0,9	-5,2	-44,7	-14,5	21,4	24,6	-0,8
Agrícolas - var. media anual - %	-5,2	-11,5	-13,6	-16,0	-0,4	-1,5	2,4	3,5

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

### Breve estabilización

- *Pese al debilitamiento de las monedas de la región en los últimos días, se destaca el desempeño del peso mexicano (luego de una fuerte depreciación en el segundo trimestre de este año).*
- *Los países menos vulnerables están creciendo más que Brasil y Argentina, cuyas economías muestran mayores desequilibrios.*
- *En un ambiente todavía incierto, los recortes en las tasas de interés en la región son poco probables. Los bancos centrales de Chile, Perú, Colombia y Brasil eliminaron el sesgo de flexibilización en los últimos meses. En México, sería poco probable un nuevo ajuste de la política monetaria si se alcanza un acuerdo sobre el TLCAN, pero la inflación por encima de la meta significa que los recortes en las tasas de interés no se producirían tan a corto plazo. Por último, la inflación y las expectativas de inflación en Argentina aún no muestran una clara estabilización, por lo que no existe espacio para una flexibilización monetaria en los próximos meses.*

**En un contexto de persistente incertidumbre que rodean al comercio mundial, el episodio en Turquía llevó a que las monedas de América Latina se debiliten recientemente.** Sin embargo, el peso mexicano tuvo un desempeño superior desde julio (no solo respecto a otras monedas de América latina, sino a las principales divisas) a pesar de la sólida victoria del candidato anti-establishment Andrés Manuel López Obrador (AMLO) y su coalición en las elecciones presidenciales y legislativas. Más recientemente, la moneda mexicana se vio beneficiada del nuevo impulso en las negociaciones del TLCAN, y altos funcionarios de México y los EUA señalan un acuerdo "en principio" antes de fines de agosto. En Argentina, la moneda sigue presionada contagiada por la crisis en Turquía luego de una estabilización temporaria en julio.

**El crecimiento económico todavía no es generalizado en todos los países.** Específicamente, las economías más vulnerables (Brasil y Argentina) han registrado un desempeño inferior. Argentina está entrando en recesión, no solo por la severa sequía sino también por el impacto de las condiciones financieras más estrictas sobre los salarios reales y las políticas fiscales y monetarias. En Brasil, la actividad se normalizó luego del lastre transitorio derivado de la paralización de los camioneros, pero los indicadores de confianza no se han recuperado y se ha producido un deterioro adicional del mercado laboral. En México, aunque la economía decepcionó recientemente, esperamos que el crecimiento se sitúe próximo a la tendencia este año, con unas exportaciones manufactureras sólidas y el crecimiento del consumo privado (impulsados respectivamente por una fuerte economía en los EUA y un mercado laboral robusto) y un debilitamiento de la inversión (afectada por la incertidumbre que rodea las relaciones comerciales con

los EUA, la dirección de la política interna y la consolidación fiscal). Mientras tanto, el crecimiento en Chile, Colombia y Perú – economías con menos desequilibrios y menores riesgos políticos, y que también se están beneficiando de los precios de exportación más altos – está repuntando, aunque el repunte aún es incipiente en Colombia.

**La postura de la política monetaria en la región es claramente más estricta que antes del reciente episodio de volatilidad en los precios de los activos de los mercados emergentes.** En Chile y Perú – donde la inflación se mueve por debajo de la meta, el crecimiento es fuerte y las tasas de interés de política están considerablemente por debajo del nivel neutral – los bancos centrales han retirado el sesgo expansivo (el Banco Central de Chile indicó el comienzo de la normalización de la política a fines de año). En Colombia y Brasil, los bancos centrales también dejaron de recortar las tasas de interés recientemente, pero las alzas de las tasas de referencia parecen distantes dado que la brecha de producto aún no ha empezado a reducirse. En México, el banco central mantuvo la tasa de interés de política sin cambios en su decisión más reciente, posiblemente debido al desempeño de la moneda. Aunque la junta mantiene un tono vigilante, si se alcanza un acuerdo con el TLCAN a corto plazo (anclando el peso mexicano en niveles más fuertes), es poco probable que se endurezca más la política monetaria. Finalmente, en Argentina, el banco central ha adoptado una nueva tasa de política. Luego de haberla dejado sin cambios en 40% en su reunión de agosto (mismo nivel donde se encontraba la anterior tasa de política), decidió subirla 500 puntos básicos a 45% en una reunión extraordinaria en respuesta a la coyuntura externa y el riesgo sobre la inflación local, y agregó que no

disminuirá la tasa al menos hasta el mes de octubre. El Banco Central de Argentina también comunicó que la política monetaria ahora está teniendo en cuenta la evolución de los agregados monetarios, pero no estableció una meta para ellos, y recientemente elevó las tasas de encaje. Dado que la inflación en el país no se está estabilizando claramente, el riesgo continúa inclinado hacia alzas en las tasas de interés a corto plazo.

## Brasil

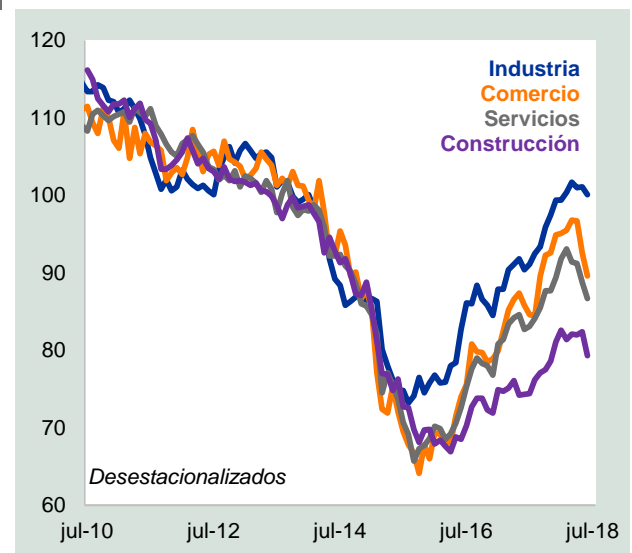
# La producción se normaliza en junio, pero el crecimiento subyacente pierde fuerza

- Los indicadores de actividad sugieren que el crecimiento subyacente continúa perdiendo impulso a pesar de la normalización de la producción industrial en junio. Nuestras proyecciones de crecimiento del PIB se sitúan en 1,3% en 2018 y 2,0% en 2019.
- Mantuvimos nuestras proyecciones para el déficit presupuestario primario en 2,1% del PIB en 2018 y 1,6% del PIB en 2019. El reequilibrio fiscal continúa dependiendo de las reformas.
- Nuestras proyecciones a fines de año para el tipo de cambio permanecen en 3,90 reales por dólar en 2018 y 2019.
- Nuestras estimaciones para el índice de precios al consumidor IPCA permanecen inalteradas, en 4,1% en 2018 y 4,2% en 2019.
- El Comité de Política Monetaria (Copom) mantuvo la tasa de interés de referencia Selic en 6,50% y no señaló cambios en su postura.

## El crecimiento subyacente pierde impulso

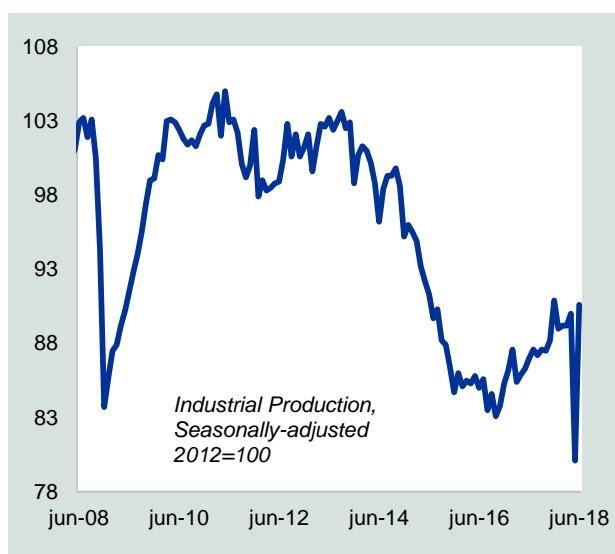
Los datos de junio muestran la normalización en los indicadores relacionados con la producción pero muestran al mismo tiempo la debilidad en la demanda. La producción industrial aumentó 13,1% mensual y ajustado por estacionalidad, revertiendo la caída observada el mes anterior. Los componentes desagregados también reflejan una recuperación a los niveles previos a la huelga, y los aumentos de junio compensan las caídas de mayo en la misma magnitud. Sin embargo, los indicadores de confianza no se han recuperado de las caídas sufridas en mayo y junio. No hay ninguna sugerencia de mejora en los indicadores minoristas coincidentes.

## Menor confianza que en el 1T18



Fuente: FGV, Itaú

## La producción industrial regresa en junio al nivel previo al paro



Fuente: IBGE, Itaú

## El mercado laboral continúa deteriorándose.

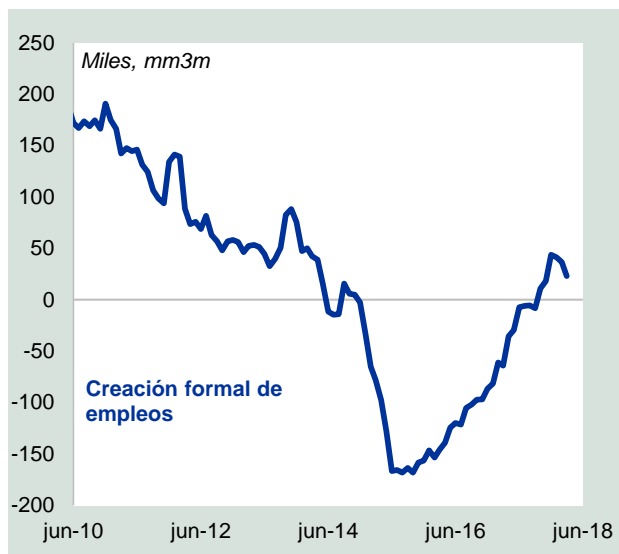
Estimamos que la tasa de desempleo ajustada estacionalmente (PNAD Continua) elaborada por el IBGE retrocedió en 0,1 puntos porcentuales en junio, a 12,3% y en 0,6 puntos porcentuales comparado a un año atrás. Sin embargo, la caída fue causada por la contracción en la tasa de participación desde el 4T17 (véase tabla). Con una tasa de participación estable, el desempleo habría dibujado una tendencia alcista desde el 1T18, regresando a su nivel del 2T17. El deterioro del mercado laboral formal en el margen respalda esta opinión.

### La tasa de participación vuelve a la media histórica



Fuente: IBGE, Itaú

### El mercado laboral formal pierde fuerza



Fuente: Caged

**A pesar del aumento mensual desestacionalizado en los indicadores de junio, creemos que el crecimiento subyacente anualizado viene perdiendo impulso.** Esta opinión se basa en la evolución reciente de los índices de confianza y en la difusión de los principales indicadores mensuales. Además, los indicadores relacionados con la demanda doméstica continúan desacelerándose, en particular los relacionados con los gastos de capital.

Mirando a futuro, esperamos que el PIB crezca 1,3% en 2018 y 2,0% en 2019. El escenario es consistente con una tasa de desempleo estable hasta fines de año (en 12,3%, de acuerdo con nuestro ajuste estacional) y cayendo ligeramente a 12,1% a fines de 2019. Nuestras proyecciones para el desempleo promedio se ubican en 12,4% en 2018 y 12,2% en 2019.

### A la espera de reformas

**A pesar de la moderación de la actividad económica y el impacto negativo de las medidas adoptadas para poner fin al paro de los camioneros, es probable que el gobierno alcance su meta de déficit primario de 2,2% del PIB en 2018 (161 mil millones de reales).**

**Esperamos que el déficit presupuestario primario en 2018 sea un poco mejor que la meta, situándose en 2,1% del PIB (145 mil millones de reales).** Para el gobierno central, anticipamos un déficit de 2,1% del PIB (148 mil millones de reales) comparado a la meta de 2,3% del PIB (159 mil millones de reales). La mejora de las cifras actuales, especialmente del lado del gasto, sugieren que, si esta tendencia se mantiene durante la segunda mitad del año, el resultado del presupuesto primario anual podría ser mejor de lo que estimamos actualmente.

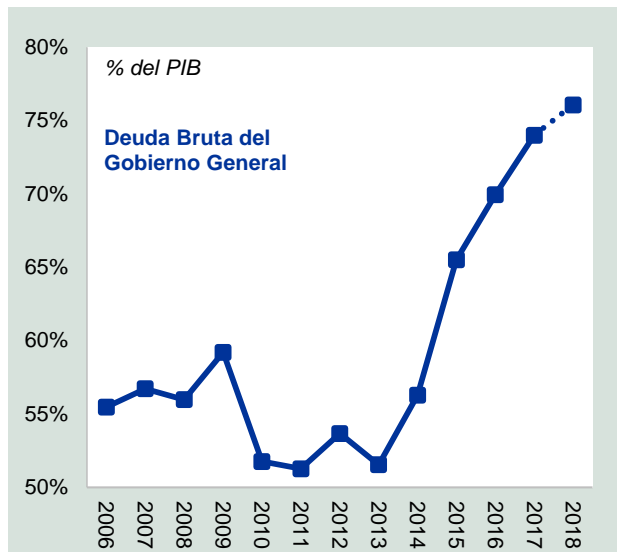
**En 2019, con un poco de esfuerzo, la nueva administración cumpliría con el límite del gasto público y la meta de déficit primario de 1,8% del PIB (132 mil millones de reales).** Nuestra proyección para el déficit primario el próximo año es de 1,6% del PBI (117 mil millones de reales).

**El esfuerzo fiscal en términos de recortes de gastos adicionales para cumplir con el límite de gasto en 2019 asciende a aproximadamente 6 mil millones de reales.** Esta cifra se lograría a través de nuevos recortes en gastos discrecionales, que serán incorporados cuando el presupuesto de 2019 sea enviado al Congreso el 31 de agosto.

**Sin reformas, los resultados fiscales volverán a su tendencia de deterioro.** La reforma de las pensiones, en particular, es un prerequisite para reequilibrar las cuentas públicas y permitir el control del gasto público como establece el límite de gasto. Si no se respeta el límite del gasto, se detendría la convergencia gradual hacia los superávits primarios que son compatibles con la estabilización de la deuda pública. Si persiste la trayectoria actual e insostenible de la deuda pública

(véase gráfico), el repunte de la actividad económica y la sostenibilidad de las tasas de interés en niveles históricamente bajos correrán un peligro aún mayor.

### Trayectoria insostenible de la deuda bruta

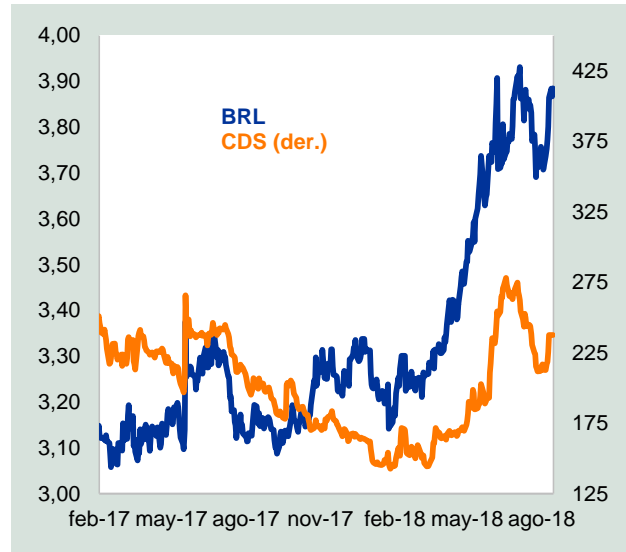


Fuente: Tesoro Nacional, Itaú

**El real sigue bajo presión.** Los escenarios nacionales e internacionales siguen siendo volátiles, luego de una calma pasajera en julio. El dólar se fortaleció recientemente producto de la crisis en Turquía y esto afectó al real.

**Mantuvimos nuestras proyecciones para el tipo de cambio en 3,90 reales por dólar a fines de 2018 y 2019.** Los contextos nacionales e internacionales permanecerán volátiles en los próximos meses, añadiendo incertidumbre y riesgo a nuestra proyección. Una escalada de la guerra comercial entre los EUA y China o aumentos más acentuados en las tasas de interés de los EUA podrían desencadenar una corrección más aguda en algunos precios de los activos. En el frente doméstico, las incertidumbres en torno a las reformas (particularmente las reformas fiscales) aún prevalecen.

### El real sigue volátil



Fuente: Bloomberg, Itaú

**Los datos continúan mostrando cuentas externas saludables, a pesar de un ligero aumento en el déficit de cuenta corriente en el margen.** La media móvil trimestral del déficit de cuenta corriente, anualizada y ajustada por estacionalidad, aumentó a 19 mil millones de dólares, presionada por un menor superávit comercial, pero permanece en mínimos históricos. La inversión extranjera directa sigue siendo la principal fuente de financiación en la balanza de pagos, a pesar de una disminución en los últimos meses.

**Revisamos nuestras proyecciones para la cuenta corriente en los próximos años.** Nuestra proyección para el superávit comercial<sup>1</sup> en 2018 se redujo a 57 mil millones de dólares, desde 65 mil millones de dólares, ya que incorporamos las cifras recientes más débiles para los envíos de bienes manufacturados y semimanufacturados y el aumento de las importaciones debido al cambio en el programa Repetro-Sped anunciado el mes pasado, lo que debería alentar la compra de plataformas de perforación petrolífera<sup>2</sup>. Para 2019, esperamos un superávit comercial de 55 mil millones de dólares. Por un lado, un superávit comercial menor presiona el déficit de cuenta corriente. Por otro lado, el déficit de utilidades y dividendos ha sido menor de lo esperado. Estas fuerzas que compiten entre sí llevan a nuestras proyecciones para el déficit de cuenta

<sup>1</sup> De acuerdo con el Ministerio de Industria, Comercio Exterior y Servicios (MDIC)

<sup>2</sup> Según estimaciones del MDIC las importaciones de estos equipamientos podrían alcanzar 32,7 mil millones en de reales en 2018 (aproximadamente 8 mil millones de dólares). Nuestras proyecciones asumen la mitad de este efecto

corriente de 20 mil millones de dólares (desde 17 mil millones de dólares) en 2018 y 24 mil millones de dólares (desde 29 mil millones de dólares) en 2019.

## Mantenemos las proyecciones de inflación en 4,1% este año y 4,2% en 2019

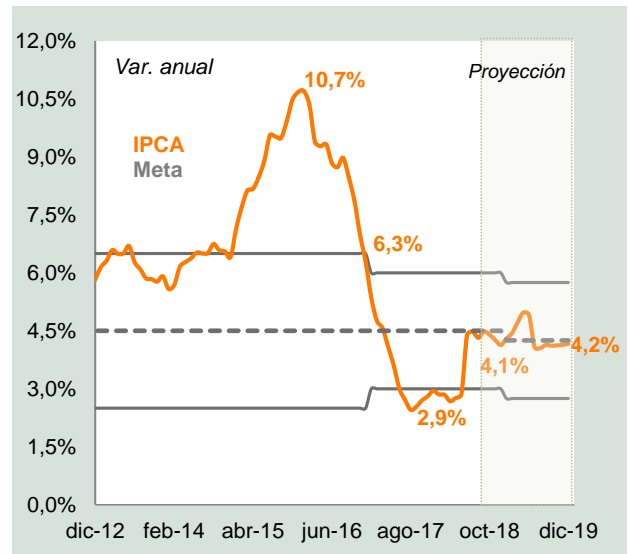
**Nuestra proyección para el índice de precios al consumidor IPCA en 2018 se mantiene en 4,1%.**

Luego de una fuerte suba en el IPCA en junio (1,26%) debido a los problemas de transporte de mercancías y otros ajustes en los precios relativos, la inflación mensual se desaceleró a 0,33% en julio. Esperamos que la inflación interanual en los precios libres se acelere hasta fines de año, y proyectamos una desaceleración en los precios regulados. En cuanto a la inflación subyacente, también esperamos algún aumento hasta fines de año, luego de las bajas lecturas observadas en el 1S18, pero creemos que permanecerá en niveles comportados en línea con la trayectoria hacia la meta.

**Si desglosamos el IPCA, esperamos un aumento de 3,2% en los precios libres (1,3% en 2017) y de 7,0% en precios regulados (8,0% en 2017) este año.**

Esperamos que la inflación permanezca por debajo de la meta debido a la menor inercia de la inflación pasada; una cosecha agrícola favorable con altos niveles de existencias; expectativas de inflación ancladas; y una brecha de producto negativa. En cuanto a los precios libres, anticipamos un alza de 4,8% en los costos de la alimentación en domicilio, luego de una caída de 4,9% en 2017. Esperamos que los precios industriales suban 1,9% (tras una lectura inusualmente baja de 1,0% en 2017). Vemos una nueva desaceleración de los precios de los servicios, a 3,2%, desde 4,5%, en gran parte debido a una menor inercia inflacionaria y al desempleo aún alto. En cuanto a los precios regulados, revisamos al alza nuestra proyección para el aumento en el precio de la gasolina, a 12%, desde 10%, dadas nuestras nuevas perspectivas para los precios del petróleo. En el caso de la energía eléctrica, esperamos un aumento de 9%, ya que consideramos una bandera arancelaria amarilla en diciembre. Para otros artículos regulados con peso relevante en el cálculo de la inflación, proyectamos aumentos de 11% para las primas del seguro de salud privado; 7% en las tarifas del transporte colectivo urbano; 5% para el gas de cocina embotellado; 4% en las tarifas de agua y alcantarillado; 2% en el precio de los medicamentos; y por último, una caída de 1% en las tarifas de telefonía fija.

## Inflación por debajo de la meta

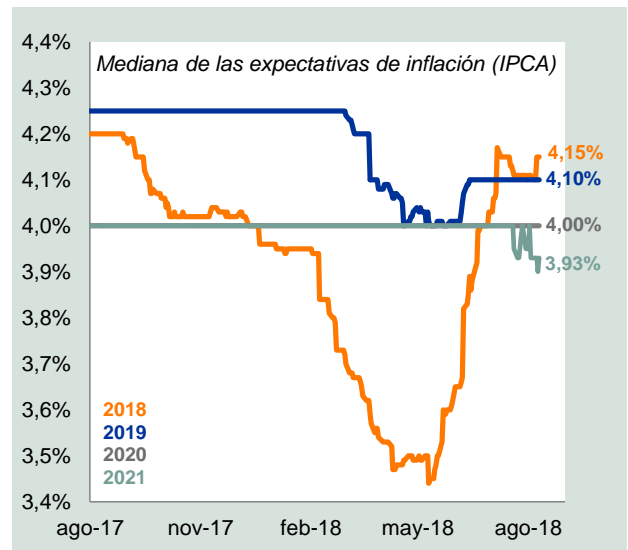


Fuente: BCB, IBGE, Itaú

**Nuestra proyección para el IPCA en 2109 se mantiene en 4,2%.**

Esperamos que los precios libres aumenten 3,9% y los precios regulados suban 4,9%. En lo que respecta a los precios libres, proyectamos un aumento de 3% para los precios industriales, de 4% para los precios de los servicios y de alrededor de 5% para la alimentación en domicilio.

## Expectativas de inflación ancladas



Fuente: BCB (Encuesta Focus)

**Los principales factores de riesgo para el escenario de inflación provienen de los escenarios nacional e internacional.** La incertidumbre que rodea a las reformas y los ajustes económicos necesarios en 2019 podrían ejercer una mayor presión sobre las primas de riesgo y el

tipo de cambio a futuro, lo que afectará la trayectoria de la inflación. En cuanto a la situación externa, el escenario sigue siendo desafiante, dados los riesgos de cambios en las políticas económicas en las economías desarrolladas y las condiciones financieras globales más restrictivas, así como el aumento de las tensiones comerciales. El incremento de tales riesgos, junto con el diferencial de tasas de interés históricamente bajo, ya presionó a la moneda brasileña, aunque esta presión se moderó recientemente.

**La sustancial capacidad ociosa en la economía podría contribuir a un incremento menor de lo esperado en los precios libres.** La reducción más lenta de la brecha negativa de producto (a medida que disminuye el impulso económico) y la tasa de desempleo que permanece por encima de niveles históricamente normales durante un período más prolongado pueden generar un comportamiento más favorable en los precios libres, particularmente en aquellos más sensibles al ciclo económico como los servicios y los productos industriales. En ese sentido, el todavía elevado nivel de la capacidad ociosa en la economía, en medio de unas expectativas de inflación ancladas, podrían contribuir a amortiguar la intensidad del traspaso de las variaciones en el tipo de cambio y otros costos hacia la inflación.

**Las expectativas de inflación permanecen ancladas y con espacio en relación a las metas de 2018 y 2019.** La mediana de las expectativas del mercado para 2018, según la encuesta Focus del Banco Central, subió a 4,11%, desde 4,03%, pero todavía se sitúa cómodamente distante de la meta de 4,50%. La mediana de las estimaciones para 2019 se mantuvo estable, en 4,1% (ligeramente por debajo de la meta de 4,25%). La mediana de las estimaciones para 2020 permanece anclada en la meta de 4,0% y la mediana de las estimaciones para 2021 cayó a 3,9%, pero se encuentra ligeramente por sobre la meta de 3,75% establecida para ese año.

## Política monetaria: riesgos para ambos lados, pero sin cambios en la orientación

**Durante la reunión que finalizó el 1 de agosto, el Comité de Política Monetaria (Copom) decidió mantener la tasa de interés de referencia sin cambios, en 6,50%, como era ampliamente esperado, y la declaración del Comité no varió mucho.** En particular, el comité mantuvo virtualmente estables sus proyecciones de inflación y su evaluación de que los efectos de la paralización de los camioneros sobre la actividad económica y la inflación ya han mostrado señales de reversión.

**El mensaje sobre los riesgos para el escenario de inflación se mantuvo equilibrado.** Al describir los riesgos bajistas, el comité observó que la capacidad ociosa en la economía permanece alta, y que se une a la discusión existente sobre si los niveles bajos de inflación posiblemente se estén extendiendo, lo que significa un sesgo bajista para sus próximas decisiones. Por otro lado, el Copom equilibró este mensaje al agregar que también existen otros riesgos de alto nivel para las perspectivas de inflación que surgen de la incertidumbre sobre las reformas y del entorno externo. En nuestra opinión, el comité trató de evitar que los agentes del mercado debatieran movimientos a corto plazo en la tasa Selic hacia uno u otro lado.

**El acta del Copom indica que, en ausencia de shocks adicionales, el escenario de inflación debería ser cómodo o, en otras palabras, consistente con las metas de inflación.** Esto sugiere que el escenario base es mantener estable la tasa de política monetaria en 6,5% en la próxima reunión que se celebrará en septiembre, aunque el comité declaró explícitamente que no se está brindando orientación sobre el futuro, dado el mayor nivel de incertidumbre actualmente observado en el escenario. El Copom también discutió condicionalidades que pueden influir en la magnitud adecuada del estímulo – es decir, las expectativas de inflación, la capacidad ociosa de la economía, la balanza de riesgos y las proyecciones de inflación – sugiriendo que el comité puede eventualmente cambiar la postura de política monetaria, hacia un lado u otro, a medida que estos factores evolucionan.

**Mantenemos nuestra proyección de tasa Selic estable en 6,5% hasta fines de año.**

## Proyecciones: Brasil

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
<b>Actividad Económica</b>								
Crecimiento real del PIB - %	1,9	3,0	0,5	-3,5	-3,5	1,0	1,3	2,0
PIB nominal - BRL mil millones	4.815	5.332	5.779	5.996	6.259	6.560	6.991	7.477
PIB nominal - USD mil millones	2.463	2.468	2.455	1.800	1.795	2.055	1.918	1.917
Población (millones)	198,7	200,4	202,2	203,9	205,5	207,1	208,6	210,1
PIB per cápita - USD	12.399	12.314	12.141	8.829	8.736	9.925	9.195	9.126
Tasa de desempleo nacional - media anual (*)	7,4	7,1	6,8	8,5	11,5	12,7	12,4	12,2
Tasa de desempleo nacional - diciembre (*)	7,5	6,8	7,1	9,6	12,7	12,4	12,3	12,1
<b>Inflación</b>								
IPCA - %	5,8	5,9	6,4	10,7	6,3	2,9	4,1	4,2
IGP-M - %	7,8	5,5	3,7	10,5	7,2	-0,5	8,2	4,4
<b>Tasa de Interés</b>								
Selic - final del año - %	7,25	10,00	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	8,00
<b>Balanza de Pagos</b>								
BRL / USD - diciembre	2,05	2,36	2,66	3,96	3,26	3,31	3,90	3,90
Balanza comercial - USD mil millones	19	2	-4	20	48	67	57	55
Cuenta corriente - % PIB	-3,0	-3,0	-4,2	-3,3	-1,3	-0,5	-1,0	-1,3
Inversión extranjera directa - % PIB	3,5	2,8	3,9	4,2	4,4	3,4	3,5	3,4
Reservas internacionales - USD mil millones	379	376	374	369	372	382	382	382
<b>Finanzas Públicas</b>								
Resultado primario - % del PIB	2,2	1,7	-0,6	-1,9	-2,5	-1,7	-2,1	-1,6
Resultado nominal - % del PIB	-2,3	-3,0	-6,0	-10,2	-9,0	-7,8	-7,2	-6,4
Deuda pública bruta - % del PIB	53,7	51,5	56,3	65,5	70,0	74,0	76,1	77,2
Deuda pública neta - % del PIB	32,3	30,6	33,1	36,0	46,2	51,6	53,0	55,9

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

(\*) El desempleo medido por la PNADC



## Argentina

### Ajustes bajo difíciles circunstancias

- *El banco central (BCRA) adoptó una nueva tasa de política monetaria (el rendimiento de la letra a 7 días emitida por la autoridad monetaria) y está monitoreando de cerca la expansión de los agregados monetarios. El BCRA subió la tasa de referencia 500 puntos básicos a 45% en una reunión extraordinaria en respuesta a la coyuntura externa y el riesgo sobre la inflación local, y agregó que no disminuirá la tasa al menos hasta el mes de octubre. No vemos lugar para relajar la política monetaria hasta que haya señales claras de estabilización en el mercado y la inflación muestre una clara tendencia bajista.*
- *La inflación aumentó debido a una moneda más débil y seguiría bajo presión debido a los ajustes pendientes en las tarifas y en los precios del combustible. Ajustamos nuestra proyección de inflación a 31% a fines de este año, desde 30,0% anteriormente.*
- *La economía se está contrayendo. Ahora esperamos que el PIB se mantenga estable en 2018 (esperábamos una expansión de 0,5% en nuestro escenario anterior). Las importaciones y los gastos en viajes al extranjero están cayendo en picada y, como consecuencia, el déficit de cuenta corriente se está reduciendo. Proyectamos una reducción del déficit a 4,0% del PIB (desde 4,8% el año anterior). El próximo año, esperamos un déficit de 2,5%, a medida que las exportaciones agrícolas se normalicen y el ajuste fiscal continúe.*
- *El gobierno nacional y las provincias están discutiendo el reparto de la carga del ajuste fiscal necesario para el presupuesto de 2019 con la vista puesta en las elecciones presidenciales. La meta fiscal en 2018 y 2019 está ubicada en un déficit primario de 2,7% del PIB y de 1,3% del PIB, respectivamente. El gobierno anunció recientemente medidas adicionales para dar señales sobre el cumplimiento de las metas. Si bien Cambiemos sigue siendo la opción preferida entre los votantes de acuerdo con las encuestas, el escenario que incluye la disputa de una segunda vuelta se está volviendo más probable. Mientras tanto, investigaciones recientes tienen el potencial de reducir la aprobación de Cristina Kirchner y/o aumentar su índice de rechazo, dejándola en una posición menos competitiva de cara a la carrera presidencial del próximo año.*

### Giro en la política monetaria: nueva tasa de referencia, mayor enfoque en los agregados monetarios y fin de las Lebac

**El peso sigue presionado influenciado por la crisis en Turquía.** El tipo de cambio nominal se depreció en lo que va de agosto luego de fortalecerse en julio. Las autoridades anunciaron la suspensión de sus subastas diarias de 50 millones de dólares (recursos prestados por el FMI para financiar el déficit del gobierno), aunque luego anunciaron subastas de dólares por parte del BCRA. Según el Tesoro, se suspendieron las subastas diarias porque el gobierno no necesita pesos en este momento, aunque podrían reanudarse más adelante de ser necesario. Observamos que el banco central tiene una flexibilidad limitada para intervenir en el mercado cambiario, aunque tiene la opción de ajustar la liquidez local para influir en los movimientos de divisas.

**Los precios al consumidor se mantienen presionados.** El IPC avanzó 3,1% de junio a julio, con lo que la inflación acumulada en doce meses alcanzó 31,2%. La media móvil trimestral anualizada se sitúa en 42% (desde 40% anteriormente). Una moneda más

débil llevó a una lectura más alta de la inflación subyacente (3,2% mensual, desde 4,1% de junio). La inflación subyacente anual se ubicó en 28,7%, mientras que la medida móvil trimestral anualizada saltó a 47,9% (desde 42,1% el mes anterior).

**La inflación permanecería bajo presión el resto del año.** Esperamos mayores ajustes en los precios del combustible y una nueva ronda de subas en las tarifas está programada para agosto y octubre. Ajustamos al alza nuestra proyección de inflación para este año a 31%, desde 30%, cerca del límite del rango establecido en el acuerdo de préstamo con el FMI. Nuestra proyección para el tipo de cambio se sitúa en 30 pesos por dólar a fines de este año.

**El comité de política monetaria (Copom) decidió establecer su letra a 7 días (Leliq) como la nueva tasa de referencia de política monetaria.** La tasa se situó en 40%, el mismo nivel de la tasa de política anterior (centro del corredor de la tasa repo a 7 días) en la reunión de agosto. Sin embargo, luego el BCRA la subió a 45% en una reunión extraordinaria en respuesta a la coyuntura externa y el riesgo sobre la inflación local, y agregó que no disminuirá dicha tasa al menos hasta el mes de octubre.

**Además, el BCRA dispuso el desarme gradual del stock de Lebac hasta fin de año.** El banco central dijo que solo las instituciones no bancarias podrán participar en las subastas de Lebac de ahora en más. A los bancos se les ofrecerá en cambio Leliqs (ahora el principal instrumento de esterilización del banco central) y Nobacs a un año (bonos del banco central que pagan un cupón). Además, el Tesoro realizará subastas de Letes en pesos con las mismas fechas de vencimiento que Lebac (ofreciendo así una alternativa de inversión para los tenedores de Lebac).

**El Banco Central (BCRA) ahora está monitoreando de cerca los agregados monetarios.** En su último informe de política monetaria, el BCRA declaró que monitoreará la evolución del agregado M2 en manos del sector privado (moneda y depósitos a la vista) y la "base monetaria amplia", definida como todos los pasivos del banco central (incluidas las letras a corto plazo y repos). La autoridad monetaria no estableció una meta de expansión para los agregados monetarios, pero señaló que el crecimiento del M2 cayó a 23,6% anual en junio desde 35,3% en el mismo mes hace un año.

**Las decisiones sobre la tasa de política monetaria se toman ahora mensualmente.** No vemos espacio para recortes en las tasas de interés hasta que la inflación muestre una clara tendencia decreciente, y los riesgos a corto plazo continúen inclinados hacia un mayor ajuste de la política monetaria.

## El ajuste fiscal crea tensiones

**El gobierno está impulsando un acuerdo de reparto de la carga con las provincias para hacer frente al ajuste fiscal necesario en 2019.** El Tesoro espera que las provincias absorban un tercio de una reducción estimada de los gastos discrecionales de 1,5% del PIB el próximo año. La provincia de Buenos Aires, un aliado político clave del gobierno federal, probablemente cargará con casi la cuarta parte de la cuota del ajuste correspondiente a las provincias. Asumirá la responsabilidad de las tarifas y subsidios de servicios públicos, que hoy se encuentran bajo la administración del gobierno nacional, en particular los relacionados con el transporte colectivo urbano. El gobierno también planea reducir las transferencias federales al resto de las provincias (gobernadas en su mayoría por la oposición). Las provincias, a su vez, están exigiendo como compensación una suspensión de los recortes del impuesto provincial sobre volumen de negocios que comenzará el próximo año.

**Estimamos que el déficit primario acumulado en 12 meses permaneció sin cambios en junio con respecto al mes anterior, en 3,0% del PIB, aún por sobre el 2,7% previsto para 2018.** El déficit nominal cayó a 5,3% del PIB en junio, por debajo de 6,0% en diciembre de 2017. Un peso más débil y los precios más altos del petróleo tuvieron una vez más un impacto en los subsidios a la energía, obligando al Tesoro a seguir reduciendo los gastos de capital y recortando las transferencias a las provincias en su esfuerzo por mantener el gasto total bajo control. Durante la primera mitad del año, los gastos mostraron una disminución interanual del 5,5% en términos reales, mientras que los ingresos (excluyendo los ingresos extraordinarios vinculados a la amnistía fiscal recaudados a principios de 2017) crecieron 1,9%.

**El gobierno anunció una batería de medidas que ayudan al cumplimiento de las metas fiscales.** En ese sentido, redujo los reintegros a las exportaciones, suspendió por seis meses la baja de retenciones para aceites y harinas de soja (mantuvo el cronograma para porotos) y eliminó el fondo federal solidario que transfería automáticamente a las provincias el 30% de los derechos de exportación de la soja. Las medidas implicarían un ahorro fiscal de 0,1% del PIB este año y 0,3% del PIB en 2019.

**Estos anuncios estuvieron en línea con nuestra visión de que la meta de déficit fiscal para el próximo año es desafiante, pero factible.** El presupuesto de 2019 que incluye un déficit primario de 1,3% del PIB será remitido al Congreso a mediados de septiembre para ser discutido. El debate ahora se centra en los ajustes esperados que propondrá el gobierno para los gastos de capital, las transferencias a las provincias, los subsidios y el personal. Si no se aprueba el presupuesto, la administración puede poner en vigor el presupuesto de 2018, que proporcionará una flexibilidad significativa en términos reales para realizar ajustes, dado que la autorización para gastar del año pasado está fijada en términos nominales. Sin embargo, esto arriesgaría perder el apoyo del Congreso, por lo que dista mucho de ser la opción política más segura.

## El déficit de cuenta corriente se reduciría

**Esperamos una reducción del déficit de cuenta corriente debido a una moneda más débil y a un menor crecimiento de la demanda interna.** La acentuada caída en las importaciones (-7,5% anual) trajo consigo un menor déficit comercial en junio. En el margen, el déficit de junio mejoró a 6,6 mil millones de

dólares (desestacionalizado y anualizado), desde 14,5 mil millones de dólares el mes anterior.

**La cuenta de viajes también comenzó a mejorar.** Las salidas netas del turismo disminuyeron 33% anual en junio, contribuyendo también a la reducción del déficit de cuenta corriente. A raíz del bajo rendimiento de las exportaciones de soja este año (debido a la sequía), esperamos que el déficit de cuenta corriente permanezca aún amplio en 4,0% del PIB (desde 4,8% el año anterior). Sin embargo, proyectamos un déficit externo de 2,5% del PIB el próximo año a medida que las exportaciones agrícolas se normalizan.

## La economía entra en recesión

**El EMAE (proxy mensual oficial del PIB) registró en mayo una vez más un desempeño peor de lo esperado.** La actividad se contrajo 5,8% anual en mayo y 1,4% mensual y ajustado por estacionalidad, luego de registrar una contracción mensual de 2,8% en abril. El índice cayó 6,7% intertrimestral y ajustado por estacionalidad, resultado significativamente inferior al -0,5% alcanzado en el trimestre que finalizó en abril y a la expansión de 4,6% observada en el 1T18. La producción agrícola continuó sufriendo los efectos de la sequía, y retrocedió 65,6% intertrimestral, ajustado por estacionalidad, de acuerdo con nuestro propio ajuste estacional. Si excluimos los sectores primarios y la minería, el PIB retrocedió 1,1% intertrimestral y ajustado por estacionalidad en mayo.

**Redujimos nuestra proyección de crecimiento del PIB este año, a 0% desde 0,5% en nuestro escenario anterior.** Además de la sequía, los salarios reales más bajos y las políticas macroeconómicas más estrictas están también afectando a la economía. El próximo año esperamos que la economía crezca 1,5%, basándonos en la normalización de la producción agrícola. La demanda interna permanecería débil en 2019.

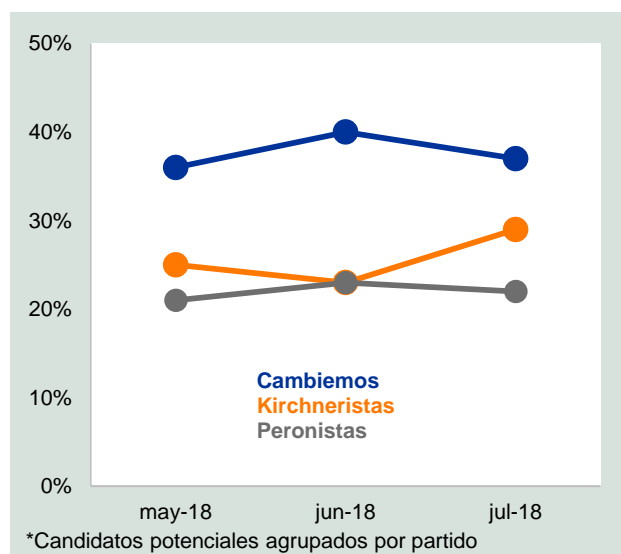
## Todas las miradas comienzan a estar puestas en las elecciones presidenciales

**La recesión está desgastando la popularidad del gobierno.** El índice de aprobación presidencial cayó 4 puntos, a 38% en julio, según una encuesta publicada por la consultora Poliarquía. El índice acumula una caída de 12 puntos desde marzo. Mientras la imagen del presidente Macri continúa deteriorándose, la de su aliada en Cambiemos María Eugenia Vidal (gobernadora de la provincia de Buenos Aires) mejoró a 49%, desde 46%. La imagen positiva de Cristina Kirchner se ubicó en 30% (desde 29% en junio).

**La justicia está investigando los sobornos supuestamente pagados por empresas de construcción a funcionarios de las dos administraciones anteriores (Néstor y Cristina Kirchner).** Empresarios del más alto nivel fueron arrestados. La investigación se encuentra en sus primeras fases. Todavía no está claro si la imagen de Kirchner se verá dañada, pero su capacidad de establecer alianzas podría verse un tanto comprometida, beneficiando al partido de Macri a corto plazo y a los peronistas moderados.

**Los escenarios para las elecciones presidenciales están tomando forma.** Cambiemos sigue siendo la opción política preferida por los votantes para gobernar el país durante el próximo mandato presidencial, de acuerdo con la encuesta realizada en julio por Poliarquía, pero su liderazgo está cayendo. Las posibilidades de una segunda vuelta aumentaron. Una posible segunda vuelta entre el presidente Macri y la expresidenta Cristina Kirchner parece ser favorable a Macri, dado el alto índice de rechazo de Kirchner y la reciente investigación. Sin embargo, observamos que la participación de Kirchner en la carrera presidencial en medio de una economía débil podría devolver la volatilidad. Un debilitamiento de la economía podría aumentar las posibilidades de Cristina Kirchner, en un brusco círculo vicioso. Si bien una segunda vuelta con un líder peronista moderado parece desafiante para el actual presidente, no parece ser el escenario más probable debido a la actual fragmentación del partido peronista y la base de apoyo de Cristina.

### ¿A quién le gustaría tener como presidente en el próximo mandato?\*



Fuente: Poliarquía

### Proyecciones: Argentina

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
<b>Actividad Económica</b>								
Crecimiento real del PIB -%	-1,0	2,4	-2,5	2,7	-1,8	2,9	0,0	1,5
PIB nominal - USD mil millones	579,6	611,0	563,9	642,4	554,1	636,8	551,6	514,3
Población (millones de habitantes)	41,7	42,2	42,7	43,1	43,6	44,0	44,5	44,9
PIB per cápita - USD	13.888	14.478	13.215	14.894	12.506	14.458	12.396	11.444
Tasa de desempleo - media anual	7,2	7,1	7,3	6,5	8,5	8,3	8,5	8,3
<b>Inflación</b>								
IPC - % (*)	25,6	26,6	38,0	26,9	41,0	24,8	31,0	20,0
<b>Tasa de interés</b>								
Tasa BADLAR - final del año - %	15,44	21,63	20,38	27,25	19,88	23,25	33,00	22,00
Tasa Lebac 35 días - final del año - %	-	-	-	33,00	24,75	28,75	35,00	24,00
Tasa de referencia - final del año - %	-	-	-	-	24,75	28,75	35,00	24,00
<b>Balanza de pagos</b>								
ARS/USD - final del período	4,92	6,52	8,55	13,01	15,85	18,77	30,00	35,50
Balanza comercial-USD mil millones	12,0	1,5	3,1	-3,0	2,0	-8,5	-7,5	0,0
Cuenta corriente - % PIB	-0,4	-2,1	-1,5	-2,7	-2,7	-4,8	-4,0	-2,5
Inversión extranjera directa - % PIB	2,6	1,6	0,9	1,8	0,6	1,9	2,0	1,5
Reservas internacionales - USD mil millones	43,3	30,6	31,4	25,6	38,8	55,1	52,0	54,0
<b>Finanzas públicas</b>								
Resultado primario - % del PIB	-1,2	-2,4	-3,4	-4,0	-4,2	-3,8	-2,7	-1,3
Resultado nominal - % del PIB (**)	-2,1	-2,0	-2,4	-3,9	-5,8	-6,0	-5,1	-3,7
Deuda pública bruta - % del PIB	43,4	46,6	47,4	55,5	55,8	59,5	77,8	79,2
Deuda pública neta - % del PIB (***)	22,0	23,0	22,0	25,4	27,7	31,8	44,9	47,2

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

# Esperanzas puestas en un acuerdo sobre el TLCAN, en medio a riesgos fiscales

- Durante el periodo de transición, el presidente electo Andrés Manuel López Obrador (AMLO) ha delineado su política económica. AMLO promete un gasto público adicional, que esperan se compense por un ahorro de 2% del PIB, derivado de la reducción de ineficiencias y menor corrupción (una cifra que parece optimista). Sin embargo, si se incluye todo el gasto adicional prometido en el presupuesto de 2019, el riesgo de que el gobierno no alcance la meta de déficit fiscal el próximo año (déficit nominal de 2,0% del PIB) sería alto.
- Las negociaciones del TLCAN están recuperando impulso luego de las elecciones. Las declaraciones recientes de los principales actores indican un incremento en la probabilidad que se alcance un acuerdo "en principio" antes de agosto. Sin embargo, es necesario tener precaución. A pesar de que existían incentivos para que los EUA alcanzaran un acuerdo durante el primer semestre del año, éste no se materializó y no está claro qué condiciones habrían cambiado desde entonces para permitir un acuerdo en este momento.
- Así, con el renovado impulso de las negociaciones del TLCAN, el peso mexicano se fortaleció en julio, superando a otras principales monedas. Probablemente, como resultado, el banco central decidió mantener su tasa de política monetaria en agosto, mientras conserva un tono vigilante (lo que significa que un incremento adicional en las tasas de interés no está descartado). Sin embargo, recientemente, el incremento de volatilidad debido al episodio con Turquía, generó que el peso se depreciara junto con el resto de monedas emergentes.
- Si se llega a un acuerdo sobre TLCAN, la moneda terminaría este año con una mayor apreciación que en nuestra proyección actual (19,5 pesos por dólar) y sería poco probable que el banco central implemente un incremento adicional de 25 puntos básicos contemplado en nuestro escenario.

## Un adelanto de la Administración AMLO

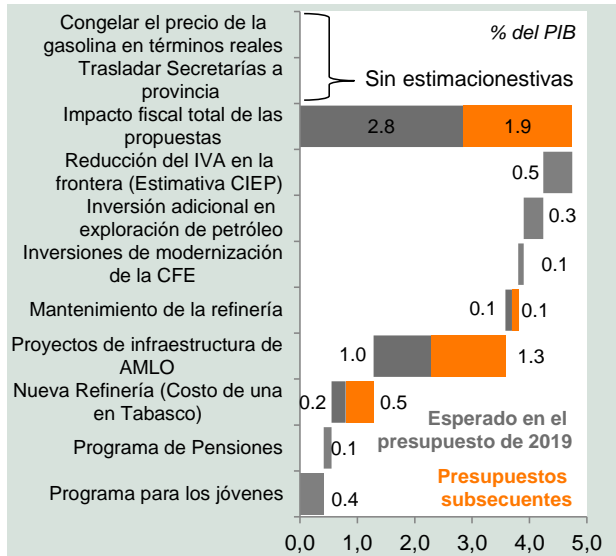
**AMLO ganó las elecciones presidenciales de México por un amplio margen, su coalición obtuvo la mayoría simple en ambas cámaras y la oposición es débil.** Las alianzas para formar una súper mayoría y cambiar la constitución son una posibilidad real. AMLO y sus asesores están haciendo un gran esfuerzo para señalar la continuidad de las políticas macroeconómicas. Están reforzando su compromiso con la disciplina fiscal, la independencia del banco central y los contratos que actualmente vigentes.

**Después de las elecciones, AMLO y su equipo de transición comenzaron a delinear su política económica para los primeros años en el gobierno.** Entre estas políticas se encuentran congelar los precios de gasolina en términos reales, aumento de la inversión en infraestructura, incremento de las inversiones de PEMEX y CFE, la construcción de al menos una refinería y la incorporación de nuevos programas sociales (programa de pensiones para adultos y programa para jóvenes). Estos programas significarían un costo recurrente de 1,1% del PIB por año y un gasto en una

sola exhibición de 3,7% del PIB<sup>1</sup>. Sin embargo, no se espera que todas las propuestas sean incluidas en el presupuesto de 2019 (por ejemplo, AMLO manifestó que la inversión en una nueva refinería representa el 0,6% del PIB en tres años). Según nuestras estimaciones, alrededor del 2,8% del PIB podría incluirse en el presupuesto de 2019. El gobierno afirma que puede financiar estos recursos combatiendo las ineficiencias y la corrupción. Las estimaciones, también del gobierno, apuntan a la liberación de alrededor de 2% del PIB en recursos a través de una mejor gestión del sector público, lo que parece optimista. Los precios más altos del petróleo en 2019 podrían dar espacio a mayores gastos, pero la disminución de la producción de crudo sigue siendo un riesgo importante para los ingresos del gobierno relacionados con el petróleo a mediano plazo. Si todos los gastos adicionales antes mencionados se incluyen en los planes presupuestarios, se pondría en riesgo la meta de déficit fiscal de 2019. Como resultado, el presupuesto de 2019 es el evento doméstico macroeconómico clave de aquí hasta fines de 2018.

<sup>1</sup> Todas las cifras de costos fueron mencionadas por AMLO y su equipo de transición, a excepción de la reducción del IVA en la frontera, que fue estimado por el Centro de Investigación Económica y Presupuestaria (CIEP).

### El costo de las propuestas de AMLO



Fuente: El Financiero, El Economista, Itaú.

Otros mensajes clave, post-elecciones, de la política de AMLO han sido el destino del Nuevo Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México y la Reforma Energética, que AMLO atacó durante la campaña. En primer lugar, con respecto al nuevo aeropuerto, AMLO mencionó que su destino se decidirá en un referéndum. Las tres opciones para el proyecto del aeropuerto son: (1) continuar la construcción; (2) construir 2 pistas en el aeródromo militar de Santa Lucía; o (3) concesión del nuevo proyecto de aeropuerto al sector privado. En segundo lugar, con respecto a la reforma energética, creemos que es poco probable que la administración intente gastar su capital político tratando de revertir su rumbo (lo que requeriría un cambio constitucional). Sin embargo, mientras sea presidente, AMLO pondría en marcha un final *de facto* a la reforma energética, al no programar nuevas subastas de yacimientos petrolíferos (algunas subastas programadas para la segunda mitad de este año ya han sido canceladas).

### El TLCAN recupera impulso, pero es necesario ser cauto

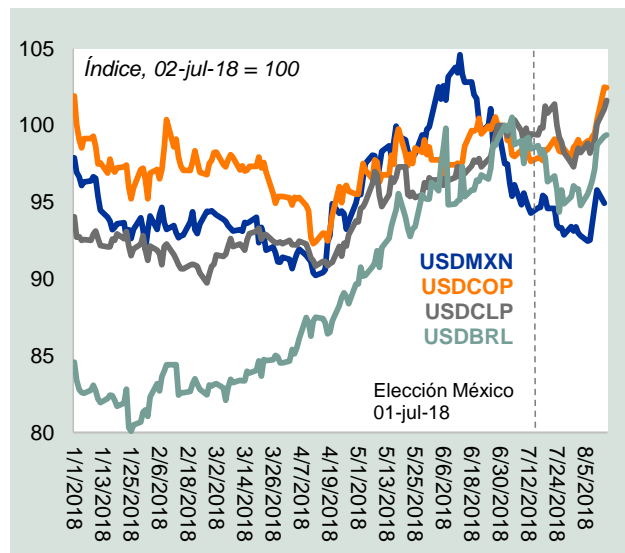
Las relaciones comerciales con los EUA siguen constituyendo un riesgo clave. Las negociaciones del TLCAN están recuperando impulso después de las elecciones. Las recientes declaraciones de los negociadores estadounidenses y mexicanos han sido positivas, lo que indica que se puede llegar a un acuerdo "en principio" a fines de agosto. Sin embargo, es necesario tener precaución. A pesar de que existían

incentivos para que los EUA alcanzaran un acuerdo durante el primer semestre del año, éste no se materializó y no está claro qué condiciones habrían cambiado desde entonces para permitir un acuerdo en este momento. Otro tema importante es cuán comprometido estará Canadá con las negociaciones (algunas noticias recientes indican que Canadá ha sido dejada de lado en las conversaciones, pero que pronto sería reincorporada) y hasta qué punto esto representa una limitación para un acuerdo bilateral entre México y los EUA.

A pesar de la persistente incertidumbre, a medida que las conversaciones del TLCAN avanzan, el peso mexicano mostró una apreciación fuerte, superando a todas las principales monedas en julio. De hecho, 20 pesos por dólar (aproximadamente el nivel que estaba siendo negociado justo antes de las elecciones) era bajo (el año pasado, cuando el tipo de cambio promedió 18,8 pesos por dólar, y la economía no tenía una capacidad ociosa significativa, el déficit de cuenta corriente de México se situó en mínimos históricos, 1,6% del PIB). Si se logra un acuerdo sobre el TLCAN, la moneda terminaría este año significativamente más apreciada que nuestra proyección de 19,5 pesos por dólar.

Sin embargo, a principios de agosto, el incremento de volatilidad debido al episodio con Turquía, generó que el peso se depreciara junto con el resto de monedas emergentes.

### Desempeño del peso



Fuente: Bloomberg.

## La actividad económica perdió fuerza en el 2T18

**La economía se debilitó en el 2T18 después de un primer trimestre robusto.** De hecho, de acuerdo con la estimación preliminar del Instituto de Estadística (INEGI) para el PIB en el 2T18, la actividad económica se contrajo 0,1% inter-trimestral y desestacionalizada (desde 1,1% en 1T18). Todos los sectores mostraron una desaceleración: primario (-2,1% inter-trimestral, desde 0,9% en 1T18); industria (-0,3% inter-trimestral, desde 0,9% en 1T18); y servicios (0,3% inter-trimestral, desde 1,1% en 1T18).

**Respecto a los indicadores de demanda agregada, la inversión se debilitó, mientras que los indicadores de consumo se fortalecieron.** Las cifras de inversión fija bruta muestran una desaceleración, lo que indica que el efecto de la reconstrucción parece disiparse. El crecimiento trimestral ajustado estacionalmente y anualizado cayó a -1,7% en mayo (desde 6,7% inter-trimestral y ajustado por estacionalidad en abril). La inversión en construcción disminuyó 11,9% inter-trimestral y ajustado por estacionalidad (desde -3,0% en abril), y la construcción residencial (-13,2% inter-trimestral y ajustado por estacionalidad, desde 1,9% en abril) se desaceleró más bruscamente que la construcción no residencial (-8,0 inter-trimestral y ajustado por estacionalidad, desde -7,8% en abril). Del mismo modo, la inversión en maquinaria y equipamiento se desaceleró en mayo hasta un nivel aún sólido de 11,3% inter-trimestral y ajustado por estacionalidad (desde 23,4% en abril). Por otro lado, el consumo se fortaleció gracias al crecimiento de la masa salarial real. El indicador de consumo privado ajustado estacionalmente aumentó 0,9% mensual en mayo (desde -0,8% en abril), llevando el crecimiento trimestral anualizado a 2,3% (desde 1,6% en abril).

**Esperamos una expansión del PIB de 2,3% este año y 2,0% en 2019.** Por el lado positivo, esperamos un fortalecimiento de la actividad económica, impulsado por las exportaciones manufactureras que se mantienen dinámicas (beneficiadas por el crecimiento en los EUA), mientras que el mercado laboral (junto con la menor inflación) apoya el crecimiento del consumo. Sin embargo, las políticas macroeconómicas restrictivas y la incertidumbre sobre las relaciones comerciales con los EUA y la incertidumbre sobre la dirección de la política económica doméstica podrían frenar el crecimiento de la inversión, mientras que la producción de petróleo aún no se ha estabilizado. Si bien los datos recientes sugieren un riesgo bajista a nuestra proyección para

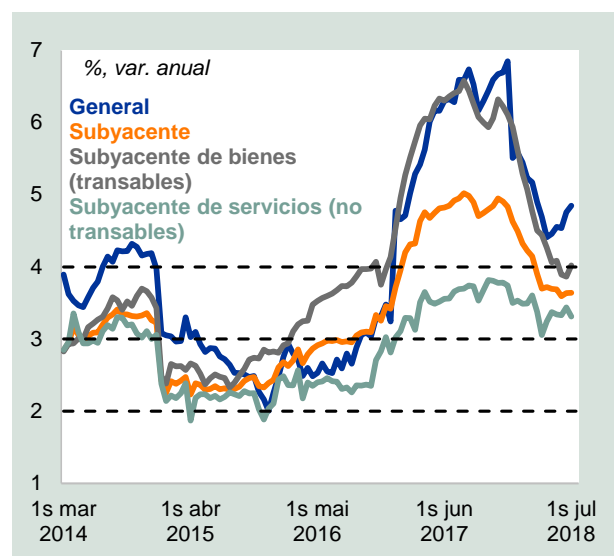
2018, destacamos que si se alcanza un acuerdo sobre el TCLAN, se eliminaría una importante incertidumbre de la economía mexicana, lo que significa que el crecimiento el próximo año podría ser mayor de lo que estimamos actualmente.

## La inflación se acelera, pero la inflación subyacente sigue estable

**La inflación general aumentó en términos anuales, impulsada por la mayor inflación no subyacente (presionada por la energía).** La inflación general se situó en 4,81% anual en julio (desde 4,65% en junio), mientras que la inflación subyacente se mantuvo sin cambios (3,63%) durante el mismo período. Dentro del índice subyacente, los bienes subyacentes (transables) aumentaron ligeramente a 3,99% (desde 3,87%). Por el contrario, los servicios subyacentes se desaceleraron a 3,25% anual (desde 3,38%). En cuanto al índice no subyacente (8,38% anual, desde 7,79%), la inflación de energía aumentó (17,63% anual, desde 15,22%) en contraste con las lecturas más bajas para los alimentos (1,53% anual, desde 2,11%).

**El índice de difusión, que monitorea el porcentaje de artículos en la canasta del IPC con una inflación anual mayor o igual a 4%, indica que la presión inflacionaria observada en julio no es generalizada.** Durante julio de 2018, el índice se situó en 45,6% desde 46,9% en junio. Esperamos que la inflación disminuya a 4,0% a fines de este año.

### Incremento en la inflación temporal



Fuente: INEGI, Itaú

## El Banxico a la espera

**El banco central de México decidió por unanimidad mantener la tasa de política monetaria (TPM) sin cambios en 7,75% en agosto.** Desde la decisión anterior (cuando el Banxico aumentó la TPM en 25 puntos básicos), el tipo de cambio se apreció significativamente (hasta agosto), reduciendo la probabilidad de nuevos recortes en la TPM. Sin embargo, debido a que la inflación sorprendió al alza recientemente (la inflación general permanece por encima del rango de la meta), no podemos descartar un incremento en la TPM.

**En el comunicado que acompañó a la decisión, el banco central destacó (acertadamente en nuestra opinión) que las recientes sorpresas alcistas de la inflación se debieron a factores transitorios, citando la estabilidad de las expectativas de inflación a mediano plazo, al tiempo que reconoció que la trayectoria proyectada para la inflación general en los próximos 12 meses se vio afectada negativamente.** En este contexto, el banco central no mencionó que el balance de riesgos para la inflación se deterioró con respecto a la reunión anterior, aunque sigue inclinada al alza. Entre los riesgos alcistas, el banco central citó los posibles efectos sobre la moneda de las tasas de interés más altas en los EUA y la renegociación del TLCAN, además de los precios más elevados de energía. Sin embargo, el banco central también resaltó que una renegociación exitosa del

TLCAN puede llevar a una mayor apreciación de la moneda (por lo que el TLCAN es un riesgo de lados para la inflación).

**Aún así, el banco central no modificó el tono de sus observaciones finales, por lo que las puertas están abiertas para un mayor ajuste en caso sea necesario.** Según el directorio, "ante la presencia y posible persistencia de factores que impliquen un riesgo para la inflación y sus expectativas de inflación, la política monetaria se ajustará de manera oportuna y firme para lograr la convergencia de ésta a su objetivo de 3%, así como para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos para que éstas alcancen dicha meta." El banco central continúa prometiendo que controlará el posible traspaso de la depreciación del tipo de cambio, la posición de la política monetaria con relación a los EUA y la holgura económica (en orden de importancia) en las próximas decisiones.

**En nuestra opinión, una renegociación exitosa del TLCAN significaría el final del ciclo de ajuste.** Sin embargo, si no se alcanza un acuerdo antes de fines de agosto, como indican muchos dirigentes (de México y de los EUA) involucrados en las negociaciones, aumentarían las probabilidades de una retirada unilateral de los EUA del TLCAN, con consecuencias adversas para el peso que estarían seguidas de un mayor ajuste de la política monetaria.

## Proyecciones: México

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
<b>Actividad Económica</b>								
Crecimiento real del PIB - %	3,6	1,4	2,8	3,3	2,9	2,0	2,3	2,0
PIB nominal - USD mil millones	1.202	1.274	1.315	1.172	1.078	1.154	1.215	1.334
Población (millones de habitantes)	117,1	118,4	119,7	121,0	122,3	123,5	124,7	125,9
PIB per cápita - USD	10.265	10.764	10.982	9.683	8.815	9.344	9.739	10.592
Tasa de desempleo - media anual	4,9	4,9	4,8	4,4	3,9	3,4	3,4	3,5
<b>Inflación</b>								
IPC - %	3,6	4,0	4,1	2,1	3,4	6,8	4,0	3,5
<b>Tasa de interés</b>								
Tasa de política monetaria - final de año - %	4,50	3,50	3,00	3,25	5,75	7,25	8,00	6,75
<b>Balanza de pagos</b>								
MXN/USD - final del período	13,0	13,1	14,7	17,4	20,7	19,7	19,5	18,5
Balanza comercial - USD mil millones	0,0	-1,2	-3,1	-14,7	-13,1	-10,9	-7,0	-9,0
Cuenta corriente - % PIB	-1,5	-2,4	-1,8	-2,5	-2,1	-1,6	-1,0	-1,4
Inversión extranjera directa - % PIB	1,8	3,8	2,2	3,0	2,8	2,6	2,3	2,4
Reservas internacionales - USD mil millones	163,6	176,6	193,0	176,4	176,5	172,8	173,0	174,0
<b>Finanzas públicas</b>								
Resultado nominal - % del PIB	-2,5	-2,3	-3,1	-3,4	-2,5	-1,1	-2,4	-2,2
Deuda pública neta - % del PIB	33,8	36,5	39,8	44,0	48,2	46,4	46,0	45,8

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



## Chile

## La recuperación continúa

- La actividad se fortaleció en el 2T18. Tanto la inversión como el consumo privado han ganado impulso, a pesar de los riesgos de una guerra comercial. Esperamos que el crecimiento en Chile aumente a 3,8% este año (desde 1,5% el año pasado) y a 3,5% en 2019.
- El reciente debilitamiento de la moneda y los precios del petróleo más altos están impulsando la inflación temporalmente. A medida que la brecha de producto se reduce y las expectativas de inflación permanecen bien ancladas, vemos la inflación en 2,8% a fines de año, desde 2,3% el año pasado, para regresar a la meta de 3% el próximo año.
- A pesar de la recuperación en la actividad y la mayor inflación, las alzas de las tasas de interés parecen improbables antes de lo ya señalado por el banco central (primer aumento a fines de este año), ya que los riesgos de una guerra comercial siguen siendo importantes, la brecha de producto es negativa y la inflación subyacente permanece baja. Esperamos que la tasa de política monetaria (TPM) se sitúe en 3,75% a fines de 2019 (2,5% actualmente).

## Actividad robusta en el 2T18

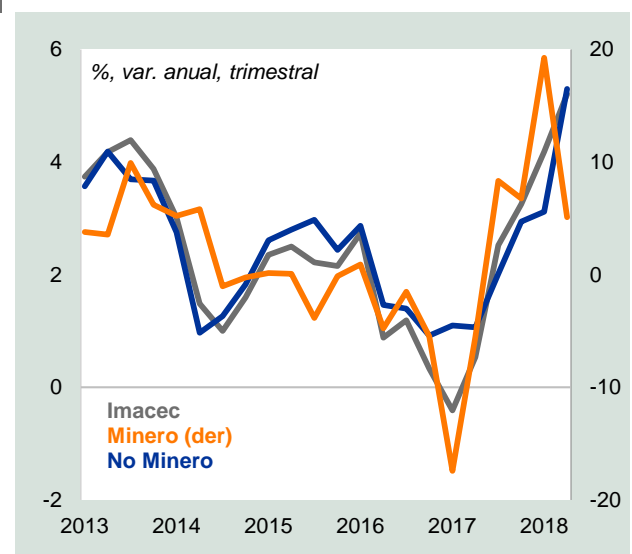
La producción industrial registró un sólido desempeño en el segundo trimestre del año. En el 2T18, la producción industrial avanzó 5,4%, desde 7,7% en el 1T18 y 2,1% en el 4T17, impulsada por el sector manufacturero (6,9%, desde 2,2% en el 1T18). Dentro de la industria, la fuerte producción de maquinaria y equipos ejemplifica la recuperación en curso de las inversiones.

Además, los indicadores de consumo privado son robustos. El índice de actividad comercial, que agrega la actividad minorista, mayorista y las ventas de vehículos, aumentó 8,4% (5,5% en el 1T18 y 5,1% en el 4T17). Esta mejora estuvo impulsada por el comercio mayorista (9,7%, desde 5,8% en el 1T18) y las ventas de automóviles (21%, desde 14,5% en el 1T18). El consumo de bienes durables aumentó 14,2% anual (10,3% en el 1T18), mientras que el consumo de bienes no durables creció 2,9% (2,3% en el 1T18). Mientras tanto, la mejora en los indicadores del mercado laboral, en particular el crecimiento del empleo mejor asalariado en el sector privado, proporcionan confianza en la sostenibilidad de la recuperación del consumo privado.

En términos generales, en el 2T18, el Imacec (proxy del PIB) creció 5,2% anual, por sobre el 4,2% registrado en el 1T18, lo que representa la mayor expansión desde el trimestre que finalizó en noviembre del 2012. La actividad no minera avanzó 5,3% anual, desde 3,1% en el 1T18, mientras que la mejora estuvo contenida por la desaceleración en la actividad minera a 5,1% (19,3% en el 1T18).

En el margen, los sectores no mineros, más sensibles a la demanda interna, continúan ganando impulso, mientras que la actividad minera se desaceleró. El Imacec disminuyó 0,1% desde mayo, resultando en un crecimiento de 2,8% intertrimestral y ajustado por estacionalidad en el segundo trimestre de 2018, desacelerándose desde 4,7% en el 1T18. La desaceleración estuvo liderada por la contracción de 15,4% intertrimestral y ajustado por estacionalidad en la minería (+ 2,4% en el 1T18). Mientras tanto, la actividad no minera registró su octavo mes consecutivo de avance, alcanzando un crecimiento de 5,0% intertrimestral y ajustado por estacionalidad en el 2T18, desde 4,5% en el 1T18.

## Recuperación del crecimiento no minero en el 2T18



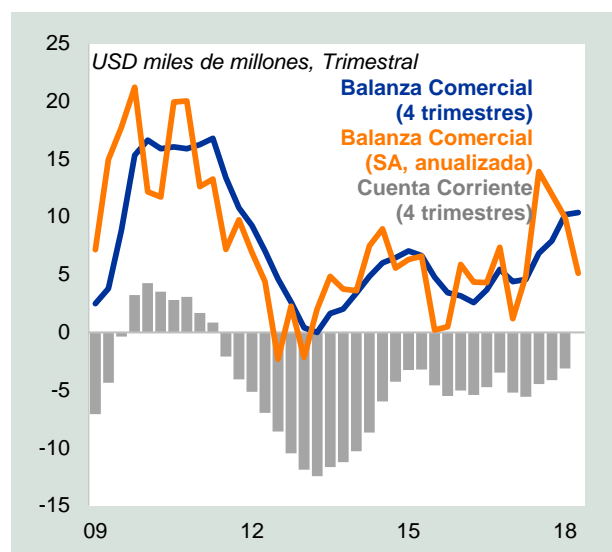
Fuente: BCCH, Itaú

**El estímulo monetario y la baja inflación, junto a una mayor confianza, continuarán ayudando a la recuperación de la actividad este año.** Sin embargo, las crecientes tensiones comerciales podrían dañar la demanda externa, afectar a los precios del cobre y restringir el proceso de recuperación del crecimiento. Nuevas preocupaciones en el mercado laboral en la mayor mina de cobre del país también representan un riesgo potencial. Dada nuestra perspectiva mundial aún favorable, a pesar de las tensiones comerciales, vemos una aceleración del crecimiento en Chile a 3,8% este año, una mejora notable comparado al 1,5% registrado el año pasado.

## Amplio superávit comercial en el 2T18

**El superávit comercial de Chile permanece amplio, pero se está moderando en el margen.** El superávit comercial en el segundo trimestre de 2018 (2,1 mil millones de dólares) fue similar al alcanzado en el 2T17. En el trimestre, las exportaciones mineras, todavía elevadas aunque desacelerándose, (sobre una base de comparación más alta luego de la conclusión de una importante huelga laboral a principios del año pasado), junto con las mayores ventas de bienes industriales, ayudaron a las exportaciones totales. Mientras tanto, las importaciones más fuertes de bienes de capital, a medida que la recuperación de la inversión gana tracción y los precios más altos de los combustibles están impulsando un aumento en el crecimiento de las importaciones. El superávit comercial acumulado en 12 meses alcanzó 10,4 mil millones de dólares, desde 10,2 mil millones de dólares en marzo y 7,9 mil millones de dólares en 2017. Sin embargo, nuestra serie ajustada estacionalmente muestra que el superávit de la balanza comercial es más estrecho, en 5,1 mil millones de dólares (anualizado) en el trimestre, comparado a 9,9 mil millones de dólares en el 1T18 y 12,3 mil millones de dólares en el 4T17.

## El superávit comercial mantiene bajos los desequilibrios externos



Fuente: BCCh, Itaú.

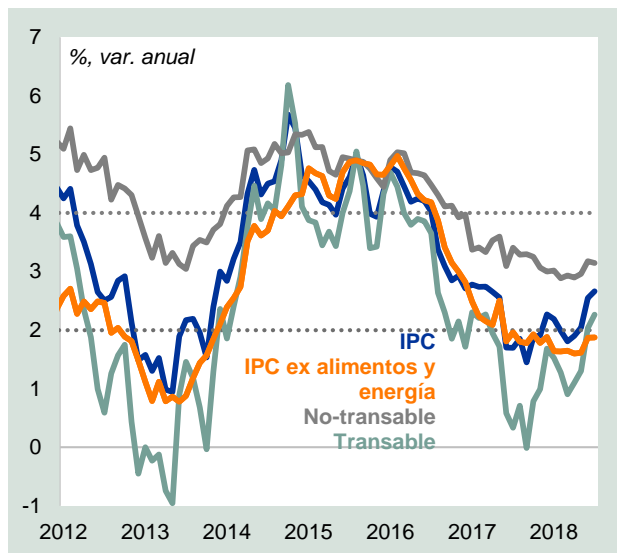
**Alguna moderación en los precios del cobre, precios más altos del petróleo y la recuperación de la demanda interna generarían un mayor déficit de cuenta corriente este año en Chile.** No obstante, aún esperamos un déficit estrecho de 1,8% del PIB (1,5% en 2017), que aumentaría a 2,0% el próximo año. Basándose en nuestra opinión de que las preocupaciones comerciales globales no aumentarán a niveles perjudiciales y en las perspectivas de crecimiento interno que siguen siendo optimistas, vemos la moneda chilena en 635 pesos por dólar a fines de este año y en 625 pesos por dólar a fines de 2019.

## Inflación subyacente contenida

**La inflación anual se situó más cerca de la meta de 3% del banco central en julio (registrándose en 2,7%, desde 2,5%).** Sin embargo, las medidas inflacionarias subyacentes permanecen muy bajas y estables, mientras que nuestro índice de difusión sigue reflejando que la mayor inflación general no es un acontecimiento generalizado dentro de la canasta de inflación. La inflación anual no transable se mantiene cerca de la meta de 3% (un nivel históricamente bajo). La inflación subyacente (inflación que excluye los precios de los alimentos y la energía) permaneció estable en 1,9%. El peso chileno más débil y los precios globales más altos de la energía se traducen en una inflación transable que ahora actúa menos como un lastre (2,3%, desde 2,0% en junio), mientras que la inflación no transable retrocedió 0,1 puntos porcentuales a 3,1%. Es probable que la presión de la inflación de servicios siga siendo limitada,

ya que el mercado laboral permanece débil como pone de manifiesto la desaceleración del crecimiento de los salarios. El crecimiento salarial en el segundo trimestre del año fue de 3,0% (3,2% en el 1T18 y 4,1% en el 4T17), mientras que el crecimiento de los salarios reales cayó a 0,9% en el trimestre (desde 1,2% en el 1T18 y 2% en 2017).

### La inflación subyacente permanece por debajo del rango de la meta



Fuente: INE, Itaú

**La inflación a corto plazo seguiría presionada por el reciente debilitamiento del tipo de cambio, pero la brecha de producto aún negativa contendrá los aumentos de precios.** Esperamos que la inflación finalice el año en 2,8%, desde 2,3% el año pasado, regresando a la meta de 3% en 2019.

### En fase de evaluación

**La decisión unánime de mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 2,5% en julio era ampliamente esperada.** El comunicado de prensa reiteró la orientación para las tasas de interés presentada en el Informe de Política Monetaria de junio (IPoM). El consejo tiene una perspectiva favorable para la actividad y considera que las presiones inflacionarias están bajo control, por lo que es apropiado mantener el grado actual de estímulo monetario por el momento. En el escenario base del IPoM, el banco central dio a entender que el proceso de normalización comenzaría a fines de año, una vez que la brecha de producto comience a reducirse.

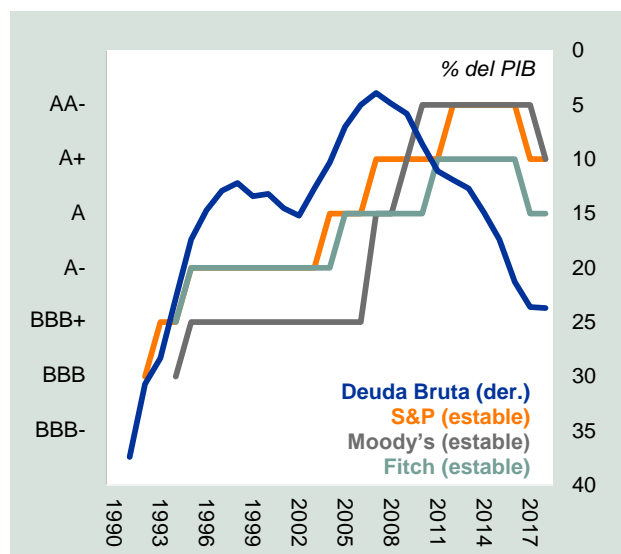
**Las minutas de la reunión confirmaron que la flexibilización adicional ya no es una opción, debido a que los riesgos bajistas para la inflación disminuyeron significativamente.** Mientras tanto, siguen existiendo significativas dudas sobre el escenario doméstico e internacional para justificar el adelanto del inicio del ciclo de normalización planeado.

**Esperamos que el ciclo de ajuste recién comience cerca de fines de año (con un alza de 25 puntos base).** Aunque la actividad ha sorprendido al alza, los riesgos de una guerra comercial impedirían que el banco central eleve las tasas de interés antes de lo esperado, dado el contexto de baja inflación subyacente y brecha de producto negativa. Nuestro escenario de referencia se basa en la expectativa de que las tensiones en los conflictos comerciales se desvanezcan a fines de año. En este caso, esperamos cuatro alzas graduales adicionales durante el próximo año, llevando la tasa de referencia a 3,75%.

### Revés en la calificación crediticia

**En lo que representa un revés a la meta del nuevo gobierno de lograr mejoras en la calificación crediticia, Moody's rebajó la nota crediticia soberana de Chile a 'A1' (estable) desde 'Aa3' (negativo).** La rebaja se produce un año después de que tanto Fitch como S&P implementaran recortes de un escalón. Aunque la rebaja en sí misma no es sorprendente, dado el deterioro de las medidas de deuda a lo largo de un período prolongado, el momento del recorte sí lo es, teniendo en cuenta que Moody's ve claros indicios de mejoras económicas y fiscales a corto plazo. Moody's señaló que la situación fiscal de Chile se deterioró en los últimos años (el gobierno chileno perdió su condición de acreedor neto en 2016, con una deuda neta que ahora se sitúa en el 4% del PIB). Moody's añadió que la perspectiva estable refleja la opinión de que el gobierno chileno conserva importantes fortalezas crediticias, incluidos puntajes altos en indicadores de gobernabilidad y efectividad de las políticas. Proyectamos una reducción del déficit fiscal, desde 2,8% del PIB el año pasado a 1,6%, impulsado por la recuperación de la actividad y los mayores precios promedio del cobre, así como por la decisión de Moody's que reforzaría el compromiso del gobierno con el proceso de consolidación fiscal.

## Calificación crediticia menor



Fuente: Dipres, Moody's, S&amp;P, Fitch

## Proyecciones: Chile

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
<b>Actividad Económica</b>								
Crecimiento real del PIB - %	5,3	4,0	1,8	2,3	1,3	1,5	3,8	3,5
PIB nominal - USD mil millones	267	275	257	239	254	279	305	322
Población (millones de habitantes)	17,4	17,6	17,8	18,0	18,2	18,4	18,6	18,8
PIB per cápita - USD	15.291	15.615	14.442	13.262	13.976	15.182	16.434	17.171
Tasa de desempleo - media anual	6,4	5,9	6,4	6,2	6,5	6,7	6,6	6,5
<b>Inflación</b>								
IPC - %	1,5	3,0	4,6	4,4	2,7	2,3	2,8	3,0
<b>Tasa de interés</b>								
Tasa de política monetaria - final de año - %	5,00	4,50	3,00	3,50	3,50	2,50	2,75	3,75
<b>Balanza de pagos</b>								
CLP/USD - final del período	479	525	606	709	670	615	635	625
Balanza comercial - USD mil millones	2,6	2,0	6,5	3,4	5,4	7,9	7,9	7,1
Cuenta corriente - %PIB	-3,9	-4,1	-1,7	-2,3	-1,4	-1,5	-1,8	-2,0
Inversión extranjera directa - % PIB	11,4	7,6	9,2	8,8	4,9	2,3	3,5	3,8
Reservas internacionales - USD mil millones	41,6	41,1	40,4	38,6	40,5	39,2	40,4	41,6
<b>Finanzas Públicas</b>								
Resultado nominal - % del PIB	0,6	-0,6	-1,6	-2,1	-2,7	-2,8	-1,6	-1,5
Deuda pública neta - % del PIB	-6,8	-5,6	-4,3	-3,5	1,0	4,4	6,5	7,3

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

## Perú

## Una nueva crisis política

- El 7 de julio, salieron a la luz grabaciones de audio que apuntaban indicios de corrupción entre los miembros del Consejo Nacional de la Magistratura (CNM) y jueces, lo que podría aumentar el descontento con el establishment del país, en un momento en que la popularidad del presidente Vizcarra está cayendo.
- Mientras tanto, la actividad económica está repuntando, el proxy mensual del PBI se aceleró a 6,4% anual en mayo, respaldado principalmente por las políticas macroeconómicas expansivas y los mejores términos de intercambio.
- La inflación general anual se acercó a la meta del banco central de 2%, mientras que la medida subyacente (ex-alimentos y energía) también subió. Aún así, el índice de difusión muestra que la inflación se encuentra en niveles bastante bajos en una amplia variedad de bienes y servicios.
- El banco central está de hecho cerrando la puerta a nuevos recortes de las tasas de interés al declarar que "considera apropiado mantener la posición expansiva de la política monetaria hasta que se asegure que la convergencia de la inflación [a la meta de 2%] se dé junto a expectativas de inflación ancladas".

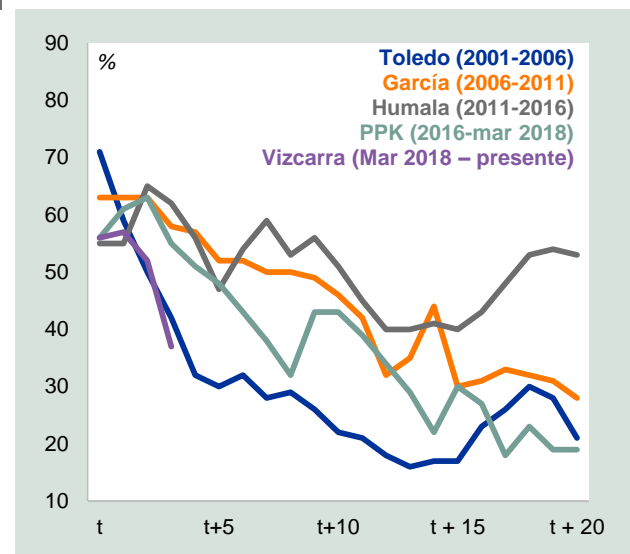
## Primera crisis política

Después de una breve luna de miel política, la aprobación del presidente Vizcarra cayó, como resultado del incremento en los impuestos indirectos, y ahora enfrenta su primera gran crisis política. El 7 de julio, salieron a la luz grabaciones de audios que implican a miembros del Consejo Nacional de la Magistratura<sup>1</sup> (CNM), y jueces en temas de corrupción. Como resultado, el juez Ríos (ex presidente de la Corte Suprema de Callao) presentó su renuncia (y luego fue arrestado) y el juez Hinostroza fue suspendido por el CNM. El presidente del poder judicial, Duberlí Rodríguez, luego presentó su renuncia. La reacción inicial del presidente Vizcarra fue contra los miembros del CNM. El 18 de julio, Vizcarra convocó a una sesión extraordinaria para debatir la destitución de los miembros del CNM. Dos días después, el Congreso aceptó la renuncia de todos los miembros del CNM.

Si bien la nueva crisis podría llevar a una mayor pérdida de popularidad del gobierno, la oposición no tiene ningún incentivo para presionar a elecciones anticipadas en este momento (ya que esto conllevaría el riesgo de transferir el poder a alguien de fuera de las principales fuerzas políticas). Una de las medidas más recientes de la administración fue implementar un referéndum para aprobar reformas políticas y judiciales, de acuerdo con el primer ministro César Villanueva. Para que Perú pueda celebrar un referéndum, el Congreso debe otorgar primero su aprobación. La administración actual

espera celebrar el referéndum durante las próximas elecciones regionales del 7 de octubre. En cualquier caso, los recientes acontecimientos políticos tendrían implicaciones de cara a las elecciones de 2021, a través de una mayor demanda de cambios políticos y el rechazo del *establishment* del país.

## Cae la aprobación presidencial



Fuente: IPSOS, Itaú.

## Mientras tanto, la actividad económica está mejorando

La actividad está en camino de acelerar sustancialmente en el 2T18, luego de unos fuertes datos mensuales del PIB en abril y mayo. El PBI

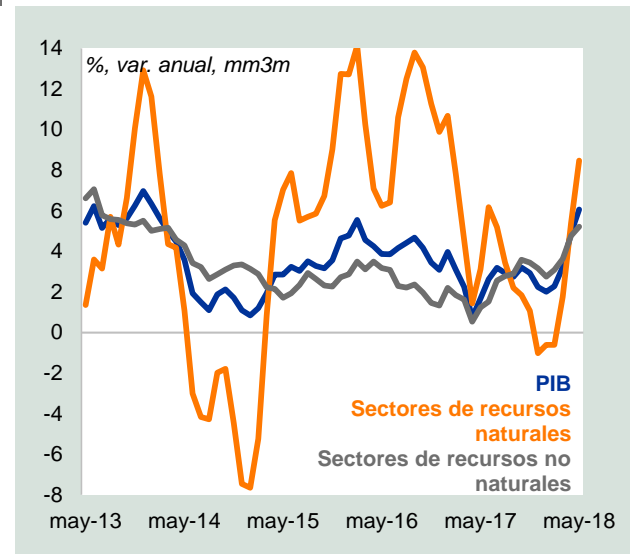
<sup>1</sup> Órgano encargado de nombrar, ratificar y penalizar jueces

mensual se expandió 6,4% anual en mayo (desde 7,8% en abril) y como resultado, la tasa de crecimiento medio móvil trimestral aumentó a 6,1% anual en el mismo periodo (desde 4,9% en abril). Si desglosamos el índice, todos los sectores contribuyeron positivamente al aumento anual de mayo, destacándose el sector manufacturero y la agricultura, aportando 1,3 y 1,0 puntos porcentuales, respectivamente.

**Los sectores de recursos naturales y no naturales crecieron significativamente.** Los sectores de recursos no naturales, que representan tres cuartas partes de la economía, avanzaron 5,3% anual en mayo (llevando la tasa de crecimiento medio móvil trimestral a 5,2% anual, desde 4,8% en abril). Todos los sectores dentro del ámbito de recursos no naturales tuvieron un desempeño favorable en mayo, pero el sector de la construcción (reflejo del repunte de la inversión pública y minera) tuvo el resultado más sólido, registrando una tasa de crecimiento de 9,9% anual (desde 10,6% en abril). Del mismo modo, los sectores de recursos naturales avanzaron 8,9% anual en mayo (y la tasa de crecimiento medio móvil trimestral aumentó a 8,5% anual, desde 5,4% en abril). Sin embargo, esta fuerte expansión está asociada a efectos transitorios: la cuota de pesca excepcionalmente grande y los efectos de base favorables (asociados con El Niño del año pasado) para la agricultura, la minería metálica y la producción de hidrocarburos.

**Esperamos una aceleración del PIB a 4% en 2018 y 2019, impulsado por el aumento de los precios de los metales y las políticas macroeconómicas expansivas (principalmente fiscales, pero también monetarias).** El principal riesgo para nuestra perspectiva es externo: la posibilidad de una nueva escalada en las disputas comerciales entre los EUA y China.

## Recuperación generalizada



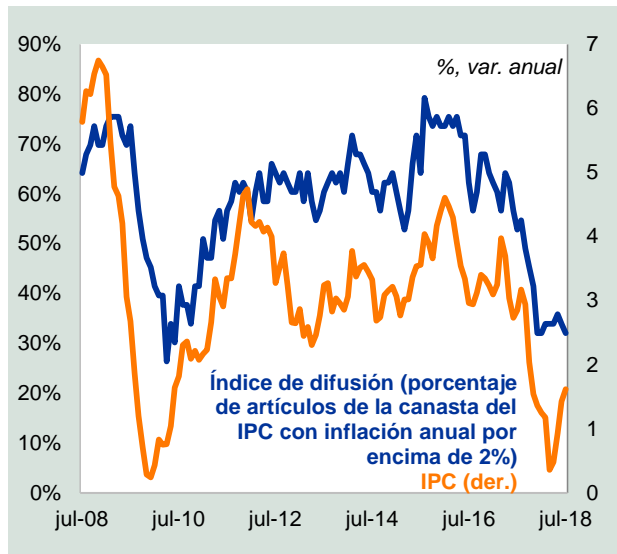
Fuente: BCRP, INEI, Itaú

## La inflación se aceleró pero la inflación subyacente permanece en niveles estables

**La inflación general anual se acercó a la meta del banco central de 2%, mientras que la medida subyacente (ex-alimentos y energía) también avanzó.** La inflación general se aceleró a 1,62% anual en julio (desde 1,43% en junio), acercándose a la meta del banco central de 2%. Aunque los precios de los alimentos permanecieron en territorio negativo, están cayendo en menor medida (-0,28% anual en julio, desde -0,51% en junio). Del mismo modo, la inflación subyacente (ex-alimentos y energía) aumentó ligeramente a 2,33% en julio (desde 2,23% en junio). Aún así, el índice de difusión muestra que la inflación es bastante baja en un amplio abanico de bienes y servicios. De hecho, el indicador que monitorea el porcentaje de artículos con una inflación anual por sobre la meta de 2% se ubicó en 32,0% en julio (por debajo del nivel observado en junio, 34,0%).

**Esperamos que la inflación general anual aumente a 2,2% a fines de 2018 y a 2,6% a fines de 2019.** La normalización de los precios de los alimentos y una demanda doméstica cada vez más firme elevarían levemente la inflación a partir de los niveles actuales.

## Inflación estable



Fuente: INEI, Itaú

## Sin cambios a la vista en las tasas de interés

**El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) decidió mantener la tasa de interés de referencia en 2,75% en julio, como era ampliamente esperado por el mercado.** En el comunicado que anunció la decisión, la junta mostró un mayor optimismo con respecto a la actividad doméstica, reconoció el aumento de la inflación (aunque esto se debe en parte a un aumento puntual en el Impuesto Selectivo al Consumo y los indicadores de tendencia inflacionaria se mantienen cerca del centro de la meta) y adoptó una postura más cautelosa sobre las condiciones financieras y la actividad global (debido a los riesgos de una guerra comercial). En este contexto, el banco central está cerrando, de hecho, la puerta a nuevos recortes en las tasas de interés, al declarar que "considera apropiado mantener la posición expansiva de la política monetaria hasta que se asegure que la convergencia de la inflación [a la meta de 2%] se dé junto a expectativas de inflación ancladas".

**La decisión de mantenerse en espera se produce dentro de un contexto de actividad más fuerte y de inflación acercándose a la meta de 2% del banco central.** De hecho, refiriéndose a la actividad económica, Julio Velarde, presidente del BCRP, declaró recientemente que el próximo informe trimestral de inflación, que será publicado en septiembre, incluirá una revisión al alza del PIB de 2018. Julio Velarde también mencionó que sería una buena señal si el banco central aumenta las tasas el próximo año, ya que significaría que el crecimiento es robusto y que sería difícil recortar las tasas de interés dado el ritmo del crecimiento económico.

**Esperamos que el BCRP mantenga la tasa de política monetaria en 2,75% hasta fines de año.** A medida que se reduce la brecha de producto, es probable el aumento gradual de la TPM el próximo año para acercar la tasa de interés de referencia a niveles neutrales. Proyectamos la TPM en 3,25% a fines de 2019.

## Proyecciones: Perú

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
<b>Actividad Económica</b>								
Crecimiento real del PIB - %	6,0	5,8	2,4	3,3	4,0	2,5	4,0	4,0
PIB nominal - USD mil millones	194	203	203	192	196	215	230	243
Población (millones de habitantes)	30,1	30,5	30,8	31,1	31,5	31,8	32,2	32,5
PIB per cápita - USD	6.432	6.656	6.593	6.175	6.217	6.765	7.158	7.483
Tasa de desempleo - media anual	7,0	5,9	6,0	6,4	6,7	6,9	6,8	6,4
<b>Inflación</b>								
IPC - %	2,6	2,9	3,2	4,4	3,2	1,4	2,2	2,6
<b>Tasa de interés</b>								
Tasa de política monetaria - final de período - %	4,25	4,00	3,50	3,75	4,25	3,25	2,75	3,25
<b>Balanza de pagos</b>								
PEN/USD - final del período	2,57	2,79	2,98	3,41	3,36	3,25	3,30	3,35
Balanza comercial - USD mil millones	6,4	0,5	-1,5	-2,9	1,9	6,3	7,5	7,0
Cuenta corriente - %PIB	-2,8	-4,6	-4,4	-4,8	-2,7	-1,3	-1,1	-1,1
Inversión extranjera directa - % PIB	6,1	4,8	2,2	4,3	3,5	3,1	3,5	3,6
Reservas internacionales - USD mil millones	64,0	65,7	62,3	61,5	61,7	63,6	64,0	65,0
<b>Finanzas públicas</b>								
Resultado nominal del SPNF- % del PIB	2,3	0,9	-0,3	-2,0	-2,5	-3,1	-2,9	-2,7
Deuda bruta del SPNF - % del PIB	19,8	19,2	19,8	23,2	23,7	24,8	25,7	26,7

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



## Colombia

### Crecimiento revisado al alza

- El presidente Iván Duque contará con el apoyo político del Congreso. Optando por una apuesta segura, el exministro de Finanzas Alberto Carrasquilla fue elegido para conducir los desafíos fiscales.
- La mejora continua de los indicadores de actividad y el aumento de la confianza privada, en medio de mejores términos de intercambio, respaldan nuestra revisión de crecimiento desde 2,5% a 2,7% este año (1,8% el año pasado). En 2019, esperamos una expansión de 3,3%, un incremento de 0,1 punto porcentual con relación a nuestro escenario anterior.
- El Banco Central de Colombia mantuvo la tasa de política monetaria (TPM) en 4,25% en julio, como era esperado. No vemos que la junta tenga prisa por modificar la TPM. La decisión unánime de mantenerse en espera, el optimismo con respecto al futuro repunte de la actividad, los posibles riesgos de inflación y la precaución sobre la situación externa sugieren tasas de interés estables por el momento.

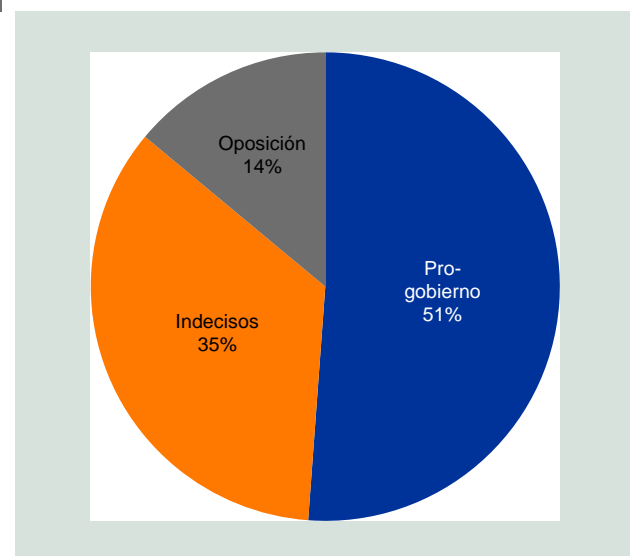
### Duque toma las riendas

**El nuevo presidente contará con un amplio apoyo en el Congreso.** Una coalición de partidos ayudaría a la administración de Iván Duque a avanzar en su agenda política. El partido de Duque (Centro Democrático) cuenta con la mayor representación en el senado (19 senadores de un total de 108), mientras que en la cámara baja, es la segunda fuerza política más importante (32 escaños de 172). Además, los miembros de Cambio Radical, el Partido Conservador, el Partido Liberal y el Partido U han manifestado su apoyo a la administración para así avanzar en proyectos clave como las reformas fiscales, la reforma de las pensiones y la reforma al sistema de salud. No obstante, la nueva administración debería enfrentar una férrea oposición, incluyendo a Gustavo Petro (rival de Duque en la segunda vuelta presidencial) y los miembros del partido FARC.

**Mientras tanto, Iván Duque optó por nombres con experiencia para su gabinete.** Alberto Carrasquilla es el nuevo ministro de hacienda (regresando al mismo puesto que ocupó durante la administración de Uribe). María Fernanda Suárez fue nombrada ministra de Minas y Energía. Suárez fue Vicepresidenta de Ecopetrol y anteriormente fue Directora de Crédito Público en el Ministerio de Hacienda. Ella estaría a cargo de la reforma al sistema de regalías, para redefinir la distribución e impulsar los proyectos mineros frente a la oposición de las comunidades locales. Guillermo Botero, ex director de la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco), fue nombrado ministro de Defensa y Carlos Holmes, ex ministro de Educación y embajador de la ONU, dirigirá las relaciones internacionales. El principal desafío de Duque a corto plazo es alcanzar la meta de déficit fiscal del próximo año (2,4% del PIB, desde 3,1% este año)

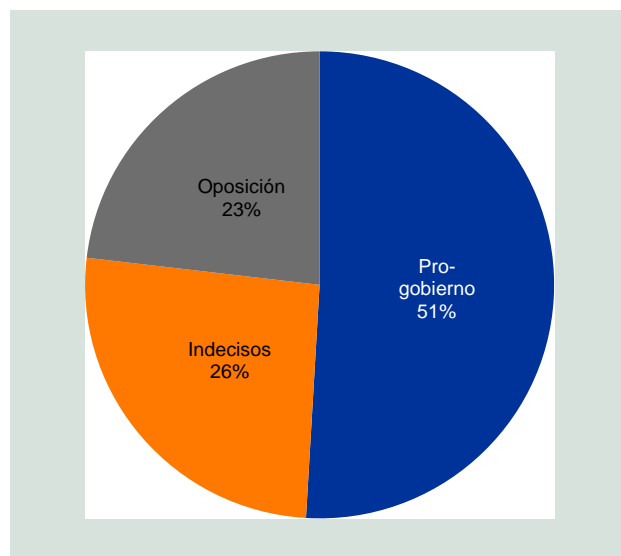
evitando así cualquier riesgo de que el país pierda el grado de inversión. Hasta ahora, la nueva administración está discutiendo la reducción de los impuestos corporativos para aumentar la competitividad del país. Si el gobierno toma este camino sin adoptar medidas de compensación creíbles (a través de menores gastos o aumentando otros impuestos), es probable que se produzca una reacción negativa del mercado.

#### Composición de la Cámara Baja



Fuente: Registraduría Nacional del Estado Civil

## Composición del Senado



Fuente: Registraduría Nacional del Estado Civil

## Mejora del crecimiento

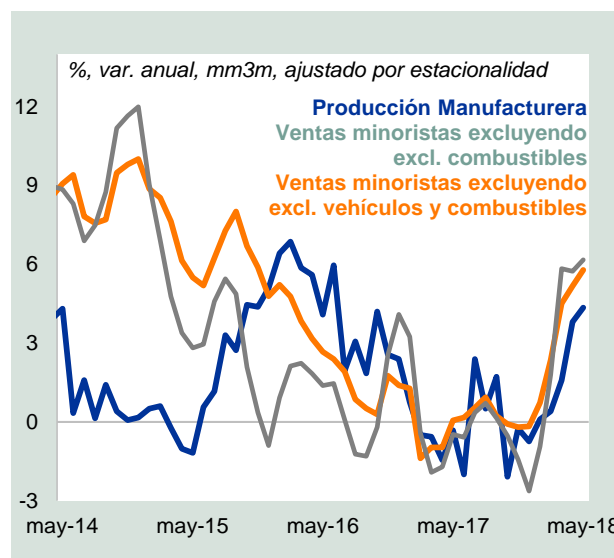
**La actividad continuó recuperándose en el 2T18.** Las ventas minoristas, excluidas las ventas de combustibles y vehículos, aumentaron 5,4% (SA) en el trimestre (4,6% en el 1T18). La actividad minorista total en el trimestre avanzó 5,9%, desde 5,3% en el 1T18. En el margen, las ventas minoristas (excluyendo combustibles y vehículos) se mantuvieron dinámicas en 7,2% intertrimestral y ajustado por estacionalidad en 2T18, desde 8,4% en el 1T18. Mientras tanto, el sector manufacturero aumentó 3,9% anual, desde 0,2% en el 1T18. En el margen, la producción industrial avanzó 9,1% intertrimestral y ajustado por estacionalidad, acelerándose desde 2,7% en el 1T18.

**El sentimiento privado está subiendo.** La confianza del consumidor siguió mejorando en junio y alcanzó el nivel más alto desde febrero de 2015. El índice elaborado por la consultora Fedesarrollo se situó en +15,5 puntos (0 = neutral), desde -11,7 puntos hace un año y +8,9 en el mes anterior. La mejora con relación al año pasado se debió principalmente a las expectativas del consumidor. Además, la confianza empresarial en los sectores industrial y minorista permanece en territorio optimista. En el 2T18, la confianza industrial promedió 1,6 puntos, 9,2 puntos porcentuales por sobre la cifra observada el año pasado, mientras que la serie ajustada estacionalmente también mejoró desde el 1T18 y se encuentra ahora en el nivel más alto desde 2016. Mientras tanto, la confianza minorista avanzó y se sitúa

ahora en territorio optimista, alcanzando 30,7 (14,9 en junio de 2017), el nivel más alto desde febrero de 2012.

Por lo tanto, con la mejora en las señales de actividad en el 1S18, unido a una política monetaria expansiva y mayores términos de intercambio, **esperamos ahora un crecimiento del PIB de 2,7% este año (2,5% anteriormente) y de 3,3% el próximo año (3,2% anteriormente).**

## Repunte de la actividad



Fuente: Dane, Itaú

## Los precios del petróleo más altos impulsan un ajuste más rápido del déficit de cuenta corriente

**Las compras excepcionales de aviones desaceleraron la corrección de los desequilibrios externos en el 2T18.** El déficit comercial acumulado en 12 meses alcanzó 5 mil millones de dólares, permaneciendo por debajo de los 6,1 mil millones de dólares registrados en 2017 (11,1 mil millones de dólares en 2016). En el margen, el déficit comercial se amplió: el déficit comercial anualizado (utilizando nuestro ajuste estacional) aumentó desde 5,5 mil millones de dólares en el 1T18 hasta 8,4 mil millones de dólares en el segundo trimestre (déficit de 1,7 mil millones de dólares a fines de 2017).

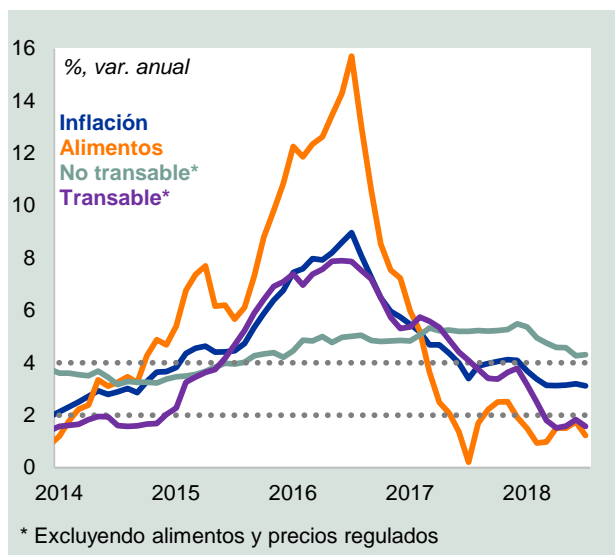
**Ahora esperamos el déficit de cuenta corriente en 2,6% del PIB en 2018 (anteriormente, 2,9%), por debajo del déficit de 3,3% registrado el año pasado, y en 2,5% en 2019 (anteriormente, 2,7%).** Los precios más altos del petróleo y un crecimiento global aún dinámico compensarían el impacto de la recuperación

de la demanda interna sobre las importaciones y conducirían a una reducción más rápida del déficit de cuenta corriente de lo que esperábamos anteriormente.

## Inflación bajo control

**La inflación sorprendió a la baja en julio, debido a los precios de los alimentos, pero la inflación subyacente permanece elevada.** La inflación anual se desaceleró desde 3,20% en junio a 3,12%, alcanzando el nivel más bajo desde septiembre de 2014. El principal lastre en julio provino de la inflación de bienes transables (excluyendo alimentos y artículos regulados) que se moderó a 1,53%, desde 1,83% el mes anterior y de los precios de los alimentos (1,23%, desde 1,74% en junio). Sin embargo, la medida subyacente de la inflación, excluyendo los precios de los alimentos, alcanzó 3,91%, desde 3,81%, y se sitúa cerca del límite superior del rango de la meta de 3% del banco central. La inflación de bienes no transables (excluyendo alimentos y artículos regulados) también permanece alta en 4,31% (4,27% en junio). En el margen, estimamos que la inflación general acumulada en los últimos tres meses se moderó a 3,5% (desestacionalizada y anualizada) desde 3,9% en el 2T18, siendo los alimentos uno de los principales lastres.

### Cerca de la meta de inflación



Fuente: Dane, Itaú

**En general, la inflación se encuentra bajo control, a pesar de que las medidas subyacentes se encuentran en niveles ligeramente preocupantes.**

Seguimos esperando que la inflación termine el año en

3,2% (4,09% en 2017), cerca de la meta de 3%, ya que la todavía amplia brecha de producto y el tipo de cambio bien comportado contienen las presiones inflacionarias.

## Las tasas de interés permanecen estables, como se anticipaba

**Como era ampliamente esperado, el banco central mantuvo la tasa de política monetaria (TPM) en 4,25% en julio.** La decisión contó con el respaldo de los 7 miembros de la junta directiva. Entre ellos se incluye Carolina Soto, quien participó de su primera reunión después de reemplazar a Adolfo Meisel. Esta fue la tercera decisión unánime consecutiva (la primera fue en abril, cuando la junta decidió recortar la TPM en 25 puntos básicos, a 4,25%). En general, el comunicado de prensa mantuvo un tono neutral, ya que equilibró los riesgos alcistas de la inflación con una brecha de producto que aún está en aumento.

**Existe cierta incertidumbre sobre la inflación.** Los riesgos alcistas de la inflación incluyen un debilitamiento del peso colombiano potencialmente mayor de lo esperado, debido al escenario externo incierto y al repunte de la inflación de los alimentos. Mientras tanto, el crecimiento permanece por debajo del potencial, lo que deriva en una continua ampliación de la brecha de producto, aunque el directorio también reconoce que, si persisten los elevados precios del petróleo y la recuperación de la confianza, la actividad podría sorprender (la proyección del equipo de analistas del banco central se sitúa en 2,7%) al alza.

**No vemos que la junta tenga prisa por modificar la TPM.** El optimismo con respecto a la recuperación de la actividad futura y los riesgos de inflación permiten descartar nuevos recortes de la TPM. Sin embargo, la recuperación aún gradual (en medio de una brecha de producto negativa) limita la necesidad de alzas de la TPM. Además, las tasas de interés reales no se encuentran significativamente por debajo de la tasa neutral. En este contexto, solo esperamos que un ciclo de ajuste comience a fines de 2019.

## Proyecciones: Colombia

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
<b>Actividad económica</b>								
Crecimiento real del PIB - %	3,9	4,6	4,7	3,0	2,0	1,8	2,7	3,3
PIB nominal - USD mil millones	371	382	381	294	282	315	345	363
Población (millones de habitantes)	46,6	47,1	47,7	48,2	48,7	49,3	49,8	50,4
PIB per cápita - USD	7.958	8.100	7.997	6.098	5.791	6.382	6.921	7.203
Tasa de desempleo - media anual	10,4	9,6	9,1	8,9	9,2	9,4	9,4	9,2
<b>Inflación</b>								
IPC - %	2,4	1,9	3,7	6,8	5,8	4,1	3,2	3,0
<b>Tasa de interés</b>								
Tasa de política monetaria - final del año - %	4,25	3,25	4,5	5,75	7,50	4,75	4,25	4,50
<b>Balanza de pagos</b>								
COP/USD - final del período	1.767	1.930	2.377	3.175	3002	2.932	2.890	2.930
Balanza comercial - USD mil millones	4,0	2,2	-6,2	-15,6	-11,1	-6,2	-4,4	-3,6
Cuenta corriente - % PIB	-3,1	-3,3	-5,2	-6,3	-4,3	-3,3	-2,6	-2,4
Inversión extranjera directa - % PIB	4,1	4,2	4,2	4,0	4,9	4,6	4,7	4,8
Reservas internacionales - USD mil millones	37,5	43,6	47,3	46,7	46,7	47,6	48,6	49,5
<b>Finanzas públicas</b>								
Resultado nominal del gob. central - % del PIB	-2,3	-2,3	-2,4	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,7
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	34,6	37,1	40,2	45,0	46,0	47,4	47,6	47,2

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

## Paraguay

### Inflación vuelve al centro de la meta

- La inflación anual se desaceleró a 4% en julio, luego de una aceleración temporal en junio (4,4%) por menores precios de los alimentos. Proyectamos 4% de inflación 2018 y no prevemos cambios en la tasa de política monetaria.
- La actividad siguió firme en 2T18 de acuerdo a los indicadores líderes disponibles. Sostenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB de 4% para este año y el próximo apoyado en la buena cosecha de soja.
- Mario Abdo Benitez asumió como presidente. La mayor parte el gabinete ya fue anunciado. No vemos un cambio de rumbo de la economía y pensamos que seguirán teniendo un sesgo pro-mercado.

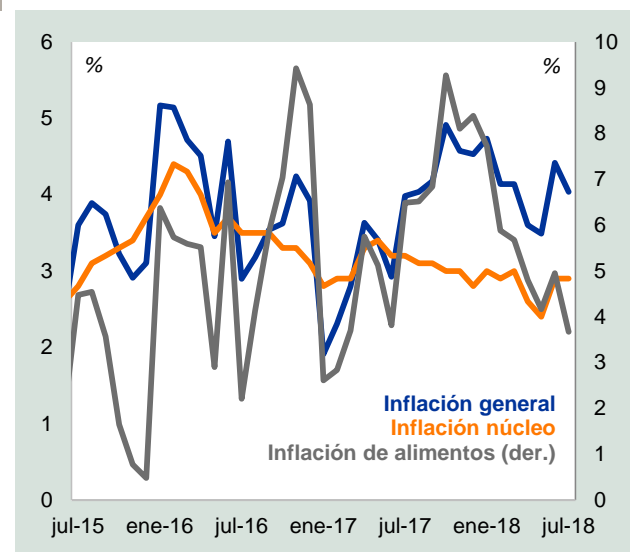
### Alimentos más baratos desinflan el índice de precios

La inflación general en julio fue significativamente más baja que lo esperado por el mercado. Los precios al consumidor se redujeron 0,3% entre julio y junio, luego de una alza mensual de 0,7% el mes anterior. El consenso de mercado esperaba un alza de 0,4% para julio de acuerdo a la última encuesta del BCP. La inflación general de los últimos doce meses se desaceleró a 4% desde 4,4%, alineándose con el centro del rango meta del banco central de Paraguay ( $4\% \pm 2\%$ ). La reducción de los precios de los alimentos, en particular de la carne, de los vegetales y de las frutas permitió compensar el alza del resto de los precios, en particular los servicios y bienes durables. La inflación núcleo fue 0,2% mensual y 2,9% anual, mientras que la medida subyacente X1 (excluye frutas, verduras y servicios tarifados y combustibles) fue 0% y 3,1% anual.

**Mantenemos nuestra proyección de inflación en 4,0% para fin de este año y el próximo.**

**El banco central mantiene el perfil de política monetaria.** El BCP mantuvo por unanimidad la tasa de referencia sin cambios en 5,25% en julio, en línea con lo esperado por el mercado. En las minutas de la reunión, el comité (CEOMA) se mostró conforme con la evolución de los indicadores económicos, en particular la inflación y el crecimiento. El CEOMA resaltó que las expectativas de los agentes siguen ancladas y que seguirá monitoreando las variables internas y externas y que utilizará sus instrumentos de política monetaria con flexibilidad a fin de alcanzar la meta de inflación de 4%. Esperamos que el banco central mantenga la tasa de política monetaria sin cambios en 2018 y 2019.

### Inflación de alimentos tracciona al índice general



Fuente: BCP

### El banco central redujo las ventas de dólares

**El guaraní se mantuvo estable en julio, por segundo mes consecutivo.** La moneda se depreció 0,6% en el mes hasta 5.730 guaraníes por dólar y acumuló una depreciación de 2,9% en lo que va del año. El banco central vendió 73 millones de dólares en julio en el mercado de cambios, tras vender 110 millones en junio y 328 millones en mayo. Para el mes de agosto, el banco central dispuso una oferta de 5 millones de dólares diarios como límite máximo de intervenciones para compensar las compras netas del ministerio de hacienda (3 millones el mes anterior). Mantenemos nuestra proyección de tipo de cambio en 5.800 guaraníes por dólar para fin de año. Para 2019 esperamos que el tipo de cambio cierre a 5.900 guaraníes por dólar.

**Fuerte expansión de los préstamos.** Los créditos al sector privado en guaraníes se expandieron 12,9% anual en junio, destacándose los destinados a los servicios, a la industria manufacturera, a la vivienda y a la construcción. Los préstamos denominados en dólares aumentaron 6,8% anual. Los depósitos del sector privado en guaraníes crecieron 12,1% anual en junio, marcando una desaceleración en el margen, mientras que los denominados en moneda extranjera se expandieron 2,9% anual. La dolarización del mercado financiero se mantiene estable y alcanzó al 49% de los depósitos y al 46% de los créditos. La morosidad en el sistema bancario subió ligeramente este año y a mayo llegó a 3,1% desde 2,7% en diciembre de 2017. El atraso en los créditos de las empresas financieras aumentó a 5,7% desde 5,2% en diciembre de 2017.

## Sólido crecimiento de la actividad

**La expansión económica se mantuvo firme en mayo.** El indicador IMAEP producido por el BCP aumentó 5,3% anual, luego de expandirse 12,2% anual en abril. En términos desestacionalizados, la actividad cayó 0,5% respecto a abril pero crece a una tasa anualizada de 7,5% en el trimestre. Excluyendo la agricultura y las binacionales el crecimiento de actividad fue aún mayor (6,4% anual y 10,4% anual en el trimestre ajustado por desestacionalizado). El estimador de cifras de negocios refuerza este comportamiento de la actividad, con un alza de 5% anual en mayo y 7,5% desde fines del año pasado.

**Mantenemos nuestra proyección de crecimiento de 4% en 2018 y en 2019 a pesar del menor crecimiento esperado en el resto de los países de la región, principalmente Brasil y Argentina.**

**El superávit comercial empeoró en el margen.** La balanza comercial (incluyendo re-exportaciones) registró un déficit de 72 millones de dólares en los últimos doce meses a julio desde un superávit de 283 millones de dólares en el mes anterior debido al sólido crecimiento de las importaciones. En los primeros siete meses del año, las exportaciones totales aumentaron 5,6% anual, lideradas por las exportaciones del complejo sojero (12,5% anual) y con una caída de 0,3% de las re-exportaciones. Las importaciones, por su parte, crecieron un sólido 18% anual entre enero y julio con una suba generalizada de todos los productos. Mantenemos nuestra proyección de superávit comercial de 250 millones de dólares para este año, menor al

saldo positivo de 500 millones de dólares de 2017. Para 2019 prevemos un saldo comercial neutro debido a que el crecimiento de las importaciones seguiría fuerte en un contexto de sólido crecimiento económico.

## Resultado fiscal estable en el primer semestre del año

**El déficit fiscal se mantuvo estable y dentro de los límites dispuestos en la Ley de responsabilidad fiscal.** El déficit acumulado en doce meses a junio se ubicó en 1,3% del PIB por tercer mes consecutivo. Los ingresos totales crecieron 6,8% anual debido al alza de los ingresos no tributarios (13,1% anual), asociados a las mayores regalías de Itaipú, mientras que los recursos tributarios se expandieron en línea con la inflación (4,5% anual). El gasto primario (excluyendo intereses) se expandió 11,3% anual, debido a un alza de los pagos de prestaciones sociales y de bienes y servicios. Proyectamos un déficit fiscal de 1,5% del PIB para este año y el próximo, en línea con el límite de la Ley de responsabilidad fiscal.

**Mario Abdo Benitez asumió como presidente.** El electo presidente ya anunció la mayoría del gabinete que lo acompañará en su mandato por 5 años. Benigno Lopez estará al frente de la cartera de Hacienda, mientras que en el banco central, el actual miembro del directorio José Cantero Sienna, asumirá como presidente. No vemos un cambio de rumbo de la economía y pensamos que seguirán teniendo un sesgo pro-mercado.

## Proyecciones: Paraguay

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
<b>Actividad Económica</b>								
Crecimiento real del PIB - %	-0,5	8,4	4,9	3,1	4,3	4,8	4,0	4,0
PIB nominal - USD mil millones	33,4	38,5	40,0	36,3	36,3	38,6	41,6	43,8
Población	6,5	6,6	6,7	6,8	6,9	7,0	7,1	7,2
PIB per cápita	5.171	5.873	6.006	5.371	5.303	5.556	5.893	6.117
Tasa de desempleo abierto Asunción (prom. anual)	8,1	8,1	8,0	6,5	7,7	8,0	7,7	7,5
<b>Inflación</b>								
IPC - %	4,0	3,7	4,2	3,1	3,9	4,5	4,0	4,0
<b>Tasa de interés</b>								
Tasa de referencia	5,50	6,00	6,75	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25
<b>Balanza de pagos</b>								
PYG/USD - final del período	4220	4598	4636	5782	5738	5588	5800	5900
Balanza comercial - USD mil millones	0,6	1,7	1,0	0,6	1,4	0,5	0,3	0,0
Cuenta Corriente - % PIB	-1,2	2,1	0,1	-1,1	1,5	-1,2	-2,2	-2,8
Inversión Extranjera Directa - % PIB	2,8	0,9	1,2	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3
Reservas Internacionales - USD mil millones	5,0	5,9	6,9	6,2	7,1	8,1	9,0	9,0
<b>Finanzas públicas</b>								
Resultado Nominal - % del PIB	-1,7	-1,7	-1,1	-1,8	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5
Deuda pública bruta - % PIB	14,5	14,4	17,6	20,0	22,8	24,4	24,6	25,1

Fuente: FMI, Haver, Bloomberg, BCP, Itaú

## Uruguay

### Deterioro de las cuentas fiscales

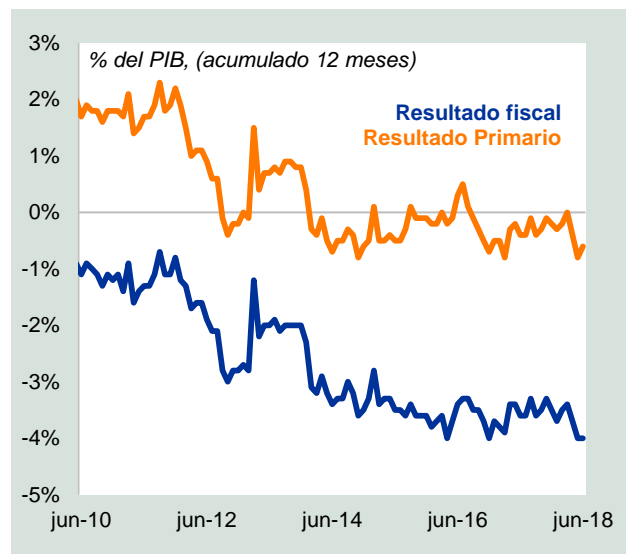
- El déficit fiscal continúa en alza debido a un magro desempeño de los ingresos y el crecimiento en términos reales del gasto primario. Proyectamos un déficit fiscal de 3,9% para este año desde -3,5% en 2017.
- La inflación se aceleró nuevamente en julio y se consolida por encima de la meta del banco central (3%/7%). Esperamos que la inflación llegué a 8,3% en diciembre de este año, desde 8% en nuestro escenario anterior.
- Los indicadores líderes comenzaron a mostrar señales de debilitamiento de la actividad económica. Esperamos un crecimiento de 2% del PIB este año y el próximo.

#### El déficit fiscal aumentó en lo que va del año

El déficit fiscal se ubicó en el nivel más elevado desde fines de 2016. El déficit del sector público no financiero se ubicó en 4,0% del PIB en junio, por segundo mes consecutivo. El resultado primario fue deficitario en 0,6% del PIB. Los ingresos totales subieron 5,9% anual (-2% en términos reales). El gasto primario se expandió solo 0,9% anual en junio favorecido por una caída en el gasto de inversión (menor acumulación de stocks de petróleo y derivados para la refinería ANCAP). Los otros gastos primarios continuaron creciendo en términos reales: salarios (9,8% anual), pensiones (9,4%) y otros gastos no personales (11,8%). La rigidez del gasto primario, en particular las pensiones y los salarios (ambos representan casi la mitad del gasto primario total) y la deceleración de la economía dificultan la consolidación fiscal. En el primer semestre del año, los ingresos crecieron 7,1% anual mientras que los gastos primarios (excluyendo el efecto de recomposición de stock de petróleo) subieron 9,1% anual en el mismo periodo. Mantenemos nuestra proyección de déficit fiscal en 3,9% del PIB para este año, por arriba de 3,5% en 2017. Para 2019, esperamos una ligera reducción del déficit fiscal a 3,7%, por sobre la meta oficial de 2,5% del PIB.

**El peso acompaña la tendencia del resto de las monedas emergentes.** El tipo de cambio cerró a 30,5 pesos por dólar en julio, marcando una apreciación de 2,9% en el mes. Sin embargo, en la primera quincena de agosto se depreció influenciada por la crisis en Turquía y su contagio sobre el resto de las monedas, en particular el peso argentino y el real brasileño. Esperamos que el tipo de cambio cierre a 32 pesos por dólar para fin de año. Para 2019 vemos el tipo de cambio estable en términos reales, a 34 pesos por dólar.

#### Deterioro de las cuentas fiscales



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

#### Nueva suba de la inflación

**La inflación se aceleró por la suba de la nafta y de las verduras.** Los precios al consumidor subieron 0,6% mensual en julio, ligeramente por debajo de las expectativas de mercado (0,68% de acuerdo a la última encuesta del BCU). El alza reflejó nuevamente los mayores precios de los alimentos y del transporte. En el primer rubro sobresalió la suba de precios de las legumbres y hortalizas (2,7% mensual) debido a efectos climáticos, mientras que el caso del transporte, se destacó el alza del precio de la nafta (8,1% mensual), debido al aumento dispuesto por ANCAP asociado a la suba de dólar y a la mayor cotización internacional del petróleo. Así, la inflación de los últimos doce meses se aceleró a 8,4%, marcando el registro más alto desde octubre de 2016 y se mantuvo por encima del rango meta del BCU 3%-7%. La inflación tendencial anual



(una medida estimada por la consultora CPA Ferrere que excluye componentes volátiles) se aceleró levemente a 7,4% desde 7,3% en junio. Aumentamos ligeramente nuestra proyección de inflación para fin de 2018 y 2019 a 8,3% y 7,5%, respectivamente desde 8% y 7% en nuestro escenario anterior.

## Indicadores líderes anticipan desaceleración de la actividad

**La confianza al consumidor se aproxima a mínimos históricos.** La confianza marcó la cuarta caída consecutiva en junio y se ubicó en el nivel más bajo desde junio de 2016. El índice publicado por la universidad católica (UCU) cayó 3,6% mensual en junio, luego de una merma de 5% en mayo. Los sub-índices que componen el indicador mostraron señales mixtas: la predisposición a comprar bienes durables subió 4,1%, mientras que la situación económica personal cayó 3,3% y la situación económica del país se contrajo 7,9% mensual. La confianza se ubicó 10,9% por debajo de igual mes de 2017 y se acerca a la zona de atendible pesimismo, la más baja del indicador. Por su parte, el índice Líder de actividad de Ceres cayó 0,2% en mayo mensual, marcando la primera caída en los últimos dos años. Esta es la primera señal negativa para 3T18, luego de anticipar una expansión económica para 2T18. El índice de difusión (porcentaje de sectores en expansión) fue solo de 23% por segundo mes consecutivo; el peor desempeño desde febrero de 2016. A su vez, la industria creció 23,1% anual en mayo básicamente debido al efecto de la refinería de petróleo (la refinería no funcionó entre abril y septiembre de 2017 por tareas de mantenimiento). Excluyendo la refinería, la industria creció solo 0,7% anual y cayó 2,8% en los primeros cinco meses del año.

**El desempleo se mantiene alto y la creación de empleo no repunta.** La tasa de actividad cayó 0,3 puntos porcentuales (p.p.) anual a 61,9% en junio y la creación de empleo también disminuyó 0,3 p.p. anual a 57,0%. La tasa de desempleo aumentó ligeramente a 7,9% desde 7,8% en junio de 2017. La dificultad para generar empleo estaría ligada a problemas de competitividad en algunos sectores. No esperamos mejoras en el mercado laboral en 2018 y 2019 y ahora estimamos que la tasa de desocupación será superior al nivel promedio de 2017 (7,9%).

**Esperamos una marcada desaceleración en los trimestres siguientes.** La menor expansión esperada en Argentina y Brasil y una débil cosecha afectarían el crecimiento. Esperamos un crecimiento de 2% para este año, ahora con riesgos a la baja. Para 2019 estimamos un alza de 2% apoyada en la mayor expansión esperada en Brasil y Argentina y al efecto positivo por la sequía que afectó la agricultura este año.

**Menores exportaciones de soja golpean el saldo comercial.** En junio se registró un superávit FOB de 142 millones de dólares desde un saldo positivo de 180 millones de dólares en igual mes de 2017. El resultado de doce meses marcó un déficit de 323 millones de dólares desde un déficit de 283 millones de dólares el mes anterior. Las exportaciones cayeron 4% anual, afectadas por una caída de 78% en las ventas de soja tras la sequía (datos de Uruguay XXI). Las exportaciones de manufacturas se expandieron 5% anual. Las importaciones, por su parte, crecieron 1,6% anual en junio, marcando una desaceleración respecto a los meses previos. Las compras externas de bienes intermedios crecieron 6% anual en junio y fueron parcialmente compensadas por menores adquisiciones de bienes de capital (-8,5% anual) y de bienes de consumo (-2,2% anual), posiblemente afectadas por la depreciación del peso respecto al dólar durante ese mes. De acuerdo a datos adelantados, las ventas externas siguieron cayendo en julio debido a los menores despachos de soja. Mantenemos nuestra proyección de déficit comercial de 700 millones de dólares para 2018 y para 2019.

## Proyecciones: Uruguay

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
<b>Actividad Económica</b>								
Crecimiento real del PIB - %	3,5	4,6	3,2	0,4	1,7	2,7	2,0	2,0
PIB nominal - USD mil millones	51,4	57,7	57,3	53,3	52,5	59,2	63,9	64,5
Población	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5
PIB per cápita - USD	15.156	16.941	16.766	15.554	15.269	17.161	18.444	18.547
Tasa de Desocupación (promedio anual - %)	6,5	6,5	6,6	7,5	7,9	7,9	8,2	8,2
<b>Inflación</b>								
IPC - %	7,5	8,5	8,3	9,4	8,1	6,6	8,3	7,5
<b>Tasa de interés</b>								
Tasa de política monetaria - final de período - % (*)	9,25	14,99	13,97	12,27	10,00	8,56	8,70	8,50
<b>Balanza de pagos</b>								
UGY/USD - final del período	19,18	21,50	24,30	29,92	29,18	28,74	32,00	34,00
Balanza comercial registrada - USD mil millones	-2,3	-1,8	-1,6	-1,2	-0,6	0,0	-0,7	-0,7
Cuenta corriente - % PIB	-4,1	-3,4	-3,1	-0,8	0,8	1,6	1,0	1,0
Inversión extranjera directa - % PIB	4,2	4,8	4,4	1,6	-1,6	-0,4	0,0	0,0
Reservas internacionales - USD mil millones	13,6	16,3	17,6	15,6	13,4	16,0	16,0	16,0
<b>Finanzas públicas</b>								
Resultado Nominal - % del PIB	-2,8	-2,4	-3,5	-3,6	-3,9	-3,5	-3,9	-3,7
Deuda pública bruta - % PIB	45,6	41,3	42,9	48,0	52,5	51,4	50,6	52,9

(\*) 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

## 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.