

Reporte Macroeconómico Trimestral

Las condiciones para el inicio de un ciclo de recorte de tasas en el 2S23 comienzan a emerger gradualmente

28 de junio, 2023

Contenido

Resumen ejecutivo

Las condiciones para el inicio de un ciclo de recorte de tasas en el 2S23 comienzan a emerger gradualmente

[p.3](#)

Perú

La economía este año crecería más cerca de 1% que de 2%

[p.38](#)

Internacional

Resiliencia económica y tasas de política monetaria más altas

[p.7](#)

Argentina

Ad portas de las elecciones en medio de profundización de desequilibrios económicos

[p.49](#)

Chile

El inicio del ciclo de relajación de la política monetaria es inminente

[p.19](#)

Brasil

Nuevo gobierno ante el reto de consolidar las expectativas fiscales

[p.57](#)

Colombia

Contexto político sigue en el centro de atención en medio de un escenario de menor crecimiento y una inflación aún elevada

[p.29](#)

México

Foco de interés... el panorama parece más claro y seguro

[p.64](#)

Resumen ejecutivo

- **Internacional:** La economía mundial ha presentado señales de resiliencia y desempeño mejor de lo esperado en el 1S23, pese a un panorama todavía incierto debido al endurecimiento de las condiciones financieras. En su último reporte de Perspectivas Económicas Globales de jun-23, el Banco Mundial (BM) actualizó su proyección de crecimiento para el mundo en +0.4 pp a 2.1% en 2023 y -0.3 pp a 2.4% en 2024. En cuanto a la inflación, esta parece estar en una firme tendencia descendente en muchos países ante una caída de los precios de energía, y normalización de los cuellos de botella en las cadenas de suministro. Sin embargo, la inflación subyacente ha resultado más persistente y ocasionado que los bancos centrales desarrollados continúen subiendo tasas. En jun-23, la FED realizó una “pausa *hawkish*” y comunicó que dos subidas más de tasa era posible; el BoE sorprendió al mercado elevando su tasa en 50 pb y no 25 pb como se anticipaba; el ECB, Banco Central de Suiza y Banco Central de Noruega también continuaron con los aumentos de tasa y; el Bank of Canada y Reserve Bank of Australia volvieron a subir tasa luego de haber pausado por algunos meses. Estas decisiones han reforzado la expectativa de tasas altas por más tiempo con el objetivo de regresar la inflación a la meta. En EE.UU., la data reciente ha sorprendido al alza y la recesión que hemos venido anticipando en nuestros últimos RTs sigue posponiéndose; la probabilidad de que ocurra este año se ha reducido. La contención de los problemas en la banca regional y lo particular de esta recuperación económica post pandemia (con un mercado laboral resiliente ante la existencia de factores que han afectado la oferta de mano de obra y las decisiones de los empleadores de retener/contratar trabajadores) podría permitir que escape una de las recesiones más anticipadas. Hasta el momento la FED parecería estar encaminada a tener un resultado exitoso de lograr un *soft landing*, pero la segunda parte de reducir la inflación hacia la meta puede resultar más difícil que la primera.
- **Commodities:** En el 2T23, los *commodities* industriales y el petróleo han registrado caídas t/t afectados por perspectivas de demanda más débiles, principalmente de China, que se recupera más lento que lo anticipado y, preocupaciones por el impacto económico de políticas monetarias (tasas más altas) más restrictivas por más tiempo. Esto, en un contexto donde el dólar global DXY ha cotizado relativamente acotado entre 100 y 104. En general, seguimos anticipando precios promedio 2023 algo más bajos que en 2022 y relativamente estables en 2024. Las perspectivas siguen siendo altamente inciertas en medio de la continuidad de los ciclos alcistas de tasas de los principales bancos centrales, a lo que ahora se le agrega el riesgo de un fenómeno El Niño global hacia fines del 2023 e inicios 2024 y su potencial impacto sobre *commodities* agrícolas. Vemos un precio promedio del petróleo WTI alrededor de USD/bl. 75 este año y el próximo, donde una demanda más débil se vería contrarrestada por la menor oferta. Por su parte, esperamos un precio promedio 2023 y 2024 del cobre alrededor de USD/lb. 3.85.

Resumen ejecutivo

Economías Andinas

- **Chile: El inicio del ciclo de relajación de la política monetaria es inminente.** En el frente político, la incertidumbre ha seguido reduciéndose tras el plebiscito de sep-22, con el nuevo proceso constitucional apuntando en la misma dirección. La elección del consejo constitucional mostró que la extrema derecha obtuvo poder de veto para rechazar propuestas, mientras que el bloque agregado de derecha tiene los votos suficientes para aprobar artículos. El escenario de una constitución moderada, minimalista y pro-mercado ha ganado fuerza, pero enfrenta riesgos, ya que, según las encuestas, más del 50% de los encuestados rechazaría la propuesta en el plebiscito de dic-23. El resultado de las elecciones también impacta la agenda de reformas del gobierno, con una coalición de derecha más fuerte presionando por una mayor moderación. La administración insistirá en la reforma tributaria, mientras que la reforma de pensiones tiene pocas probabilidades de ser aprobada en el Congreso si no se implementan cambios sustanciales. Esperamos que la actividad económica muestre una evolución débil en el 2T23, particularmente en el consumo privado, pero estimamos un crecimiento positivo secuencial durante el 2S23. Así, mantenemos nuestra estimación de crecimiento nulo del PIB este año. Esperamos que la inflación total y núcleo disminuyan aún más en el 2S23, con nuestra estimación de inflación total a dic-23 revisada a la baja a 4.4%. En este contexto, seguimos esperando que el BCCCh reduzca la TPM en 50-75pb en la reunión de julio mientras que ajustamos nuestra estimación de fin de año a 8,25% y en 4,5% para dic-24. En cuanto a las finanzas públicas, esperamos que el déficit fiscal alcance el 1.9% del PIB, aunque nuestra principal preocupación sigue siendo la sostenibilidad en el mediano plazo. Los riesgos incluyen la presión política y social por un mayor gasto, una estimación optimista del crecimiento del PIB del MdeH para 2024-27, dudas sobre las fuentes de financiamiento de un mayor gasto permanente vinculado a las demandas sociales y la necesidad de un mayor gasto público en el futuro. Con respecto al USDCLP, los factores externos dominarían sobre los domésticos en los próximos trimestres, con un dólar más débil a nivel mundial y la posibilidad de un precio del cobre ligeramente superior a los niveles actuales. En este contexto, seguimos siendo constructivos sobre el desempeño del CLP en el mediano plazo y mantenemos nuestra estimación de USDCLP de fin de año en 770.
- **Colombia: Contexto político sigue en el centro de atención en medio de un escenario de menor crecimiento y una inflación aún elevada.** El PIB creció 3% a/a en el 1T23, por encima de las expectativas iniciales (~2%). Esto en medio de un consumo privado aún saludable, un consumo público más fuerte en el margen y una contribución significativa de las exportaciones netas. Dicho esto, seguimos pronosticando una desaceleración no despreciable de la actividad en los próximos trimestres debido a un ajuste significativo tanto en el consumo como en la inversión privadas, en medio de condiciones financieras ajustadas, precios elevados, impuestos más altos y una mayor incertidumbre política. Por el contrario, el gasto público apoyará el crecimiento económico en 2023 ya que la inversión pública será más fuerte a nivel subnacional por ser el último año de mandatos de gobernadores y alcaldes; además, el Gobierno Central planea aumentar el gasto primario en ~2% del PIB vs 2022. Con todo, esperamos que el PIB crezca 1.6% en 2023 mientras que se observará una aceleración el próximo año (2024E: 2.2%). La inflación finalmente alcanzó su punto máximo en mar-23 y se espera que mantenga una reducción gradual en los próximos meses, aunque se mantendrá muy por encima de la meta del BanRep principalmente debido a los mecanismos de indexación y mayores precios de los combustibles. La intensidad del fenómeno de El Niño será un factor clave para las perspectivas de inflación en los próximos trimestres. Mantenemos nuestro pronóstico de inflación para 2023 en 8.4% y en 4% para 2024. En nuestra opinión, la desaceleración de la actividad económica y la reducción esperada de la inflación están comenzando a crear las condiciones para que el BanRep inicie un ciclo de relajación en el 2S23. Pronosticamos una tasa de política en 10.75 % en dic-23, lo que seguiría implicando una tasa real ex ante alta y, por lo tanto, prevemos recortes de tasas más profundos en el 1S24, alcanzando el 7% en dic-24. El gobierno ahora espera que los déficits fiscales sean más altos en 2023 y 2024 (4.3% y 4.5% del PIB, respectivamente, en línea con nuestras estimaciones de larga data). Los riesgos para las finanzas públicas siguen siendo significativos en medio de una gran incertidumbre sobre el crecimiento mundial y nacional, mayor gasto social y algunos supuestos oficiales sobre ingresos fiscales futuros que parecen optimistas. Los acontecimientos políticos recientes y el lento progreso de las reformas más sensibles del gobierno parecen estar contribuyendo a una mejora en el sentimiento, lo que se ha reflejado en el tipo de cambio. Ahora pronosticamos que se ubique cerca de USDCOP 4,400 al cierre del año.

Resumen ejecutivo

▪ **Perú: La economía este año crecería más cerca de 1% que de 2%.** Recortamos nuestra proyección de crecimiento del PIB de 1.8% a 1.3% para este año. Luego de un crecimiento casi nulo en el primer semestre, el PIB repuntaría ligeramente por encima del 2% a/a en la segunda mitad del año impulsado por una mayor confianza empresarial en un contexto sociopolítico más estable, una inflación decreciente que favorecerá una recuperación de la capacidad de compra del consumidor y el catch up en los sectores más afectados por la pandemia (asociados al turismo). Esperamos un descenso más marcado de la inflación al consumidor a partir de junio, así la inflación podría caer por debajo del 6% a/a para agosto o septiembre y terminar el año en 4.8% a/a (o por debajo). Mantenemos nuestra expectativa de que el BCRP reduzca su tasa de referencia en 100pbs durante 4T23. Por su parte, el déficit fiscal cerraría el año cerca del tope de la regla fiscal de 2.4% del PIB y no esperamos cambios en las calificaciones o perspectiva de la deuda Soberana de Perú. Se proyecta que el déficit de cuenta corriente disminuya a 2.0% del PIB en 2023, ayudado por correcciones en las tarifas de fletes internacionales, una recuperación del turismo receptivo y un robusto superávit comercial a causa de menores importaciones en un contexto de débil demanda interna. En lo que resta del año prevemos una ligera depreciación del PEN, en línea con el recorte previsto de la tasa BCRP en 4T23 y una FED que cortaría su tasa recién en 2024. Así, esperamos que el tipo de cambio cierre el año entre 3.70 y 3.75 soles por dólar, aunque si el precio del cobre regresa a niveles por encima de USD/lb 4 podríamos ver un menor tipo de cambio. Finalmente, el año 2024 luce bastante incierto debido a “El Niño”. Luego del choque transitorio de “El Niño”, los sólidos fundamentos macroeconómicos de Perú le permitirán retomar su senda de convergencia hacia el promedio del ingreso per cápita latinoamericano. La velocidad de este catch up dependerá de la capacidad de destrabar y movilizar inversión privada.

Economías Ex-Andinas

▪ **Argentina: Ad portas de las elecciones en medio de profundización de desequilibrios económicos.** La economía argentina ha seguido profundizando los desequilibrios económicos que se han observado en los últimos años. La inestabilidad, caracterizada por un desequilibrio en las cuentas fiscales, se ha traducido en un estancamiento de la economía, una continua aceleración de la inflación y una pérdida de confianza de los inversionistas globalmente. Sumado a lo anterior, la desaceleración en la demanda por peso argentino (ARS), que tiene como contrapartida un aumento de la demanda por dólares y una mayor velocidad en la circulación del dinero, ha generado presiones al alza en las expectativas de devaluación del tipo de cambio. Todos estos elementos hacen que, actualmente, el oficialismo tenga un bajo nivel de aceptación y abre la puerta para que otros candidatos centren sus propuestas económicas en los problemas asociados con la inflación y el déficit fiscal. Así, Argentina –una vez más– se enfrenta a unas elecciones en medio de profundos desequilibrios económicos, donde el péndulo político podría cambiar de dirección. Sin embargo, la experiencia ha sugerido que una transición entre una economía influenciada por la intervención estatal hacia una que incorpore la disciplina fiscal representa un desafío considerable y plantea importantes retos para el próximo gobernante.

Resumen ejecutivo

- **Brasil: Nuevo gobierno ante el reto de consolidar las expectativas fiscales.** La economía se ha beneficiado de una mayor producción de bienes agrícolas y mineros, así como de la recuperación de la demanda de China por estos bienes. Lo anterior ha permitido que el crecimiento del 1T23 se acelerara a 4.0% a/a desde el 1.9% a/a observado en el 4T22, superando significativamente las expectativas. Asimismo, las cifras de may-23 apuntan a que el balance comercial habría extendido una tendencia positiva y alcanzaría el 2.9% del PIB. Lo anterior nos llevó recientemente a ajustar nuestra proyección de crecimiento del PIB para este año a 2.4%. Sin embargo, esperamos una desaceleración gradual en los próximos trimestres debido al efecto de las altas tasas de interés sobre las condiciones crediticias y los riesgos sobre la dinámica de la economía global, por lo que para 2024 revisamos a la baja nuestra estimación desde el 1.6% previo al 1.0%. Por otra parte, se destaca la aprobación en la Cámara de Diputados del Nuevo Marco Fiscal. Aunque la incertidumbre sigue presente en la medida en que el texto fue modificado por su paso en el Senado y deberá ser votado nuevamente en la Cámara de Diputados a inicios de jul-23, el proyecto generó cierto consenso en el mercado de que se ha reducido la probabilidad de escenarios adversos de balance fiscal y deuda pública, favoreciendo una leve mejora en las expectativas. De hecho, se destacó la decisión de S&P Ratings de mantener la calificación soberana en "BB-", y elevar la perspectiva a "positiva" desde "estable". Lo anterior también respalda nuestra estimación de que la tasa Selic se reduzca a 12.5% a finales de 2023, luego de que el BCB inicie en el 3T23 su ciclo de relajamiento, considerando además que recientemente revisamos nuestra estimación de inflación para 2023 a 5.6%, frente al 6.2% estimado en nuestra anterior entrega.
- **México: Foco de interés... el panorama parece más claro y seguro.** El PIB creció 3.7% a/a en el 1T23, más de lo esperado y frente al 3.5% a/a del trimestre previo, debido a una fuerte expansión secuencial del 1.0% (a.e.). El consumo privado ha dado muestras de resiliencia, reforzado por los flujos de remesas y la solidez del mercado laboral. A pesar de la contracción del sector construcción, la inversión ha experimentado un notable fortalecimiento (1T23: 3.0% t/t a.e.), dado que el sector manufacturero ha mostrado resiliencia a medida que el *nearshoring* impulsa el optimismo dentro del sector. Las empresas extranjeras han demostrado su compromiso permanente reinvertiendo sus beneficios, mientras que las empresas locales han reforzado su capacidad industrial importando maquinaria. Como resultado, aumentamos nuestra estimación de crecimiento para 2023 al 2.9%, frente al 2.2% anterior. Sin embargo, prevemos una desaceleración gradual en los próximos trimestres, a medida que los efectos de la política monetaria restrictiva y la menor demanda externa empiecen a tener un impacto más pronunciado. En consecuencia, reducimos nuestra estimación para 2024 del 1.7% al 1.3%. Sin embargo, reconocemos un balance de riesgos sesgado al alza, teniendo en cuenta el posible impacto positivo de los proyectos de infraestructura y la inversión extranjera en la mejora de la productividad a través de cadenas de suministro mejor coordinadas. Por otra parte, aunque las próximas elecciones generales de jun-24 generan incertidumbre, parece poco probable que se produzca un cambio significativo en el modelo económico. En cuanto a la política monetaria, esperamos que la tasa de interés se mantenga sin cambios este año en 11.25% y se reduzca gradualmente hasta el 8.75% en el próximo, ya que la inflación continuaría su trayectoria descendente hasta el 4.4% en 2023 y el 4.0% para 2024, frente a las cifras del 4.9% y el 4.4% de nuestro informe anterior, respectivamente.

Internacional

Resiliencia económica y tasas de política monetaria más altas

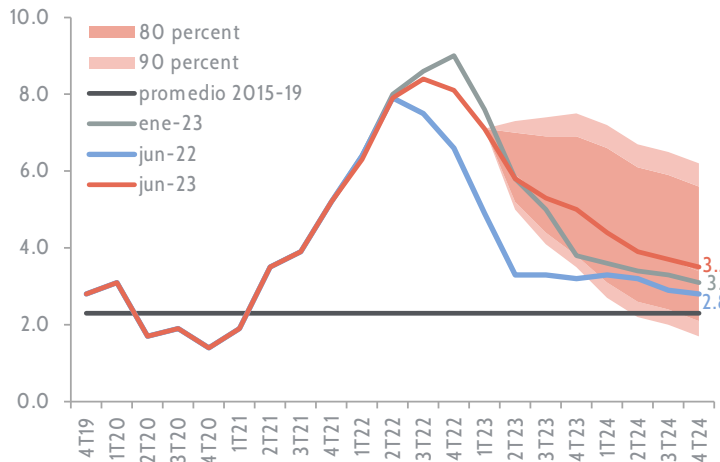
Índice

Mundo: perspectivas de crecimiento mejoran pese a políticas monetarias más restrictivas

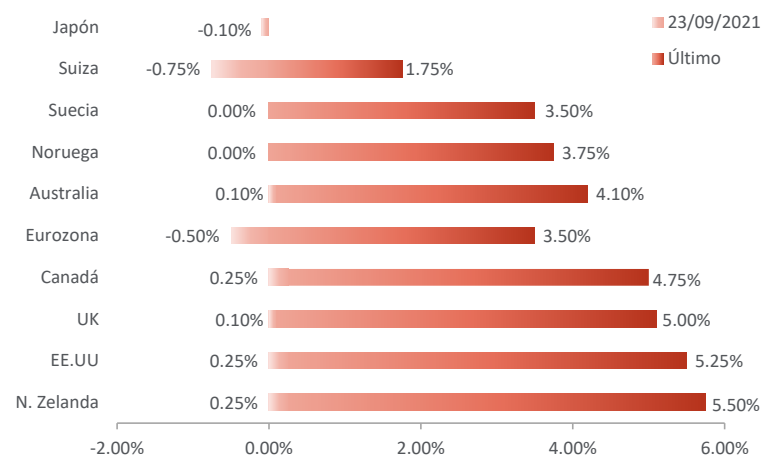
- La economía mundial ha presentado señales de resiliencia y desempeño mejor de lo esperado en el 1S23. Esto a pesar de un panorama todavía adverso debido al endurecimiento de las condiciones financieras. En su último reporte de Perspectivas Económicas Globales de jun-23, el Banco Mundial (BM) actualizó su proyección de crecimiento para el mundo en +0.4 pp a 2.1% en 2023 y -0.3 pp a 2.4% en 2024. El cambio estaría justificado por una mayor resiliencia de las grandes economías hacia fines del 2022 y comienzos del 2023. Sin embargo, el impacto de la política monetaria contractiva y condiciones financieras restrictivas es cada vez más notorio. Según el BM, 70% de las economías tendrían menor crecimiento en 2023 vs 2022. El comercio internacional también se ralentizaría este año debido a mayores restricciones al comercio y una transición hacia economías más intensivas en servicios. Además, fenómenos cada vez más extremos y frecuentes perjudican la capacidad productiva, la salud y los recursos ambientales.
- Por otro lado, la inflación parece estar en una firme tendencia descendente en muchos países. Los precios de los combustibles y la energía han bajado y los cuellos de botella en las cadenas de producción globales se han solucionado en gran medida. La inflación mediana en el mundo en abr-23 fue de 7.2% a/a, menor a su pico de 9.4% a/a en jul-22.; mientras la mediana de expectativas de inflación a un año fue de 5.8%.

- Sin embargo, la mayoría de los bancos centrales siguen comprometidos con la reducción de la inflación, en especial la subyacente, que se ha mantenido persistentemente alta debido a una demanda del consumidor resiliente y mercados laborales ajustados que impulsan el crecimiento de salarios. El 14-jun la FED mantuvo su tasa de referencia en el rango 5%-5.25%, en lo que se denominó una "pausa hawkish", y señaló que podría aumentar su tasa dos veces más en el año. El 15-jun, el BCE aumentó su tasa en 25 pbs a 3.5% y el 22-jun el BoE aumentó en 50 pbs a 4.5% (máximo de 15 años). También el banco de Canadá y de Australia sorprendieron este mes con subidas de su tasa en 25 pbs después de una pausa. Estas decisiones se tomaron a pesar del riesgo de mayor estrés en los sistemas bancarios, en especial para la banca de menor tamaño como se vio en mar-23 en EE.UU.
- El aumento en la deuda pública desde 2020, ahora en un entorno de mayores tasas y menor crecimiento, ha causado un debilitamiento material de la situación fiscal de muchos países. El reto es mayor para países en desarrollo, ya que, según el BM, la proporción mediana de deuda soberana, así como de deuda externa, denominadas en moneda extranjera era del 50%. Esto los hace vulnerables a depreciaciones cambiarias, además del encarecimiento de la deuda por mayores primas de riesgo. Estos mayores niveles de endeudamiento pesan sobre las perspectivas de crecimiento mundial a mediano plazo.

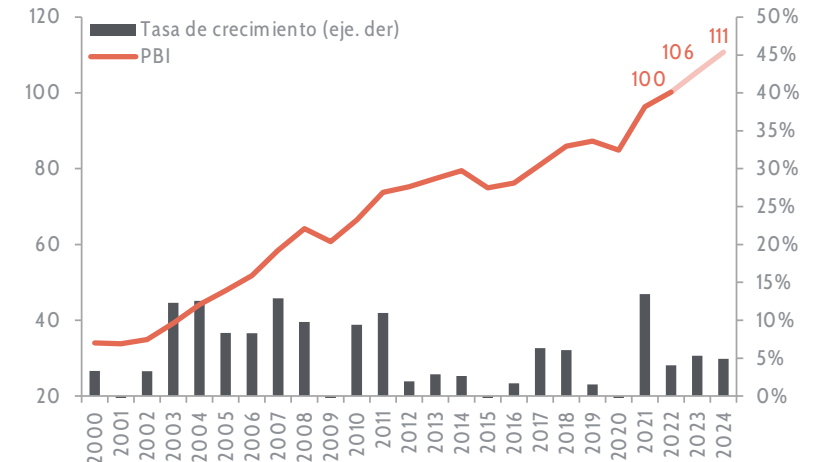
Proyecciones de inflación IPC del BM (Var. %, a/a)



Cambio en las tasas de bancos centrales (%)



Evolución del PIB nominal mundial (USD billones, Var % a/a, proyecciones al 2024)

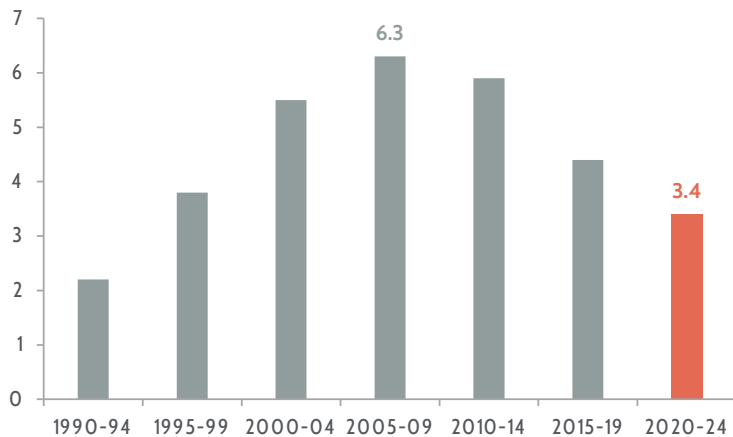


Emergentes: vulnerabilidades exacerbadas ante eventos financieros y climáticos

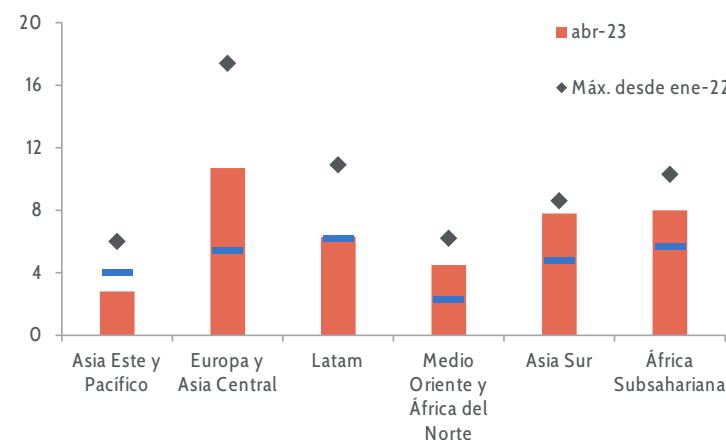
- Las economías emergentes han tenido un crecimiento por encima de lo esperado en el 1T23, ayudadas por la reapertura y dinamización de China y mejor desempeño de economías avanzadas. Sin embargo, el crecimiento en el año sería dispar en las distintas regiones emergentes. En su último reporte de Perspectivas Económicas Globales de jun-23, el BM revisó al alza su proyección de crecimiento para países emergentes ex-China a 2.9% a/a en 2023 (vs previo: 2.7%, 2022: 4.1%). Las regiones con mayor aceleración serían el Sudeste Asiático e Indo pacífico (5.5% vs 3.5% en 2022) y Europa Emergente y Asia central (1.4% vs 1.2% en 2022). Sin embargo, el crecimiento se moderaría las demás regiones, especialmente en Latinoamérica y el Caribe (1.5% vs 3.7% en 2022). Esto debido a débil demanda externa, condiciones financieras más restrictivas, esfuerzos gubernamentales de consolidación fiscal e inflación todavía alta.
- Los mercados financieros anticipan que la lucha de países emergentes contra la inflación todavía está lejos de terminar. Según el FMI, a pesar de que la inflación de bienes ha disminuido, la inflación de servicios se mantiene alta, así como el crecimiento de los salarios. Varios bancos centrales emergentes han subido sus tasas de interés, o las han mantenido altas por más tiempo de lo anticipado. Además, se espera que las tasas reales de política continúen aumentando en los próximos meses a medida que la inflación decrece. Esto reduciría la inflación, pero retrasaría la recuperación económica en 2024.

- El menor crecimiento del comercio internacional en 2023 será otro factor negativo para las economías emergentes. Una recuperación china basada más en el consumo doméstico y los servicios serviría poco para reactivar la demanda externa en estos países, más aún para los exportadores de *commodities*. Sin embargo, se espera una recuperación sustancial del turismo, especialmente en Asia-Pacífico y Latinoamérica.
- Por otro lado, según The Economist Intelligence Unit, el precio de los *commodities* seguiría bajando en lo que resta del año, especialmente para *soft commodities*. Esto ayudaría a reducir las presiones inflacionarias globales, pero al mismo tiempo perjudicaría el crecimiento y la recaudación fiscal en países exportadores netos de estos productos.
- El panorama estará sujeto a riesgos a la baja debido a futuros periodos de estrés financiero global, inflación más alta y persistente de lo previsto, tensiones geopolíticas y protestas internas, y eventos de default soberanos debido a los altos niveles de deuda. Además, posibles eventos climáticos extremos o desastres naturales representan un importante riesgo de destrucción de la capacidad productiva de las economías. En 2024, un posible fenómeno del niño global irrumpiría la oferta alimenticia global y podría presionar la inflación nuevamente al alza. La materialización de cualquiera de estos riesgos pesaría sobre las perspectivas de crecimiento de los países en desarrollo en el mediano plazo.

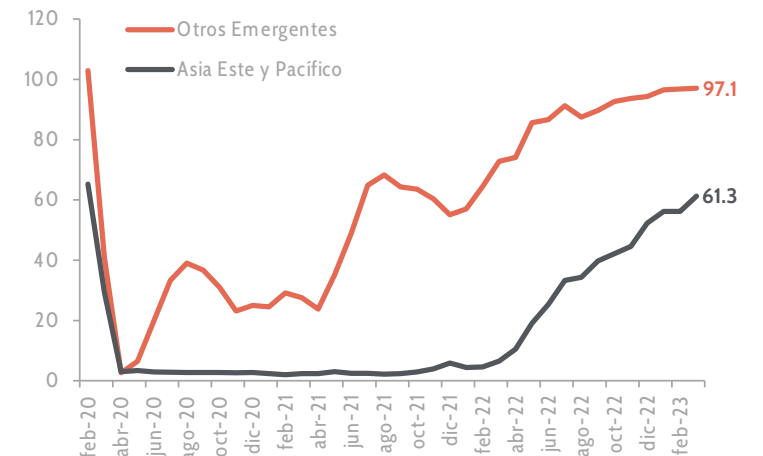
Crecimiento en países emergentes
(Var. % a/a, promedio)



Inflación IPC en regiones emergentes
(Var. % a/a, promedio)



Llegada de turistas internacionales
(% del flujo en el mismo mes del 2019)

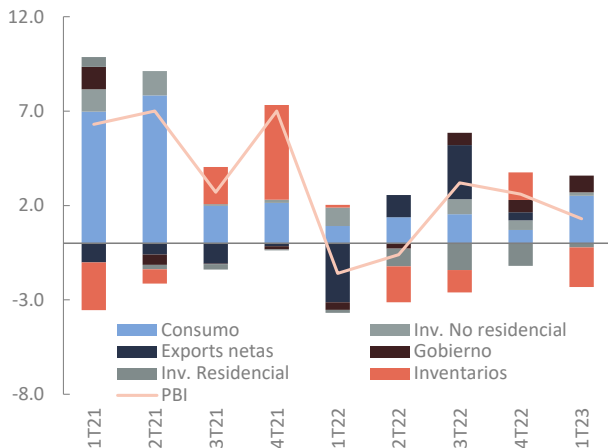


EE.UU.: menor probabilidad de recesión ante mercado laboral resiliente

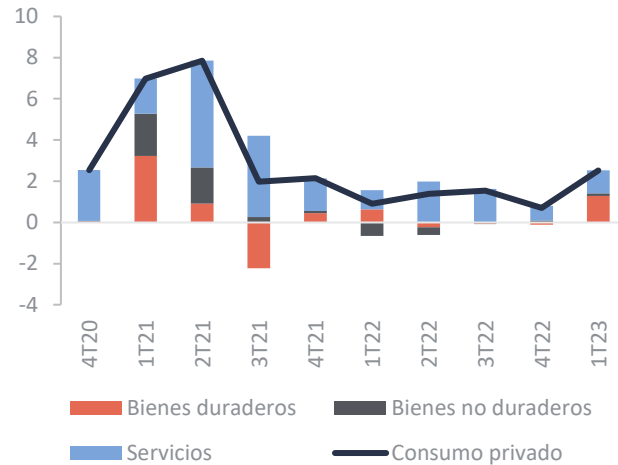
- La recesión en EE.UU. que hemos venido anticipando en nuestros últimos RTs sigue posponiéndose y la probabilidad de que ocurra este año se ha reducido. La contención de los problemas en la banca regional y lo particular de esta recuperación económica post pandemia (con un mercado laboral resiliente ante la existencia de factores que han afectado la oferta de mano de obra y las decisiones de los empleadores de retener/contratar trabajadores) podría permitir que escape una de las recesiones más anticipadas.
- La data económica reciente ha sorprendido al alza y, según el estimado de la FED de Atlanta, el PIB crecería 1.8% t/t desestacionalizado anualizado (saar) en 2T23, acelerándose respecto del 1.3% del 1T23. En detalle, en 1T23, el consumo privado creció 3.8% t/t saar (1.0% en 4T22), impulsado por una recuperación significativa del consumo de bienes duraderos que volvió a crecer (6.3% t/t) luego de cuatro trimestres consecutivos de caídas. El consumo de servicios también se aceleró de 1.6% a 2.5%, aunque crece algo menos que lo observado en 2022. Por su parte, la inversión privada fija apenas cayó (-0.2% t/t), luego de tres trimestres consecutivos negativos y en 2T23 podríamos ver un ligero crecimiento, impulsado tanto por la no residencial como residencial donde el sector inmobiliario habría tocado un piso; La confianza de los constructores de vivienda subió en jun-23 a terreno positivo por primera vez en 11 meses y los datos de construcciones iniciales y permisos de construcción sorprendieron al alza en may-23, al igual que las ventas de viviendas.

- Detrás de este crecimiento económico mejor a lo anticipado están: (i) un consumo robusto, favorecido por un mercado laboral sólido y salarios reales positivos, (ii) menores precios del petróleo que liberan ingreso disponible; (iii) condiciones financieras aún laxas, según el indicador de la FED de Chicago, pese al aumento de 500 pb de la tasa de la FED y los problemas de la banca regional y (iv) cierto momentum cíclico. Una economía resiliente le dificulta la labor a la FED para reducir la inflación, sobre todo viendo como los sectores más sensibles a la tasa de interés (autos, inmobiliario) empiezan a rebotar. Si bien existe un lag entre la política monetaria y la actividad económica, parece ser que la postura monetaria no está aún en los niveles restrictivos necesarios. Será cuestión de tiempo ver si dos aumentos más en el 2S23, como la FED ha comunicado y la continuidad del QT, son suficientes. De adoptar una postura más restrictiva, los riesgos de recesión aumentarían.
- A la fecha, la expectativa de que la FED logre un *soft landing* (reducir la inflación sin elevar significativamente el desempleo) ha subido, sin embargo, considerando que para alcanzarlo tiene que enfriar la demanda de mano de obra, es lógico esperar una desaceleración del consumo hacia fines de año. Ello, sobre todo en un contexto donde los bancos, según la encuesta de la FED, están ajustando condiciones crediticias en un porcentaje que en el pasado ha precedido recesiones. Aunque, los últimos años nos han reforzado que estamos en tiempos atípicos y que señales que anticipan recesiones pueden no ser válidas.

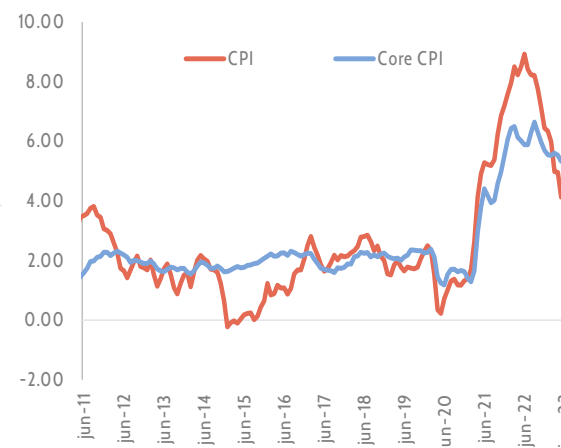
PIB contribución (pb y %)



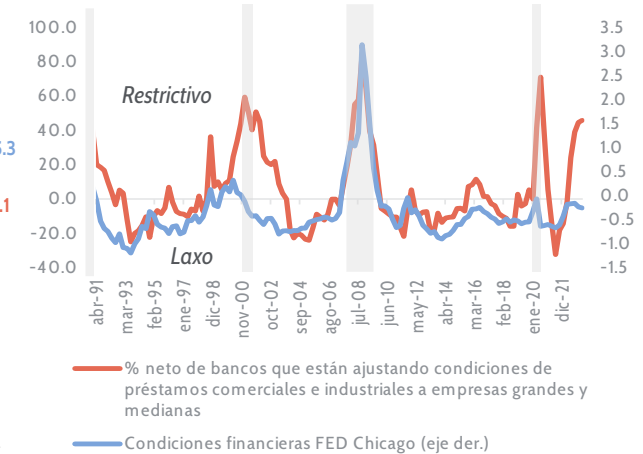
Contribución al consumo privado (pb y %)



Inflación (var. % a/a)



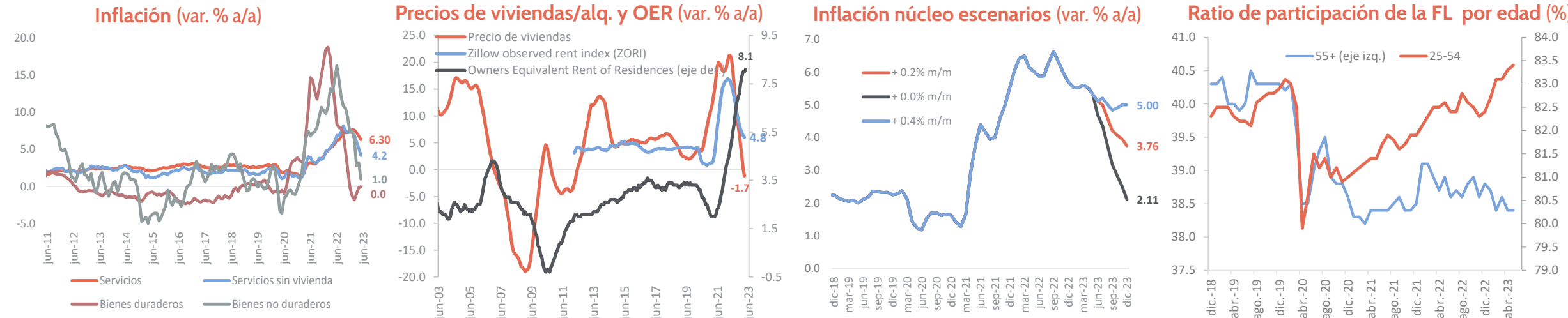
Condiciones financieras (%)



EE.UU.: inflación núcleo persistente y señales iniciales de moderación en mercado laboral

- Una constante de todo el 2023 ha sido la persistencia de la inflación núcleo, que se ha desacelerado lentamente de su pico de 6.6% a/a en sep-22 a 5.3% a/a en may-23; contrario a lo que se ha visto en la inflación total que ha bajado de un pico de 8.9% en jun-22 a 4.1% a/a en may-22, como consecuencia, en gran medida, de la caída del precio del petróleo (-35% a/a) y normalización de cadenas de suministros. Así, como lo mencionamos en nuestro RT previo, las razones detrás de la persistencia en la núcleo responden a: (i) la fortaleza del mercado laboral, (ii) un consumidor resiliente y (iii) una elevada inflación en el componente de hospedaje. De hecho, el crecimiento de la núcleo de 0.4% m/m promedio entre mar/may, si bien menor a lo visto en 2021 y 2022, es 2.5x la mediana de esos meses entre 2010-2019.
- Esperamos que la inflación núcleo se continúe desacelerando y cierre el año en 3.5%-4.0%, en parte, por la expectativa de que la inflación del sector hospedaje (1/3 del IPC total y 42% de la núcleo) también lo haga, en línea con lo observado en los precios de los alquileres y sabiendo que existe un rezago de entre 6m y 1 año para que se refleje en el IPC. Esta se ha ubicado alrededor de 8% a/a en los últimos 4m, lo que se estaría consolidando como su pico. Otra señal favorable de menores presiones por el lado de la demanda sería la moderación de la inflación de servicios sin hospedaje (prom. Últ. 3m anualizado: 0.5%). Sin embargo, a diferencia de lo observado en 2022, los precios de bienes duraderos y no duraderos suben m/m en la mayoría de los meses del año, lo que representa un riesgo al alza para la inflación.

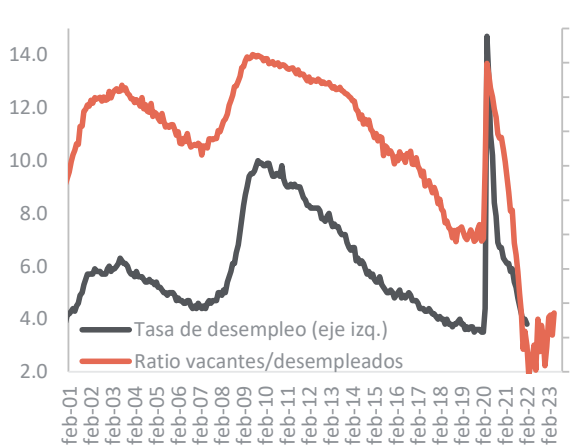
- Por ejemplo, el precio de autos usados sube 2.9% m/m en promedio en los últimos 3m, contrario a las caídas consecutivas entre ago-22 y feb-23, en línea con la recuperación del sector automotriz, que se ha dado pese al entorno de tasas altas. Por otro lado, las expectativas de inflación, según la Universidad de Michigan, en may-23 se ubicaron en 4.2% y 3.1%, a 1 año y 5-10 años, respectivamente, aún lejos de la meta de inflación promedio de 2.0% de la FED. Mientras que las de mercado, medido por los UST *breakeven* si han bajado (ver gráfico).
- Hacia adelante, para ver que la inflación núcleo descienda más rápido hacia la meta de la FED será clave ver un enfriamiento claro del mercado laboral que se traduzca en una caída de los salarios reales y con ello, genere una desaceleración del consumo. Seguimos estando en un mercado laboral ajustado, aunque hay algunas señales, aún incipientes, de que la oferta y la demanda de mano de obra se estarían empezando a balancear: (i) la fuerza laboral del grupo de 25-54 años se ha recuperado y supera los niveles pre pandemia, (ii) el crecimiento del empleo no agrícola se ha desacelerado de 4.3% a/a promedio mensual en 2022 a 2.7% en may-23, aún por encima del promedio 2011-2019 (1.7%). En miles de personas, el promedio de los últimos 3m se ubica en 283, por encima de lo visto en otros ciclos expansivos de 180 mil – 200 mil y (iii) el ratio de puestos de trabajo vacantes/desempleados ha bajado de 2 en dic-22 a 1.7 en may-23. Los salarios, según la FED de Atlanta, continúan creciendo a/a a tasas alrededor del 6.5% (salarios reales positivos).



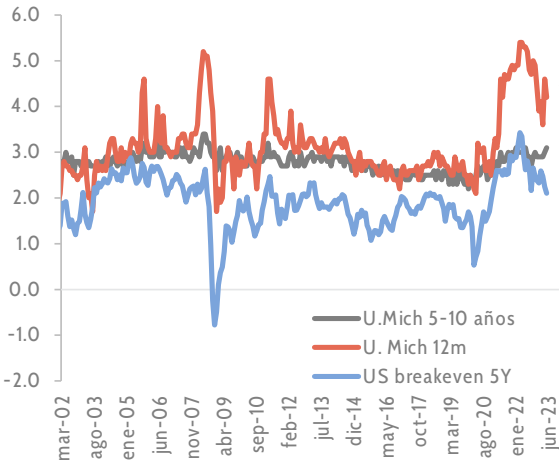
EE.UU.: ciclo alcista de la FED no ha culminado; dos aumentos más tienen alta probabilidad

- En la última reunión de política monetaria del 13-14 de junio, la FED decidió mantener su tasa estable en 5.00%-5.25% por primera vez en 15 meses, en línea con lo anticipado por el consenso, aunque el tono de la decisión fue más *hawkish*. En la conferencia de prensa, Powell dijo que el mercado laboral había sorprendido con una resiliencia extraordinaria y que era el motor que estaba impulsando la economía. Agregó que los riesgos para la inflación aún eran al alza, que no veían mucho progreso en el *PCE core* y que el proceso de llevar la inflación de regreso al 2% tiene un largo camino por recorrer. La FED, además, en su actualización de proyecciones, mostró que la mayoría de los miembros del FOMC veían dos aumentos más en la tasa de la FED este 2023 y recortes de 100 pb en 2024. En el *dot-plot*, la mediana de tasa FED pasó de 5.25% (*upper bound*) a 5.75%.
- Powell explicó que la pausa era parte de seguir con la moderación en el ritmo de aumentos; primero subieron en 75 pb, luego en 50pbs, luego en 25pbs y ahora, en lugar de subir cada seis semanas, podría ser cada trimestre. Esto, según sus declaraciones, les da tiempo para permitir que la economía se ajuste a lo que ya se ha hecho y ver si la situación de la banca, tras los eventos de mar/abr-23, está afectando la economía. La semana pasada, reafirmó estos comentarios en su presentación ante el Congreso y sugirió que 2 subidas más de tasa era un estimado razonable.
- El hecho de no subir la tasa en esta jun-23 pero comunicar que podría darse en la reunión de jul-23 (25-26) ha generado cierta confusión en el mercado y algunos incluso lo denominan un error de comunicación. El mercado, según futuros, le asigna una probabilidad de 75% a un aumento de 25 pb en jul-23, tasa que estiman sería la terminal, para luego empezar a recortar en 1T24. Consideramos que se está subestimando el mensaje de *"higher for longer"* y que, a falta de un choque exógeno grande, optarían elevar su tasa dos veces más a 5.75% (*upper bound*), en línea con lo que han comunicado. De igual manera, Gita Gopinath, directora ejecutiva del FMI, declaró en los últimos días que consideran que los mercados están poniendo en precio recortes muy pronto.
- En general, según el reporte anual del BIS, el mayor riesgo es declarar victoria muy pronto; las tasas de política pueden necesitar permanecer altas por más tiempo para asegurar que la inflación continúe cayendo y se mantenga baja dado que la transición a regímenes de inflación alta tiende reforzarse a sí mismos y los *trade-offs* involucrados en retornar a la estabilidad de precios empeoran una vez que la inflación se arraiga. Como comenta Mohamed El-Erian, los bancos centrales se enfrentan a un desafiante trilema: bajar la inflación sin afectar significativamente el crecimiento y evitar la inestabilidad financiera. Hasta el momento la FED parecería estar encaminada a tener un resultado exitoso, pero la segunda parte de reducir la inflación hacia la meta puede resultar más difícil que la primera.

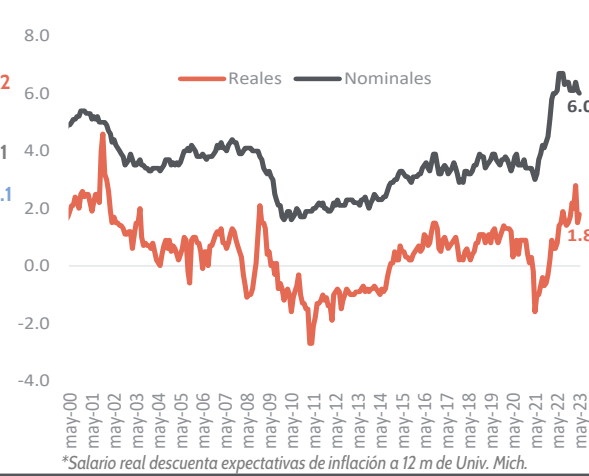
Ratio vacantes de trabajo/desempleados



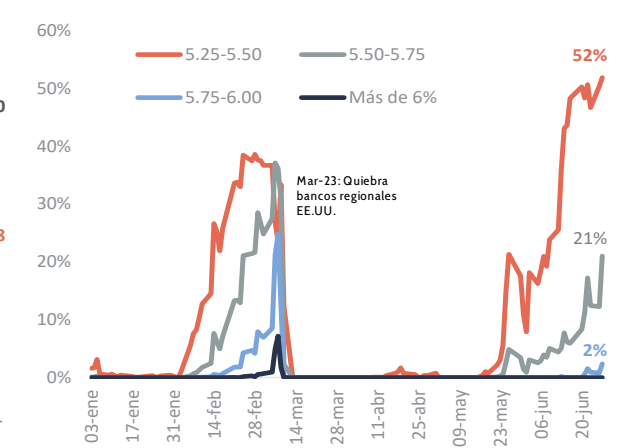
Expectativas de inflación (%)



Salarios FED de Atlanta (var. % a/a)



Prob. tasa FED dic-23 según futuros (%)

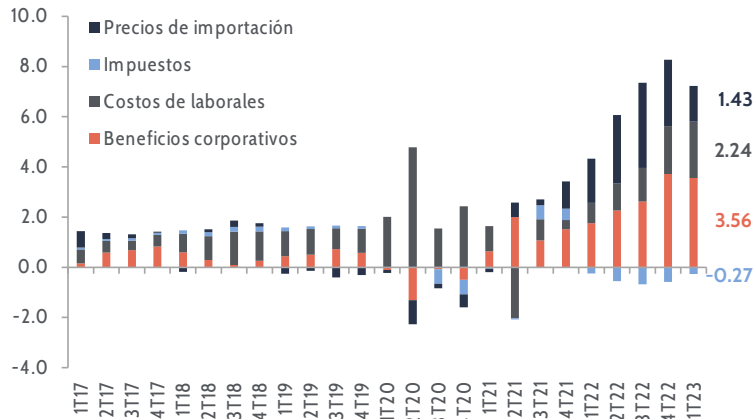


Europa: inflación persistentemente alta demanda mayor acción de bancos centrales

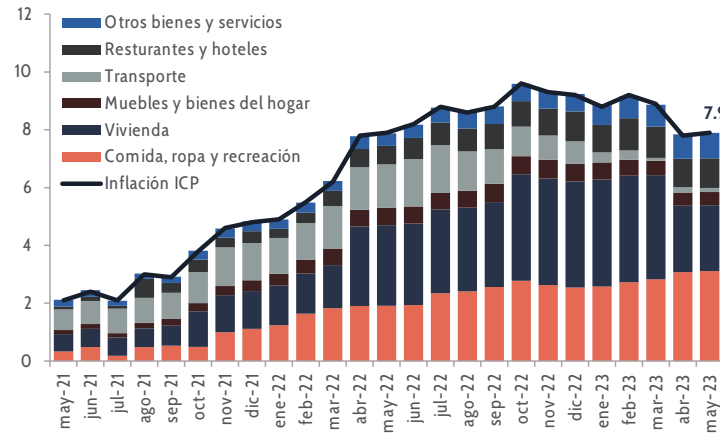
- La comisión europea actualizó sus proyecciones macroeconómicas en may-23 para la Eurozona. Según estas, las economías del bloque continúan resilientes gracias a la sustancial disminución de los precios de la energía, la diversificación del suministro energético y el menor consumo de gas, que ha permitido resistir a los choques producidos por la guerra ruso-ucraniana. Sin embargo, la débil demanda externa y las restricciones financieras llevarían a que el PIB de la Eurozona se desacelere en 2023 y 2024 a 1.1% y 1.6%, respectivamente (2022: 3.5%).
- Además, la inflación sigue siendo una preocupación para el BCE y el BoE, que actualmente están por detrás de la FED en frenar el aumento de precios. La inflación en la Eurozona en may-23 fue de 6.1% a/a, bastante más alta que el resto del mundo desarrollado (EE.UU: 4%, Japón: 3.2%, Canadá: 4.4%). Según el FMI, el aumento de los beneficios corporativos explicaría hasta un 50% del aumento de la inflación en Europa en los últimos 2 años, mientras que los salarios reales se redujeron en este período. Ahora que los trabajadores están comenzando a negociar mejores condiciones de remuneración y los salarios han comenzado a aumentar, las empresas tendrían que aceptar menores márgenes de beneficio para que la inflación siga su senda decreciente hasta el 2% en el 2025.

- La recuperación ha sido más marcada en el sur de Europa que en el norte. Por ejemplo, Alemania entró oficialmente en recesión cuando se confirmó que lleva dos trimestres consecutivos de contracción económica. En el 1T23, su economía se contrajo 0.3% a/a, (4T22: 0.5%). Esto se explica por su particular susceptibilidad al suministro de gas ruso y su exposición a la actividad comercial internacional. Además, su inflación es de las más altas de Europa en un nivel de 6.1% a/a en may-23.
- Por su parte, la inflación de Reino Unido se ubicó en 8.7% en may-23, la tercera inflación más alta del G20, tan solo por debajo de Turquía y Argentina. Los problemas estructurales en su sector energético y altos precios de la vivienda (9.1x el salario mediano) han mantenido el costo de vida elevado para los residentes, mientras que la baja productividad mantiene los salarios estancados.
- Finalmente, un importante riesgo que enfrentan las economías europeas es la amenaza a su competitividad industrial. Según The Economist Intelligence Unit, la persistencia de altos costos de la energía e insumos industriales haría que producir en suelo europeo ya no sea rentable para muchas empresas intensivas en energía. Luego, una posible recesión en Europa y desaceleración global reduciría la demanda por manufacturas, en especial los automóviles. Además, la disminución de los costos de fletes haría más atractiva la sustitución por importaciones de productos que antes se adquirirían de empresas locales.

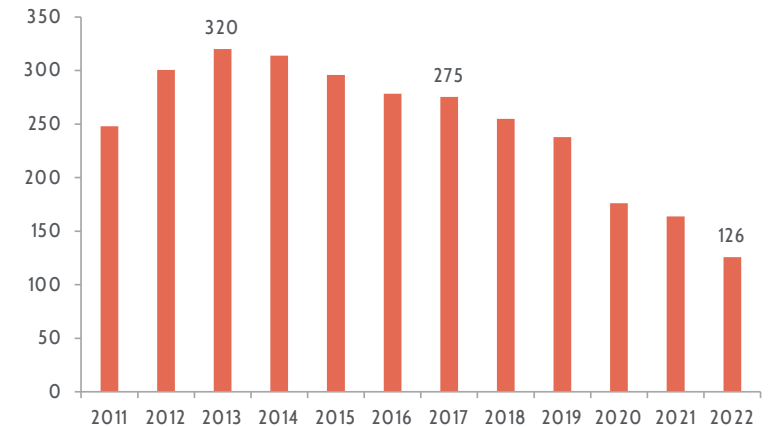
Contribuciones a la inflación de la Eurozona (pp.)



Contribuciones de componentes de gasto a la inflación IPC en Reino Unido (pp., a may-23)



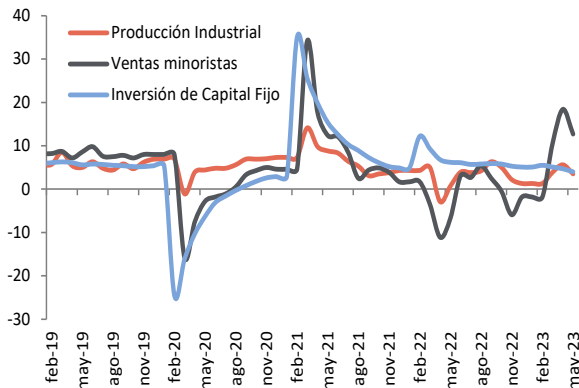
Balanza comercial de maquinaria y equipos de transporte de la UE-28 (EUR mil millones)



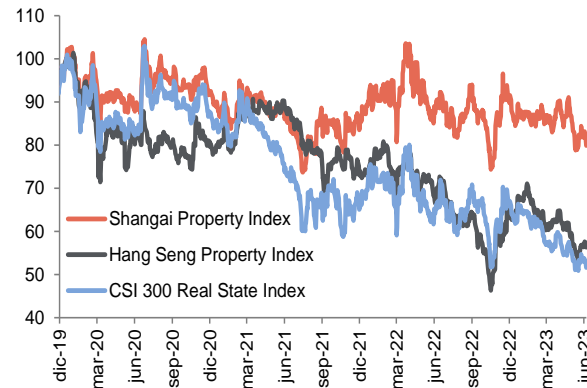
Asia: mayores medidas de estímulo ante débil recuperación de China

- El fin de la política de Covid-Cero generó mejores expectativas de crecimiento en China; aún más cuando la economía creció 4.5% a/a en 1T23 mientras que el consenso esperaba una expansión del 4.0% a/a. Asimismo, la rápida aceleración de las ventas minoristas entre mar/abr-23 y la baja tasa de desempleo en may-23 (5.2%, mínimo en 16 meses) se reflejaron en una proyección de crecimiento más optimista para 2023, la cual ascendió de 4.8% en dic-22 hasta 5.7% en may-23.
- Sin embargo, desde fines de abr-23, los datos de PMI (servicios y manufactura) que elabora el gobierno y Caixin han mostrado un pobre desempeño en relación a lo que el mercado esperaba. Además, las exportaciones e importaciones chinas se contrajeron 7.5% a/a y 4.5% a/a en may-23, respectivamente, como reflejo de la débil demanda global y doméstica. Asimismo, el moderamiento del crecimiento de la producción industrial, la inversión en activos fijos y de las ventas minoristas en el mismo mes elevaron las preocupaciones por el cumplimiento de la meta de crecimiento del gobierno para este año (5.0%).
- A pesar de que las medidas de apoyo al sector corporativo permitieron una recuperación inicial, la demanda interna se mantiene débil. Las perspectivas de recuperación del sector inmobiliario también se deterioraron luego de la desaceleración de las ventas de viviendas nuevas (6.7% a/a) en may-23 tras crecer 30.4% a/a en promedio entre mar/abr-23. Por su parte, los precios apenas crecieron 0.1% a/a en el may-23. Esto ha dado espacio al Banco Popular de China (PBoC) para flexibilizar más su Política Monetaria e impulsar la recuperación.
- El gobierno y PBoC han implementado nuevas medidas de estímulo para impulsar la demanda y restaurar la confianza de los inversionistas. Por ejemplo, a inicios de junio se redujo la tasa de depósito de los principales bancos estatales; y en la semana siguiente, el PBoC bajó su tasa de facilidad de préstamos de corto y mediano plazo en 10 pbs a 1.90% y 2.65%, respectivamente. En línea con la decisión anterior, la entidad recortó la tasa de interés de préstamos preferentes (LPR) a 1Y y 5Y en la misma magnitud a 3.55% y 4.20%, respectivamente. Adicionalmente, se espera un recorte adicional en la tasa LPR y de encaje (-25 pbs) para 2S23.
- No obstante, dichas medidas han sido insuficientes para restaurar por completo la confianza del mercado. Algunos analistas consideran que la magnitud del recorte de tasa de préstamos preferentes debió ser mayor; mientras que otros expertos apuestan por medidas de estímulo fiscal dado que el sector privado prioriza pagar deudas antes de acceder a nuevos créditos. Ello se vio reflejado en el descenso del financiamiento agregado a CNY 1.6 billones en may-23, inferior a lo esperado por el mercado. En este contexto, el consenso Bloomberg espera un menor crecimiento del PIB de 1.0% t/t para 2T23 y de 5.5% para 2023.
- Ante ello, el Gobierno convocó una reunión de urgencia con los principales líderes empresariales, por medio del cual se estaría preparando un nuevo paquete de estímulo. Recientemente se exoneró los impuestos a la compra de vehículos eco amigables para impulsar el gasto de los hogares y se espera que mayores medidas se den a conocer luego de la reunión del Politburó del Partido Comunista en jul-23.

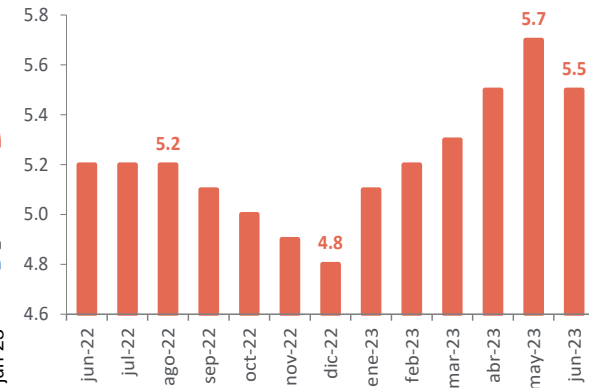
China: data económica (var. % a/a)



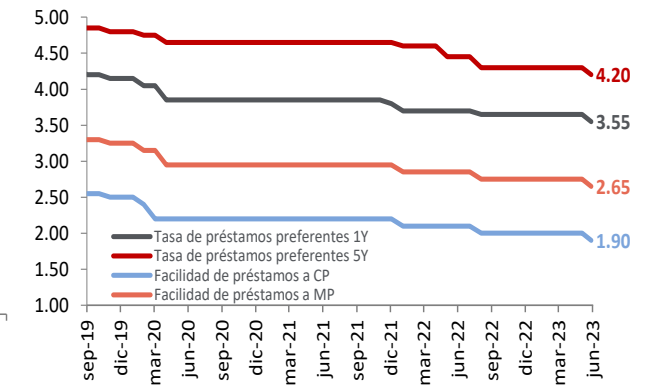
China: índices bursátiles del sector inmobiliario (índice, 31-dic-19 = 100)



Crecimiento esperado de China para 2023 (%)



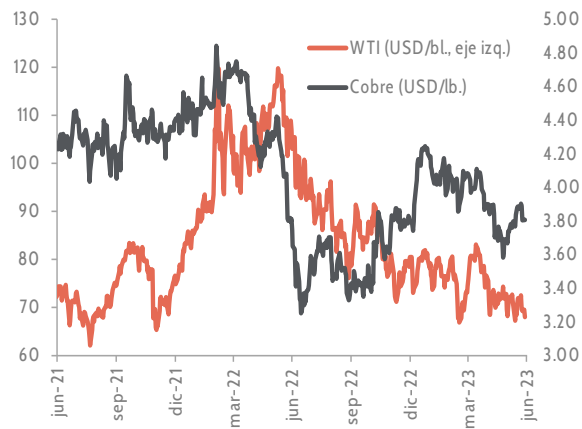
Tasa de facilidad de préstamos y preferentes (%)



Commodities: cotizaciones afectadas por perspectivas de demanda más débiles

- En el 2T23, los commodities industriales y el petróleo han registrado caídas t/t afectados por perspectivas de demanda más débiles, principalmente de China que se recupera más lento que lo anticipado y, preocupaciones por el impacto económico de políticas monetarias (tasas más altas) más restrictivas por más tiempo. Esto, en un contexto donde el dólar global DXY ha cotizado relativamente acotado entre 100 y 104. El precio del petróleo, en promedio, cae 2% luego de caer 8% en el 1T23 y fluctúa desde may-23 entre USD/bl. 67 -76, un rango inferior al que cotizó en el 1T23 de USD/bl. 70 – 80, pese al recorte de producción de la OPEP en abr-23 y el anuncio unilateral de recorte de Arabia Saudita (miembro de la OPEP en jun-23), que se sumaban a los recortes de oct-22. los anuncios de la de reducir la producción. En total, la menor producción equivale a cerca de 5% de la demanda mundial. El precio promedio del petróleo se ubicaría en USD/bl. 75 este año y el próximo, donde una demanda más débil se vería contrarrestada por la menor oferta.
- El cobre, por su parte, cae 5% y se ubica alrededor de USD/lb. 3.80, luego de caer a un mínimo de 6 meses el 24-may (USD/lb. 3.58). En el 1T23, el precio promedio del cobre fue de USD/lb. 4.06, tras una recuperación importante en el precio (subió 25% entre oct-22 y ene-23) ante la expectativa por la reapertura de la economía china. En may-23, Cochilco revisó ligeramente al alza su proyección del 2023 de USD/lb. 3.85 a USD/lb. 3.90 ante la expectativa de una menor oferta de cobre a nivel mundial que derivaría en un déficit del mercado físico pequeño de 67 miles de toneladas. Prevemos que el precio promedio 2023 y 2024 se ubicará alrededor de USD/lb. 3.85, con riesgos balanceados.
- Los metales preciosos, por el contrario, han subido por su atractivo como cobertura ante niveles persistentes de inflación y una demanda sólida de bancos centrales. El oro se acercó a niveles máximos históricos de USD/oz. 2050 a inicios de may-23 y, en promedio, en el 2T23 sube 5%, mientras que la plata sube 8%.
- En general, seguimos anticipando precios promedio 2023 algo más bajos que en 2022 y relativamente estables en 2024. La incertidumbre sigue siendo alta en medio de la continuidad de los ciclos alcistas de tasas de los principales bancos centrales que elevan los riesgos de eventos disruptivos similares a los observados con la banca regional de EE.UU.. A eso, ahora se le agrega el riesgo de un fenómeno El Niño global hacia fines del 2023/inicios 2024 y su potencial impacto sobre commodities agrícolas. La evidencia empírica muestra que históricamente El Niño parece explicar alrededor del 20% de la inflación real de los precios de los commodities (Bruner, FMI, 2000), mientras que Cashin et al. (FMI, 2015) afirman que genera alzas en el precio real de los commodities (sin considerar combustibles) de 2% y 5.3% luego de 2 y 4 trimestres, respectivamente. Por su parte, según Bloomberg, anteriores El Niño han generado un aumento de 3.9% en precios de commodities (excluyendo energía).
- Si bien se esperaría que los precios de los cereales se incrementen a fines de 2023 y durante el 2024 a causa del ENSO, se debe reconocer que los commodities tiene otros drivers importantes como las perspectivas de crecimiento mundial, tasa de interés de la Fed, cotización del dólar, entre otros. Esto, en un contexto donde la guerra Rusia-Ucrania continúa y lo particular de esta recuperación post pandemia.

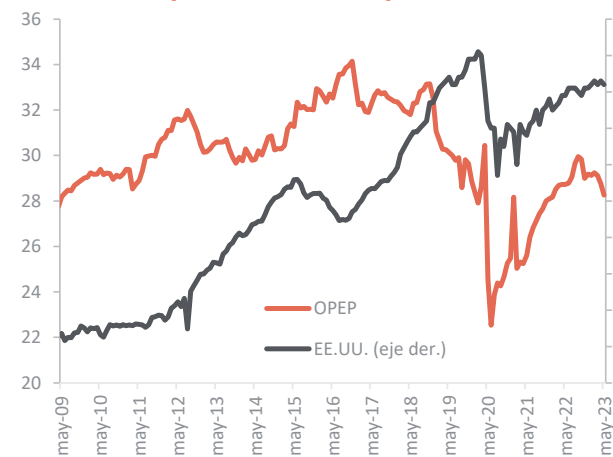
Precio del WTI y cobre (índice y USD/bl.)



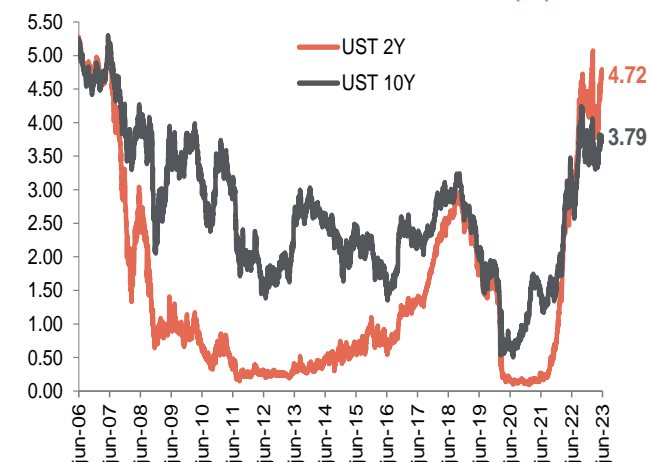
Precios de commodities

	2022 promedio	2023 promedio YTD	Ult.dato (28-jun)	Var. 2023/2022
WTI (USD/bl.)	94	75	69	-20.6
Trigo (USD/tm)	331	253	244	-23.8
Maíz (USD/tm)	273	253	241	-7.3
Soya (USD/tm)	570	540	535	-5.2
Cobre (USD/lb.)	3.99	3.96	3.80	-1.0
Zinc (USD/lb.)	1.58	1.29	1.08	-18.0
Plomo (USD/lb.)	0.97	0.97	0.98	-0.9
Oro (USD/oz.)	1802	1935	1911	7.3
Plata (USD/oz.)	22	23	23	7.4

Prod. de petróleo OPEP y EE.UU. (millones de bpd)



Tasas del UST (%)



Economías Latam - Andinas

[Índice](#)

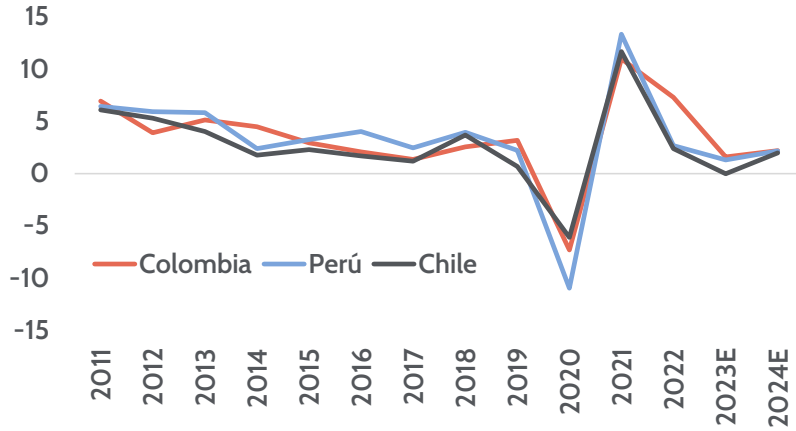
Proyecciones de principales variables macroeconómicas

	Chile					Colombia					Perú				
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2020	2021	2022	2023E	2024E	2020	2021	2022	2023E	2024E
PIB corriente (USD MM)	254.9	316.5	301.4	344.7	384.2	270.1	318.6	344.0	332.0	354.0	205.8	225.8	244.8	266.2	283.9
PIB real (var. %)	-6.1	11.7	2.4	0.0	2.0	-7.3	11.0	7.3	1.6	2.2	-11.0	13.3	2.7	1.3	2.2
Demanda Interna real (var. %)	-9.4	21.7	2.3	-2.8	1.1	-7.5	13.4	9.4	-0.1	2.4	-9.8	14.5	2.3	0.2	2.0
Consumo real total (var. %)	-6.6	19.3	3.1	-2.8	2.0	-4.1	13.6	7.8	1.1	2.1	-7.3	12.1	2.5	1.3	2.2
Inversión bruta real (var. %)	-10.8	15.7	2.8	-3.0	-0.5	-21.1	12.6	16.8	-5.3	4.0	-16.2	34.6	1.0	-4.6	1.2
Exportaciones reales (var. %)	-0.9	-1.4	1.4	3.2	4.8	-22.7	15.9	14.8	3.6	2.8	-19.7	13.2	6.1	3.0	2.8
Importaciones reales (var. %)	-12.3	31.8	0.9	-7.6	2.0	-19.9	26.7	22.3	-3.8	3.9	-15.8	18.0	4.4	-1.7	2.0
Inflación (fin de año)	3.0	7.2	12.8	4.4	3.0	1.6	5.6	13.1	8.4	4.0	2.0	6.4	8.5	4.8	3.0
Tasa de referencia (fin de año)	0.50	4.00	11.25	8.25	4.50	1.75	3.00	12.00	10.75	7.00	0.25	2.50	7.50	6.75	4.50
Balance Fiscal SPC (% del PIB)*	-7.4	-7.6	1.1	-1.9	-2.0	-7.8	-7.1	-5.3	-4.3	-4.5	-8.9	-2.5	-1.7	-2.4	-2.0
Deuda Pública (% del PIB)*	33.0	36.0	37.3	38.2	40.8	65.1	63.0	61.1	61.5	62.2	34.6	35.9	33.8	33.6	33.4
Exportaciones	74.0	94.8	98.5	101.0	102.5	32.3	42.7	59.8	54.4	57.1	42.8	63.0	66.2	65.6	66.8
Importaciones	55.1	84.3	94.7	88.4	90.1	41.2	56.7	71.6	63.7	67.4	34.7	48.0	55.9	52.1	52.4
Cuenta corriente (como % del PIB)	-1.9	-7.5	-9.0	-3.8	-3.8	-3.5	-5.7	-6.2	-4.1	-4.4	1.1	-2.2	-4.0	-2.0	-1.5
Reservas Internacionales (USD MM)	39.2	51.3	39.2	37.3	43.3	59.0	58.6	57.3	57.5	57.3	74.7	78.5	71.9	74.0	74.0
Tipo de cambio (fin de período)	711	850	860	770	750	3,416	4,039	4,810	4,400	4,500	3.62	3.99	3.81	3.75	3.70
Tipo de cambio (promedio)	792	750	872	800	780	3,693	3,720	4,256	4,500	4,450	3.50	3.89	3.84	3.75	3.70

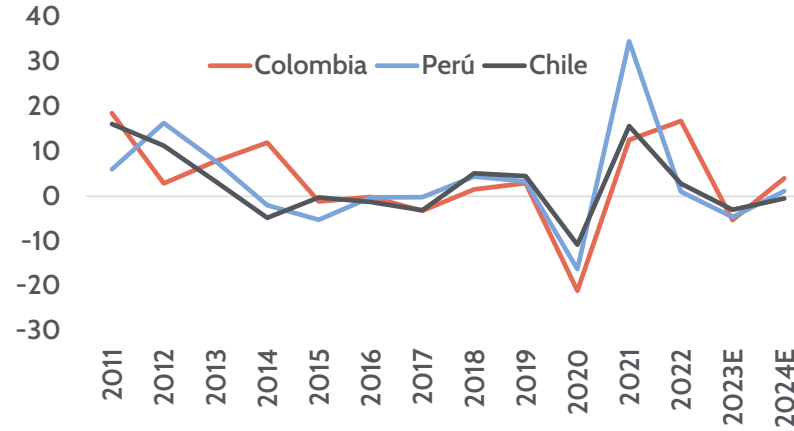
* Gobierno Nacional Central para el caso de Colombia

Economías Andinas: una mirada a las principales variables macroeconómicas

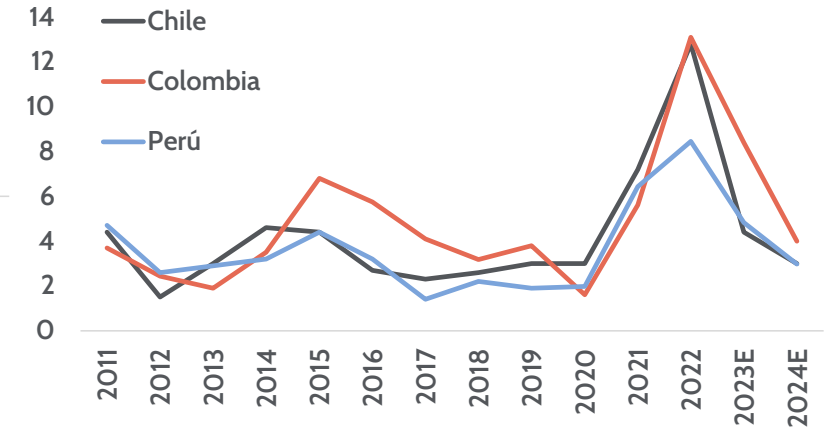
PIB (var. %)



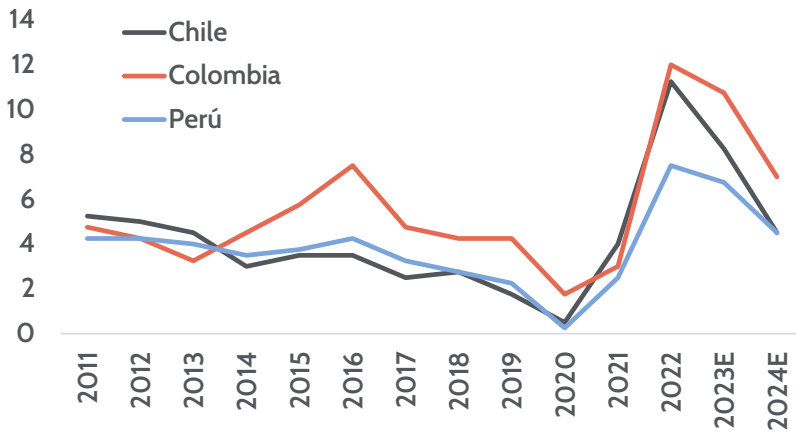
Inversión Total (var. %)



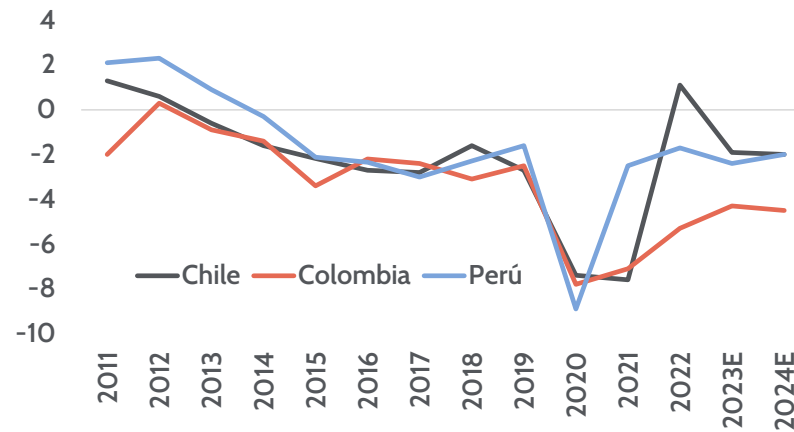
Inflación (%)



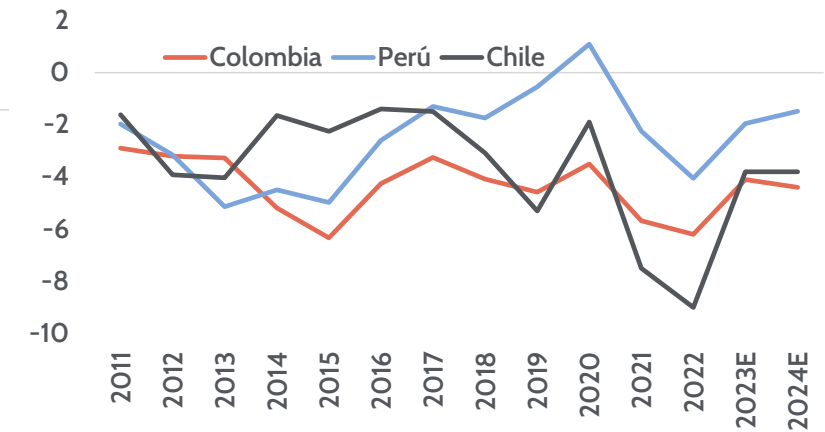
Tasa de política monetaria (%)



Balance fiscal anualizado (% PIB)



Cuenta corriente anualizada (% PIB)



Chile

El inicio del ciclo de relajación de la política monetaria es inminente

[Índice](#)

Resumen ejecutivo y balance de riesgos

- **Escenario político.** El riesgo político ha seguido cayendo tras el plebiscito de sep-22 con el nuevo proceso constitucional apuntando en la misma dirección. La elección del consejo constitucional mostró que la extrema derecha obtuvo poder de veto para rechazar artículos, mientras el bloque de derecha tiene suficientes votos como para aprobar los artículos que deseen. En nuestra opinión, el escenario de una constitución minimalista, moderada y pro-mercado ha ganado terreno. Sin embargo, el proceso no está exento de riesgos, ya que las encuestas sugieren que más del 50% de los encuestados votaría rechazo en el plebiscito de dic-23. A su vez, el resultado de las elecciones impacta en la agenda de reformas del gobierno. Una coalición de derecha más fuerte gana más poder de negociación, probablemente impulsando una mayor moderación en la agenda del gobierno. La administración insistirá en la reforma fiscal donde se espera una fuerte oposición, mientras que la reforma de pensiones tiene baja probabilidad de ser aprobada en el Congreso si no se implementan cambios materiales. Además, los retiros de AFPs ya no cuentan con apoyo político, ya que una nueva propuesta fue rechazada en el 2T23, mientras que la tasa de aprobación del gobierno se mantiene estable en torno al 30%.
- **Actividad económica.** Mantenemos nuestra estimación de crecimiento nulo del PIB para el año. Durante el 1T23, la economía cayó 0,6% a/a, cifra ligeramente superior a la sugerida inicialmente por el indicador mensual. El aumento del gasto fiscal, ligado al pago de pensiones, suavizó la contracción de la demanda interna que, junto con las exportaciones netas positivas, sustentaron una cifra mejor a la esperada. Sin embargo, el consumo privado disminuyó ~7% a/a, y el consumo de bienes durables disminuyó casi un 30%. Los datos preliminares del 2T23 sugieren un ajuste más intenso en el consumo privado, con los sectores ex-minería, incluidos el comercio y los servicios, cayendo más pronunciadamente de lo esperado. Por su parte, los fundamentos de la inversión continúan débiles. A pesar de esto, esperamos un crecimiento positivo secuencial durante el 2S23, que probablemente compense el desempeño negativo del 1S23. La reciente aprobación del royalty minero podría ayudar a destrabar algunos proyectos de inversión.
- **Inflación y política monetaria.** Desde su punto máximo en ago-22, la inflación total ha disminuido desde 14 % a ~9% y con los últimos registros sorprendiendo a la baja las expectativas del mercado. El componente ex-volátiles también mostró una tendencia similar, pero en una magnitud más modesta. En este contexto, el BCCh estima que el IPC total y núcleo convergerán a 3% en el 2S24. Nuestro escenario base asume que el IPC total y núcleo se desacelerarán aún más en el 2S23 debido a menores

precios de la energía, la apreciación adicional del CLP, la desaceleración del consumo privado y un mercado laboral más débil. Así, revisamos nuestro pronóstico de inflación a dic-23 desde 5% a 4.4%. Respecto a política monetaria, mantenemos nuestro call de una reducción de 50-75pb de la TPM en julio y ajustamos nuestra estimación a fin de año desde 8.75% a 8.25% en medio de presiones inflacionarias levemente menores y un consumo privado que continuará ajustándose adelante. Para dic-24, esperamos la tasa de política en 4.5%.

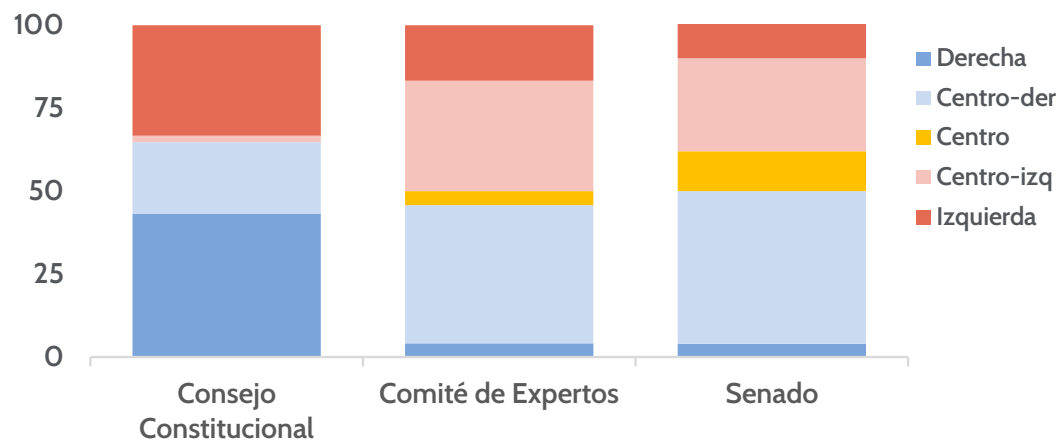
- **Cuentas fiscales.** Datos fiscales continúan trayendo noticias positivas al mercado. El MdeH revisó el déficit fiscal para este año desde 2,4% a 1.6% del PIB, como resultado de una mayor recaudación de impuestos esperada del litio, impuestos a los combustibles y el IVA, entre otros. De todas formas, nuestra principal preocupación sigue siendo la sostenibilidad de las finanzas públicas a mediano plazo. Los principales riesgos son: i) presión sociopolítica para un mayor gasto este año en medio de la desaceleración económica y el rechazo a nuevo retiro de AFPs; ii) una estimación de crecimiento del PIB del MdeH relativamente optimista para 2024-27 en 2.5% que podría sobrestimar los ingresos fiscales; iii) el rechazo a la reforma tributaria pone en duda cómo se financiará el gasto permanente vinculado a las demandas sociales, y iv) aunque esperamos una nueva constitución moderada, es probable que haya derechos sociales adicionales, lo que significa la necesidad de un mayor gasto público en el futuro. Con todo, esperamos que este año la relación deuda/PIB se ubique en 38.2% y el déficit fiscal en 1.9%.
- **Cuentas externas y FX.** A corto plazo, el CLP nos parece caro frente al USD que según nuestros modelos sugiere un nivel en torno a 810-20. Dicho esto, seguimos constructivos sobre el desempeño del CLP a mediano plazo y mantenemos nuestra estimación en 770 a fin de año. Estimamos que es probable que los factores externos dominen a los domésticos en los próximos trimestres. A nivel local, gran parte de la reducción en la incertidumbre política se ha incorporado en la paridad, y el premio por riesgo actual sería marginal según nuestros modelos. En el frente externo, esperamos un dólar más débil a nivel mundial, toda vez que la FED comience la discusión sobre el ciclo de relajación monetario a partir del 4T23. Además, el mercado podría estar sobre reaccionando a los recientes datos de China, mientras que no se puede descartar una postura más agresiva por parte de las autoridades. La oferta de cobre se expandiría a un ritmo menor que la demanda este año, lo que podría aumentar el precio ligeramente al alza a fin de año.

A pesar de un proceso constitucional moderado, propuesta se rechazaría según encuestas

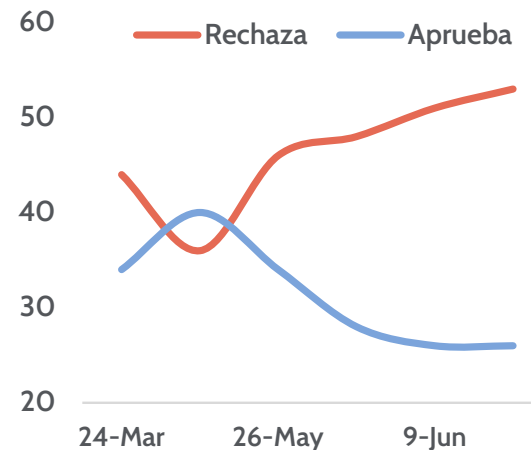
- **Partidos de derechas controlarían la agenda.** El 7-may, la población chilena eligió a los 51 miembros del Consejo Constitucional (CC), el tercer pilar del nuevo proceso que redactará la versión final de la propuesta de nueva Constitución. El resultado de la elección mostró que las listas de derecha presentaron una performance destacada, obteniendo 33 de los 51 cupos (Derecha 22 + Centro-derecha 11) y asegurando el quórum de 3/5 necesario para aprobar, modificar o incorporar normas. En cambio, las listas de izquierda se vieron fuertemente penalizadas al situarse por debajo del umbral de 2/5 necesario para contar con poder de veto. La baja aprobación presidencial y el fracaso del proceso anterior pueden haber tenido un impacto no despreciable
- **Una Constitución moderada, minimalista y promercado gana terreno.** En nuestra opinión, el resultado es una gran victoria para la derecha dura, la cual probablemente controlará la agenda dado su poder de veto. Dada la composición del CC, la posibilidad de una Constitución radical es baja y favorece un debate moderado sobre asuntos sensibles. A su vez, la disposición de la coalición de derecha a negociar con la izquierda podría tener un impacto significativo en el resultado del referéndum. Así, la apertura a negociar entre los bloques podría ser percibida por la opinión pública como un ambiente de colaboración, aumentando las posibilidades de ser ampliamente aceptada.

- **Sin embargo, el proceso no está exento de riesgos.** i) El elevado número de votos nulos (~21% del total) podría ser un primer indicio de que una parte de la población no se encuentra satisfecha con la manera en la que se está desarrollando este nuevo proceso; ii) La población puede percibir una Constitución como sesgada al ser redactada únicamente por partidos de derecha, ya que no habrá necesidad de alcanzar un consenso con los partidos de izquierda. Esto puede llevar a una mayor probabilidad de rechazo en el referéndum de diciembre; iii) El péndulo político oscilando entre los extremos refleja de alguna manera la inestabilidad política, ya que los votantes están más influenciados por temas coyunturales que estructurales, en los que, probablemente, la polarización está jugando un rol clave; iv) El proceso claramente ha perdido momentum en medio de un agotamiento natural y un cambio en las prioridades de la sociedad (ahora se centra en la seguridad, la inmigración y el narcotráfico); v) La población puede percibir el nuevo proceso como uno totalmente dominado por partidos políticos tradicionales, mostrando una poca conexión con las demandas reales de la gente y más enfocado en intereses políticos.
- **El resultado de la elección impacta la agenda de reformas del Gobierno.** Una coalición de derecha más fuerte adquiere más poder de negociación, presionando probablemente a favor de una mayor moderación en las reformas que se debatirán en los próximos meses.

Comités Constitucionales y Senado por afiliación política (% total de escaños)



Aprueba o rechaza nueva constitución (% de encuestados) – Agenda Constitucional



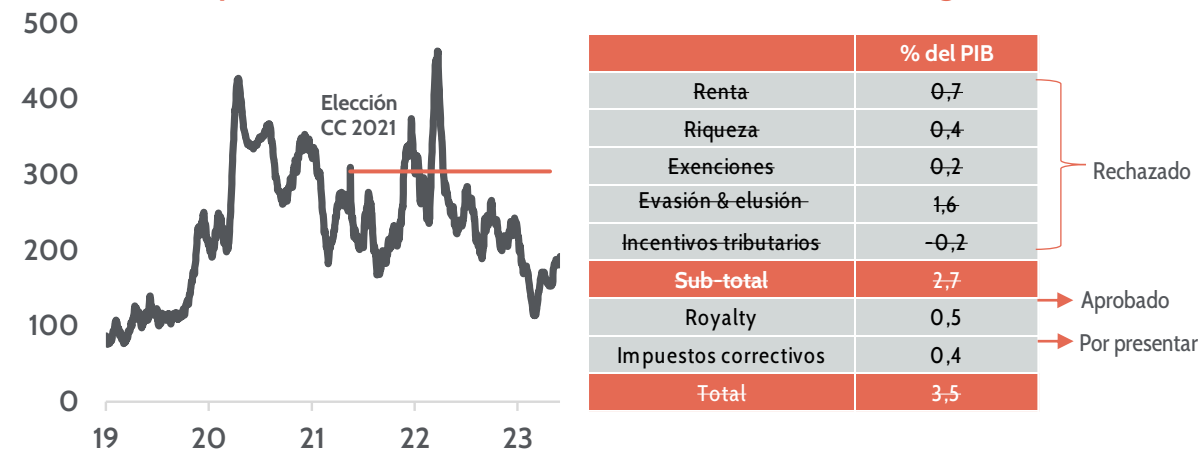
Agenda 2023	
06-mar	Instalación Comisión de expertos (electos por el Congreso - 24 miembros)
07-may	Elección Consejeros Constitucionales (voto obligatorio - 50 miembros)
06-jun	Borrador de CE
07-jun	Instalación de CC
07-nov	Borrador de CC
17-dic	Plebiscito (voto obligatorio)

Riesgo político ha seguido reduciéndose tras el plebiscito constitucional de sep-22

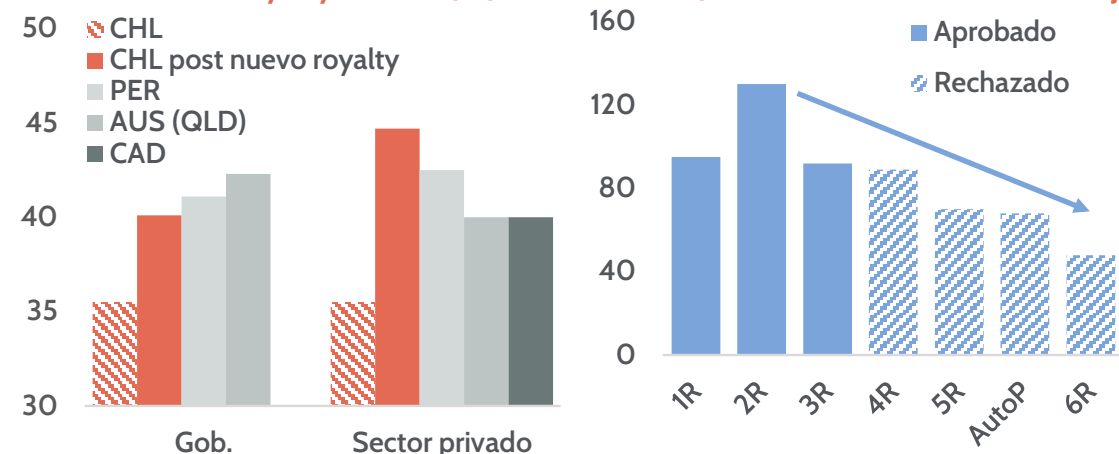
- **Gobierno insistirá en la reforma fiscal; se espera una mayor moderación.** A finales de julio, el presidente Gabriel Boric tiene la intención de volver a presentar al Congreso la reforma fiscal previamente rechazada. La decisión implica que se requerirá un quórum más elevado para su aprobación (2/3 de los votos). La nueva propuesta también ampliará el uso de los recursos al incluir la deuda de los maestros. La oposición política se muestra escéptica, anticipando un difícil proceso de negociación y sugiriendo mayores niveles de moderación. La recaudación fiscal estimada para la nueva reforma se situaría entre el 1.5-2% del PIB. La propuesta de impuestos correctivos también se anunciará a finales de julio.
- **Aprobado el royalty minero... una fuente menos de incertidumbre.** La propuesta establece una carga fiscal potencial máxima del 46.5% sobre los ingresos de explotación por producción minera >80k toneladas de cobre. También incluye: i) tasa *ad valorem* del 1% (canon sobre los ingresos) para operaciones >50k toneladas; ii) canon sobre los beneficios de entre el 8% y el 26% dado el margen de explotación minera; iii) 27% de impuesto corporativo; y iv) impuesto de retención de 35% incluido dentro del techo de 46.5%. Se espera que el canon recaude ~ USD 1,400 MM (0.45% del PIB) en régimen, mientras que los recursos beneficiarán a las regiones mineras, la productividad y la seguridad pública nacional. La resolución de la iniciativa, que llevó más de 4 años de debate político, contaría con el potencial de desbloquear proyectos de inversión minera congelados.

- **Largo camino por recorrer para la reforma pensiones.** Tras el ingreso del proyecto pensional al Congreso en nov-22, poco se ha avanzado en la discusión. El Gobierno reconoce que la iniciativa no cuenta con los votos suficientes para ser aprobada en el Legislativo.. Los temas controversiales incluyen las cuentas nacionales, el pilar individual/solidario y el rol del Estado. Se espera una relevante moderación en la propuesta antes de ser aprobada.
- **Los retiros de AFPs ya no cuentan con apoyo político.** Como era de esperarse, a principios de jun-23, la Cámara Baja rechazó el proyecto de ley que planteaba nuevos retiros de las AFP, lo que implicó que en un año no podrá discutirse un proyecto similar en el Congreso. Cabe destacar que en las últimas cuatro veces que se ha discutido esta propuesta, el resultado ha sido el mismo: rechazo. Esta política pública, sin duda errónea, ha sido una gran fuente de incertidumbre para el mercado financiero local en los últimos años. Dados los últimos resultados, los activos financieros locales seguirán beneficiándose porque este tipo de iniciativas parecen ya no contar con apoyo político.
- **Se aprobaron cambios en el mercado laboral.** El Congreso aprobó un aumento del salario mínimo de los CLP 410,000 actuales a CLP 500,000 (+22% nominal). También aprobó la reducción de la semana laboral de 45 a 40 horas. Es probable que estos cambios sean examinados con detenimiento por el BCCCh debido a su posible impacto en la inflación.

Incertidumbre política (índice ene-12 = 100) - Reforma tributaria: ingresos



Estimaciones tasa royalty minero (%) - Retiros AFP (# votos a favor en Cámara baja)

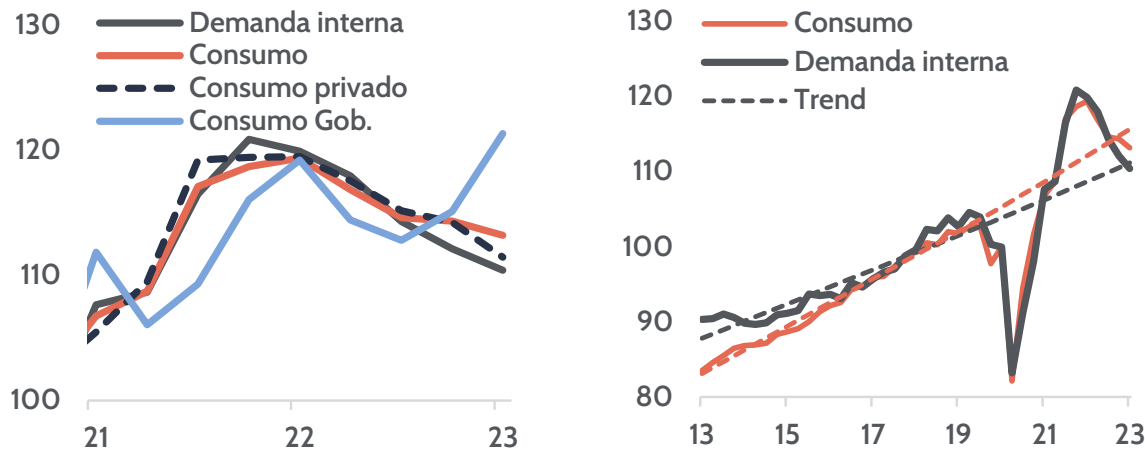


PIB del 1T23 en línea con estimación del BCCh, pero ajuste continuaría en 2T23

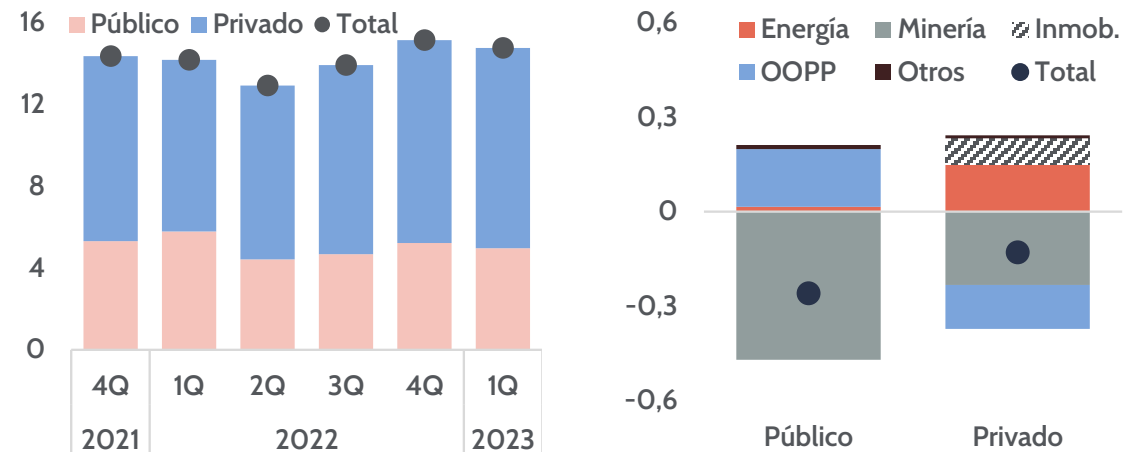
- Crecimiento del PIB en el 1T23, en línea con el escenario base del BCCh.** Durante el trimestre, el PIB cayó un 0.6% a/a, cifra ligeramente mejor que la sugerida inicialmente por el indicador mensual, pero que estuvo alineada con el escenario base del BCCh. El aumento del gasto fiscal, vinculado al pago de las pensiones, suavizó la contracción de la demanda interna que, junto con unas exportaciones netas positivas, respaldó unas mejores cifras de lo previsto. De hecho, durante el trimestre, el consumo privado disminuyó un ~7% en términos anuales, con una caída del consumo de bienes durables de casi el 30%, reflejando el ajuste necesario tras el ritmo poco sostenible registrado en años anteriores. Con este resultado, la demanda interna y los niveles de consumo se sitúan ligeramente por debajo del crecimiento previo a la pandemia, significando un dato importante para el BCCh y la trayectoria esperada de la política monetaria.
- Datos preliminares del 2T23 apuntan a un ajuste más intenso del consumo privado.** El IMACEC de abril mostró que los sectores no mineros disminuyeron con mayor intensidad de lo previsto, incluyendo comercio y servicios. Esto podría implicar que la contracción prevista del PIB durante el 2T podría ser más abrupta de lo estimado inicialmente. En cualquier caso, mantenemos nuestra previsión de crecimiento nulo del PIB para 2023, ya que esperamos un crecimiento positivo secuencial durante la segunda mitad del año, que probablemente compensará el comportamiento negativo de la primera. Para 2024, el PIB aumentaría 2%.

- Fundamentos de la inversión continúan sugiriendo una evolución débil durante el año.** La baja confianza de las empresas y consumidores, condiciones financieras restrictivas y una elevada incertidumbre política, en términos históricos, siguen apuntando a una evolución débil de la inversión en los próximos trimestres. Según la Corporación de Bienes de Capital (CBC), se espera que la cartera de inversiones de 2023 disminuya en ~ USD 6,000 MM con respecto al año anterior. Tras dos revisiones al alza consecutivas, las expectativas de inversión para 2023 se revisaron a la baja en USD 400 MM con respecto al informe anterior. Esto se explica principalmente por una revisión en los proyectos mineros públicos y privados. Sin embargo, otros sectores como energía, inmobiliario y obras públicas han vuelto a aumentar sus estimaciones. Ante esto, no podemos descartar que la discusión sobre el royalty minero haya generado un impacto en la postergación de proyectos mineros, sin embargo, cuenta con el potencial de ser revertido tras la aprobación de la iniciativa.
- Principales riesgos para nuestro escenario base:** i) una mayor probabilidad de un brusco descenso de la economía mundial; ii) persistencia de una inflación subyacente que conduzca a unas condiciones financieras restrictivas durante más tiempo; iii) la potencial reforma fiscal y su impacto en la confianza empresarial e inversión; iv) la potencial reforma de las pensiones y su impacto en los activos financieros; y v) desaceleración de China.

Demanda interna (índice 1T20 = 100, a.e.)



Inversión esperada 2023 (UDS miles MM) – Cambio en inversión 2023 (4T22 vs. 1T23)



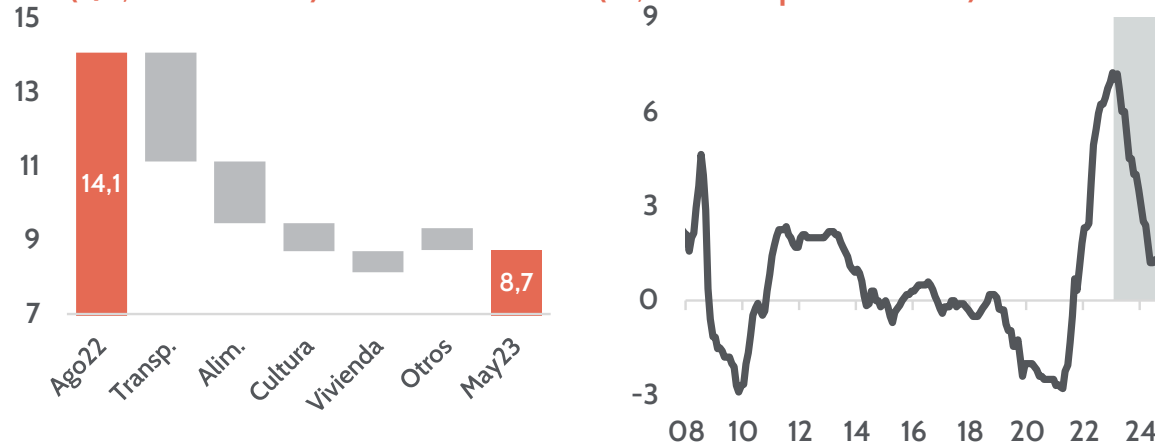
Recorte de tasa comenzaría en jul-23 en medio de convergencia inflacionaria al 3% en 2S24

- **El IPC total continúa disminuyendo.** Desde su máximo en ago-22, la inflación total pasó desde 14% a ~9%, con tres registros consecutivos cayendo a un ritmo de 1pp por mes. Además, durante abril y mayo la inflación sorprendió a la baja las expectativas de mercado. Claramente buenas noticias, sin embargo, casi el 80% del descenso se atribuye a componentes volátiles como transporte y alimentos. El componente núcleo también muestra una tendencia similar, pero en una magnitud mucho menor, cayendo desde ~ 11% anual en sep-22 a ~10% actualmente.
- **BCCh reduce sus estimaciones de IPC y prevé convergencia de inflación para el 2S24.** En el IPoM más reciente, el BCCh redujo la estimación de IPC total y núcleo a Dic-23 a 4,2% (vs 4,6% anterior) y 6,5% (vs 6,9 anterior), respectivamente, mientras que en el mediano plazo ambas medidas convergerían a 3% en el 2S24. En el corto plazo, el componente núcleo seguirá evolucionando por encima de su patrón histórico debido a la indexación. Por otro lado, la apreciación real del CLP agregará una presión adicional a la baja sobre la inflación de bienes.
- **Revisamos IPC a dic-23 al 4.4%.** Nuestro escenario base supone que el IPC total y núcleo continúan desacelerándose en el 2S23 como consecuencia de la caída de los precios de la

energía, la apreciación adicional del CLP, la desaceleración del consumo privado y la debilidad del mercado laboral. Tras las dos sorpresas a la baja en el IPC general, revisamos nuestra estimación del IPC a dic-23 del 5% al 4.4%. Es importante destacar que la expectativa de inflación a 2 años volvió al umbral del 3%, tanto en la encuesta de economistas como en la de operadores financieros, un elemento clave a tener en cuenta por el BCCh y la trayectoria de política monetaria.

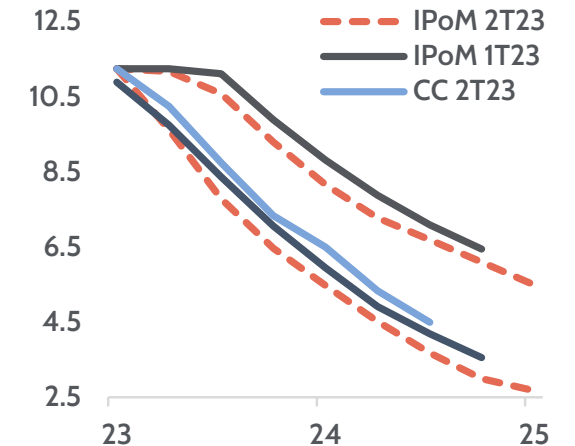
- **Recorte de TPM comenzaría en julio con 50-75bp.** Mantenemos nuestra estimación de una reducción de 50-75pb en la TPM en la reunión de jul-23 y ajustamos a la baja la tasa a dic-23 desde 8.75% al 8.25%, en un contexto de presiones inflacionarias ligeramente menores y de un consumo privado que seguirá ajustándose. De hecho, el índice mensual de actividad económica de abr-23 se situó por debajo del consenso, con una desaceleración particular en los sectores no mineros, sugiriendo que la actividad económica en el 2T23 podría enfriarse más rápido de lo esperado. En este contexto, es probable que los próximos datos de IPC y actividad económica ofrezcan suficiente información acumulada al BCCh para iniciar un ciclo de relajación gradual, manteniendo un enfoque prudente, lo que ha sido habitual en la actitud de los asesores durante el proceso. Para dic-24, esperamos una TPM en torno a 4,5%.

IPC (a/a, contribución) – Tasa real ex-ante (%), TPM – expec. IPC 1 año



Corredor de TPM (%)

	min	max	CC
jun.23	11.3	11.3	11.3
sept.23	9.6	11.2	10.3
dic.23	7.8	10.6	8.8
mar.24	6.5	9.3	7.3
jun.24	5.5	8.2	6.5
sept.24	4.5	7.3	5.3
dic.24	3.7	6.7	4.5

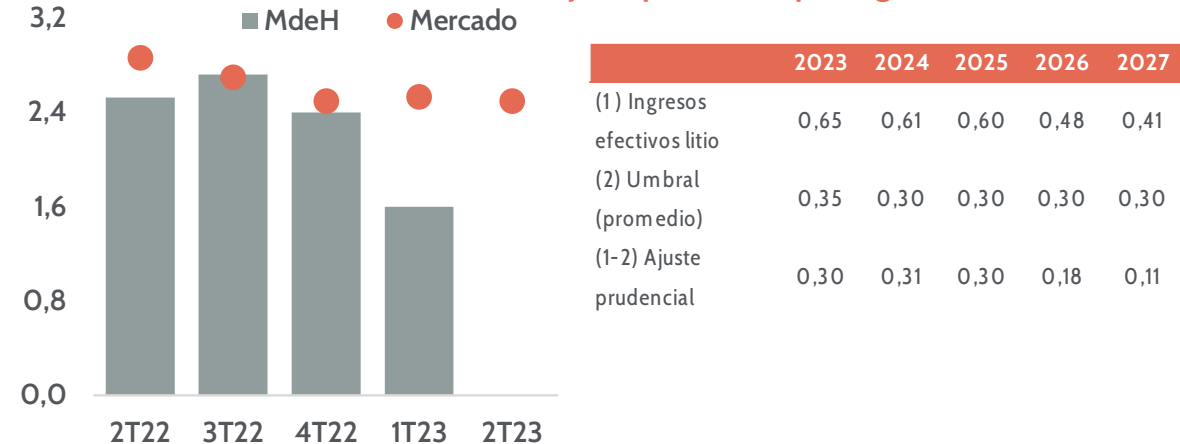


Mejora sustancial en los indicadores fiscales para este año

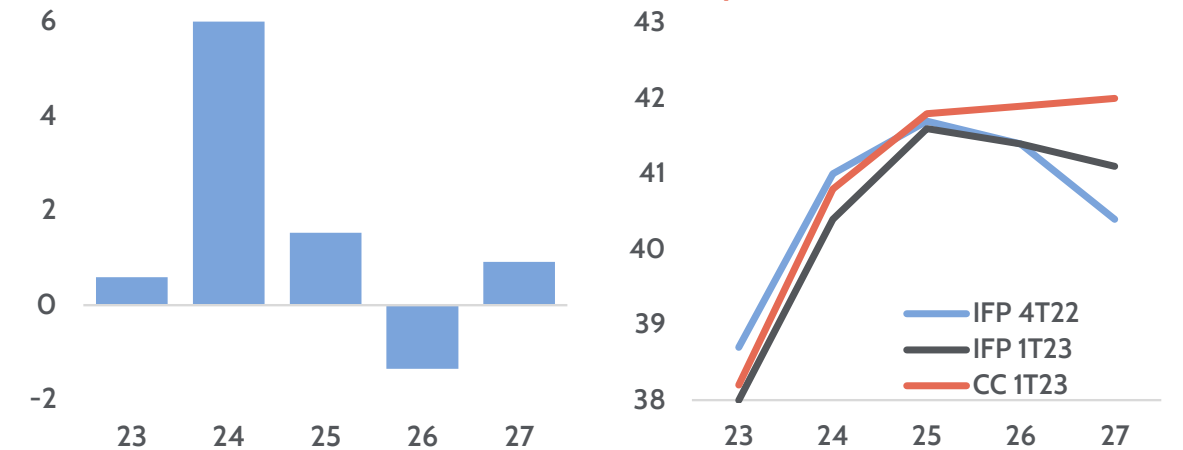
- **Déficit fiscal 2023 revisado a 1.6% del PIB.** En may-23, el Ministerio de Hacienda (MdeH) ajustó la estimación de déficit fiscal para este año desde 2.4% a 1.6% del PIB, como resultado de una mayor recaudación tributaria esperada por USD2,800 MM procedentes del litio, impuestos a los combustibles y el IVA, entre otros. El MdeH señala que: i) los mayores ingresos tanto de SQM como de Albemarle explican la mayor recaudación de impuestos de la industria del litio (+ USD1,000 MM); ii) se espera que los impuestos sobre los combustibles recauden +USD700 MM adicionales debido al aumento de las tasas impositivas; y iii) la mayor inflación y el menor ajuste de la demanda interna explican la recaudación del IVA (+ USD 500 MM). El escenario base del MdeH considera un crecimiento del PIB de +0.3% (vs -0.7% previo), explicado por un mayor dinamismo del PIB no minero, un mayor *carry-over* y una menor base de comparación.
- **Nuevo ajuste del litio para ingresos fiscales.** A partir de este año, el Gobierno incorporó un ajuste prudencial a los ingresos derivados del litio a través de una regla simple que impide que el gasto aumente por encima de un umbral específico. Valoramos positivamente la incorporación de este mecanismo, ya que es un paso en la dirección correcta, sin embargo, la institucionalización de esta regla será clave para su implementación a través de distintas administraciones.

- Según el MdeH, el gasto público real aumentaría un 0.6% este año, pero la expansión el próximo año sería en torno al 6%. Más importante aún, se espera que una parte sustancial del ajuste fiscal futuro tenga lugar en 2026, con una tasa de crecimiento anual negativa. En nuestra opinión, se trata de un escenario complejo, teniendo en cuenta no sólo la evolución histórica del gasto real, sino también el hecho de que en ese año tomará posesión una nueva administración.
- **Los desafíos fiscales se mantienen elevados para los próximos años.** Nuestra principal preocupación continúa siendo la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo. Los principales riesgos son: i) presión social y política a favor de un mayor gasto este año en medio de la ralentización económica y el rechazo a un nuevo retiro de AFPs; ii) la estimación relativamente optimista del crecimiento del PIB promedio para 2024-27 del 2.5%, lo cual podría sobreestimar los ingresos fiscales; y iii) el rechazo de la reforma tributaria arroja dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo. Finalmente, para este año estimamos un ratio deuda PIB de 38.2% y un déficit fiscal de 1.9% del PIB. Para 2024, proyectamos un ratio deuda PIB de 40,8% y un déficit fiscal del 2% del PIB.

Déficit fiscal estimado 2023 (% PIB) – Ajuste prudencial por ingresos del litio (% PIB)



Gasto real estimado del Gobierno (% a/a) – Deuda pública (% del PIB)



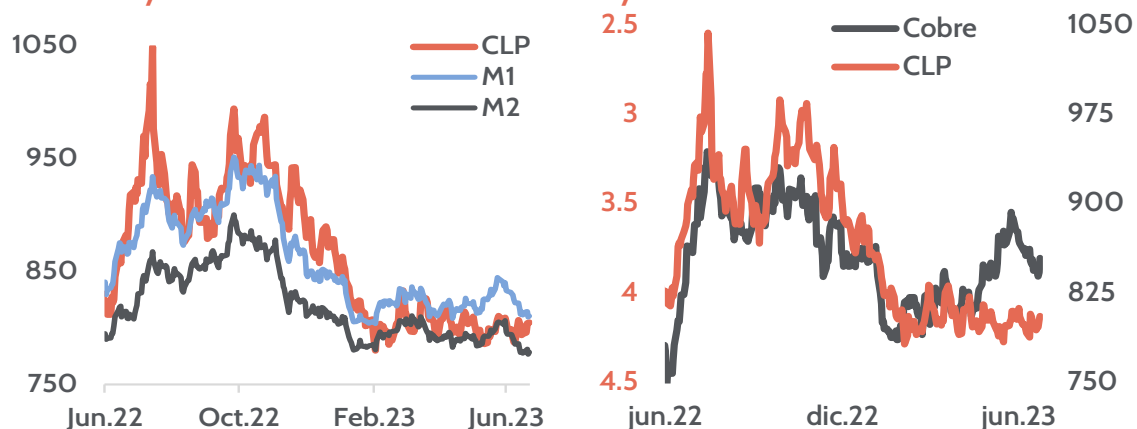
Mantenemos nuestra previsión de USDCLP por debajo de 800 a fin de año

- **Un ligero desajuste a corto plazo.** En el corto plazo, el CLP parece un poco caro frente al USD, según nuestros modelos de valor justo, sugiriendo que la reciente apreciación ha sido más intensa de lo que dicen los fundamentos. El valor justo se sitúa en 810-20, mientras que el nivel spot cotiza en torno a 800 en el momento que redactamos este informe. Así, no podemos descartar una depreciación del CLP en el corto plazo.
- **Dicho esto, seguimos constructivos sobre el desempeño del CLP en el mediano plazo.** Para fin de año mantenemos nuestra estimación de USDCLP en 770 y en 750 para 2024. Los factores externos dominarían sobre los domésticos en los próximos trimestres, en nuestra opinión. Gran parte de la reducción en la incertidumbre política se ha incorporado en el precio del activo, y el premio por riesgo implícito es notablemente bajo, según nuestras estimaciones. Como resultado, no esperamos una apreciación adicional del CLP explicada por esta variable.
- **Un dólar global más débil y un ligero aumento del precio del cobre.** En el frente externo, el dólar a nivel global se debilitaría gradualmente, toda vez que la FED deje de aumentar la tasa y la discusión sobre el inicio del ciclo de relajación probablemente comience -en el 4T23 a medida que la inflación se desacelera. Por su parte, el mercado podría estar sobre reaccionando a los recientes datos de China, y en caso de que la desaceleración se intensifique, no se puede descartar una postura más contundente por parte de las autoridades. A su vez, la oferta de cobre crecería este año por debajo

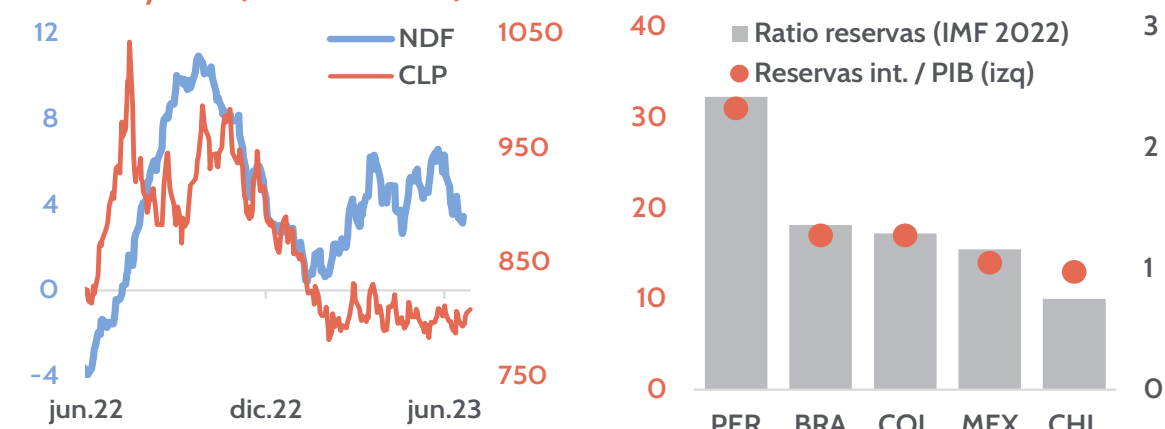
de la demanda, manteniendo el déficit del mercado lo que impulsaría ligeramente al alza el precio desde su nivel actual hacia fin de año. Además, nuestro escenario base no contempla una recesión mundial, como anticipan algunos analistas.

- **El mercado asimiló adecuadamente el programa de reservas del BCCh por USD 10,00 MM.** En una decisión totalmente inesperada por el mercado, el BCCh anunció que, a partir de mediados de junio, comprará USD 40 MM diarios durante los próximos 12 meses. La medida espera fortalecer la liquidez internacional del país en un contexto en el que el mercado cambiario y financiero local funcionan con normalidad. Al día siguiente del anuncio, el USDCLP se depreció más de un 2% acercándose a 810. Sin embargo, los días posteriores, el USDCLP se situó incluso por debajo de los 800, demostrando que estos efectos suelen ser transitorios y que el mercado logró absorber adecuadamente el monto anunciado.
- **Reconstruyendo buffers económicos.** En nuestra opinión, la decisión del BCCh es consistente con un ratio de reservas internacionales a PIB (actualmente en 13%) bajo desde una perspectiva histórica y también en comparación con otros países de LatAm y exportadores de *commodities*. Tras su implementación, la relación volvería a niveles prudentes en torno al 16-17% del PIB. Otras medidas, como los niveles de adecuación del FMI, también evidencian una posición actual de reservas menor que la de sus pares.

USDCLP y modelo fundamental – USDCLP y Cobre



USDCLP y NDF (USD miles MM) – Ratios de reservas internacionales



El Niño tendría un impacto económico moderado en Chile

- En Chile, el Fenómeno de El Niño (FEN) trae consigo un océano más cálido y temperaturas atmosféricas más elevadas, sobre todo en las región central y septentrional. Estas condiciones aumentan la intensidad de las precipitaciones en la zona. De hecho, durante anteriores episodios de este cambio meteorológico, las precipitaciones fueron en promedio un 47% más elevadas de lo normal. En general, las precipitaciones más abundantes y el clima más cálido son bienvenidos en Chile, por lo que el FEN ha tenido históricamente una connotación positiva y se asocia con "años de abundancia". Sin embargo, un evento muy intenso tiene un impacto negativo en la economía debido a las grandes inundaciones y a la disminución de la producción.
- Un FEN moderado es positivo para la agricultura y los servicios públicos, entre otros. Los efectos sobre la actividad económica bajo el supuesto de un FEN moderado son positivos para la agricultura y los servicios públicos, entre otros sectores. En el caso de la agricultura, aumentan los cultivos y las cosechas, mientras que, en el caso de los servicios públicos, una mayor reserva de agua en las regiones secas reduce el costo marginal de la producción de electricidad (preferencia por la generación hidroeléctrica frente a la termoeléctrica). Por otro lado, un evento intenso tendría implicaciones negativas en la economía, particularmente en la agricultura, los servicios públicos, la pesca (el agua más caliente afecta los nutrientes naturales para los peces), la minería (acceso limitado a las minas debido a las inundaciones y a alteraciones de oferta), la infraestructura (destrucción del stock de capital) y las cuentas fiscales (mayor gasto fiscal para reconstrucción).

- Impacto en el PIB de hasta +0.3pp. De acuerdo con lo anterior, nuestros modelos sugieren que un FEN moderado implicaría un crecimiento adicional del PIB de 0.3pp durante los ocho trimestres posteriores al evento. Sin embargo, en caso de un evento extremo, el efecto sería negativo, con un impacto estimado de -0.5pp en el crecimiento total del PIB. Cabe señalar que, en este escenario, en los trimestres siguientes, el efecto negativo se ve compensado por la etapa de reconstrucción de la infraestructura afectada.
- El impacto sobre la inflación no es estadísticamente significativo. Esto podría deberse a la dificultad de aislar los diversos efectos del FEN sobre los precios domésticos y extranjeros, y sobre los distintos sectores de la economía. A nivel local, un FEN moderado supondría una disminución de los precios de los alimentos y de los costos energéticos. Sin embargo, a nivel global, provoca veranos más secos y calurosos en el sureste de Australia y Nueva Zelanda, mientras que produce inundaciones en EE. UU., implicando un aumento de los precios de las materias primas no petroleras, incluyendo el trigo. De este modo, la combinación de efectos negativos y positivos podría ser la razón de un impacto no estadísticamente significativo sobre la inflación. Vale la pena señalar que nuestras estimaciones sobre el impacto del FEN en la actividad económica y la inflación coinciden en magnitud y dirección con la literatura. La inflación podría ser 0.2pp más baja en caso de un fenómeno El Niño moderado, pero 0.4-0.5pp más alta en caso de un fenómeno más intenso. En general, para este año, estimamos que es probable que el FEN tenga un impacto menor sobre la actividad económica y la inflación ya que, hasta ahora, es probable que el evento sea moderado.

Efectos directos e indirectos del fenómeno de el Niño por sectores económicos

	PIB	Agro	Pesca	Servicios	Minería	Vivienda	Const.	Comercio	Consumo	Financiero	Turismo
Normal	+	+		+				-	+		+
Fuerte	?	?	-	+	-	-	+	-	+	+	-

Estimación VAR: respuestas después del choque de El Niño

Trimestres	IPC	PIB
0	0.37	0.15
2	-0.16	1.03
4	-0.20	1.22
6	-0.26	0,63*
8	-0.15	0,38*

Chile: Proyecciones económicas

Chile

Rating (outlook): A (s) / A2 (s) / A- (s)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022	2023E	2024E
Actividad económica								
PIB corriente (USD MM)	276,469	296,031	278,881	254,869	316,484	301,448	344,654	384,174
PIB per cápita (USD)	15,010	15,787	14,596	13,098	16,083	15,203	17,267	19,126
PIB real (var. %)	1.4	4.0	0.7	-6.1	11.7	2.4	0.0	2.0
Demanda Interna real (var. %)	2.9	5.0	0.9	-9.4	21.7	2.3	-2.8	1.1
Consumo real total (var. %)	3.8	3.6	0.7	-6.6	19.3	3.1	-2.8	2.0
Consumo privado real (var. %)	3.6	3.8	0.7	-7.4	20.8	2.9	-4.0	2.0
Consumo público real (var. %)	4.7	3.1	0.5	-4.0	10.3	3.0	3.5	1.0
Inversión bruta real (var. %)	-3.3	6.5	4.5	-10.8	15.7	2.8	-3.0	-0.5
Inversión bruta (% del PIB)	22.3	23.0	24.5	22.5	23.1	24.8	23.6	23.2
Exportaciones reales (var. %)	-1.0	4.9	-2.5	-0.9	-1.4	1.4	3.2	4.8
Importaciones reales (var. %)	4.5	8.6	-1.7	-12.3	31.8	0.9	-7.6	2.0
Tasa de desempleo (promedio, %)	6.9	7.3	7.2	10.6	9.5	7.8	8.9	8.5
Precios y monetario								
Inflación (fin de año)	2.3	2.6	3.0	3.0	7.2	12.8	4.4	3.0
Inflación (promedio)	2.2	2.4	2.6	3.1	4.5	11.6	7.9	3.4
Tasa de referencia (fin de año)	2.50	2.75	1.75	0.50	4.0	11.25	8.25	4.5
Cuentas fiscales								
Balance Fiscal Efectivo	-2.8	-1.6	-2.7	-7.4	-7.6	1.1	-1.9	-2.0
Balance Fiscal Estructural	-2.0	-1.5	-1.5	-2.7	-11.4	0.2	-2.0	-2.0
Deuda pública bruta (% del PIB)	23.6	25.1	28.0	33.0	36.0	37.3	38.2	40.8
Deuda pública neta (% del PIB)	4.4	5.7	7.9	13.4	20.1	19.4	20.2	20.5
Sector externo								
Balanza comercial (USD MM)	7,490	4,409	3,016	18,917	10,470	3,807	12,613	12,418
Exportaciones	68,904	74,838	68,792	74,024	94,774	98,548	101,045	102,542
Importaciones	61,414	70,430	65,776	55,108	84,304	94,741	88,432	90,124
Balanza en cuenta corriente (USD MM)	-7,616	-13,265	-14,505	-4,952	-23,193	-27,102	-11,173	-12,015
(Como % del PIB)	-2.8	-4.6	-5.3	-1.9	-7.5	-9.0	-3.8	-3.8
IED (USD MM)	5,237	7,943	13,579	11,447	15,933	20,865	19,235	21,583
Reservas Internacionales (USD MM)	38,983	39,861	40,657	39,200	51,330	39,154	37,281	43,264
Deuda externa (% del PIB)	61.7	67.7	75.7	73.6	84.1	76.4	72.5	69.0
Tipo de cambio (fin de período)	615	696	744	711	850	860	770	750
Tipo de cambio (promedio)	649	640	703	792	750	872	800	780

Fuente: INE, BCCh, Dipres, Estimaciones Credicorp Capital

Colombia

Contexto político sigue en el centro de atención en medio de un escenario de menor crecimiento y una inflación aún elevada

[Índice](#)

Resumen ejecutivo y balance de riesgos

- **Actividad económica.** El PIB creció 3% a/a en el 1T23, mostrando un dinamismo mayor al esperado a principios de año (~2%). El buen resultado se explicó principalmente por: i) un consumo privado dinámico a pesar de fundamentales más débiles, ii) un consumo público más fuerte en el margen y iii) una contribución significativa de las exportaciones netas (fuerte caída de las importaciones a la par de un sólido avance de las exportaciones). Así, la actividad económica avanzó 1.4% t/t a.e. (4T22: +0.4%), acumulando 7 trimestres de crecimiento continuo. Con estos resultados ajustamos nuestra proyección de crecimiento para 2023 a 1.6% (1.1% anterior). Dicho esto, seguimos previendo un ajuste relevante tanto del consumo como de la inversión privadas en medio de condiciones financieras ajustadas, precios elevados, impuestos más altos y una mayor incertidumbre política. En concreto, prevemos que la inversión total se contraerá y el consumo privado apenas crecerá en 2023 tras un ritmo de expansión insostenible en años anteriores. Por el contrario, el gasto público apoyará el crecimiento económico, ya que la inversión pública será más fuerte a nivel subnacional por ser el último año de gobernadores y alcaldes, mientras que el Gobierno Central planea aumentar los gastos primarios en ~2% del PIB vs. 2022. Además, las exportaciones netas contribuirán positivamente al crecimiento debido al ajuste esperado en la demanda interna (-0.1%). En cualquier caso, los riesgos para nuestras previsiones siguen siendo inusualmente altos dada la elevada incertidumbre del entorno global y su potencial efecto sobre el comercio y el precio de las materias primas, así como por los efectos potenciales de las reformas y propuestas presentadas por el Gobierno. Recordemos que la administración Petro ha propuesto cambios que podrían afectar las reglas del juego de sectores estratégicos (ej., transición energética, intervención en servicios públicos, congelamiento de tarifas de peajes, reforma de salud) así como generar un aumento generalizado de los costos de producción (ej., aranceles de importación y reforma laboral, aunque esta última se hundió en el Congreso). Así, creemos que las empresas mantendrán una postura de esperar y ver, aguardando más claridad y condiciones financieras más flexibles, lo que generará presiones de corto plazo sobre el empleo y la inversión. Para 2024, esperamos que el PIB crezca un 2.2%.
- **Inflación.** La inflación alcanzó un máximo de 13.3% a/a en mar-23, desacelerándose gradualmente desde entonces, ubicándose actualmente en 12.4% a/a. El grupo de alimentos ha sido el principal factor detrás de la reducción, mientras que la inflación de bienes (ex. alimentos y regulados) se ha moderado en los últimos dos meses, lo que estaría reflejando el ajuste en curso en la demanda de los hogares por bienes y el comportamiento favorable del COP en lo corrido del año. Por el contrario, la inflación regulada ha mantenido la tendencia alcista en medio del necesario ajuste en el precio de la gasolina y tarifas de servicios públicos más altas, mientras que la inflación de los servicios (ex. alimentos y regulados) sigue siendo elevada, reflejando una sólida demanda de los hogares por servicios, así como mecanismos de indexación. Con todo, la medida de inflación subyacente preferida del BanRep que excluye alimentos y regulados, se mantiene muy por encima del umbral del 3% (10.5% a/a). Esperamos que el proceso de desinflación gradual continúe por: i) la normalización de precios de alimentos, ii) la reducción esperada en la demanda interna y iii) la reciente apreciación del COP. Sin embargo, los riesgos siguen siendo significativos por: i) la incertidumbre respecto a la senda futura del precio de los combustibles, ii) el tipo de cambio, iii) el fenómeno de El Niño en 2S23 y iii) los potenciales efectos de la política gubernamental de “aranceles inteligentes”. Mantenemos nuestras previsiones de inflación en 8.4% para dic-23 y en 4% para dic-24.
- **Política monetaria.** Dado que las expectativas de inflación a 12 meses han descendido 150pb desde ene-23 (6.4% actualmente) y que la brecha del producto se tornaría negativa desde el 1S24, creemos que gradualmente se están dando las condiciones para que en el 2S23 comience un ciclo de relajación monetaria. En consecuencia, mantenemos nuestra visión de una tasa repo en 10.75% en dic-23 (consenso: 11.75%). Destacamos que en nuestro escenario base, la tasa real ex-ante se mantendría en un nivel aún alto de ~6.5% en dic-23, similar a los niveles actuales (6.4%), lo que parece demasiado alto y algo inconsistente, por lo que es probable que el BanRep tenga que recortar fuertemente la tasa de política en algún momento para evitar un efecto no deseado sobre la actividad. Dicho esto, también reconocemos que es poco probable, al menos por ahora, que el BanRep ejecute recortes de tasas más drásticos este año en medio de los riesgos alcistas para la inflación mencionados anteriormente. Por lo tanto, podríamos ver un ciclo de relajación más pronunciado en el 1S24, llevando la tasa de política al 7% en dic-24.
- **Cuentas Fiscales.** El Ministerio de Hacienda (MdH) publicó recientemente el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de 2023, en donde se incluyen metas de déficit fiscal mucho mayores para 2023 y 2024 de lo esperado anteriormente, lo que significa niveles más altos de deuda pública en el futuro. Esto no fue una sorpresa para nosotros, pues hemos reconocido riesgos no despreciables, incluidos una alta carga de intereses, el déficit del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) y un supuesto de altos precios del petróleo anteriormente, todo esto en un contexto de mayores presiones de gasto público. Específicamente, el MdH ahora espera un déficit fiscal de 4.3% del PIB en 2023, (3.8% anterior), convergiendo así a nuestra estimación de larga data. Para 2024, el déficit proyectado es de 4.5% del PIB, muy por encima de la cifra anterior (3.6%) y más cerca de nuestro pronóstico previo (4.2%) en medio de un aumento significativo de 1.8pp del PIB en el gasto primario total (ex-FEPC), adicional al aumento de 1.6pp en 2023. Según el ministro Bonilla, las nuevas metas fiscales cumplen con la Regla Fiscal considerando precios del petróleo y un crecimiento del PIB que será menor al esperado anteriormente. También reafirmó que el Gobierno seguirá cumpliendo estrictamente con la Regla Fiscal. En nuestra opinión, las cuentas fiscales seguirán enfrentando importantes desafíos en medio de los riesgos para el crecimiento económico, el objetivo del Gobierno de aumentar materialmente el gasto social y las propuestas de reforma con potencial impacto fiscal en el mediano y largo plazo.
- **FX.** Al momento de escribir este informe, el COP es la moneda con mejor desempeño globalmente YTD. Los eventos políticos recientes y los desarrollos en torno a las propuestas de reforma más sensibles para el Gobierno parecen haber mejorado el sentimiento del mercado, permitiendo así que los activos financieros locales se comporten más en línea con las tendencias globales. Asimismo, la mejora de las cuentas externas también está dando soporte al COP (esperamos que el déficit en cuenta corriente -DCC- caiga de 6.2% del PIB en 2022 a 4.1% en 2023). Dicho esto, los riesgos externos siguen siendo elevados y se prevé que la incertidumbre interna siga siendo alta en los próximos meses. En general, aunque somos más constructivos sobre el COP, preferimos permanecer en el lado conservador por ahora, por lo que asumimos que el tipo de cambio se ubicará alrededor de USDCOP 4,400 para fines de año (vs. 4,700 anteriormente)
- **Política.** El Gobierno atraviesa momentos difíciles en medio de recientes escándalos que involucran a personas cercanas al Presidente, el lento avance de las reformas de pensiones y salud, el hundimiento de la reforma laboral y un aumento significativo en la tasa de desaprobación de G. Petro. Todo ello en la antesala de las elecciones regionales de oct-23.

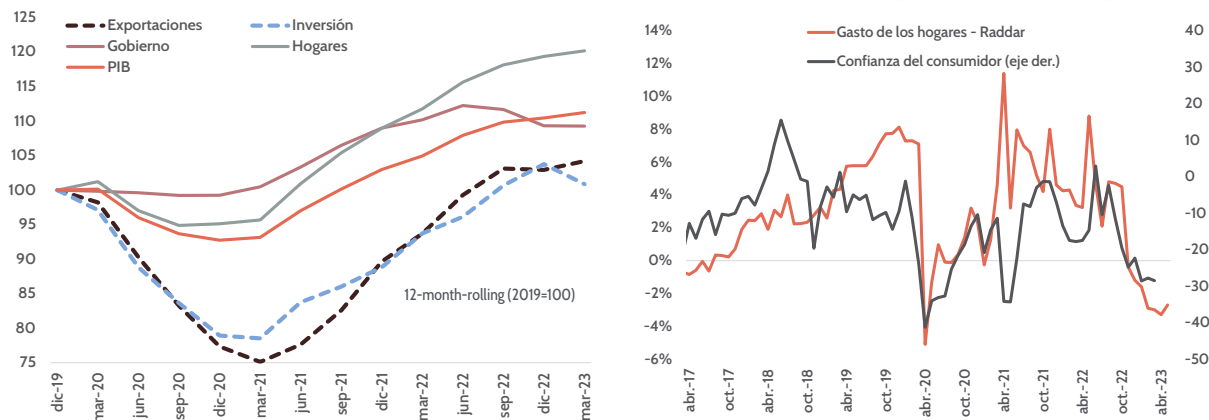
Política: ¿removiendo capas de pesimismo gradualmente?

- Sin duda, la elección de Gustavo Petro como el primer presidente de izquierda en la historia generó preocupaciones, especialmente considerando su intención de aumentar materialmente el rol del Estado en la economía (ej., seguridad social), intervenir los precios de algunos sectores directamente (ej., electricidad, peajes) o a través de aranceles y, lo que es más importante, detener la adjudicación de nuevos contratos de exploración de petróleo y gas.
- Sin embargo, parece que el nivel de pesimismo ha disminuido en los últimos meses, lo que se ha reflejado en el desempeño de los activos financieros domésticos, especialmente en el tipo de cambio y las tasas locales. Aunque seguimos estimando que la prima por riesgo político incorporada en los activos sigue siendo elevada, creemos que los acontecimientos políticos recientes han generado cierto alivio, permitiendo que los activos locales reflejen en mayor medida las tendencias globales y su elevado beta. En el frente real, también destacamos que, luego de registrar un récord anual de USD 6.6 mil MM en 2022, las salidas de los hogares y las empresas no financieras residentes ascendieron a USD 272 MM en el 1T23, el nivel más bajo desde el 4T21, posiblemente reflejando una mejora en el sentimiento.
- El presidente Petro atraviesa momentos difíciles en medio de escándalos que involucran a personas cercanas a él. La exjefa de Gabinete, Laura Sarabia, está bajo investigación por una prueba de polígrafo y escuchas telefónicas presuntamente ilegales a su exniñera luego de un caso de robo de dinero de la casa de Sarabia. También apareció evidencia de que el embajador en Venezuela, Armando Benedetti (mano derecha de G. Petro durante la campaña), sabía de estas acciones (él fue quien recomendó a Sarabia con Petro). Además, en unos audios filtrados a la prensa, Benedetti sugirió que la campaña de Petro pudo haber recibido financiamiento irregular. Como resultado, Petro se vio obligado a expulsar tanto a Sarabia como a Benedetti de su gobierno y ahora se investiga el financiamiento de la campaña.
- Estos hechos han complicado aún más la discusión de las principales propuestas de reforma del Gobierno una vez la opinión pública se ha enfocado en los escándalos. Si bien se han logrado algunos avances en las reformas de salud y pensiones, siguen siendo mucho más lentos de lo esperado por el Gobierno, ya que solo han tenido un debate de los cuatro necesarios para su aprobación. Por su parte, la reforma laboral fracasó al no lograr tener el primer debate antes del final de la legislatura (20-jun), lo que significó un fuerte golpe para el Gobierno ya que esta reforma era una de las principales promesas de campaña (según algunas estimaciones, la reforma podría haber aumentado los costos laborales para las empresas en un 12-15%). Todo esto en un contexto donde el Gobierno no tiene mayoría en el Congreso luego de que Petro rompiera la coalición en abr-23, precisamente por la dificultad para conseguir la aprobación de sus principales propuestas en el Congreso.
- En este sentido, creemos que los mercados están otorgando una mayor probabilidad al escenario en el que las reformas más sensibles se diluyen o incluso no se aprueban. Una de las razones por las que el Gobierno quería que las reformas fueran aprobadas en el 1S23 es que las elecciones regionales de oct-23 se llevarán la atención de los congresistas a partir de jul-23. Además, la tasa de aprobación de G. Petro ha caído significativamente (del ~56% en ago-22 al ~30% actual) mientras que su tasa de desaprobación casi se ha triplicado del 20% al ~60%. Esto no solo podría reducir aún más el apoyo a las reformas en el Congreso, sino que también podría significar que el Presidente tenga una menor capacidad para convocar a la población a manifestaciones masivas en apoyo de sus propuestas. De hecho, el mandatario ya ha probado esta estrategia tres veces, pero hasta ahora con poco éxito; por el contrario, las manifestaciones recientes convocadas por la oposición han tenido una asistencia masiva en varias ciudades importantes.
- En nuestra opinión, la caída en la tasa de aprobación del Presidente se explicaría por factores que incluyen la alta inflación, una creciente percepción de inseguridad en varias regiones y, de hecho, preocupaciones sobre los posibles efectos de las reformas propuestas. Respecto a esto último, según la última encuesta de Invamer, el 64% de la población considera que el sistema de salud debería tener solo algunos cambios (vs. 29% que piensa que debería reformarse por completo), el 56.7% no está de acuerdo con la propuesta de detener la adjudicación de nuevos contratos de exploración de petróleo/gas y, en general, el 61% no está de acuerdo con las reformas anunciadas hasta ahora por el gobierno.
- Asimismo, también creemos que otros factores también han contribuido a mejorar el sentimiento recientemente:
 - i. **Claramente, las instituciones están funcionando:** esto se refleja en el lento avance de las reformas de salud y pensiones en el Congreso, así como en el hundimiento de las reformas política y laboral, la suspensión del decreto para intervenir en la regulación del sector de servicios públicos por parte del Consejo de Estado, el anuncio de la Corte Constitucional de que podrá suspender de inmediato las leyes aprobadas por el Congreso que sean manifiestamente inconstitucionales, las decisiones de la Fiscalía General tendientes a evitar fuertes cambios en las condiciones legales de los grupos ilegales en medio del objetivo del Gobierno de un proceso de paz integral, entre otros factores.
 - ii. **El ministro de Hacienda, Ricardo Bonilla, ha enviado los mensajes correctos.** En general, Bonilla ha reafirmado el compromiso del Gobierno con la Regla Fiscal y con una transición fluida de la economía en medio de la propuesta de transición energética, cuidando los déficits gemelos.
 - iii. **La última versión de la propuesta de reforma de pensiones fortalece el fondo de ahorro.** Las estimaciones preliminares sugieren que la nueva propuesta aumentaría el tamaño del fondo en comparación con el borrador inicial. Por lo tanto, esto reforzaría el escenario base de que el fondo compensaría la menor inversión esperada en el mercado de TES por parte de las AFP en los próximos años, ya que su tamaño anual sería incluso mayor que el monto anual de TES comprado por las AFP en los últimos años (según nuestras estimaciones, las AFP han absorbido ~30% de las emisiones anuales de TES en los últimos diez años en promedio, o ~0,7% del PIB). Así, la nueva versión de la reforma implicaría que recursos adicionales estarían disponibles para invertir en otras clases de activos. Por otro lado, el proyecto también estableció los recursos del fondo de ahorro serían administrados a través de patrimonios autónomos o encargos fiduciarios en las AFP, en sociedades fiduciarias o en compañías de seguros que serán seleccionadas a través de un proceso de licitación pública. ([ver reporte completo](#)).
 - iv. **Si bien las propuestas del Presidente plantean varias preocupaciones como ya se mencionó, debe admitirse que hasta ahora ha demostrado respeto por la democracia y el estado de derecho.**
 - v. **Dicho lo anterior, es probable que el ruido político y la incertidumbre se mantengan altos en el futuro.** La atención se centrará en: i) la estrategia para obtener la aprobación de las reformas más importantes y, por lo tanto, la relación con el Congreso, ii) la posible reconfiguración del escenario político tras las elecciones regionales, y iii) el progreso de las investigaciones tras los escándalos recientes. Asimismo, seguimos pensando que las movilizaciones sociales son un factor clave para monitorear de cara a la polarización histórica que vive el país. Si bien parece que actualmente la probabilidad de ver manifestaciones masivas en apoyo a las reformas gubernamentales y que impongan presiones al Congreso para que las apruebe es baja, sabemos que las condiciones sociales/políticas pueden cambiar rápidamente.

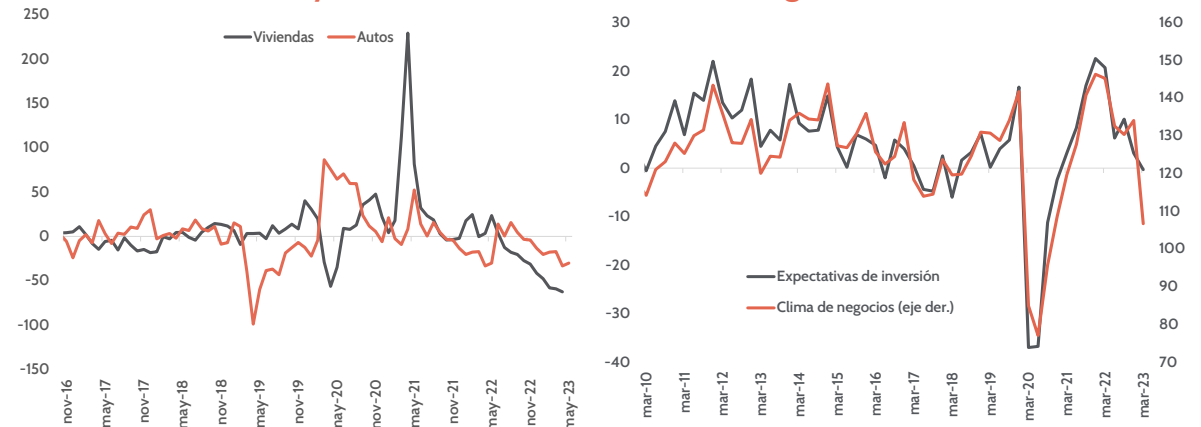
Las estimaciones de crecimiento para 2023 se han elevado, pero la demanda interna se contraerá

- En el 1T23 el PIB creció 3% a/a, en línea con el consenso del mercado y de nuestra estimación, pero superando ampliamente lo previsto a inicios de año (~2%). De hecho, la actividad se expandió un robusto 1.4% t/t a.e. (+0.4% en 4T22), acumulando así 7 trimestres de crecimiento continuo.
- El crecimiento del 1T23 superó lo inicialmente esperado por: i) un consumo privado aún dinámico (1T23: +2.9% a/a) liderado por servicios (+6.4% a/a). El consumo de los hogares aumentó 0.5% t/t, sumando 7 trimestres de crecimiento continuo y manteniéndose 18% sobre el nivel prepandemia, a pesar del debilitamiento de los fundamentales; ii) una recuperación del consumo público en el margen (+7.4% t/t; 4T22: -3.4%); y iii) una contribución significativa de las exportaciones netas una vez las ventas externas registraron un ritmo de crecimiento saludable (+5.1% a/a), en medio de una fuerte caída de las importaciones (-7.5% a/a).
- La caída de las importaciones es consistente con la contracción observada en la inversión fija (1T23: -1% a/a), concentrada en el rubro de maquinaria y equipo, el cual reportó un sólido avance en trimestres anteriores. Destacamos que la inversión bruta cayó un -10.3% a/a en medio de una importante reducción de inventarios. Esto llevó a que la demanda interna cayera -0.1% a/a, la primera reducción desde el 4T20.
- Por el lado de la oferta, destacamos que los servicios financieros (22.8% a/a) y las actividades de entretenimiento (18.7% a/a) contribuyeron en conjunto con 1.7pp al crecimiento del 1T23. El buen resultado de las aseguradoras (incluyendo el efecto base estadístico relacionado con el pago de una indemnización por un siniestro del proyecto Hidroituango en el 1T22) fue el principal impulsor en el primer caso, mientras que el DANE resaltó el crecimiento de las apuestas en línea desde la pandemia como un factor clave tras el sólido desempeño en el segundo caso.
- En contraste, la construcción fue el único sector que se contrajo en el 1T23 (-3.1% a/a) liderado por una reducción de obras civiles (-14.9%), sugiriendo un lento avance de obras públicas, especialmente carreteras y puentes.
- Tras conocerse el crecimiento del 1T23, ajustamos nuestra proyección de 2023 a 1.6% (1.1% previo), dado que el DANE revisó la cifra de 2022 a 7.3% (7.5% anterior), creando una base estadística más favorable para este año. Además, ahora esperamos un ajuste más profundo en las cuentas externas (mayor reducción de importaciones), lo que significa una mayor contribución de las exportaciones netas al crecimiento económico.
- Dicho esto, seguimos pronosticando una desaceleración considerable de la actividad en los próximos trimestres, jalonada por el consumo privado, en medio de tasas de interés más altas, disminución del ingreso real de los hogares, impuestos más altos y una elevada incertidumbre política. La reciente caída de la confianza del consumidor respalda esta opinión.
- Por su parte, esperamos que la inversión total se contraiga ~5% este año. Mantenemos nuestra expectativa de larga data de debilidad en la inversión privada por: i) condiciones financieras más estrictas; ii) impuestos más altos (empresas enfrentarán el efecto conjunto de las reformas fiscales de 2021 y 2022); y iii) elevada incertidumbre política. Respecto a esto último, debe recordarse que el Gobierno ha propuesto cambios que pueden afectar las reglas de juego de sectores estratégicos (e.j., transición energética, intervención en servicios públicos, congelamiento de peajes, reforma de salud), así como aumentos en costos de producción (e.j., aranceles de importación). Así, creemos que las empresas mantendrán una postura de esperar y ver, aguardando más claridad y condiciones financieras más flexibles.
- Por el contrario, consideramos que el gasto público apoyará el crecimiento en 2023, ya que la inversión pública será más fuerte en los próximos meses a nivel subnacional por ser el último año de gestión de administraciones locales, mientras que el Gobierno Central planea aumentar los gastos primarios en ~2% del PIB vs. 2022. Con todo, esperamos que la demanda interna caiga -0.1% este año. Para 2024, esperamos que el PIB crezca un 2.2%.

PIB por el lado de la demanda - Confianza del consumidor y gasto de los hogares



Ventas de viviendas y automóviles (a/a) - Clima de negocios e inversión (%)

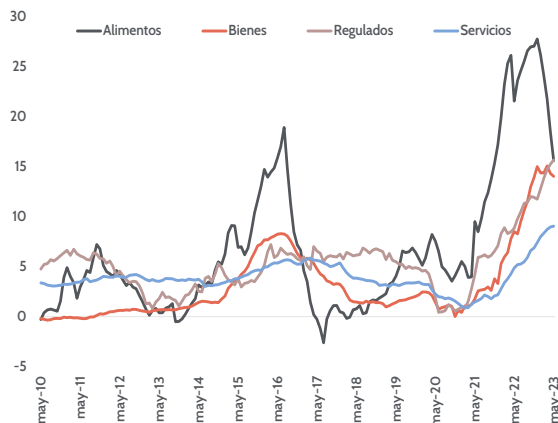


Condiciones para un ciclo de flexibilización de monetaria comienzan a surgir... gradualmente

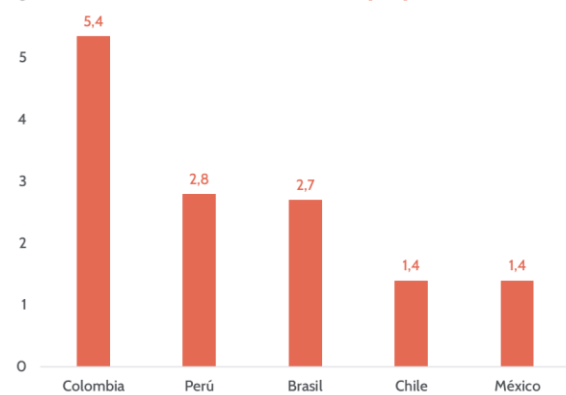
- La inflación alcanzó un pico de 13.3% a/a en mar-23, desacelerándose gradualmente desde entonces (actualmente en 12.4% a/a). El grupo de alimentos ha sido el principal factor detrás de la reducción en medio de una base estadística favorable, la mejora de las condiciones climáticas luego de un período prolongado de fuertes lluvias (un evento de La Niña moderado) y la normalización del ciclo productivo de varios productos tras los bloqueos de carreteras durante los disturbios de 2021. En consecuencia, la inflación de alimentos ha pasado de 27.8% en dic-22 a 15.7% a/a.
- También destacamos la reducción de la inflación de bienes (ex. alimentos y regulados) en los últimos dos meses (actualmente en 14% a/a desde un máximo de 15.1% en mar-23), lo que estaría reflejando el ajuste en la demanda de los hogares por bienes (1T23: -8.2% a/a en términos reales) y el comportamiento favorable del COP en lo corrido del año.
- Por el contrario, la inflación de regulados ha mantenido su tendencia alcista (15.7% a/a actualmente) en medio de mayores precios de gasolina (en pleno proceso de reducción del déficit del FEPC) y tarifas de servicios públicos. Además, la inflación de servicios (ex. alimentos y regulados) se mantiene alta (9.1% a/a), reflejando una sólida demanda de los hogares por servicios (+6.4% a/a en términos reales en 1T23) así como mecanismos de indexación, que siguen siendo un factor de riesgo principal.
- Con todo, la medida de inflación subyacente preferida del BanRep que excluye alimentos y regulados, se mantiene muy por encima del umbral del 3% al 10.5% a/a, aunque ha mostrado algunos signos de estabilización en los últimos meses.
- Esperamos que el proceso de desinflación gradual continúe gracias a la normalización en curso de los precios de los alimentos en medio de los factores mencionados anteriormente, la reducción esperada en la demanda interna y el efecto de la reciente apreciación del COP. Asimismo, destacamos que los costos de producción han mejorado en los últimos meses con la caída del IPP desde un máximo de 34.6% a/a en may-22 a -1.4% a/a actualmente, lo que debería aliviar las presiones sobre los precios finales.

- Algunos factores limitarán la velocidad del proceso de desinflación, incluida la necesidad de continuar aumentando el precio de los combustibles y los mecanismos de indexación en medio de la alta inflación pasada y el aumento del 16% en el salario mínimo.
- Esperamos que la inflación llegue a 8.4% a/a al cierre del año. Si bien esta cifra representa una reducción no despreciable desde los niveles actuales, la inflación en Colombia mantendrá la mayor desviación de la meta del Banco Central en LatAm en dic-23. El balance de riesgos sigue sesgado al alza considerando, por ejemplo, la política gubernamental de "aranceles inteligentes" que puede crear presiones alcistas en algunos precios. La trayectoria futura de los precios de la gasolina y el comportamiento del tipo de cambio son riesgos adicionales. Finalmente, el fenómeno de El Niño esperado en el 2S23 puede crear algunas presiones si la intensidad del evento climático fuese fuerte, vía afectación en la producción de alimentos por sequías. Sin embargo, es demasiado pronto para saberlo (ver la página siguiente).
- En nuestro escenario base, esperamos que el BanRep comience el ciclo de flexibilización en sep-23, llevando la tasa repo a 10.75% para fin de año. Si bien el calendario de reuniones de política parece algo ajustado para acometer un ajuste significativo, el análisis de la tasa real ex-ante lleva a pensar que el BanRep deberá recortar fuertemente la tasa de política en algún momento para evitar un efecto no deseado sobre la actividad. Con nuestra estimación de TPM al cierre de 10.75% (consenso: 11.75%), la tasa de política real ex ante se mantendría en un nivel aún alto de ~6.5% en dic-23, similar al nivel actual (6.4%), lo que no parece tener sentido en el contexto de un crecimiento económico mucho más bajo (el BanRep estima que la brecha del producto será negativa para el 1T24) y expectativas de inflación descendentes.
- Dicho esto, reconocemos que es poco probable, al menos por ahora, que el BanRep ejecute recortes de tasas más drásticos este año en medio de los riesgos alcistas mencionados anteriormente. En consecuencia, podríamos ver un ciclo de relajación más pronunciado en el 1S24, llevando la tasa de política al 7% en dic-24.

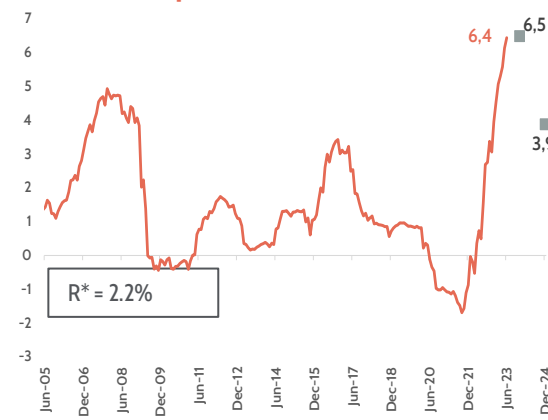
Inflación por categorías (var % a/a)



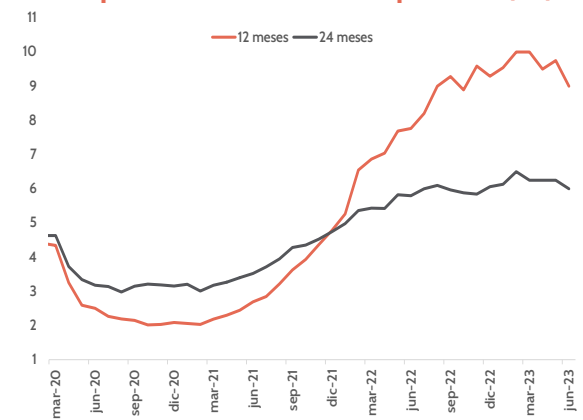
Desviación de estimaciones de inflación 2023 vs. meta (%)



Tasa de política real ex-ante (%)



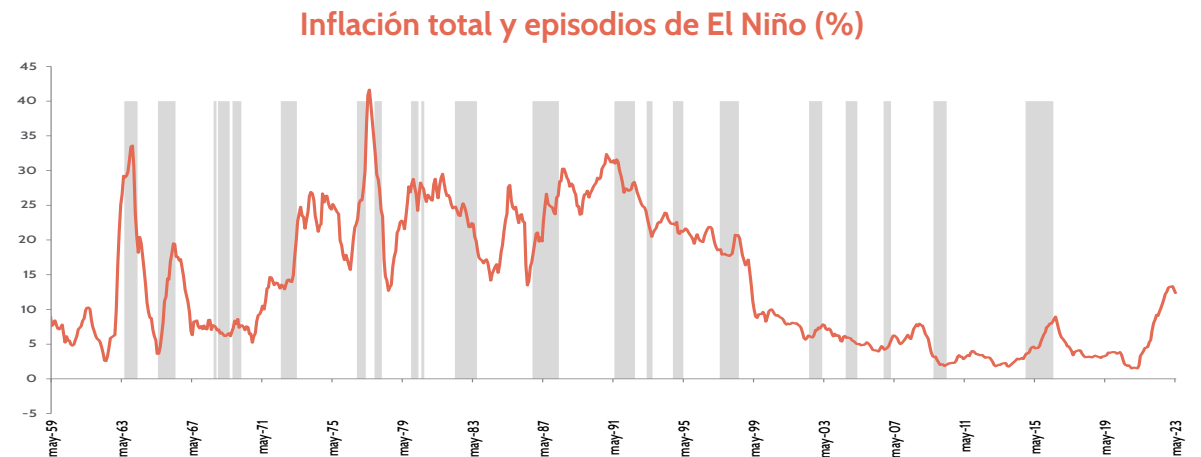
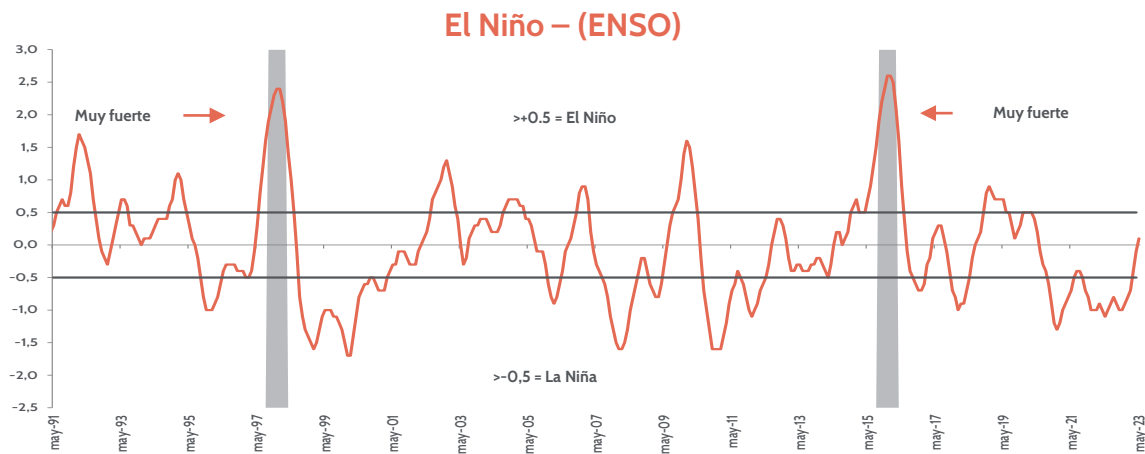
Expectativas de tasa de política (%)



Fenómeno de El Niño, factor de riesgo a monitorear... especialmente para la inflación

- Según la Administración Nacional Oceánica y Atmosférica (NOAA), las condiciones para un fenómeno de El Niño se siguen desarrollando y las probabilidades de observar un evento fuerte son del 56%, mientras que las de un caso de al menos intensidad moderada son del 84%. Este fenómeno climático tiende a alcanzar su fuerza máxima entre octubre y febrero y generalmente persiste entre 9 y 12 meses, aunque ocasionalmente puede durar hasta 2 años.
- En Colombia, el principal efecto de El Niño es la reducción de las precipitaciones, aunque no es generalizado en todo el país. Los déficits de lluvia se suelen observar en las regiones Andina, Caribe y Orinoquia y, por el contrario, en el sur del país y en los Llanos se suelen presentar precipitaciones superiores a lo normal.
- Considerando que cerca del 65% de la producción agrícola y el 75% de la población total se ubican en las regiones donde son habituales los déficits de lluvias por El Niño, los principales impactos se sienten en los sectores de agricultura, energía y transporte como resultado de daños o menores rendimientos de cultivos y mayores costos de generación de energía.
- En cualquier caso, varios estudios y estimaciones propias sugieren que el impacto del choque climático sobre la actividad económica es moderado, incluso en el caso de un evento fuerte. Esto se debe principalmente a un mayor crecimiento del sector de servicios públicos en medio de una mayor oferta de gas dirigida a las plantas termoeléctricas y la mayor demanda de electricidad debido al mayor uso de aire acondicionado, que tiende a compensar el impacto negativo de las sequías, especialmente en el sector agrícola. Con todo, estimamos que el impacto del fenómeno de El Niño en el crecimiento del PIB es bastante bajo: ~0.1pp para el caso de un evento moderado y 0.2-0.3pp para un episodio fuerte.
- Dicho todo esto, el mayor riesgo de El Niño se concentra en la inflación a través del impacto de las sequías sobre el suministro de alimentos. De hecho, encontramos que la inflación anual de alimentos se aceleró o mostró una tendencia alcista el 100% de las veces luego del inicio de ese fenómeno climático.

- Sin embargo, la evidencia también sugiere que el efecto es temporal una vez que el suministro de alimentos se recupera gradualmente a medida que se desvanece el choque climático.
- Pese a lo anterior, el efecto sobre la inflación puede ser significativo, especialmente bajo un evento fuerte. Según un estudio del BanRep de 2019, un choque fuerte de El Niño impacta significativamente la inflación de alimentos 6 a 9 meses tras el choque y la elasticidad acumulada es cercana a los 465pb. Esto es consistente con el resultado de otros análisis y nuestras estimaciones. Así, el efecto acumulado sobre la inflación total podría llegar a 1-1.5pp.
- Sin embargo, cabe señalar que existe evidencia de una reducción en la magnitud del impacto de El Niño sobre la inflación a lo largo del tiempo, considerando –entre otros factores– que el peso de los alimentos dentro del IPC ha disminuido de 48.9% en 1983 a 28.2% en 2008 y 15% desde 2018. Además, recordemos que los choques fuertes de El Niño más recientes (1997-1998 y 2015-2016) ocurrieron en medio de escenarios económicos difíciles (crisis financiera interna y caída de los términos de intercambio, respectivamente) marcados por una fuerte depreciación del COP que tendió a ejercer una presión adicional sobre la inflación, dificultando la evaluación del efecto específico del choque climático. Por lo tanto, el efecto de El Niño sobre la inflación es altamente incierto ya que también depende de factores como la brecha del producto, la tasa de cambio y la intensidad del fenómeno.
- Respecto a la política monetaria, la teoría sugiere que el Banco Central no debe responder a factores temporales que afecten la inflación. Dicho esto, si el impacto sobre la inflación no es despreciable, las expectativas de inflación podrían verse afectadas, lo que llevaría a la autoridad monetaria a reaccionar. Con todo, El Niño es un riesgo a monitorear, lo que puede conducir a un proceso de desinflación más gradual y, por lo tanto, a un ciclo de relajación de la política monetaria más lento. Lo cierto es que es demasiado pronto para saberlo.

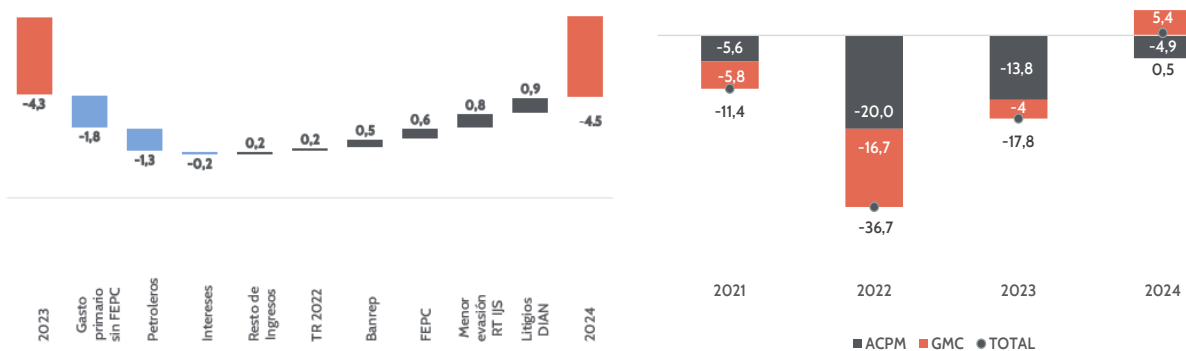


MFMP 2023: metas de déficit fiscal más altas en 2023-2024... ¿en línea con lo esperado?

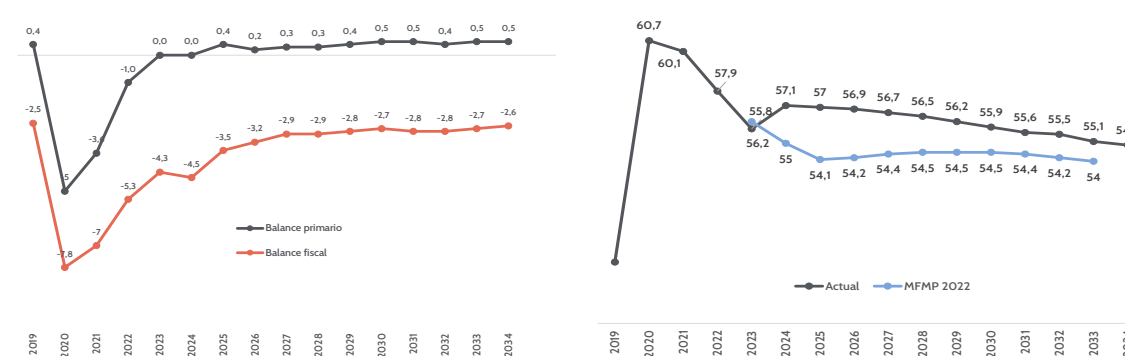
- Según el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) 2023 publicado hace dos semanas por el Ministerio de Hacienda, el déficit fiscal alcanzará 4.3% del PIB (3.8% previo), convergiendo a nuestra estimación de larga data. Esto se debe principalmente a: i) la disminución de los precios de las materias primas (ahora se considera un precio promedio de petróleo de USD 78.6 en 2023 vs. USD 94.2 previo), y ii) menores ingresos fiscales por reducción de las importaciones. Ahora el Ministerio de Hacienda (MdH) espera que este año el balance primario alcance un equilibrio, por debajo del superávit previsto anteriormente (+0.6% del PIB).
- Para 2024 la meta de déficit fiscal es de 4.5% del PIB (3.6% previo), cercana a nuestra estimación (4.2%). Esto se explica principalmente por: i) la reducción en el precio promedio del petróleo de 2023; ii) aumento en pago de intereses (4.5% del PIB; 2023: 4.3%); y iii) un menor crecimiento económico estimado para el próximo año (MdH estima 1.5% vs. 2.8% anterior). El MFMP destaca el pago intereses como el factor clave del aumento del déficit fiscal frente al 2023. En todo caso, destacamos que el gasto primario total –excluyendo el FEPC– aumentará 1.8pp en 2024 hasta 19.4 % del PIB (en adición al ajuste de +1.6pp en 2023), mientras que los ingresos fiscales aumentarán 1.2pp (20.5 % del PIB) gracias a los mayores ingresos de la última reforma tributaria (+1.3pp), eficiencia en gestión fiscal (+0.8pp) y litigios tributarios (+0.9pp); por supuesto, estas dos últimas cifras están sujetas a una alta incertidumbre. Bajo estas nuevas metas, el MdH también espera un balance primario equilibrado en 2024, por debajo del superávit de +0.4% del PIB estimado anteriormente.
- El MdH espera que el déficit fiscal comience a disminuir a partir de 2025, alcanzando el 3.5 % del PIB, 3.2 % en 2026 y 2.9 % en 2027, estabilizándose en torno a esos niveles después de 2030. La reducción del déficit del FEPC será un factor clave para la reducción de los déficits fiscales en los próximos años. Es importante destacar que el MdH proyecta que los pagos dirigidos al FEPC desaparecerán para 2025, luego de representar 1.6% y 1% del PIB en 2023 y 2024, respectivamente.

- Bajo este escenario, se espera que la deuda neta caiga de 57.9% del PIB en 2022 a 55.8% en 2023, aumentando a 57.1% en 2024, para converger gradualmente al nivel ancla e 55% establecido en la Regla Fiscal en 2030, lo que es un aumento frente a la trayectoria presentada anteriormente.
- Según el MdH, los nuevos objetivos fiscales cumplen con la Regla Fiscal dados los ajustes a la baja en los precios del petróleo y el crecimiento del PIB. La evaluación de las nuevas metas por parte del Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) será clave. Según el ministro Bonilla, el Gobierno continuará cumpliendo estrictamente con la Regla Fiscal.
- En general, el MFMP de 2023 incluye metas de déficit fiscal más altos para 2023 y 2024 de lo esperado anteriormente, lo que significa niveles más altos de deuda pública en el futuro. En cualquier caso, esto no fue una sorpresa para nosotros una vez que las nuevas cifras están muy cerca de nuestras estimaciones de larga data, ya que hemos reconocido riesgos no despreciables de varios factores, incluyendo una alta carga de intereses, el déficit del FEPC y supuestos optimistas de precios del petróleo, en un contexto de mayores presiones de gasto público.
- En general, las cuentas fiscales seguirán enfrentando desafíos significativos en medio de riesgos para el crecimiento económico, el objetivo del Gobierno de aumentar materialmente el gasto social y las propuestas de reforma con potencial impacto fiscal en el mediano y largo plazo, incluidas las reformas de pensiones y salud, así como la propuesta de transición energética. Con respecto a las principales reformas gubernamentales que se discuten actualmente, Bonilla reafirmó que el costo fiscal será relativamente bajo, mientras que Colombia seguirá exportando petróleo y carbón por lo menos durante los próximos 10 a 15 años. En cualquier caso, los agentes se mantendrán cautelosos hasta que se obtenga más claridad en las políticas del Gobierno. Además, se debe tener en cuenta que el objetivo de déficit fiscal de 2024 está sujeto a un riesgo no despreciable, ya que depende en gran medida de factores inciertos como la gestión fiscal y los litigios tributarios.

Cambio en deficit fiscal entre 2023-24 (% del PIB) – Déficit FEPC (COP BB)



Balance fiscal total y primario – Deuda pública neta (% del PIB)



Cuentas externas empiezan a ser más constructivas para el COP

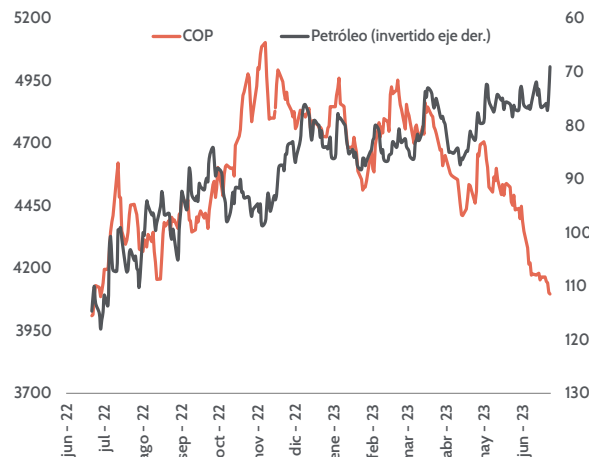
Balanza de Pagos (USD MM)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
PIB nominal (USD MM)	282.870	311.856	334.116	323.084	270.145	318.610	344.000	332.049	353.964
Cuenta Corriente	-12.587	-9.924	-14.041	-14.808	-9.346	-17.981	-21.446	-13.554	-15.434
% del PIB	-4.4%	-3.2%	-4.2%	-4.6%	-3.5%	-5.7%	-6.2%	-4.1%	-4.4%
Bienes y servicios	-13.451	-8.762	-10.556	-14.146	-13.090	-20.032	-16.579	-13.479	-14.873
Bienes	-9.176	-4.285	-6.394	-9.863	-8.870	-13.984	-11.818	-9.322	-10.426
Exportaciones	34.063	39.786	42.993	40.656	32.309	42.736	59.764	54.385	57.104
Importaciones	43.239	44.070	49.387	50.518	41.179	56.719	71.582	63.708	67.530
Servicios	-4.275	-4.477	-4.162	-4.283	-4.220	-6.049	-4.761	-4.157	-4.448
Exportaciones	8.706	9.536	10.731	10.668	5.915	8.081	12.733	12.987	13.896
Importaciones	12.981	14.013	14.893	14.952	10.135	14.129	17.494	17.144	18.344
Renta Factorial	-5.312	-8.046	-11.442	-9.717	-5.044	-8.723	-17.209	-12.046	-13.251
Transferencias	6.177	6.883	7.957	9.055	8.788	10.775	12.342	11.972	12.690
Cuenta de Capital	12.339	9.625	12.954	13.298	8.161	16.513	4.270	13.710	15.300
Inversión Directa	9.341	10.011	6.172	10.836	5.772	6.201	13.327	11.510	11.100
Ingresos	13.858	13.701	11.299	13.989	7.459	9.381	17.048	15.500	14.500
Inversión de Portafolio	4.945	1.800	-862	-24	1.768	4.595	-265	-300	1.200
Créditos y deuda	2.403	1.276	-8.852	-5.904	-4.435	-6.736	-8.792	2.500	3.000
Cambio en activos de reserva	165	545	1.187	3.333	4.328	654	571	156	-134

COP vs. monedas Latam (Índice jun-22 = 100)



COP vs. Petróleo (USDCOP / USD)



- Según el BanRep, la Balanza de Pagos (BdP) registró un déficit en cuenta corriente (DCC) de USD 3,400 MM en el 1T23, equivalente a 4.2% del PIB trimestral, un ajuste de 2pp del PIB vs. 1T22 (6.2%; USD 5,400 MM). En el acumulado de 4 trimestres, el DCC cayó del 6.2 % del PIB en dic-22 al 5.7 % en el 1T23. La menor demanda interna y menores costos de fletes internacionales llevaron a una reducción en las importaciones vs. 1T22 (-USD 2.2 BB) mientras que las exportaciones totales aumentaron USD 400 MM por mayores exportaciones mineras y flujos de turismo. Con todo, el déficit de la balanza comercial se redujo en USD 2,600 MM, convirtiéndose en el principal factor detrás de la mejora anual del DCC.
- Destacamos que la IED alcanzó los USD 4.300 MM en el 1T23 (5.3% del PIB trimestral) mientras que la inversión directa de colombianos en el exterior ascendió a USD 740 MM. Así, la inversión directa neta alcanzó los USD 3.600 MM, cubriendo totalmente el DCC en el 1T23.
- Así, los resultados del 1T23 de la BdP fueron favorables y esperamos que el proceso de ajuste continúe, ya que la desaceleración de la demanda interna conduce a menores importaciones y los menores precios de las materias primas reducen la repatriación de utilidades de las empresas extranjeras. Por supuesto, los precios más bajos de las materias primas ejercerán presión sobre el lado de las exportaciones. Con todo, mantenemos nuestras previsiones de larga data para el DCC en 4.1% del PIB para 2023, un ajuste significativo vs. 2022 (6.2%), brindando por lo tanto soporte al COP.
- Al momento de escribir este informe, el COP se erige como la moneda con mejor desempeño en todo el mundo YTD. Los acontecimientos políticos recientes y los desarrollos en torno a las propuestas de reforma más sensibles para el Gobierno parecen haber mejorado el sentimiento del mercado, permitiendo así que los activos financieros locales se comporten más en línea con las tendencias globales y con su elevado beta. Destacamos que luego de registrar un récord anual de USD 6,6 mil MM en 2022, las salidas de los hogares y las empresas no financieras residentes ascendieron a USD 272 MM en el 1T23, el nivel más bajo desde el 4T21, lo que también sugiere un mejor sentimiento interno y, de hecho, ha contribuido a la apreciación reciente del COP.
- Seguimos estimando que la prima por riesgo incorporada en el FX sigue siendo alta y, por lo tanto, su desempeño futuro seguirá dependiendo significativamente de los acontecimientos políticos. Durante las próximas semanas/meses la atención de los inversionistas se centrará en: i) la estrategia del presidente Petro para lograr la aprobación de sus reformas más importantes y, por ende, su relación con el Congreso, luego del lento progreso de las reformas de salud y pensiones, así como el hundimiento de la reforma laboral, ii) la potencial reconfiguración del escenario político tras las elecciones regionales del 29-oct y iii) las investigaciones de los escándalos que involucran a personas cercanas al Presidente.
- En un escenario favorable donde la prima de riesgo continúa descendiendo y el dólar global se deprecia durante el 2S23 en línea con las expectativas actuales del mercado, el USDCOP podría alcanzar niveles cercanos a los 3,900 en los próximos meses. Dicho esto, luego de una apreciación cambiaria acumulada de casi 20% desde su máximo, se recomienda mantener un enfoque cauteloso ya que creemos que los niveles actuales son atractivos para comprar dólares adoptando una visión de mediano plazo. Cabe recordar que los riesgos externos siguen siendo elevados con una mayor probabilidad de una recesión y la Fed sigue sugiriendo que es probable que se requieran más subidas de tasas (todo lo cual podría tener un impacto negativo en los precios del petróleo), mientras que la incertidumbre interna seguirá siendo alta en los próximos meses. Con todo, aunque somos más constructivos sobre el comportamiento futuro del COP, preferimos mantenernos en el lado conservador por ahora mientras se obtiene más claridad, por lo que suponemos que el tipo de cambio se ubicará alrededor de USDCOP 4,400 para fin de año. (antes teníamos 4,700).

Colombia: Proyecciones económicas

Colombia

Rating (outlook): BB+ (s) / Baa2 (s) / BB+ (s)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Actividad económica								
PIB corriente (USD MM)	311,884	334,116	323,084	270,145	318,610	344,000	332,049	353,964
PIB per cápita (USD)	6,577	6,923	6,541	5,363	6,241	6,665	6,423	6,847
PIB real (var. %)	1.4	2.6	3.2	-7.3	11.0	7.3	1.6	2.2
Demanda Interna real (var. %)	1.1	3.5	4.0	-7.5	13.4	9.4	-0.1	2.4
Consumo real total (var. %)	2.3	4.0	4.3	-4.1	13.6	7.8	1.1	2.1
Consumo privado real (var. %)	2.1	3.2	4.1	-4.9	14.5	9.5	0.5	1.9
Consumo público real (var. %)	3.6	7.4	5.3	-0.8	9.8	0.3	3.9	2.9
Inversión bruta real (var. %)	-3.2	1.5	3.0	-21.1	12.6	16.8	-5.3	4.0
Inversión bruta (% del PIB)	22.2	22.0	21.9	18.7	18.9	20.6	19.2	19.5
Exportaciones reales (var. %)	2.6	0.6	3.1	-22.7	15.9	14.8	3.6	2.8
Importaciones reales (var. %)	1.0	5.8	7.3	-19.9	26.7	22.3	-3.8	3.9
Tasa de desempleo (% , promedio)	9.4	9.7	10.5	16.1	13.8	11.2	11.9	11.5
Precios y monetario								
Inflación (fin de año)	4.1	3.2	3.8	1.6	5.6	13.1	8.4	4.0
Inflación (promedio)	4.3	3.2	3.5	2.5	3.5	10.2	10.9	6.2
Tasa de referencia (fin de año)	4.75	4.25	4.25	1.75	3.0	12.0	10.75	7.0
Cuentas fiscales								
Balance Fiscal GNC (% del PIB)	-3.6	-3.1	-2.5	-7.8	-7.1	-5.3	-4.3	-4.5
Deuda bruta GNC (% del PIB)	46.4	49.3	50.3	65.1	63.0	61.1	61.5	62.2
Deuda neta GNC (% del PIB)	43.9	46.3	48.4	60.7	60.1	57.9	55.8	57.1
Deuda bruta SPNF (% del PIB)	52.1	54.9	55.5	71.3	70.3	69.7	67.0	67.5
Deuda neta SPNF (% del PIB)	34.8	36.8	39.6	51.9	53.3	52.5	50.0	50.7
Sector externo								
Balanza comercial (USD MM)	-4,285	-6,394	-9,863	-8,870	-13,984	-11,818	-9,322	-10,426
Exportaciones	39,786	42,993	40,656	32,309	42,736	59,764	54,385	57,104
Importaciones	44,070	49,387	50,518	41,179	56,719	71,582	63,708	67,350
Balanza en cuenta corriente (USD MM)	-9,924	-14,041	-14,808	-9,346	-17,981	-21,446	-13,554	-15,434
(Como % del PIB)	-3.2	-4.2	-4.6	-3.5	-5.7	-6.2	-4.1	-4.4
IED (USD MM)	13,701	11,299	13,989	7,459	9,381	17,048	15,500	14,500
Reservas Internacionales (USD MM)	47,637	48,402	53,174	59,039	58,588	57,290	57,452	57,318
Deuda externa total (% del PIB)	40.0	39.5	42.9	57.1	53.9	53.4	54.0	52.7
Tipo de cambio (fin de período)	2,984	3,249	3,297	3,416	4,039	4,810	4,400	4,500
Tipo de cambio (promedio)	2,951	2,957	3,283	3,693	3,720	4,256	4,500	4,450

Fuente: DANE, BanRep, Bloomberg, Estimaciones Credicorp Capital

1/ Sector Público Consolidado (SPC): corresponde al balance fiscal del gobierno incluyendo el SPNF (GNC y Sector Descentralizado), el BanRep y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin).

Perú

La economía este año crecería más cerca de 1% que de 2%

Índice

Resumen ejecutivo y balance de riesgos

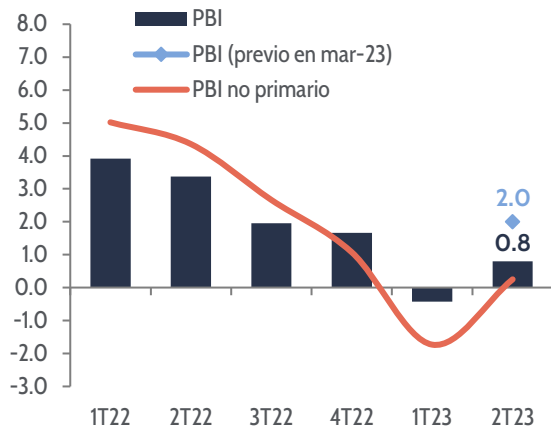
- **Actividad Económica.** Recortamos nuestra proyección de crecimiento del PIB para este año a 1.3% desde 1.8%. La economía peruana se contrajo 0.4% a/a en el primer trimestre afectada por las protestas sociales de enero y febrero, así como el exceso de lluvias inesperado de marzo. El rebote en el segundo trimestre fue menor al inicialmente previsto debido al impacto de “El Niño” Costero. La actividad económica apenas creció 0.3% a/a en abril y se decretó la suspensión de la primera temporada de pesca de anchoveta (algo que no había ocurrido desde fines de 2008, que existe el régimen de cuotas de pesca). En este contexto, el crecimiento del PIB del segundo trimestre se habría ubicado a lo más en 0.8% a/a. Luego de un crecimiento casi nulo en el primer semestre, el PIB rebotaría ligeramente por encima del 2% a/a en el segundo semestre debido a: i) recuperación gradual de la confianza empresarial en un entorno sociopolítico más estable, ii) mejora relativa en la capacidad adquisitiva real de las familias por una reducción gradual de la inflación, y iii) Continuo *catch up* de los sectores más afectados por la pandemia (asociados al turismo). El año 2024 luce bastante incierto dado el potencial impacto de “El Niño”. Según el último comunicado del ENFEN (16-jun): “se espera que ‘El Niño’ Costero continúe hasta el verano de 2024 (...) con una magnitud entre débil (38%) y moderada (36%).”
- **Inflación.** La inflación al consumidor (IPC) de Lima Metropolitana (LM) se ha mantenido cerca o por encima de 8% en los últimos 14 meses debido a la persistente inflación de alimentos, que registra 14 meses consecutivos por encima de 11%. Sin embargo, al 26 de junio algunos productos alimenticios evidencian caídas en sus precios, de hasta dos dígitos vs el mes previo como en el caso del pollo. De esta manera, la inflación del IPC de LM de jun-23 podría descender por debajo de 7% a/a y, de mantenerse esta tendencia de reducción de precios de alimentos, podría ubicarse por debajo de 6% a/a entre ago/sep-23 hasta cerrar el año en 4.8% a/a (con riesgos a la baja si la caída de precios de alimentos se consolida). Incluso si la inflación anualizada cerrase apenas por debajo del 5% este año, si se considera el promedio móvil 3 y 6 meses anualizado de la inflación mensual, la inflación se ubicaría entre 3% y 4% a/a en el último trimestre del año. Por su parte, la inflación del IPC *núcleo* registra dos meses continuos de caída desde su pico de 5.9% a/a en mar-23 a 5.1% a/a en may-23. Si esta mantiene su ritmo promedio mensual de ene/may-23 (0.3%), cerraría el año cerca de 3.5% a/a. De esta manera, nuestra proyección de 4.1% a/a para fines de 2023 puede tener riesgos a la baja.
- **Tasa política monetaria:** Mantenemos nuestra expectativa de que el BCRP recortará su tasa de referencia en 100pbs en el 4T23 debido a que: i) la inflación y sus expectativas tendrían un descenso más notorio en lo que resta del año (en may-23, la inflación esperada a 12 meses se ubicó en 4.2%); ii) la brecha producto será claramente negativa con el crecimiento casi nulo previsto de la demanda interna; iii) la Fed estaría próxima a concluir su ciclo de subida de tasas; y iv) otros bancos centrales de la región, como el Banco Central de Chile y Brasil, ya han empezado a mostrar posturas a favor de recortes de tasas.
- **Cuentas fiscales.** En 2023, el déficit fiscal se ubicaría cerca del límite de la regla fiscal de 2.4% del PIB. A la fecha, las principales calificadoras mantienen la perspectiva de deuda soberana de Perú de largo plazo en moneda extranjera en “Negativo” y sin cambios en su rating: Fitch (abr-23, BBB); Moody’s (feb-23, Baa1); S&P (dic-22, BBB). No esperamos cambios.
- **Cuentas Externas y tipo de cambio.** Esperamos que el déficit de cuenta corriente disminuya de 4.0% a 2.0% del PIB entre 2022 y 2023 debido a la corrección de fletes internacionales, la recuperación gradual del turismo receptivo y un mayor superávit comercial. Este año el superávit comercial se ubicaría en torno a USD 13 mil MM debido a menores importaciones a causa de una demanda interna menos dinámica. Al 26-jun, el tipo de cambio PEN/USD cerró en 3.645, en torno a mínimos desde abr-22. En lo que resta del año se espera una ligera depreciación del PEN, en línea con el recorte previsto de la tasa BCRP en 4T23 y una FED que recién cortaría su tasa en 2024. Así, esperamos que el tipo de cambio cierre el año entre 3.70 y 3.75 soles por dólar, aunque si el precio del cobre regresa a niveles por encima de USD/lb 4 podríamos ver un tipo de cambio más apreciado.
- **Fortalezas y oportunidades:** Perú aún mantiene sus anclas de estabilidad macroeconómica (deuda pública: 33% del PIB, RIN: 30% del PIB). Esto, combinado con un entorno sociopolítico más estable, permitió al MEF realizar la recompra e intercambio de bonos más grande de su historia en junio, aprovechando exitosamente el contexto de apreciación del PEN y la caída de tasas largas. Luego del choque transitorio de “El Niño”, los sólidos fundamentos macroeconómicos del Perú le permitirán retomar su senda de convergencia hacia el promedio de ingreso per cápita latinoamericano. La velocidad de este *catch up* dependerá de la capacidad para destrabar y movilizar inversión privada.

El PIB tuvo un crecimiento casi nulo en el primer semestre

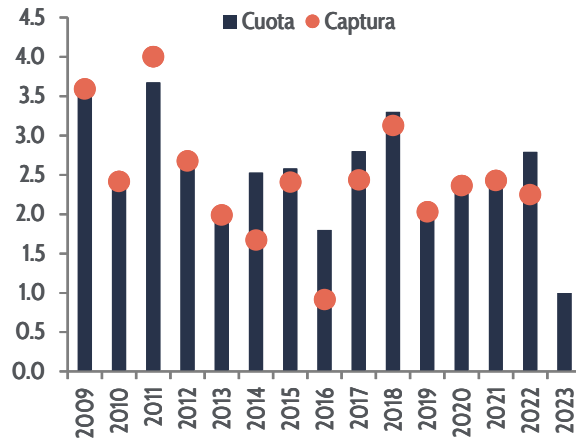
- Estimamos que el PIB creció a lo más un 0.2% a/a en 1S23, su ritmo semestral más bajo en 22 años sin incluir la pandemia. La mina de cobre Quellaveco aportó alrededor de 0.4 pp. directos al crecimiento del primer semestre, sin ello el PIB habría caído.
- Como se sabe, durante 1T23, el PIB cayó 0.4% a/a debido al contexto de elevada conflictividad social de inicios de año y el exceso de lluvias en marzo por el ciclón Yaku.
- Además, el crecimiento del PIB en 2T23 fue menor al inicialmente previsto (+0.8% a/a vs previo +2% a/a) a causa del impacto de “El Niño” Costero. De acuerdo con el Comité encargado del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN), en mar-23 se esperaba un desarrollo de condiciones de “El Niño” Costero de magnitud débil en los meses restantes de 2023. En abr-23 tal previsión cambió a condiciones de magnitud moderada y en may-23 se proyectó una magnitud de fuerte a moderada.
- Como consecuencia del calentamiento del mar por “El Niño” Costero, Produce decretó la suspensión de la primera temporada de pesca de anchoveta debido a la alta presencia de juveniles. Desde que se dispuso el sistema de cuotas de pesca a fines de 2008, no se había suspendido la primera temporada de este recurso. Esto afectaría, tanto el desempeño del sector pesca como el de manufactura primaria y explicaría alrededor de 0.5 pp. de la revisión a la baja del PIB en 2T23.

- La actividad económica creció apenas 0.3% a/a en abr-23. Esto respondió a la contracción de los sectores no primarios de -1.0% a/a (cinco meses consecutivos en negativo) por la caída de manufactura no primaria (-8.3% a/a) y construcción (-5.1% a/a), atenuados por comercio (+3.2% a/a). Los sectores primarios crecieron 5.2% a/a impulsados por minería (+21% a/a), pese a que el agro registró su mayor caída en los últimos 30 años (-20% a/a). La caída del agro ocurrió por la afectación de la campaña de siembra de fines de 2022, debido a la pasada escasez de fertilizantes, y sequías y heladas en la sierra sur entre nov-22 y ene-23. Sólo este sector restó cerca de 1 pp. al crecimiento del mes de abril.
- Los indicadores de actividad económica de mayo y junio apuntan hacia una lenta recuperación de la economía de manera heterogénea. Por un lado, los despachos de cemento de Asocem aún muestran tasas de caída a dos dígitos, aunque ligeramente menores que en 1T23 (-15% a/a) y 8% por encima de su nivel prepandemia de may-19; mientras que, la demanda de electricidad sin Quellaveco se desaceleró a 3.3% a/a (al 22-jun) desde 4.9% a/a en may-23. Por otro lado, el número de transacciones en el Sistema de Liquidación Bruta se aceleró a 5.8% a/a (al 22-jun) desde -11.3% a/a en may-23.

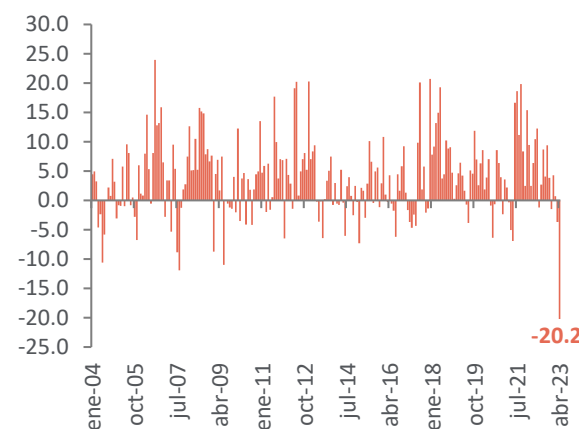
PIB y PIB no primario
(Var. % a/a)



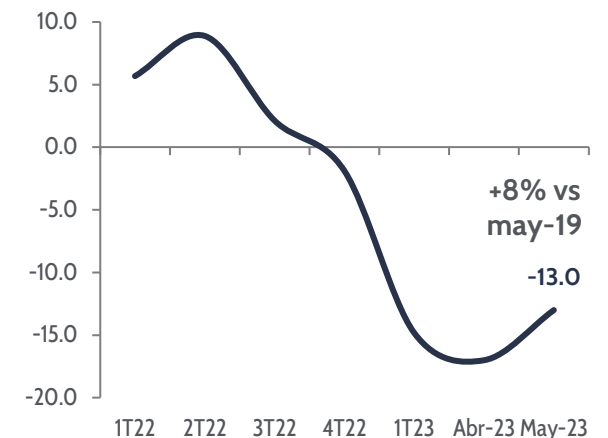
1era temporada pesca anchoveta zona norte-centro
(Millones TM)



Índice de actividad agrícola
(Var. % a/a)



Despachos de cemento Asocem
(Var. % a/a)

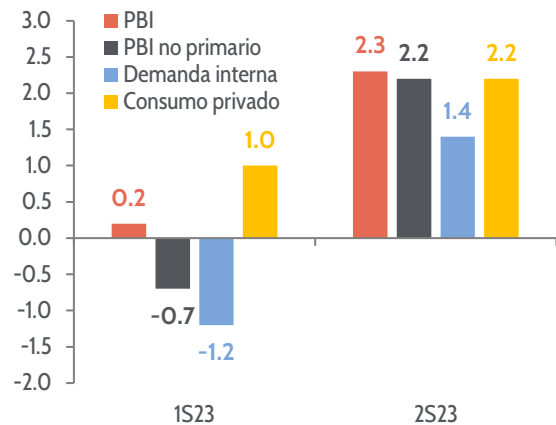


Recortamos nuestra proyección de crecimiento de PIB de este año a 1.3% desde 1.8%

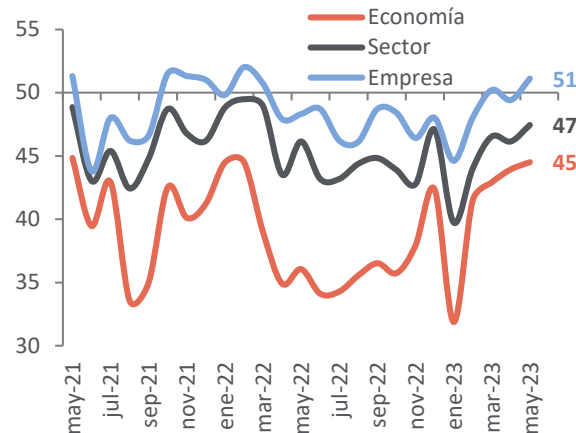
- Luego de un crecimiento casi nulo en 1S23, el PIB rebotaría ligeramente por encima del 2% a/a en el segundo semestre debido a:
 - Recuperación gradual de la confianza empresarial en un contexto sociopolítico más estable. Esperamos que poco a poco se gatillen nuevas inversiones. Así, se destacan ya algunos anuncios de inversión: nuevas plantas de producción (Planta de Cal Unacem por USD 40 millones, Ladrillos Pirámide por USD 15 MM); y nuevos campus universitarios (UTEC por USD 50 MM, Univ. Científica del Sur por USD 22 MM). Asimismo, se espera la apertura de nuevos Malls en 2S23 (La Molina, SJL e Iquitos).
 - Mejora relativa en la capacidad adquisitiva real de las familias por una reducción gradual de la inflación, más notoria a partir de jun-23. Por ejemplo, al 26-jun: el precio del pollo cayó -24% vs pico de abr-23 y el precio de la papa amarilla cayó -43% vs pico en dic-22.
 - Continuo *catch up* de los sectores más afectados por la pandemia. En abr-23, el índice de actividad de Alojamiento y Restaurantes creció 9.1% a/a, pero se ubicó aún 10.6% debajo de su nivel prepandemia (vs abr-19); de manera similar, el índice de actividad de Transporte, Almacenamiento y Mensajería (+3.1% a/a y -11.3% vs abr-19).

- A pesar del rebote esperado en la segunda mitad del año, el débil desempeño del primer semestre nos lleva a recortar la proyección de crecimiento del PIB de 2023 de 1.8% a 1.3%. Por su parte, la inversión privada caería 5% (minera: -17% y no minera: -3.6%), mientras que la demanda interna tendría un crecimiento casi nulo (de apenas 0.2% vs previo: 0.9%)
- **¿Qué podría salir mejor?** existen algunos factores que podrían llevar a un dinamismo mayor de la economía en la segunda mitad del año:
 - El mayor impulso a la inversión en grandes proyectos mineros. Por ejemplo; las obras para extender la vida útil de Antamina (USD 2 mil MM) y el proyecto minero Zafranal (USD 1,260 MM). Asimismo, el destrabe de grandes proyectos de infraestructura. Por ejemplo; Majes Siguan II (USD 520 MM) y Chavimochic III (USD 250 MM).
 - Un exitoso programa de estímulo fiscal enfocado en incrementar la inversión pública y obras de prevención contra un eventual fenómeno de “El Niño” en 1T24. Entre ene/may-23, en términos reales, la inversión pública cayó 2.6% a/a.
 - Recuperación del sector pesca con una buena segunda temporada que permita una captura entre nov/dic-23 muy por encima de la captura del mismo periodo de 2022. La proyección es altamente incierta debido a que “El Niño” Costero se podría extender hasta 1T24.

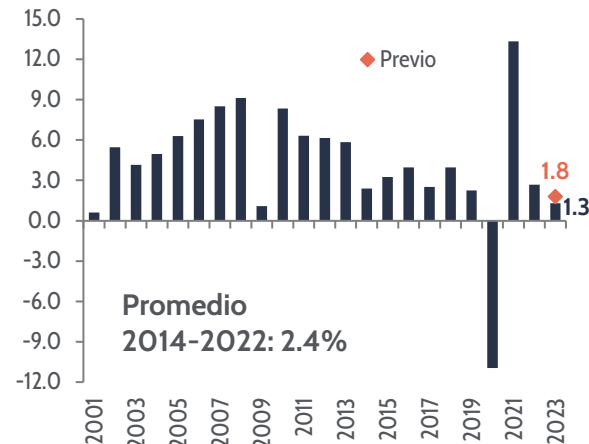
PIB, PIB no primario, Demanda interna y Consumo privado (var. % a/a)



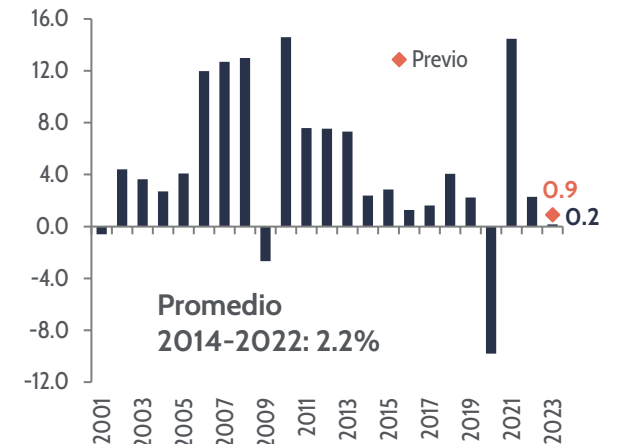
Expectativas macroeconómicas a 3 meses (Puntos, <50 pesimismo)



PIB (var. % a/a)



Demanda interna (var. % a/a)

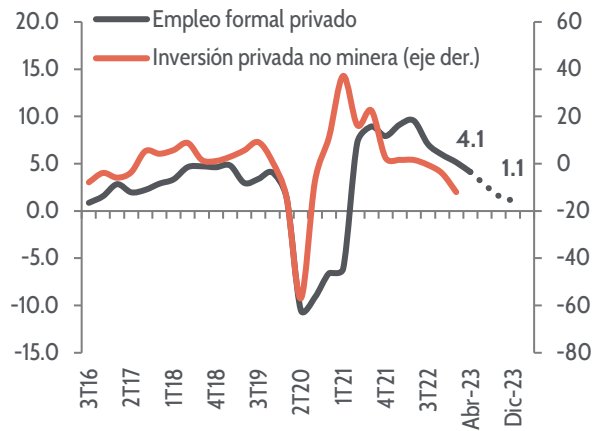


Empleo formal privado continuaría desacelerándose

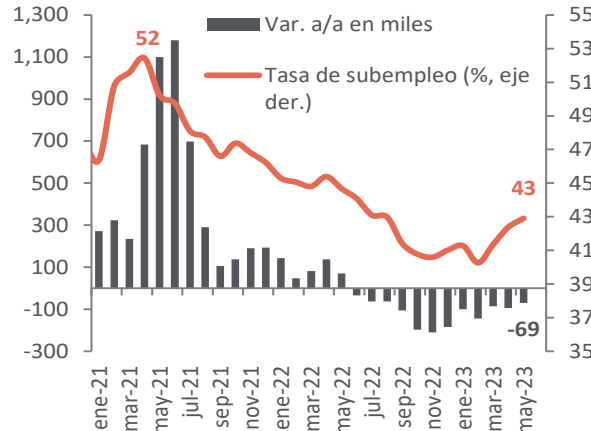
- El empleo formal privado nacional (según las Planillas Electrónicas) se ha desacelerado desde la segunda mitad de 2022, pasó de un pico de 9.6% a/a en 2T22 a 4.1% a/a en abr-23, en línea con la caída de la inversión privada no minera. Este menor dinamismo ha venido con una elevada heterogeneidad sectorial. En abr-23, el empleo formal privado cayó en agro (-3.5% a/a) y construcción (-9.8% a/a, 13 meses consecutivos de caídas); mientras que, creció fuerte en servicios (+7.5% a/a) y comercio (+4.2% a/a) debido al *catch up* luego del Covid-19.
- En adelante, el empleo formal privado continuaría desacelerándose hasta crecer en torno a 1% a/a en 4T23 (2023: 2.7%, mediana 2016-2019: 2.9%) por: i) el agotamiento del *catch up* de servicios y comercio; ii) la contracción esperada de la inversión privada no minera; iii) una mayor rigidez en la legislación laboral decretada por la administración anterior; y iv) la incertidumbre por “El Niño” en 2024.
- El empleo formal e informal en Lima Metropolitana (según INEI) también se ha desacelerado hasta crecer 1% a/a en mar/may-23 (1T23: +4.1% a/a). En dicho periodo, los independientes (+0.5% a/a) fueron la categoría más afectada frente a sus pares dependientes (+2.6% a/a). Asimismo, el empleo adecuado (+4.2% a/a) mantuvo un dinamismo por encima del total y el subempleo continuó su descenso gradual (-3% a/a). Aunque el subempleo aún se ubica 27% sobre su nivel prepandemia y en los últimos meses su tasa de participación (tasa de subempleo) se elevó de 40% a 43%.

- En el mercado laboral formal peruano, el crecimiento del empleo no ha sido acompañado por los salarios reales, pues la elevada inflación los ha deteriorado. Así, en el sector formal privado nacional, los salarios reales (deflactados por el IPC nacional) cayeron 3.2% a/a en abr-23 (alrededor de PEN 2,830; 13 meses consecutivos de caídas). En los siguientes meses esperamos que tal deterioro se revierta parcialmente en la medida que la inflación descienda. Esto atenuaría el efecto de la desaceleración del empleo sobre la masa salarial real, la cual creció apenas 0.8% a/a en abr-23.
- En el caso del sector formal e informal en Lima Metropolitana (LM), los salarios nominales han rebotado desde PEN 1,660 en mar/may-22 a PEN 1,900 en mar/may-23 (+14% a/a). Incluso en términos reales (deflactados por el IPC de LM) acumula nueve meses consecutivos de rebote, recuperando parte de lo perdido respecto a sus niveles de 2019 (-9% vs mar/may-19 desde -14% en mar/may-22 vs mar/may-19). No obstante, el nivel de los salarios reales aún sigue en mínimos desde 2011.
- El bajo crecimiento económico, la precarización del empleo y la elevada inflación han propiciado un mayor empobrecimiento de la población. Así, la pobreza en el Perú pasó de cerca de 20% en 2019 a 27.5% en 2022, lo que implicó que 2.7 MM de peruanos entraran en la pobreza en ese periodo. Solo en Lima, 1.6 MM de personas entraron en situación de pobreza monetaria entre 2019 y 2022.

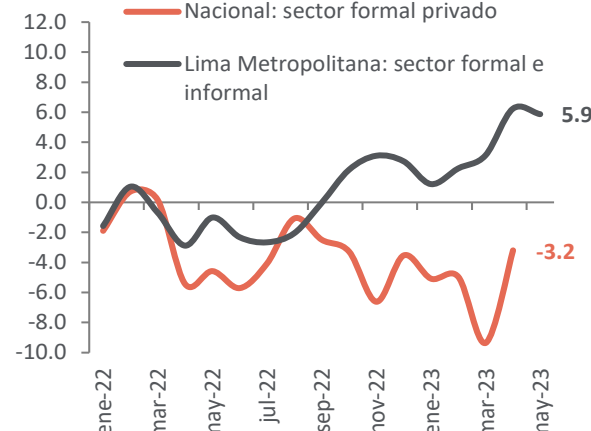
Empleo formal privado nacional e Inversión privada no minera¹ (var. % a/a)



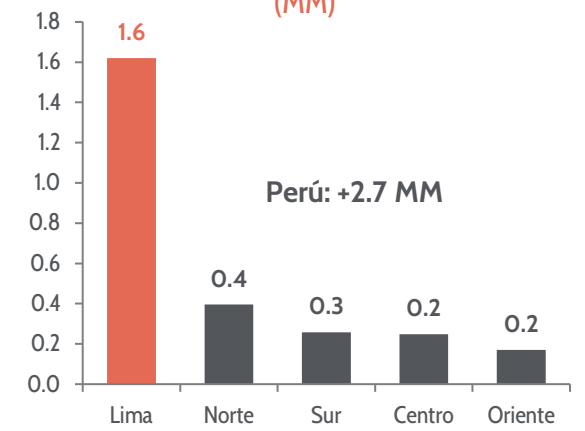
Subempleo en Lima Metropolitana (var. a/a y tasa)



Salarios reales² (var. % a/a)



Aumento de personas en situación de pobreza monetaria 2022 vs 2019 (MM)



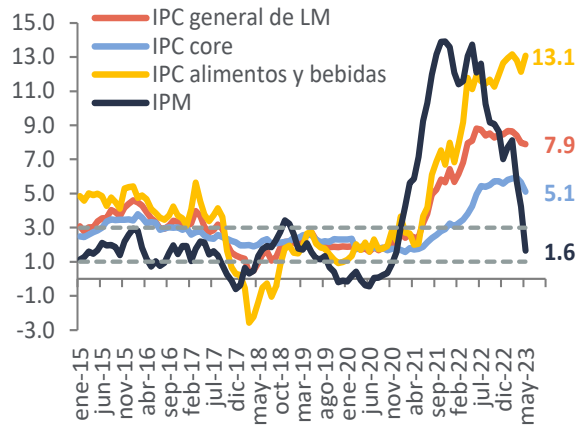
(1) Crecimiento de la inversión privada no minera reescalado en 2T21 de 163% a 16.3% para fines gráficos. (2) Nacional deflactado con IPC nacional y en Lima Metropolitana deflactado con IPC de LM. Crecimiento de los salarios reales en el sector formal privado nacional reescalado en mar-22 de +14.9% a +1.49% para fines gráficos. Fuente: BCRP, Minem, INEI. Estudios Económicos-BCP.

Inflación al consumidor aceleraría su descenso desde jun-23 y BCRP cortaría su tasa en 4T23

- La inflación al consumidor (IPC) de Lima Metropolitana (LM) alcanzó un máximo de 8.8% a/a en jun-22 por el incremento de precios de algunos insumos importados. No obstante, pese a que dicho incremento se ha disipado, generando una fuerte corrección del IPM (precios al por mayor) desde un pico de 14% a/a en nov-21 a 1.6% a/a en may-23, la inflación del IPC de LM se ha mantenido cerca o por encima de 8% en los últimos 14 meses. Esto por la persistente inflación de alimentos, que registra 14 meses continuos sobre 11% a causa de múltiples choques (a los efectos ya conocidos de la pandemia y la guerra en Ucrania se sumaron el desabastecimiento por bloqueos de vías, sequías, heladas, gripe aviar y “El Niño” Costero).
- Sin embargo, al 26-jun algunos productos alimenticios evidencian caídas en sus precios, de hasta dos dígitos vs el mes previo como en el caso del pollo (ver tabla abajo). De esta manera, la inflación del IPC general de LM de jun-23 podría descender por debajo de 7% a/a y, de mantenerse esta tendencia de reducción de precios de alimentos, podríamos verla debajo de 6% a/a entre ago/sep-23 hasta cerrar el año en 4.8% a/a (con riesgos a la baja si la caída de precios de alimentos se consolida).
- Incluso si la inflación anualizada cerrase apenas por debajo del 5% este año, si se consideran horizontes de tiempo más cortos, como el promedio móvil 3 y 6 meses anualizado de la inflación mensual, la inflación se ubicaría entre 3% y 4% a/a en el último trimestre del año.

- El IPC núcleo registra dos meses continuos de caída desde su pico de 5.9% a/a en mar-23 a 5.1% a/a en may-23. Si la inflación núcleo mantiene su ritmo promedio mensual de ene/may-23 (0.3%), esta cerraría el año cerca de 3.5% a/a (ver gráfico abajo). Así, nuestra proyección de 4,1% puede tener riesgos a la baja.
- Continuamos esperando que el BCRP recorte su tasa de referencia en 100pbs este año ya que: i) la inflación y sus expectativas descenderían más notoriamente en los próximos meses (la inflación esperada a 12 meses se ubicó en 4.2% en may-23); ii) la brecha producto será negativa con el crecimiento previsto casi nulo de la demanda interna; iii) la Fed estaría cerca de concluir su ciclo de subida de tasas; y iv) otros bancos centrales de la región, como el Banco Central de Chile y Brasil, ya han empezado a mostrar posturas a favor de recortes de tasas.
- Si bien la ocurrencia de “El Niño” Costero en 1T24 agrega incertidumbre, creemos que el BCRP actuará con la mejor data disponible cuando el choque se materialice. Ante un choque inflacionario transitorio en 1T24, el BCRP haría una pausa en sus recortes y los retomaría a partir de abril o mayo de 2024.
- En caso el BCRP no realice algún recorte de su tasa de referencia este año, la economía enfrentaría una postura de política monetaria bastante contractiva. La tasa real del BCRP se incrementaría respecto de sus niveles actuales dada la caída esperada de la inflación y sus expectativas. Así, se ubicaría bastante por encima de su nivel neutral, estimado en torno a 1.5%.

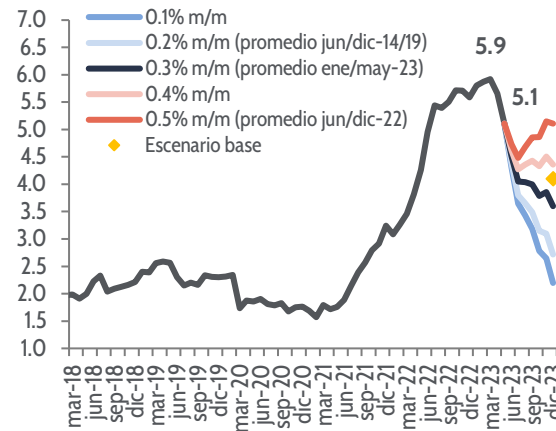
Inflación anual
(Var. % a/a)



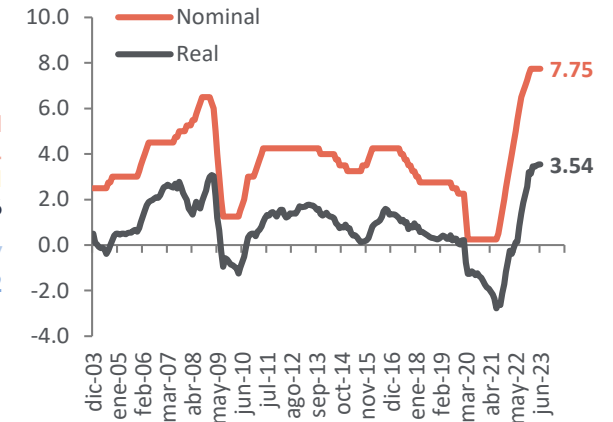
Precios minoristas de algunos productos en jun-23 (Var. % a/a al 26-jun)

	m/m	a/a
Pollo	-20%	-2%
Tomate	-6%	69%
Papa amarilla	-4%	6%
Papa peruana	-3%	21%
Mandarina	-3%	18%
Huevo	-3%	18%
Limón	6%	11%
Pescado bonito	24%	31%
Cebolla	55%	75%

Simulaciones de inflación núcleo
(Var. % a/a)



Tasa del BCRP nominal y real (% real descuenta expectativas de inflación 12m)

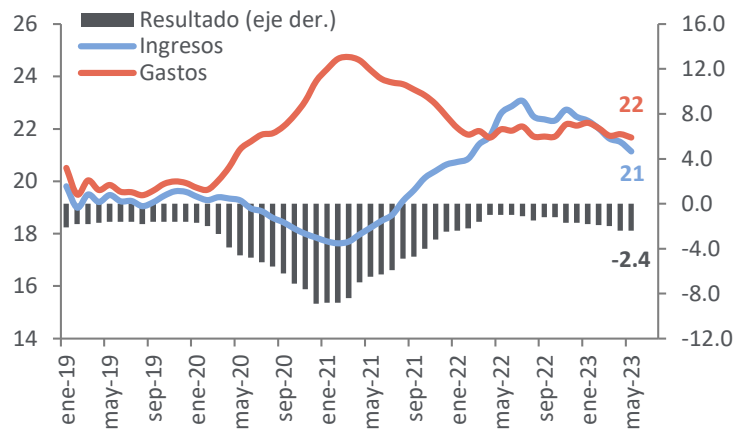


Déficit fiscal se ubica en el límite de la regla fiscal (2.4% del PIB)

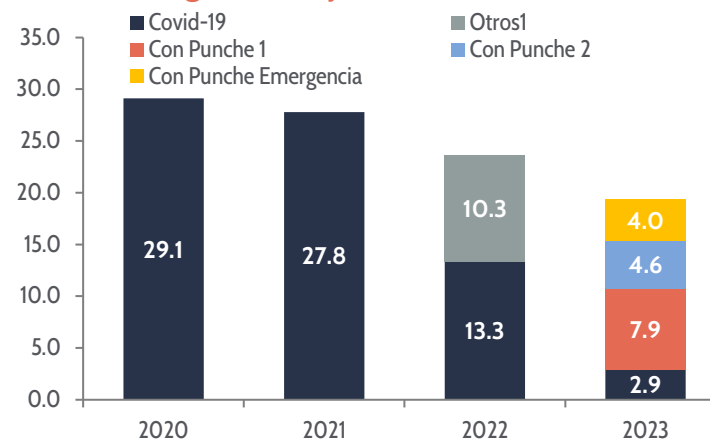
- El déficit fiscal pasó de 1.7% a 2.4% del PIB entre dic-22 y may-23 (últimos 12 meses) debido a menores ingresos tributarios (-0.9 pp. del PIB) por la caída de la regularización del impuesto a la renta minera (ene/may-23: -87% a/a) y la disminución del IGV de importaciones. Los gastos no financieros también disminuyeron (-0.1 pp. del PIB) por menores desembolsos asociados al Covid-19; mientras que, la inversión pública, como porcentaje del PIB, no presentó mayores cambios. Al cierre del año esperamos que el déficit fiscal se ubique en torno a 2.3% del PIB (cerca del límite de la regla fiscal: 2.4% del PIB).
- De acuerdo con el Consejo Fiscal: “En 2023, el espacio generado por el retiro de las medidas frente al Covid-19 será cubierto por medidas para reactivar la economía, afrontar los desastres naturales y mitigar la pobreza [asociadas a ‘Con Punche Perú’]”. Creemos que buena parte del gasto de “Con Punche Perú” (ver gráfico abajo) será atendido con reasignaciones presupuestales.
- El 31-may, el MEF emitió su primer bono soberano sostenible en soles al 2033 por PEN 9,185 MM a una tasa de 7.35% (55% de acreedores no residentes). Esta operación, cuya demanda duplicó la oferta, sirvió para que a inicios de jun-23 el MEF realice la recompra e intercambio de bonos más grande de su historia por PEN 20 mil MM (30% en recompra de bonos globales, equivalente al 20% del saldo de dichos bonos). Se recompraron bonos con vencimiento entre 2023 y 2031, entre soberanos y globales.

- El MEF aprovechó exitosamente el contexto de apreciación del PEN y la caída de tasas largas. Al 26-jun, el rendimiento del Sob34 registró 6.96%, mínimos de 16 meses (-114pbs YTD y -122pbs desde su pico del año en marzo). Asimismo, al 22-jun, el *spread* entre el bono Soberano peruano en soles con duración a 10 años y el Tesoro de Estados Unidos a 10 años se ubicó en torno a mínimos de tres años y cerca de 60 pbs por debajo de su promedio desde 2007.
- A la fecha, las principales calificadoras mantienen la perspectiva de deuda soberana de Perú de largo plazo en moneda extranjera en “Negativo” sin cambios en su rating: Fitch (abr-23, BBB); Moody’s (feb-23, Baa1); S&P (dic-22, BBB). No esperamos cambios. A may-23, la tenencia de bonos soberanos por no residentes subió de 39% a 40%, aún cerca de mínimos desde 2018.
- Según el Consejo Fiscal: “En los últimos 4 años se ha observado un incremento importante de las normas aprobadas por insistencia desde el Congreso, lo cual representa un riesgo para un manejo adecuado de las finanzas públicas y pueden significar riesgos a la sostenibilidad fiscal en el mediano plazo”. De acuerdo con la entidad, el 42% de las iniciativas legislativas aprobadas por insistencia entre 2001 y 2023 habrían tenido impactos negativos sobre las cuentas fiscales (el 18% fueron demandadas ante el Tribunal Constitucional).

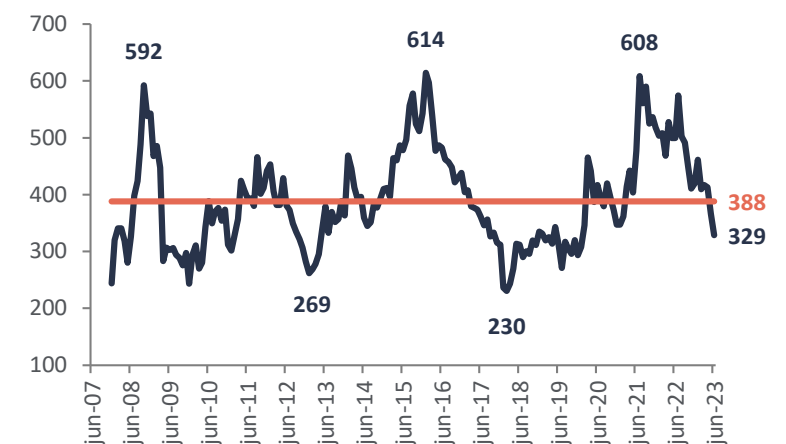
Ingresos, gastos del Gobierno y Resultado fiscal (% del PIB, últimos 12 meses)



Gasto público transitorio en medidas del Covid-19 y otros según Consejo Fiscal (PEN miles de MM)



Spread entre el Soberano de Perú en soles y el Tesoro de Estados Unidos a 10 años (pbs, al 22-jun)

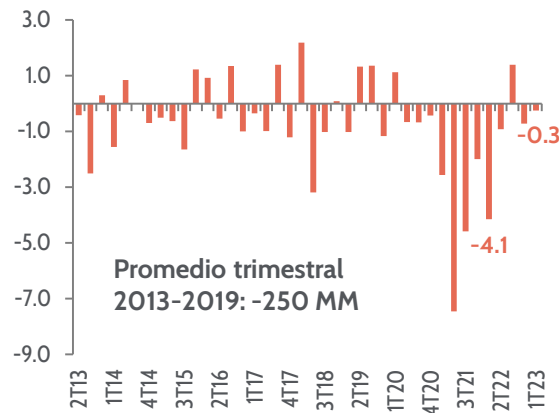


Alto superávit comercial y menor déficit en cuenta corriente reducen presiones depreciatorias

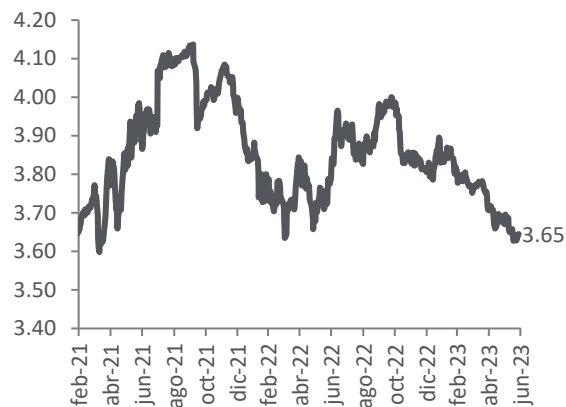
Balanza de Pagos
(USD MM y % del PIB)

	2019	2020	2021	2022	1T23	
					(anualizado)	(no anualizado)
PBI nominal	232,519	205,755	225,803	244,789	248,823	60,340
Cuenta Corriente	-1,282	2,235	-5,064	-9,908	-7,238	-1,027
% del PBI	-0.6	1.1	-2.2	-4.0	-2.9	-1.7
Bienes y servicios	2,895	3,241	7,206	1,691	1,854	1,784
Bienes	6,879	8,102	14,977	10,333	10,096	3,655
Exportaciones	47,980	42,826	62,967	66,235	64,861	15,489
Importaciones	41,101	34,724	47,990	55,902	54,765	11,835
Servicios	-3,984	-4,860	-7,771	-8,642	-8,242	-1,870
Exportaciones	6,696	2,718	2,947	4,962	5,199	1,228
Importaciones	10,680	7,579	10,718	13,604	13,441	3,098
Renta Factorial	-9,568	-6,186	-18,067	-17,373	-14,944	-4,294
Transferencias	5,391	5,179	5,797	5,773	5,853	1,483
Cuenta Financiera	-7,346	-6,536	-15,579	-9,246	-10,603	-1,861
Sector privado	-2,444	2,649	-16,579	-14,587	-12,485	-2,964
Sector público	-4,399	-9,831	-15,590	957	1,389	849
Capitales de corto plazo	-504	646	16,591	4,385	493	254
Balanza de Pagos	6,909	5,301	4,410	-5,089	-2,453	89

Flujos netos de capitales de corto plazo
(USD miles de millones, no anualizado)



Tipo de cambio
(PEN/USD al 26-jun)



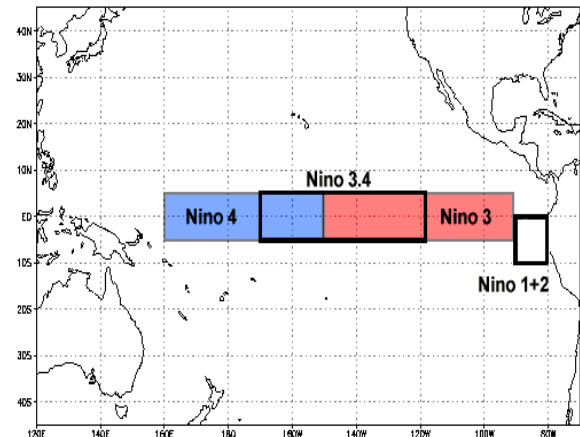
- El déficit en cuenta corriente anualizado pasó de 4.0% en el 4T22 a 2.9% del PIB en el 1T23 (no anualizado 1T23: 1.7% del PIB) debido a la disminución del déficit de la renta factorial, por menores utilidades de empresas extranjeras, y el menor déficit de servicios, por la corrección de fletes internacionales.
- La cuenta financiera anualizada pasó de 3.8% a 4.3% del PIB entre 4T22 y 1T23 (no anualizada 1T23: 3.1% del PIB) por una menor salida de capitales de corto plazo (salida no anualizada 1T23: USD 254 MM vs 1T22: USD 4,146 MM) atenuada por una menor reinversión de utilidades de empresas extranjeras. En el 2021 se registró una salida neta de capitales de corto plazo de USD 16.6 mil MM y en el 2022 de USD 4.4 mil MM. Para el 2023 se espera un número significativamente menor.
- La balanza comercial acumuló un superávit de USD 11 mil MM a abr-23 (últimos 12 meses), superior en USD 665 MM al cierre de 2022 debido a una mayor caída de importaciones (ene/abr-23: -12.9% a/a) frente a la caída de exportaciones (ene/abr-23: -7.5% a/a). Este año se espera que el superávit comercial se ubique en torno a USD 13 mil MM debido a menores importaciones por una menor demanda interna.
- El mayor superávit comercial, junto con la continua mejora del déficit de servicios por los menores fletes de importación y la recuperación gradual del turismo receptivo (ingresos de divisas por turismo 1T23: USD 712 MM vs 1T19: USD 1,106 MM), permitirían una reducción del déficit de cuenta corriente del 4.0% al 2.0% del PIB entre 2022 y 2023.
- Al 21-jun, las Reservas Internacionales Netas llegaron a USD 74.0 mil MM (29% del PIB), un incremento de USD 2.1 mil MM YTD explicado principalmente por mayores depósitos en dólares de la banca (USD 2.3 mil MM YTD). Por su parte, a la misma fecha, la posición de cambio del BCRP se ubicó en USD 49.8 mil MM, una caída de USD 2.2 mil MM YTD.
- Al 26-jun, el tipo de cambio PEN/USD cerró en 3.645, en torno a mínimos no vistos desde abr-22 (incluso llegó a tocar los 3.63 soles por dólar, mínimos desde abr-21). La reciente apreciación del PEN también se observa, en mayor magnitud, en otras monedas de Latam. En lo que resta del año se espera una ligera depreciación del PEN, en línea con el recorte previsto de la tasa BCRP en 4T23 y una FED que recién cortaría su tasa en 2024. Creemos que, hacia fines de este año, el tipo de cambio se ubicaría entre 3.70 y 3.75 soles por dólar, aunque si el precio del cobre regresa a niveles por encima de USD/lb 4 podríamos ver un tipo de cambio más apreciado.

Año 2024 bastante incierto debido a “El Niño”

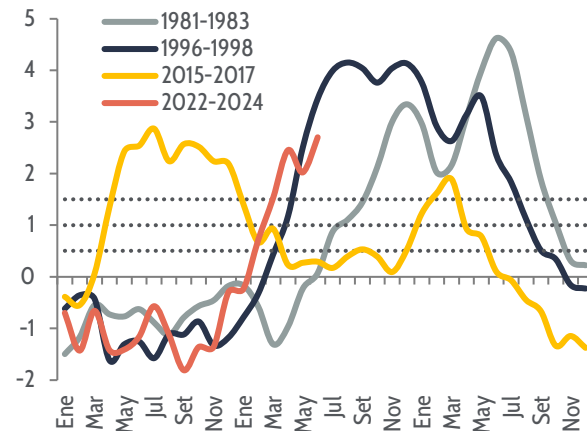
- En Perú, “El Niño” Costero se asocia con el calentamiento sostenido de la Temperatura Superficial del Mar (TSM) por encima de un determinado umbral en la región 1+2 del Océano Pacífico (Pacífico Oriental, ver mapa abajo). De manera similar, “El Niño” Global se asocia con el calentamiento sostenido de la TSM en la región 3.4 del Pacífico (Pacífico Central).
- Según la Administración Nacional Oceánica y Atmosférica de EE.UU. (NOAA), que monitorea con especial atención la región 3.4 del Pacífico, en su último comunicado con proyecciones (8-jun) prevé que “El Niño” Global persista durante el invierno en el hemisferio norte con una probabilidad superior al 90% (abr-23: 70%). Dicho evento alcanzaría una magnitud moderada con una probabilidad de 72% y fuerte con una probabilidad de 37%, en el periodo ene/mar-24.
- Para la Oficina de Meteorología de Australia, en su último comunicado (20-jun) la TSM de las regiones 3.4 y 1+2 (del Pacífico) se ha calentado hasta los umbrales de “El Niño” y los modelos indican, con una alta probabilidad, un mayor calentamiento. No obstante, según dicha Oficina: “los patrones de viento, nubes y presión a gran escala indican que el Océano Pacífico y la atmósfera aún no se están reforzando de manera constante. Esto sugiere que el océano y la atmósfera aún no se han acoplado por completo, como ocurre durante los eventos de ‘El Niño’ que duran muchos meses”.

- Por su parte, el ENFEN, en su último comunicado (16-jun) mencionó que: “se espera que ‘El Niño’ Costero continúe hasta el verano de 2024, debido a la alta probabilidad del desarrollo de ‘El Niño’ [Global] en el Pacífico central. La magnitud más probable para lo que resta del año iría de fuerte a moderada; en tanto que para el verano de 2024 las magnitudes estarían entre débil (38%) y moderada (36%)”.
- Respecto a los efectos que tendría “El Niño” Costero, el ENFEN señaló que (16-jun): “Para el trimestre julio-septiembre de 2023, se prevé precipitaciones ligeramente sobre lo normal de forma localizada en la costa norte, así como temperaturas del aire sobre lo normal a lo largo de la costa peruana. En el verano de 2024 (...) es probable la ocurrencia de lluvias de moderada a fuerte intensidad, especialmente, en la costa norte y sierra norte”. Asimismo, la entidad menciona que “para los próximos meses, debido al calentamiento anómalo, se espera que la anchoveta mantenga una distribución más costera y más profunda respecto a lo normal, y que continúe presentando una baja actividad reproductiva”.
- Luego del choque transitorio de “El Niño”, los sólidos fundamentos macroeconómicos del Perú le permitirán retomar su senda de convergencia hacia el promedio del ingreso per cápita latinoamericano. La velocidad de este *catch up* dependerá de la capacidad de destrabar y movilizar inversión privada.

Regiones de influencia de “El Niño” en el Océano Pacífico



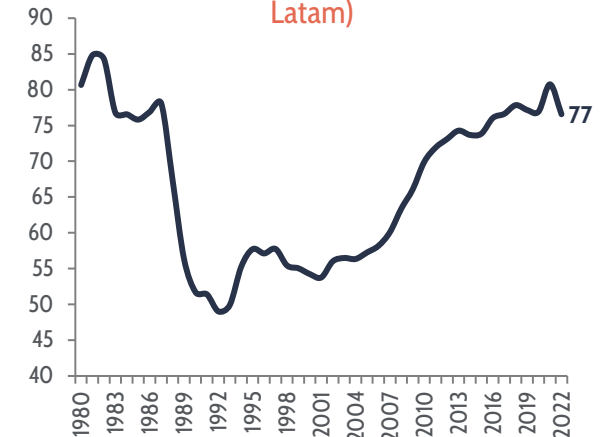
Anomalia de la temperatura superficial del mar región 1+2 del Pacífico (var. °C, al 26-jun)



Prob. de ocurrencia de “El Niño” Costero en el verano 2024 (%)

Magnitud	28-Abr	11-may	1-jun	16-jun
Débil	33	34	35	38
Moderada	24	23	33	36
Fuerte	9	8	8	9
Extraordinaria	1	1	1	1
Total	67	66	77	84

PIB per cápita Perú 1980-2022 (USD PPP precios corrientes, % del promedio Latam)



Fuente: NOAA, Oficina de Meteorología de Australia, Enfen, FMI, Estudios Económicos-BCP.

Perú: Proyecciones económicas

Perú

Rating (outlook): Baa1 (n) / BBB (n) / BBB (n)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Actividad económica									
PBI corriente (USD MM)	195,909	215,944	226,919	232,519	205,755	225,803	244,789	266,219	283,949
PBI per cápita (USD)	6,440	6,972	7,190	7,237	6,306	6,835	7,330	7,879	8,326
PBI real (var. %)	4.0	2.5	4.0	2.2	-11.0	13.3	2.7	13	2.2
Demanda Interna real (var. %)	1.0	1.5	4.1	2.2	-9.8	14.5	2.3	0.2	2.0
Consumo real total (var. %)	3.0	2.3	3.3	3.1	-7.3	12.1	2.5	13	2.2
Consumo privado real (var. %)	3.7	2.6	3.8	3.2	-9.9	12.4	3.6	16	2.2
Consumo público real (var. %)	-0.6	0.7	0.4	2.2	7.5	10.9	-3.4	-0.3	2.0
Inversión bruta real (var. %)	-4.0	-0.3	4.4	3.3	-16.2	34.6	1.0	-4.6	1.2
Privada (var. %)	-5.0	0.0	4.1	4.5	-16.5	36.9	-0.4	-5.0	1.0
Pública (var. %)	0.3	-1.8	5.5	-1.5	-15.1	24.8	7.7	-3.0	2.0
Inversión bruta (% del PBI)	22.7	21.4	22.4	21.8	19.9	21.6	22.0	20.8	20.7
Exportaciones reales (var. %)	9.0	7.8	2.1	1.1	-19.7	13.2	6.1	3.0	2.8
Importaciones reales (var. %)	-1.6	4.5	2.4	1.0	-15.8	18.0	4.4	-1.7	2.0
Tasa de desempleo 1/ (%)	6.2	6.9	6.1	6.6	13.0	10.7	7.8	7.5	7.2
Precios y monetario									
Inflación (fin de año)	3.2	1.4	2.2	1.9	2.0	6.4	8.5	4.8	3.0
Inflación (promedio)	3.6	2.8	1.3	2.1	1.8	4.0	7.9	6.9	3.7
Inflación core (fin de año)	2.9	2.1	2.2	2.3	1.8	3.2	5.6	4.1	3.0
Tasa de referencia (fin de año)	4.25	3.25	2.75	2.25	0.25	2.50	7.50	6.75	4.50
Cuentas fiscales									
Balance Fiscal SPNF (% del PBI)	-2.4	-3.0	-2.3	-1.6	-8.9	-2.5	-1.7	-2.4	-2.0
Deuda bruta SPNF (% del PBI)	23.7	24.7	25.6	26.6	34.6	35.9	33.8	33.6	33.4
Deuda neta SPNF (% del PBI)	6.8	9.5	11.2	12.9	22.2	21.8	21.0	21.0	20.8
Sector externo									
Balanza comercial (USD miles millones)	2.0	6.7	7.2	6.9	8.1	15.0	10.3	13.5	14.4
Exportaciones	37.1	45.4	49.1	48.0	42.8	63.0	66.2	65.6	66.8
Importaciones	35.1	38.7	41.9	41.1	34.7	48.0	55.9	52.1	52.4
Balanza en cuenta corriente (USD MM)	-4,213	-1,733	-2,647	-1,282	2,235	-5,064	-9,908	-5,196	-4,220
(Como % del PBI)	-2.2	-0.8	-1.2	-0.6	1.1	-2.2	-4.0	-2.0	-1.5
IED (USD MM)	4,989	4,981	4,423	3,573	-1,801	7,887	11,682	10,000	10,000
Reservas Internacionales (USD MM)	61,686	63,621	60,121	68,316	74,707	78,495	71,883	74,000	74,000
Deuda externa total (% del PBI)	38.3	31.7	30.6	31.4	38.9	41.0	38.0	36.0	34.0
Tipo de cambio (fin de período)	3.36	3.24	3.37	3.31	3.62	3.99	3.81	3.75	3.70
Tipo de cambio (promedio)	3.38	3.26	3.29	3.34	3.50	3.89	3.84	3.75	3.70

1/ Promedio anual, Lima Metropolitana

Nota: Calificadoras Moody's / S&P / Fitch

LatAm ex -Andinos

Argentina

Ad portas de las elecciones en medio de profundización de desequilibrios económicos

Índice

Resumen ejecutivo y balance de riesgos

- **Actividad económica.** Luego de la contracción de 1.2% t/t (e.a.) observada en el 4T22, el PIB se recuperó parcialmente al rebotar 0.7% t/t en el 1T23. De esta forma, la actividad económica creció 1.3% a/a, desacelerándose frente al 1.5% a/a previo, ligeramente por debajo de lo esperado por el mercado (1.4%). Más allá del efecto favorable generado por una baja base de comparación en 2022, es evidente que los datos apuntan a una tendencia de estancamiento en la economía. Las cifras mensuales sugieren que, luego de situarse un 5.8% por encima de su nivel prepandemia en dic-22, la actividad económica se ubicó en 5.2% en mar-23. Esto se explica principalmente por la persistencia del desequilibrio fiscal e inflacionario agravado por el ciclo político y el impacto climático sobre el sector agrícola y el externo. Los indicadores líderes del 2T23 muestran que la aceleración de la inflación está impactando en mayor medida los ingresos de los sectores informales, que representan aproximadamente el 45% de la población en edad de trabajar. Sumado a lo anterior, la venta de reservas internacionales para mantener el valor artificial del ARS afecta negativamente a las empresas que dependen de las importaciones por cuanto esta medida dificulta el acceso a dólares para la adquisición de insumos y materias primas necesarios para la finalización de productos. Así, recientemente revisamos a la baja nuestra estimación del PIB de 2023 a -3.7% desde el -0.9% previo, cifra que incorpora una contracción más pronunciada en el 2T23, la cual reflejará el efecto de la fuerte sequía. Además de esto, existen riesgos generalizados a la baja para la economía argentina, como la probabilidad creciente de un ajuste forzado de variables nominales (e.j. expectativas de fuerte devaluación del ARS) y la incertidumbre en torno a los resultados electorales (Elecciones primarias PASO: 13-ago-23; Presidenciales: 22-oct-23). Para 2024 consideramos que la economía se recuperará solo 0.3% (1.5% previo).
- **Inflación.** La inflación alcanzó el 114.2% a/a en may-23, aumentando desde el 108.8% en abr-23. Esto sugiere que el proceso de formación de precios se ha visto retroalimentado por un deterioro de las expectativas de inflación y de devaluación. En este contexto, se ha observado un crecimiento acelerado de la oferta monetaria en un entorno caracterizado por un acceso limitado al crédito externo. El Banco Central de la República de Argentina (BCRA), al ser el principal deudor en el mercado, emite instrumentos financieros como los títulos que se negocian diariamente (Pases), o cada 28 días (Letras de Liquidez, LELIQS). Dado que los intereses generados por estos títulos deben ser pagados, esta medida incentiva al BCRA a optar por una mayor emisión monetaria para afrontar dichos pagos. De otro lado, la sequía representa un desafío adicional para el estado de las reservas internacionales y su uso para mantener el valor del USDARS artificialmente bajo frente a sus fundamentos. Teniendo en cuenta estos factores, elevamos nuestra expectativa de inflación para dic-23 desde el 105% previo hasta 144.5% a/a. Revisamos al alza nuestra senda de inflación considerando hacia adelante un promedio mensual de 8.0%. Cabe destacar que el balance de riesgos sigue sesgado al alza debido a la limitada ventana de tiempo que tienen las autoridades para implementar un ajuste fiscal sólido y creíble, especialmente en un contexto de elecciones. Además, la elevada inflación ha acelerado los mecanismos de indexación de salarios y pensiones, lo que –sumado a unas elevadas expectativas de devaluación– nos lleva a revisar al alza nuestra proyección de inflación para 2024 a 131.6% vs. 74.8% previo.

- **Política monetaria.** La falta de confianza en el BCRA impulsa las expectativas de inflación, especialmente en un retorno de uso de instrumentos discrecionales por parte de la autoridad monetaria para soportar el nivel de deuda del Tesoro. Como resultado, ajustamos recientemente nuestra estimación de la tasa de referencia al 120% para 2023 (78% previo). Nuestra estimación considera un mayor deterioro en las expectativas de inflación y una devaluación de la moneda del 184% anual al cierre de este año, cifra que responde a que el mercado está valorando los futuros de ARS a dic-23 en USDARS 503, considerando la elevada incertidumbre generada por las elecciones y la situación económica. De ahí que el BCRA seguiría elevando la tasa en busca de ofrecer retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local, en medio de la predisposición de los agentes a mantener sus ahorros en USD. Para el 2024, esperamos que la tasa de política se ubique en 98% (65% previo) para contrarrestar la disminución en la disponibilidad de crédito y menores incentivos de inversión debido a las altas tasas de interés.
- **Cuentas fiscales.** El déficit fiscal primario acumulado en el 1T23 fue de ARS 689,930 MM (0.4% del PIB), cifra que se encuentra por encima de la meta fijada con el Fondo Monetario Internacional (FMI) de ARS 441,500 MM (0.3% del PIB). Durante el 1T23 las autoridades continuaron presentando dificultades para hacer frente a sus obligaciones. Como resultado de lo anterior, recientemente se llevó a cabo un segundo canje de títulos en el año que implicó, según el Ministerio de Economía, que el perfil de vencimientos para lo que resta de 2023 pasara de ARS 11.6 BB a ARS 4.2 BB, lo que supuso una disminución del 64%. En este panorama, S&P Global decidió rebajar la calificación de la deuda argentina a largo plazo en moneda local, desde CCC- a “Default Selectivo”. Aún más, la agencia posicionó una perspectiva negativa, pues los riesgos son elevados en medio de profundos desequilibrios económicos y la incertidumbre política. Lo anterior sigue siendo consistente con nuestra estimación de un déficit primario del 2.1% este año (meta oficial: 1.9%) y de 1.1% para 2024 (meta oficial: 0.9%) en la medida en que el aplazamiento de la deuda aumentará las dificultades de la próxima administración para cumplir con las obligaciones y hacer frente a las medidas estructurales necesarias para estabilizar los niveles de deuda en medio de una elevada inflación.
- **Cuentas externas y FX.** Las presiones en la balanza comercial vienen lideradas por una fuerte caída en las exportaciones. En ese contexto, las autoridades han intentado aumentar su nivel de reservas ampliando el swap de monedas con China; sin embargo, si bien ese canje (swap) relaja las presiones sobre las importaciones, al permitir el pago de transacciones con este país en RMB en vez de USD, aún hay rumores de que no se puede usar en su totalidad para intervenir en el mercado cambiario, como lo sugerían las autoridades. En ese sentido, las autoridades rompieron una parte del acuerdo con el FMI al intervenir en el mercado cambiario alternativo, lo que—además de no ser efectivo— ha incrementado las expectativas de devaluación. Así, en jun-23 el BCRA ha venido devaluando en 7.8% el tipo de cambio oficial, cifra que se encuentra por debajo de nuestra estimación de senda de inflación del 8% al mes. Consideramos que la escasez de dólares y el contexto electoral hará que hacia el 2S23 las autoridades se vean obligadas a aumentar el ritmo de devaluación; de hecho, en las últimas dos semanas alcanzó el 10%. Por lo anterior, esperamos que para el 2023 el tipo de cambio oficial se ubique en USDARS 493 y en USD/ARS 1,010 para 2024.

Elecciones 2023: propuestas destacadas de los principales candidatos hasta el momento



Izquierda

Sergio Massa

- En línea con las ideas de su partido, en su primer discurso de campaña, sus propuestas parecen dirigirse a fomentar el desarrollo del mercado interno mediante la **redistribución de los ingresos**, con el objetivo de impulsar el consumo privado. Además, busca implementar políticas que **augmenten las reservas del BCRA**, lo que permitiría tener un mayor control sobre el tipo de cambio y contribuiría a reducir la inflación.
- En línea con su gestión en el Ministerio de Economía, es probable que sus propuestas se centren en dar **prioridad a la política externa**, con el fin de facilitar la entrada de divisas al país.



Horacio Rodríguez Larreta

- **“Plan integral” para disminuir la inflación.** Rodríguez Larreta ha sido enfático en que una de las formas para reducir la inflación es un ajuste fiscal, pero aclarando que no es la única opción.
- **Política exterior enfocada en el desarrollo.** El candidato considera que una de las formas para solucionar la escasez de dólares es impulsar el sector exportador. Para él, Argentina no puede “depender más del dólar”.
- **Eliminación de las restricciones al acceso de dólares del cepo cambiario.** Para Rodríguez Larreta hay dos caminos: i) eliminar las retenciones a las economías regionales, y ii) reducir retenciones al sector externo con el objetivo de impulsar las exportaciones.



Derecha

Patricia Bullrich

- **“Descontaminación tributaria” y “Orden Económico”.** La candidata busca restaurar el equilibrio fiscal, limitar la emisión monetaria y reducir el déficit cuasi fiscal (déficit del BCRA). Dice que una de las formas es el aumento en las tarifas de los servicios públicos.
- **Eliminación del cepo cambiario desde el “Día 0”.** Para Bullrich, el cepo agrava el nivel de reservas internacionales y afecta la capacidad exportadora del país.
- **Implementación de una reforma monetaria.** Según la candidata, una solución plausible es el “bimonetarismo por ser una salida más inteligente, mejor y profunda que la dolarización”.

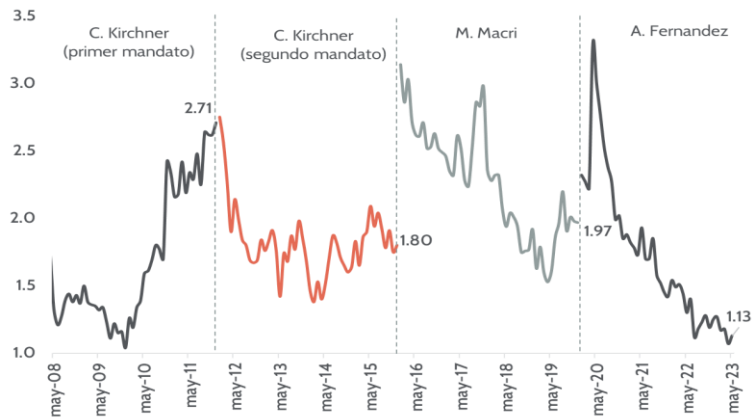


Javier Milei

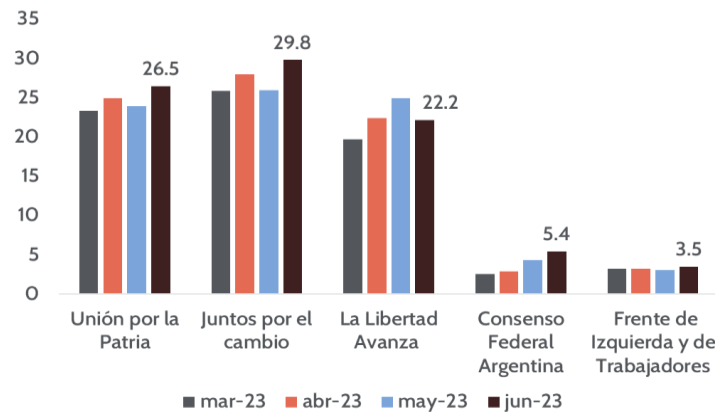
- **Disminución del déficit fiscal “Plan Motosierra”.** Milei ha mencionado recortes de gastos por alrededor del 6% del PIB, a la vez que impulsaría una disminución de impuestos. Eliminaría diversos subsidios, como los del transporte, la energía y varios servicios públicos. Además, apuntaría a una reducción de la participación del Gobierno en empresas públicas.
- **Eliminación del Banco Central.** Para el candidato, la principal causa de la inflación en el país se debe a la constante financiación del BCRA al Tesoro.
- **Dolarización.** El peso argentino conviviría con el dólar estadounidense inicialmente, pero dada la preferencia de los agentes por el USD, el ARS quedaría sin uso.
- **¿Cómo?** Habría dos opciones: i) acuerdo con EE. UU. para compartir señoreaje o; ii) adoptar el USD como medio de pago legal.

Elecciones 2023: pugna política se agita a medida que se acercan las elecciones primarias (PASO) del 13-ago

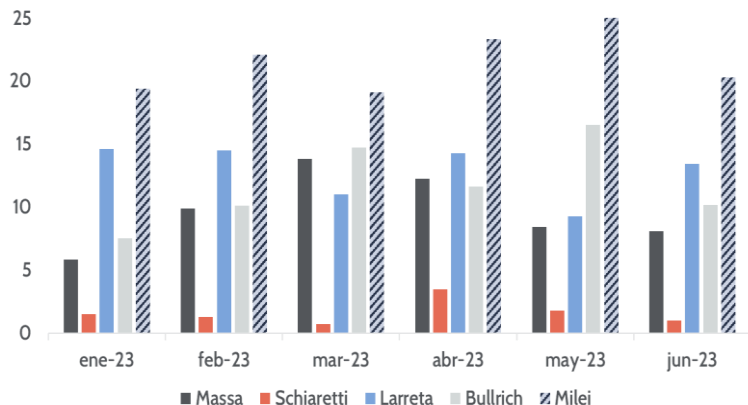
Aprobación del gobierno continúa desacelerándose (pts)



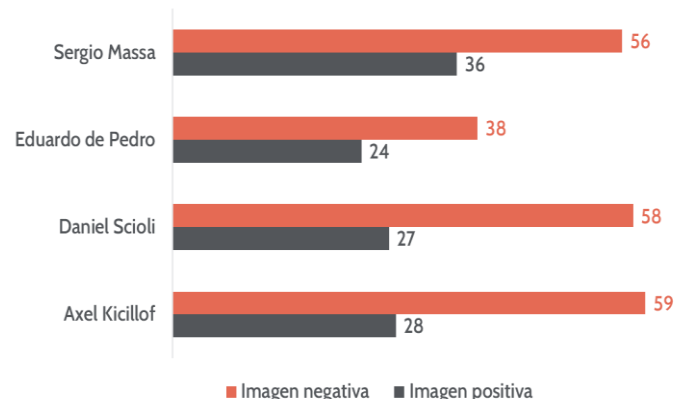
Coaliciones opositoras repuntan en encuestas (%)



Tensiones dentro de las coaliciones a medida que Javier Milei lidera las encuestas (%)



El oficialismo eligió su candidato para las elecciones en el último momento (%)

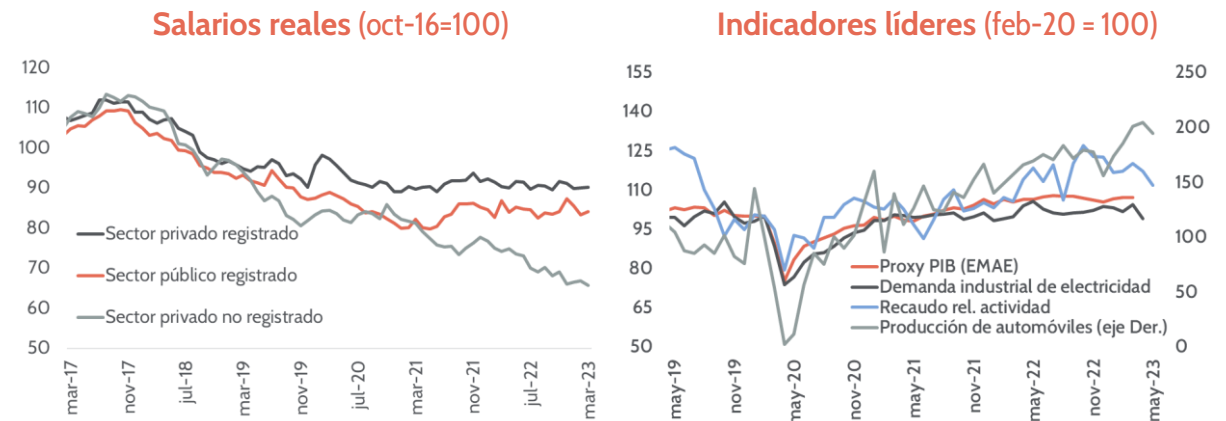


- En las próximas elecciones presidenciales el oficialismo ve sus posibilidades de victoria reducidas por cuenta de los fuertes desequilibrios que enfrenta la economía argentina. Como consecuencia, destacamos que se ha abierto espacio para propuestas que, en la práctica y en la ideología, son abiertamente opuestas, así como para iniciativas que buscan plantear cierto distanciamiento del oficialismo, aunque ideológicamente son afines.
- Las tensiones dentro de Juntos por el Cambio (JxC) surgieron cuando Rodríguez Larreta intentó incorporar al actual gobernador de Córdoba, Juan Schiaretti, a la coalición. Algunos miembros consideraron que esto pondría “en crisis la unidad de la coalición”, ya que Schiaretti tiene afinidad con las ideas políticas del oficialismo.
- Aun así, con el propósito de forjar una coalición que favorezca la gobernabilidad de un eventual gobierno venidero, Larreta logró incorporar a José Luis Espert (liberal) con el propósito implícito de restarle votos al candidato Javier Milei (libertario).
- Las noticias en desarrollo se enfocan en: i) el reemplazo de Sergio Massa en el Ministerio de Economía, teniendo en cuenta la falta de confianza que atraviesa el gobierno actual y; ii) la fragmentación en JxC ejerce una mayor incertidumbre sobre las elecciones, abriendo una ventana de oportunidad para Milei, al captar votos de aquellos que se inclinan hacia una política de derecha.

Economía rebotó en el 1T23, pero persisten señales de una inminente recesión

- Luego de la contracción de 1.2% t/t observada en el 4T22, el PIB se recuperó parcialmente al rebotar 0.7% t/t en el 1T23. De esta forma, la actividad económica creció 1.3% a/a, desacelerándose frente al 1.5% a/a previo, por debajo de lo esperado por el consenso del mercado de 1.4%. Más allá del efecto favorable generado por una baja base de comparación en 2022, es evidente que las cifras apuntan a una tendencia de estancamiento en la economía. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) sugiere que luego de situarse un 5.8% por encima de su nivel prepandemia en dic-22, esta se ubicó en 5.2% en mar-23. Lo anterior se atribuye a: i) la persistencia del desequilibrio fiscal e inflacionario agravado por el ciclo político; y ii) el impacto climático en el sector agrícola y el externo.
- Aunque el consumo de los hogares no ha mostrado un deterioro acelerado, ubicándose en 6.3% a/a en 1T23, anticipamos una contracción del consumo privado de 4.2% en 2023 en medio de un continuo deterioro del ingreso real y condiciones financieras más ajustadas. En este contexto, varios factores erosionan el nivel de ingreso como los aumentos en el precio de los alquileres (+100% entre jun-22 y jun-23), la educación privada (+11.1% m/m en may-23), el aumento en los precios de las prestadoras de salud privadas y los combustibles. Aún más, la aceleración de la inflación impacta en mayor medida sobre los sectores informales (Gráfico 1), que representan aproximadamente el 45% de la población en edad de trabajar, según la Organización Internacional del Trabajo (OIT).
- Por otro lado, en el 1T23, el índice de ventas totales de supermercados avanzó 2.16% a/a en medio de unas expectativas de devaluación al alza. De hecho, aunque la información reciente de recaudación tributaria muestra un aumento en los ingresos por IVA (mar-23: 3.2% del PIB, acumulado 12 meses), esto solo refleja el intento de los hogares por protegerse contra la inflación adquiriendo bienes duraderos. Lo anterior sería evidenciado por la desaceleración en la recaudación de abr-23 (2.7% del PIB). Aún más, el gasto en servicios se ha venido moderando ya que los rubros que componen el sector han exhibido una desaceleración importante: comercio mayorista y minorista (2.21% a/a vs. 3.40% a/a previo), transporte y comunicaciones (0.68% a/a vs. 3.68% a/a), actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (0.68% a/a vs. 3.68%) y los hoteles y restaurantes (10.28% a/a vs. 21.2% a/a). En general, el comportamiento del consumo obedece a una menor demanda por ARS y a un aumento en la velocidad del dinero, dada la preferencia intertemporal de los hogares por consumir en el presente ante un futuro caracterizado por una elevada incertidumbre.
- En relación con la inversión, la venta de reservas internacionales para mantener el valor del ARS afecta negativamente a las empresas que dependen de las importaciones, ya que reduce la disponibilidad de divisas en el país, dificultando el acceso a insumos y materias primas necesarios para la finalización de productos, así como bienes para la inversión. Como resultado, industrias como la automotriz tienen a la fecha un déficit en su balanza de pagos de alrededor de USD 313 MM, lo que indica que las empresas o entidades relacionadas con esta industria gastaron más en la compra de divisas extranjeras de las que generaron a través de sus operaciones. Pese a esto, la industria y construcción experimentaron un estímulo en el 1T23 gracias a las exportaciones, logrando un crecimiento del 0.72% t/t y 3.08% t/t, respectivamente. De cara al 2T23, los riesgos están sesgados a la baja, en la medida que ciertos empresarios de la construcción advirtieron que los atrasos del gobierno central y las provincias en los pagos de certificaciones de obras públicas y las demoras para aprobar las actualizaciones de precios de los proyectos generan una pausa del sector. Con base en los factores mencionados, estimamos que la inversión se contraerá en un 8.6% en el 2023.
- La sequía está afectando los ingresos tributarios, lo que –bajo las condiciones actuales– profundizará el desequilibrio fiscal y hace que estimemos una contracción de 1.9% en el gasto público. De hecho, información reciente muestra una desaceleración en los derechos de exportación al ubicarse en 1.1% del PIB en abr-23; en el mismo periodo de 2022 estos representaban el 1.7% del PIB. Por su parte, los salarios públicos también disminuyeron al ubicarse en 2.1% del PIB en abr-23 vs. 2.4% en mar-23.

- Ante la escasez de dólares en el BCRA y las demoras en las aprobaciones de importaciones, creemos que la balanza comercial no contribuirá significativamente al crecimiento. Esta situación se debe a que las cantidades de exportación se están viendo fuertemente afectadas por la sequía, lo que ha llevado a una contracción del 23.1% en comparación con el 4T22. Además, estas cantidades se ubican un 13.7% por debajo de los niveles observados en el mismo periodo de 2018, año en el que el país experimentó su última sequía significativa. En este contexto, los altos costos de producción derivados de mayores salarios, una devaluación significativa del ARS y, recientemente, las dificultades para pagar fletes por importaciones debido a la comunicación "A" 7771 del BCRA que establece que las empresas no pueden acceder inmediatamente a dólares para pagarlos, sino que deben contar con una declaración aprobada por el Sistema de Importaciones (Sirase), también tendrán un impacto negativo en el crecimiento considerando, de nuevo, que las empresas no pueden acceder eficiente y oportunamente a insumos y bienes para la producción de productos finales o para inversión.
- Con todo, recientemente recortamos nuestra estimación del PIB de 2023 a -3.7% desde el -0.9% previo, cifra que se explica por una contracción más pronunciada en el 2T23 como lo anticipan los indicadores líderes (Gráfico 2). En este sentido, es importante destacar que la economía se encuentra un 0.8% por debajo de lo observado en el 1T18. Esto coincide con estimaciones pesimistas de producción, especialmente en el sector de la soja con una disminución del 38.4% en comparación con 2018, según la Bolsa de Comercio de Rosario. Además de la sequía, existen otros riesgos generalizados a la baja en medio de la necesidad creciente de ajustar variables nominales y la incertidumbre en torno a los resultados electorales (Elecciones primarias PASO: 13-ago-23; Presidenciales: 22-oct-23).
- Para 2024 consideramos que la economía se ubicará en 0.3% (1.5% previo). Desde el lado positivo, se destacan unas mejores expectativas en el sector agropecuario (respecto a 2023), una disminución de las importaciones de energía a causa de un aumento en la capacidad de producción del gasoducto Vaca Muerta y un mejor clima de las inversiones de litio, en caso de ganar un gobierno que las favorezca. No obstante, la creciente deuda aumentará las dificultades de la próxima administración para cumplir con las obligaciones y hacer frente a las medidas estructurales necesarias para estabilizar las cuentas fiscales en medio de una elevada inflación. Esto, además, en medio de la expectativa de una fuerte devaluación nominal del ARS. Todas estas circunstancias podrían requerir nuevas revisiones en nuestras proyecciones, a la vez que eleva la probabilidad de una renegociación del acuerdo con el FMI después de elecciones.

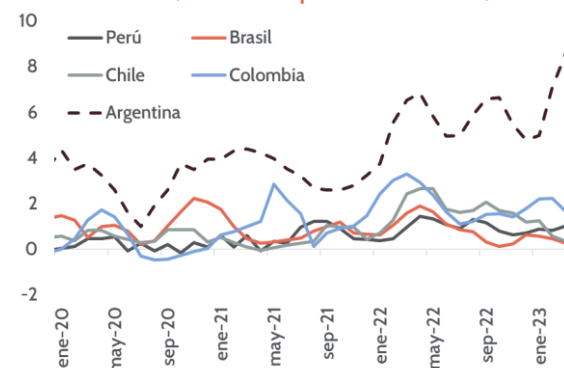


Inflación: un viaje sin freno; nivel de precios alcanzará el 145% a/a en 2023

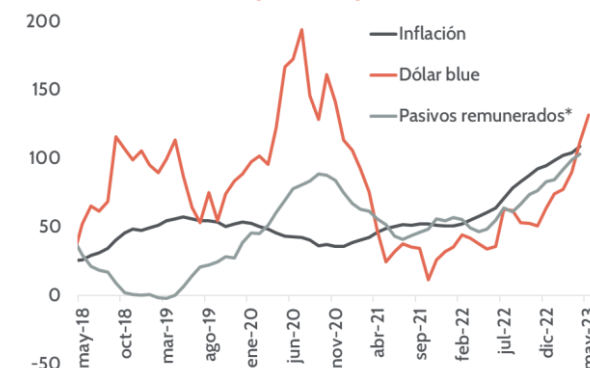
- La inflación alcanzó el 114.2% a/a en may-23, aumentando desde el 108.8% en abr-23. Esto sugiere que el proceso de formación de precios se ha visto retroalimentado por un deterioro de las expectativas de inflación y de devaluación. En este contexto, se ha observado un crecimiento acelerado de la oferta monetaria en un entorno caracterizado por un acceso limitado al endeudamiento. El BCRA, al ser el principal emisor de deuda en el mercado, lanza instrumentos financieros como los títulos que se negocian diariamente (Pases), o cada 28 días (Letras de Liquidez, LELIQS). Dado que los intereses generados por estos títulos deben ser pagados, esta medida incentiva al BCRA a optar por una mayor emisión monetaria o emitir más títulos para afrontar dichos pagos. De hecho, a la fecha, el BCRA (a través del mecanismo discrecional de Adelantos Transitorios) le ha girado al Tesoro cerca de ARS 670,000 MM (0.2% del PIB; Meta FMI IS23: 0.15% del PIB).
- El incremento de la inflación en may-23 es el resultado de varios meses consecutivos en los que el nivel de precios ha mantenido un ritmo mensual promedio por encima del 7.3%. Aunque las presiones son generalizadas entre los rubros que componen el IPC, la categoría Alimentos y Bebidas no alcohólicas continuó acelerando su ritmo y alcanzó un incremento interanual del 117.8% en may-23, liderando la contribución (31.7pp) al resultado total. Esta aceleración es consecuencia de los elevados costos de producción, lo cual ha llevado a un aumento en los precios con el fin de mantener los márgenes de beneficio. Además, las restricciones a las importaciones y los impuestos existentes, que representan más del 25% en los precios de productos como carne, leche y pan, según la Fundación Agropecuaria para el Desarrollo de Argentina, también se ven reflejados en los precios de venta de los alimentos básicos. Así, en nuestra opinión, las medidas de control de precios no han sido efectivas para contener la aceleración de estos, lo que apunta a que la inflación continuará acelerando su ritmo en ausencia de políticas que aborden la razón subyacente de la inflación, es decir, el fuerte desequilibrio fiscal. Muestra de ello es que mientras algunos países de la región están experimentando una moderación en los precios de los alimentos por la normalización en las cadenas de suministro tras el choque de la guerra en Ucrania, Argentina se enfrenta a una aceleración cada vez más pronunciada.
- Adicional a lo anterior, la sequía representa un desafío adicional para el estado de las reservas internacionales y su uso para mantener artificialmente el valor del ARS frente a sus fundamentos. A su vez, la falta de confianza en el BCRA está erosionando cada vez más el saldo de reservas y generando presiones en las expectativas de devaluación. De hecho, según los futuros de ARS que se cotizan en el Rosario Futures Exchange (ROFEX), los agentes esperan una devaluación hacia los USDARS 503 a finales de este año.
- Teniendo en cuenta estos factores, elevamos nuestra expectativa de inflación para dic-23 desde el 105% previo hasta 144.5% a/a. Revisamos al alza nuestra senda de inflación teniendo como base un promedio mensual de 8.0%, cuyo incremento se explica por los factores enunciados y por la falta de credibilidad en las decisiones del BCRA.

- En línea con nuestro reciente [Reporte Especial](#), reiteramos que el balance de riesgos sigue sesgado al alza, debido a la ausencia de medidas que apunten a contener las expectativas de inflación y la limitada ventana de tiempo que tienen las autoridades para implementar un ajuste fiscal sólido y creíble (especialmente en un contexto de elecciones) y cuando el Tesoro se continúa refinanciando a través del BCRA. Además, la elevada inflación ha acelerado los mecanismos de indexación de salarios y pensiones, lo que, sumado a unas elevadas expectativas de devaluación, que según el mercado de futuros ROFEX ascienden a USDARS 556 para ene-24, nos lleva a revisar al alza nuestra proyección de inflación para 2024 a 131.6% desde el 74.8% previo.
- Recientemente, el BCRA decidió mantener su tasa de interés en 97% (e.a 154.2%) tras haberla aumentado por tercera vez consecutiva en may-23. La decisión se basó en que la inflación se desaceleró (7.8% m/m) con respecto a abr-23 (8.4%), aun cuando en su variación anual la inflación continuó acelerándose. Aun así, el objetivo de la autoridad monetaria continúa enfocándose en incentivar a los agentes a mantener sus activos en ARS al incrementar el rendimiento obtenido con esta moneda. Consideramos que la falta de confianza en la autoridad monetaria continuará impulsando las expectativas de inflación; como resultado, ajustamos nuestra estimación de la tasa de referencia del Banco Central al 120% para 2023 (78% previo). Nuestra estimación considera que las condiciones seguirán empeorando tanto por las expectativas al alza como por una devaluación del 184% anual al cierre de este año, cifra que responde a la valoración de los futuros de ARS a dic-23, considerando la elevada incertidumbre generada por las elecciones y la situación económica. De ahí que el BCRA seguiría elevando la tasa en busca de ofrecer retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local, en medio de la predisposición de los agentes a mantener sus ahorros en USD. Para el 2024, esperamos que la tasa se ubique en 98% (65% previo) para contrarrestar la disminución en la disponibilidad de crédito y menores incentivos de inversión debido a las altas tasas de interés.

Inflación alimentos países regionales (var. m/m, prom. Móvil 3m)



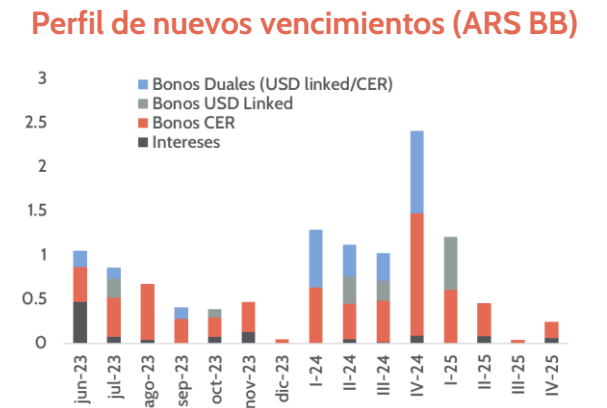
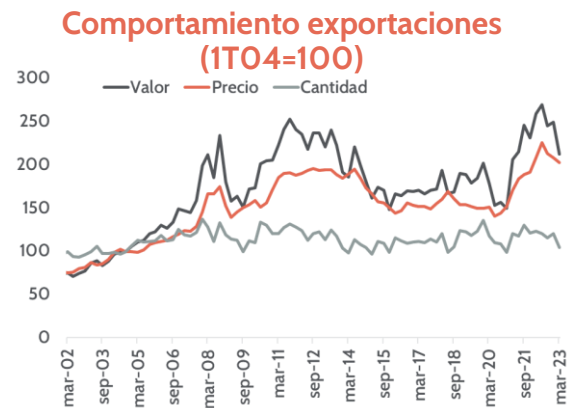
Inflación vs. Factores explicativos (var a/a)



Estabilidad de cuentas fiscales del próximo gobierno cada vez más comprometida ante aplazamiento de vencimientos de deuda y deterioro en el sector externo

- El déficit fiscal primario acumulado en el 1T23 fue de ARS 689,930 MM (0.4% del PIB), cifra que se encuentra por encima de la meta fijada con el Fondo Monetario Internacional (FMI) de ARS 441,500 MM (0.3% del PIB). El resultado podría apuntar a que las autoridades soliciten un *waiver* (autorización de un ajuste al acuerdo ante un desvío menor o que está siendo corregido) al FMI, implicando un riesgo al alza a una posible renegociación de la meta del 1.9% del PIB para 2023.
- Aunque es posible que la aceleración de la inflación conduzca a una reducción de los saldos reales, los resultados hasta la fecha muestran que los efectos negativos de la sequía y los menores ingresos por IVA empiezan a ser evidentes en el nivel de los ingresos tributarios. Los derechos de exportación se han reducido desde el 1.4% del PIB (acumulado 12 meses) observado en mar-23 hasta un 1.1% en abr-23. Además, la recaudación del IVA ha disminuido desde un 3.2% en mar-23 hasta 2.7% en abr-23, reflejando un deterioro en la demanda de los hogares por ciertos bienes. En consecuencia, los ingresos totales a may-23 representaron el 15.6% del PIB (acumulado 12 meses), cifra inferior al 18.2% del PIB alcanzado en may-22.
- Por el lado del gasto primario, este se ubicó en el 17.6% del PIB en abr-23 (acumulado 12 meses). Aunque se situó por debajo de lo obtenido en abr-22 del 20.4% del PIB, es importante destacar que en adelante resultados similares podrían no contrarrestar la desaceleración que se está observando en los ingresos tributarios, que alcanzaron el 14.0% del PIB en may-23 (acumulado 12 meses) en comparación con el 15.3% registrado en may-22. Junto a lo anterior, anticipamos una política de gasto social más pronunciada dadas las presiones derivadas del ciclo electoral y de la aceleración de la inflación.
- En general, el contexto para las finanzas públicas sigue siendo desafiante y, durante el 1T23, las autoridades continuaron presentando dificultades para hacer frente a sus obligaciones, lo que condujo a que se llevara a cabo un segundo canje de títulos este año recientemente. Según el Ministerio de Economía, la operación implicó que el perfil de vencimientos para lo que resta de 2023 pasara de ARS 11.6 BB a ARS 4.2 BB, lo que supuso una disminución del 64%. Si bien la oferta tuvo una aceptación total del 78%, es importante resaltar que el 70% de los títulos estaban en manos del sector público, con lo que solo el 26% de las entidades privadas aceptaron el canje, según Bloomberg.
- En este panorama, S&P Global elevó la calificación de la deuda argentina a largo plazo en moneda local, desde "Default Selectivo" a CCC-, tan solo cuatro días después de haberla rebajado debido a los riesgos de incumplimiento. Aunque la agencia citó una reducción en estos riesgos como justificación, mantuvo una perspectiva negativa debido a los persistentes desequilibrios económicos y la incertidumbre política. Lo anterior sigue siendo consistente con nuestra estimación de un déficit primario del 2.1% este año (meta oficial: 1.9%) y de 1.1% para 2024 (meta oficial: 0.9%) en la medida en que el aplazamiento de la deuda aumentará las dificultades de la próxima administración para cumplir con las obligaciones y hacer frente a las medidas estructurales necesarias para estabilizar los niveles de deuda en medio de una elevada inflación.
- Asimismo, la desaceleración del crecimiento económico nos lleva a proyectar una deuda pública de 92.8% del PIB para 2023 y 76.9% en 2024. Esta estimación está sesgada al alza ante la elevada incertidumbre en un contexto electoral y las cambiantes expectativas de devaluación.

- En cuanto al sector externo, las presiones en la balanza comercial vienen lideradas por una fuerte caída en las exportaciones. Tanto las cantidades vendidas como los precios están exhibiendo un comportamiento a la baja (Gráfico 1). Si bien la sequía ha jugado un rol importante en el reciente deterioro, los fuertes controles a las importaciones también empezaron a ejercer presiones sobre los costos de los insumos y el margen de beneficio percibido por los exportadores. Esperamos un déficit en cuenta corriente de -1.3% del PIB este año.
- En ese contexto, las autoridades han intentado aumentar su nivel de reservas ampliando el swap de monedas con China. Por acuerdo de las partes, se aumentó de RMB 35,000 MM a RMB 70,000 MM. Si bien este swap relaja las presiones sobre las importaciones, al permitir el pago de transacciones con este país en RMB en vez de USD, aún hay rumores de que no se puede usar en su totalidad para intervenir en el mercado cambiario, como lo sugerían las autoridades.
- En esa misma línea, las autoridades rompieron una parte del acuerdo con el FMI al intervenir en el mercado cambiario alternativo; esto, además de no ser efectivo, ha incrementado las expectativas de devaluación. En ese sentido, en jun-23 el BCRA ha venido devaluando en 7.8% el tipo de cambio oficial, cifra que se encuentra por debajo de nuestra estimación de senda de inflación del 8% al mes. Consideramos que la escasez de dólares y el contexto electoral hará que hacia el 2S23 las autoridades se vean obligadas a aumentar el ritmo de devaluación; de hecho, en las últimas dos semanas alcanzó el 10%. Por lo anterior, esperemos que para el 2023 el tipo de cambio oficial se encuentre en ARS 493 y en ARS 1,010 para 2024.
- Lo anterior agrega retos a la próxima administración ya que enfrentará una disyuntiva entre mantener el valor artificial del ARS o realizar un salto devaluatorio con un alto costo en materia de inflación y crecimiento. Aun así, hay rumores de que candidatos como Javier Milei se inclinan por una dolarización de la economía en donde el foco de debate se centra en cómo lograría este objetivo con una fuerte escasez de reservas netas en el banco central.



Argentina: Proyecciones económicas

Argentina

Rating (outlook): CCC- (n) / Ca / CC	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Actividad económica								
PIB corriente (USD MM)	642,854	535,440	446,728	379,948	482,736	618,840	561,933	558,439
PIB per cápita (USD)	18,933	18,261	9,949	8,419	10,304	13,366	12,007	11,932
PIB real (var. %)	2.7	-2.5	-2.1	-9.9	10.7	5.0	-3.7	0.3
Demanda Interna real (var. %)	6.4	-3.3	-8.5	-10.4	13.3	9.0	-4.6	0.1
Consumo real total (var. %)	3.8	-2.5	-6.0	-11.6	9.8	8.0	-3.7	0.0
Consumo privado real (var. %)	4.0	-2.4	-6.8	-13.1	10.0	9.7	-4.2	0.1
Consumo público real (var. %)	2.7	-3.3	-1.4	-4.7	7.1	2.0	-1.9	-0.3
Inversión bruta real (var. %)	9.8	-6.5	18.5	-13.0	33.4	11.3	-8.6	0.7
Tasa de desempleo (% , promedio)	8.4	9.2	9.8	11.5	8.8	6.8	7.8	8.3
Precios y monetario								
Inflación (fin de año)	24.8	47.6	53.8	36.1	50.9	94.8	144.5	131.6
Tasa de referencia (fin de año)	28.8	59.3	55.0	38.0	38.0	75.0	120.0	98.0
Cuentas fiscales								
Balance Fiscal Total (% del PIB)	-5.9	-5.0	-3.8	-8.5	-4.5	-4.2	-3.7	-3.1
Balance Fiscal Primario (% del PIB)	-3.9	-2.4	-0.4	-6.5	-3.0	-2.4	-2.1	-1.1
Deuda pública bruta (% del PIB)	56.5	85.2	89.8	103.8	80.6	81.4	92.8	76.9
Sector externo								
Balanza en cuenta corriente (% del PIB)	-4.8	-5.2	-0.8	0.8	1.4	-0.6	-1.3	0.3
Reservas Internacionales (USD MM)	55,055	65,806	44,781	39,427	39,662	44,598	32,058	42,066
Reservas Internacionales Netas (USD MM)	22,775	14,702	12,085	4,914	2,810	5,802	-6,734	2,981
Tipo de cambio (fin de período)	19	38	60	83	103	177	493	1,010

Brasil

Nuevo gobierno ante el reto de consolidar las expectativas fiscales

[Índice](#)

Resumen ejecutivo y balance de riesgos

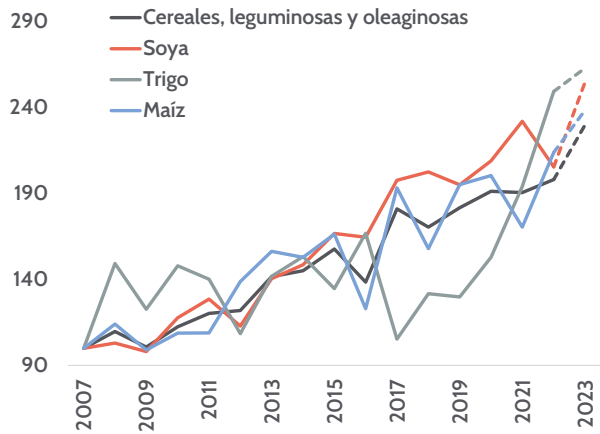
- **Actividad económica.** Luego de un considerable periodo de estabilidad en las expectativas de crecimiento por parte del mercado para 2023, estas han sido sistemáticamente revisadas al alza desde un 1.2% hace apenas un mes hasta 2.2% actualmente ante un mayor dinamismo al esperado en algunos sectores. Recientemente, ajustamos nuestra proyección para este año al 2.4% tras conocer que el crecimiento del 1T23 se aceleró a 4.0% a/a, superando significativamente las expectativas. En general, el crecimiento mayor al esperado se explica por una producción agrícola y minera destacables que han impulsado el sector externo. A su vez, el consumo de los hogares se ha mantenido resiliente debido a la continua demanda por servicios y a signos de mejoría en la demanda de bienes, respaldados por un mercado laboral sólido. Sin embargo, la inversión, que es más sensible a las condiciones financieras y crediticias, así como a las condiciones esperadas para la producción industrial, se ha seguido debilitando marcadamente. Por lo cual, aún con el impulso indirecto del sector agropecuario, la demanda interna se desaceleró en el 1T23. Esperamos una desaceleración gradual de la actividad económica en los próximos trimestres debido al efecto de las altas tasas de interés sobre las condiciones crediticias y la confianza empresarial, la tendencia de moderación de la demanda interna, el debilitamiento de la demanda externa y la posible dilución del efecto transitorio de las cosechas. Asimismo, la combinación de una política monetaria que se mantendrá en territorio contractivo por varios meses más y una política fiscal con escenarios aún abiertos por cuenta del imperativo avance de las reformas, condicionan las perspectivas de la economía. Los riesgos para 2024 se relacionan principalmente con la dinámica de la economía global, aunque factores internos como el bajo crecimiento potencial –debido a la débil inversión observada– no se pueden dejar de lado. Ahora bien, vale señalar que la confianza en el gobierno Lula a poco menos de seis meses en el cargo no muestra signos de repunte debido a que el país continúa polarizado políticamente y ante la cautela por el tiempo que pueda tomar encontrar un balance entre los programas económicos y sociales teniendo un Congreso dividido. Con todo, para 2024 revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento desde el 1.6% previo al 1.0%.
- **Inflación.** La inflación se ubicó en may-23 en 3.94% a/a, reduciéndose desde el 5.78% en 2022 y situándose dentro del rango objetivo del BCB (1.75%-4.75%). La economía habría entrado en un proceso de desinflación más generalizado, brindando confianza en que las presiones de precios seguirán cediendo paulatinamente en los próximos meses. La menor presión sobre las cadenas de suministro y la apreciación del BRL han permitido que las presiones sobre los precios de los insumos se sigan disipando, mientras que la demanda externa por bienes industriales se ha mostrado débil. Y aunque la inflación núcleo se mantiene alta (6.64%), en los últimos tres meses su descenso ha tomado impulso. Recientemente revisamos a la baja nuestra estimación de inflación para 2023 a 5.6%. Para 2024, mantenemos nuestra previsión de 4.3%, levemente por encima del consenso de 4.1%. Percibimos un balance de riesgos sesgado levemente al alza, advirtiendo que las presiones de demanda podrían tomar mayor tiempo en retroceder en caso de que la desaceleración de la actividad sea más lenta de lo proyectado.
- **Política monetaria.** Esperamos que la tasa Selic se reduzca a 12.5% a finales de 2023, esto luego de que el Banco Central de Brasil (BCB) inicie en el 3T23 su ciclo de relajamiento gradual desde el nivel actual de 13.75%. Esto contrasta con el 12.75% que esperábamos en mar-23. Prevemos que la tasa de interés real se mantenga en terreno contractivo este año entre 6.5%-7.5% y el próximo año se aproxime lentamente a su nivel neutral (~5.25%). Sin embargo, las señaladas sorpresas a la baja en la inflación recientemente abren espacio para una moderación más temprana de la postura monetaria que lleve además la tasa al 9.5% a finales de 2024. Además, vale destacar que el presidente del Emisor, Roberto Campos Neto, ha señalado que la mejora en las condiciones del mercado ha abierto “espacio para trabajar con tasas de interés más bajas en algún momento en el futuro”. Sin embargo, en su reunión del 21-jun el BCB evitó dar indicios de cuándo comenzaría a reducir su tasa. Por lo cual, esta perspectiva estará condicionada por la evaluación que haga el BCB de los riesgos sobre la inflación subyacente y de los riesgos sobre las expectativas luego de que se lleve a cabo el Consejo Monetario de Política (CMP) el 29-jun.
- **Cuentas fiscales.** El Gobierno logró aprobar en la Cámara de Diputados un Nuevo Marco Fiscal (NMF) que contempla como objetivo superávits primarios desde 2025. Esto generó cierto consenso de que se ha reducido la probabilidad de escenarios adversos de balance fiscal y deuda pública, favoreciendo una leve mejora en las expectativas. Se destacó la decisión de S&P Ratings de mantener la calificación soberana en “BB-” y elevar la perspectiva a “positivo” desde “estable”. Sin embargo, la incertidumbre sigue presente en la medida en que el texto fue modificado por su paso en el Senado y deberá ser votado nuevamente en la Cámara Baja a inicios de jul-23. Además, se deberán aprobar reformas adicionales para que el ajuste fiscal sea respaldado por mayores ingresos. Por el momento se estima que en 2023 el Gobierno Federal experimentará un déficit primario de 1.3% del PIB, por encima del 0.5% consignado en el NMF. Esto corresponde con un balance del Gobierno General (GG) de 1.1% del PIB. Dicho esto, será necesario ver el funcionamiento en la práctica del NMF. Además, para aumentar la confianza en las cuentas públicas será clave hacia adelante la aprobación de la Reforma Tributaria a inicios del 2S23, la cual propone elevar el recaudo a través de la simplificación del sistema. Para 2024 proyectamos un déficit primario del GG de 0.6% del PIB, inferior al 1.0% estimado hace tres meses. En esta misma línea, recortamos en 2.8pp nuestra estimación de deuda pública para 2023 y 2024 a 77.0% y 80.5% del PIB, respectivamente.
- **Cuentas externas y FX.** La situación de las cuentas externas del país continúa siendo sólida y las perspectivas sobre la balanza comercial han mejorado con el crecimiento de los envíos gracias a la producción récord de productos primarios y de la recuperación de la demanda de China por estos bienes, pese a que los precios se han moderado frente a los niveles del año pasado. Esto nos ha llevado a revisar nuestra expectativa de déficit cuenta corriente, esperando que se reduzca de 3.0% del PIB en 2022 a 2.3% del PIB en 2023, mejor que el 2.7% señalado previamente. La mejora en las perspectivas sobre la balanza de pagos y la reducción de la prima de riesgo han impulsado la moneda. Con esto en cuenta, revisamos nuestra estimación del USD/BRL para el cierre de este año a 5.10 y para 2024 a 5.15, desde el 5.30 y 5.28 previos, respectivamente.

Actividad muestra desempeño sobresaliente, pero riesgos a la baja siguen presentes

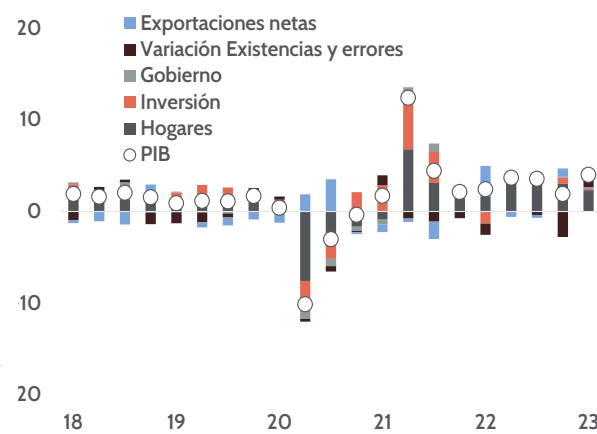
- Luego de un considerable periodo de estabilidad en las expectativas de crecimiento por parte del mercado para 2023, estas han sido sistemáticamente revisadas al alza hasta 1.7% ante el arrastre estadístico generado por los primeros datos del año. Recientemente, ajustamos nuestra proyección para este año a 2.4% tras conocer que el crecimiento del 1T23 se aceleró a 4.0% a/a frente al 1.9% a/a observado en el 4T22, superando significativamente las expectativas. En general, el crecimiento mayor al esperado se explica por una producción agrícola y minera destacables que han impulsado el sector externo y apuntan a extender parcialmente el *momentum* al 2T23. Desde el enfoque de la oferta, el sector de la agricultura creció en el 1T23 un 18.8% a/a, al tiempo que las industrias extractivas avanzaron 7.6% a/a. Esto nos ha llevado a proyectar un crecimiento de las exportaciones reales de 5.2% este año y una contracción de las importaciones de 4.5%, luego de que en el 1T23 crecieran 7.0% a/a y 2.2% a/a, respectivamente.
- El consumo de los hogares se ha mantenido resiliente, desacelerándose solo de manera moderada gracias a la euforia en la demanda por servicios y a signos de mejoría en la demanda de bienes, reforzados por un sólido crecimiento del empleo, pese a su desaceleración. El comercio se recuperó un 0.3% t/t en el primer periodo del año, tras haberse contraído 0.8% t/t previamente, ante la menor inflación de alimentos y de bienes durables, así como a la reactivación de la demanda de combustibles. Al tiempo, el transporte se aceleró a 1.2% t/t (0.3% previamente). Sin embargo, la inversión total, que es más sensible a las condiciones financieras y a las condiciones esperadas para la producción industrial, se ha seguido debilitando marcadamente, al exhibir su segunda caída trimestral (1T23: -3.4% t/t), reflejando las dificultades en la producción de equipo de transporte, así como la debilidad de la construcción. El crecimiento del gasto público se mantiene acotado (1.2% a/a), considerando que el Gobierno Central ha ajustado su gasto en términos reales en lo corrido del año, especialmente el relacionado con la seguridad social y el personal administrativo. Por lo cual, aún con el impulso indirecto del sector agropecuario, el crecimiento de la demanda interna se desaceleró al 2.6% a/a en el 1T23 desde el 3.5% a/a previo.

- Esperamos una desaceleración gradual en los próximos trimestres debido al efecto de las altas tasas de interés sobre las condiciones crediticias y la confianza de los agentes, contrarrestado solo parcialmente por el efecto de las cosechas y el incremento de la inversión en infraestructura pública. Al respecto, el indicador mensual de actividad económica del Banco Central de Brasil (IBC-br) ya mostró algo de moderación en el margen al pasar de crecer 5.7% a/a en mar-23 a 3.3% a/a en abr-23. Sin embargo, también mostró que pese a la contracción secuencial de la producción industrial y de la actividad de los servicios, la economía habría logrado crecer 0.56% m/m (a.e.) principalmente ante la producción agrícola récord. Con esto, consideramos un balance de riesgos neutral, teniendo en cuenta la tendencia de moderación de la demanda externa, el endeudamiento de los hogares, y la posible dilución del efecto transitorio de las cosechas. La contribución del sector agrícola debería reducirse especialmente en el 2S23, considerando la estacionalidad de su producto. Asimismo, la combinación de una política monetaria que se mantendrá en territorio contractivo por varios meses más y un manejo de la política fiscal que aún está en un proceso de anclar las expectativas, condicionan las perspectivas de la economía. Mientras la confianza del consumidor ha repuntado y la tasa de desempleo se ha reducido al 8.5%, la tendencia de disminución señalada de la confianza empresarial obstaculiza una composición del crecimiento más homogénea, dado que las condiciones de financiamiento seguirán estrictas por un tiempo prolongado incluso después de que el Banco Central (BCB) recorte su tasa de interés. Aunque se destaca la aprobación en la Cámara de Diputados del Nuevo Marco Fiscal, sigue siendo un imperativo esperar al avance de las reformas, puesto que mientras las autoridades mantengan su intención de estimular la economía a través de la política fiscal, aún deben ganar confianza en que se hará de manera sostenible con fuentes de financiamiento estructurales.
- Para 2024 revisamos a la baja nuestra estimación desde el 1.6% previo al 1.0%. Los riesgos más prominentes para el próximo año se relacionan principalmente con la dinámica de la economía global, aunque factores internos como el bajo crecimiento potencial –debido a la débil inversión observada– no se pueden dejar de lado.

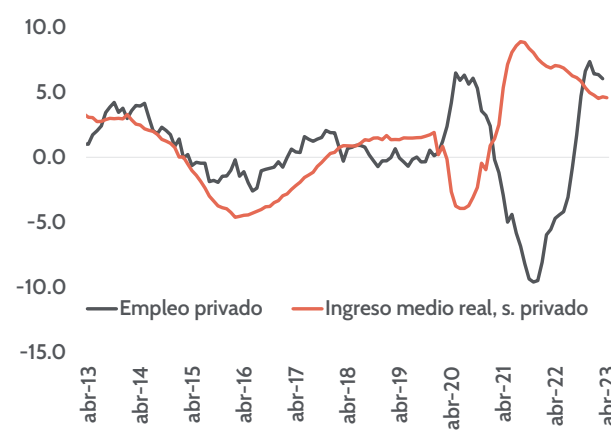
Producción agrícola (2007 = 100)



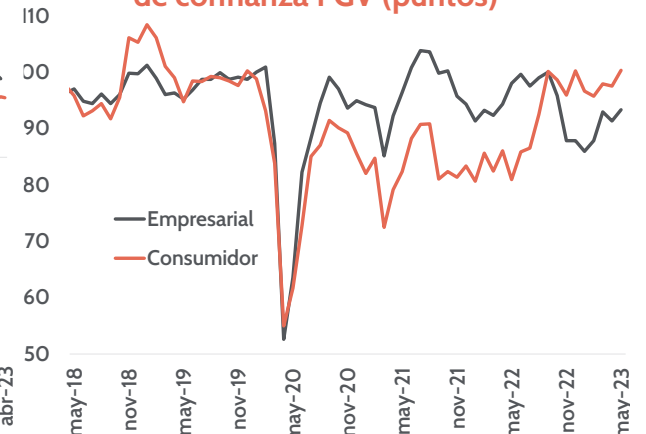
Contribuciones al crecimiento anual (pp)



Ocupación y salarios reales (var. % a/a)



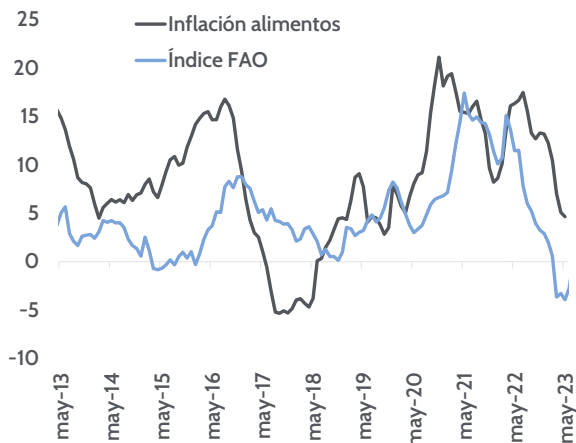
Componente expectativas encuestas de confianza FGV (puntos)



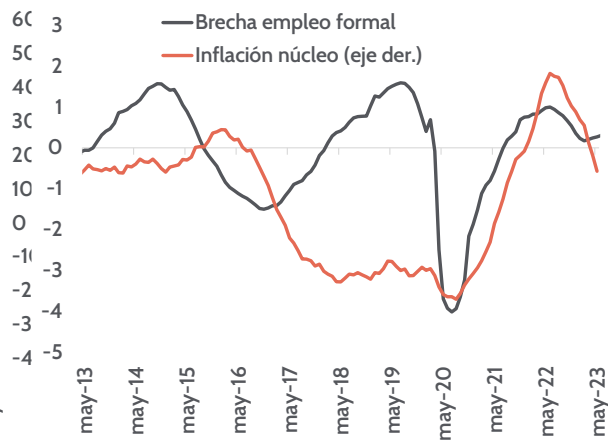
Mejores expectativas de inflación y tasa de cambio respaldarían relajación del BCB

- La inflación sorprendió favorablemente en may-23 al ubicarse en 3.94% a/a, su nivel más bajo desde oct-20, dentro del rango meta (1.75%-4.75%). La sorpresa a la baja provino de los precios de los alimentos en el hogar, que se mantuvieron sin cambios debido a condiciones climáticas favorables que ampliaron la oferta. La economía habría entrado en un proceso de desinflación más generalizado, brindando confianza en que las presiones de precios seguirán cediendo paulatinamente. La menor presión sobre las cadenas de suministro y la apreciación del BRL han permitido que las presiones sobre los precios de los insumos se sigan disipando, mientras que la demanda externa por bienes industriales se ha mostrado débil. Aunque la inflación núcleo se mantiene alta (6.64%) debido al efecto del traslado de los costos de operación, los mecanismos de indexación y la resiliente demanda sobre los servicios, subrayamos que en los últimos tres meses su descenso ha tomado impulso, lo que sugiere que la persistencia podría ceder en los próximos meses.
- Ahora bien, esperamos un repunte de la inflación general nuevamente fuera del rango objetivo en próximos meses por los regulados y el aumento del salario mínimo. Esto por la baja base de comparación que generaron los recortes a los impuestos a los combustibles aplicados el año pasado entre jul-22 y sep-22. Aun así, recientemente revisamos nuestra estimación de inflación para 2023 a 5.6%, lo que se compara con el 6.2% estimado en nuestra anterior entrega. Esto responde a las sorpresas a la baja en los últimos meses ante la rápida moderación de la inflación de alimentos y una leve moderación de la inflación esperada de regulados. En este punto, vale destacar las condiciones climáticas favorables para la producción de alimentos y que esperamos que la revisión anunciada por Petrobras de su política de precios de combustibles contribuya a reducir la volatilidad en los próximos meses. Para 2024, mantenemos nuestra previsión de una desaceleración al 4.3%, levemente por encima del consenso de 4.1%. Percibimos un balance de riesgos sesgado levemente al alza debido a que las presiones de demanda podrían tomar tiempo en retroceder en caso de que la desaceleración de la actividad sea más lenta.
- Entre los riesgos a la baja están: i) recortes de precios de los combustibles por Petrobras en un intento por ganar competitividad y alentar la demanda; ii) un efecto mayor al esperado de los recortes a impuestos sobre autos (~20 pb en el IPC total).
- Esperamos que la tasa Selic se reduzca a 12.5% a finales de 2023, luego de que el BCB inicie en el 3T23 su ciclo de relajamiento. Esto contrasta con el 12.75% que esperábamos en mar-23. Vale destacar que el presidente del Emisor, Roberto Campos Neto, ha señalado que la mejora en las condiciones del mercado ha abierto “espacio para trabajar con tasas de interés más bajas en algún momento en el futuro”. Campos Neto indicó que los esfuerzos para frenar la inflación están progresando, las tasas de interés de mercado han bajado desde que se presentaron las reglas fiscales y la tasa de cambio ha avanzado en la dirección correcta. Sin embargo, el Emisor ha sido cauteloso con la velocidad del proceso de desinflación y con el comportamiento de las expectativas de largo plazo. Pese a que las expectativas de inflación del mercado para 2023 se han reducido a 5.1% desde 6.0% hace tres meses, mientras para 2024 pasaron de 4.1% a 4.0%, en su reunión de jun-23 el BCB hizo un llamado a la “paciencia y serenidad” e indicó que sus pasos futuros dependerán de la dinámica de la inflación núcleo y de las expectativas. En sus comunicaciones, el BCB ha insistido en que las expectativas por encima de la meta oficial del 3.0% vienen respondiendo a la incertidumbre generada por los cuestionamientos del Ejecutivo sobre el nivel actual de la tasa y por el debate sobre si el Consejo Monetario Nacional (CMN), compuesto por el jefe del BCB y los ministros de Hacienda y Planificación, revisará la meta de inflación de 2024. Asignamos una alta probabilidad de revisión a la definición técnica de la meta ante la evaluación del FMI que apoya un objetivo continuo (i.e. constante e inalterado), desligado del año calendario.
- Sin embargo, las recientes sorpresas a la baja en la inflación abren espacio para una moderación más temprana de la postura monetaria que lleve además la tasa al 9.5% en dic-24. Con todo, esperamos que la tasa de interés real se mantenga en terreno contractivo este año entre 6.5%-7.5% y el próximo año se aproxime lentamente a su nivel neutral (~5.25%).

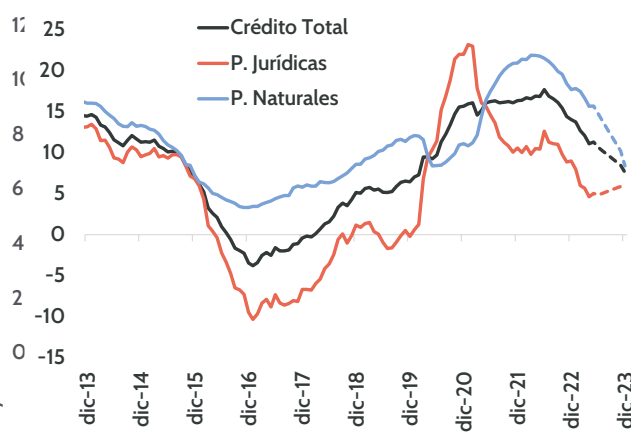
Inflación de alimentos vs. Índice FAO (var % a/a)



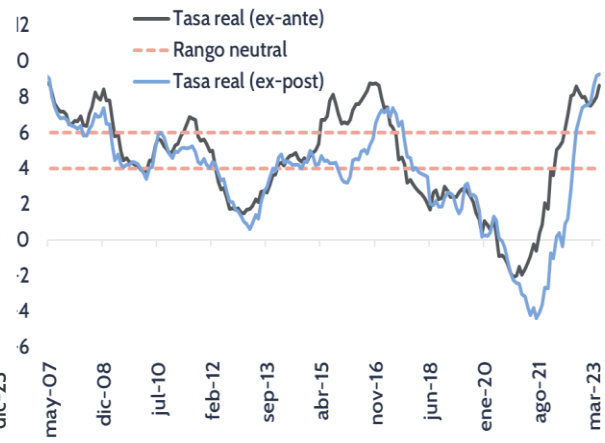
Brecha del empleo vs. Inflación núcleo (%)



Crecimiento del crédito y proyección BCB (var. % a/a)



Tasa real vs. Rango Neutral (%)



Autoridades buscan mejorar posición fiscal, pero reducción de la deuda requiere más esfuerzos

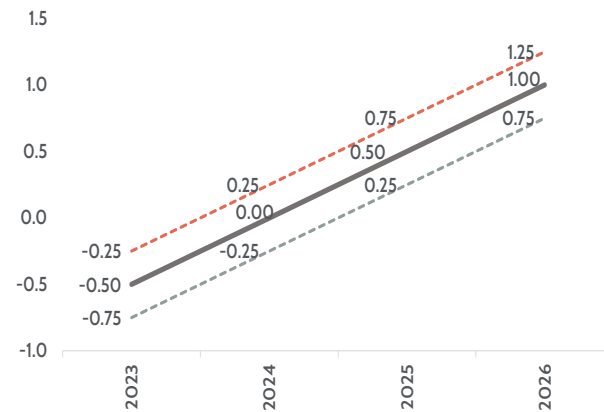
- La administración Lula pretende mantener una política fiscal expansiva asegurando el crecimiento real del gasto público con una lógica contracíclica, focalizándolo en programas sociales. Para ello se comprometió con la Cámara de Diputados a compatibilizar sus promesas de campaña con un nuevo conjunto de reglas que permita asegurar la responsabilidad fiscal y que reemplace el anterior Techo de Gastos. En ese contexto, el gobierno logró pasar en la Cámara de Diputados un Nuevo Marco Fiscal (NMF): "Régimen Fiscal Sostenible".
- El NMF contempla un crecimiento real del gasto público de entre 0.6% y 2.5% cada año, por debajo del 3.7% promedio de la última década. Esto sujeto a ciertas condiciones como que la expansión puede ser del 70% del crecimiento de los ingresos de los 12 meses anteriores si se encuentra alineado con el canal definido como objetivo para el balance primario neutral, pero que deberá reducirse al 50% si el balance se encuentra por debajo del límite mínimo de la banda. Este canal define como escenario base un objetivo de balance primario neutral en 2024 y superávits en los siguientes años, así como un intervalo de tolerancia de +/- 0.25pp. Además, también aseguró un piso de 0.6% del PIB para la inversión pública y redirigir parte de los excedentes de ingresos en caso de sobrecumplimiento.
- Tras su paso por la Cámara de Diputados, el NMF mantuvo la esencia de la propuesta original y se añadieron mecanismos de contención del gasto para compensar el incumplimiento de las metas fiscales, conocidos como "disparadores". Dentro de estos se contempla la realización de bloqueos de gastos discrecionales (contingencias), la suspensión de la creación de empleos públicos y prohibir aumentos reales en gastos obligatorios. Esto generó cierto consenso en que la nueva regla reduce la probabilidad de escenarios explosivos de la deuda, favoreciendo una mejora de las expectativas y la prima de riesgo, aunque se sigue previendo un incremento gradual de la deuda en próximos años. Esto se vio soportado por la decisión de S&P Ratings de mantener la calificación soberana en "BB-" y elevar la perspectiva a "positivo" desde "estable".

- La decisión de S&P se basó en las señales de una dirección más clara en la política fiscal que podrían resultar en una carga de deuda pública "inferior a la inicialmente esperada". Sin embargo, la incertidumbre sigue levemente presente en la medida en que la complejidad de la formulación del NMF dificulta el anclaje de las expectativas. Además, dado que el ajuste fiscal propuesto recae principalmente en que se logren ganancias significativas de ingresos recurrentes, otras medidas y reformas deberán complementarlo, extendiendo las incógnitas por un tiempo adicional.
- De hecho, de acuerdo con el último Informe de Evaluación de Ingresos y Gastos Primarios, el MinHacienda estima que en 2023 el Gobierno Federal experimentará un déficit primario de 1.3% del PIB, lo que en nuestros cálculos sigue correspondiendo a un balance del Gobierno General (GG) de 1.1% del PIB. Esto implicaría un incumplimiento del objetivo del NMF este año (0.5%) bajo las estimaciones actuales de recaudo y tras el incremento del salario mínimo que tiene implicaciones en el gasto pensional y administrativo. A esto debe sumarse el riesgo de que la desaceleración económica futura sea más pronunciada.
- Con todo, para aumentar la confianza en las cuentas públicas será clave hacia adelante la aprobación de la Reforma Tributaria a inicios del 2023, potenciales medidas para reducir la rigidez del gasto, y esperar y ver el funcionamiento de la NMF en la práctica. De hecho, la calificadora S&P mencionó que su perspectiva positiva se fundamenta en la expectativa de que se tomen medidas adicionales para abordar la rigidez económica y fiscal. La reforma tributaria propone elevar el recaudo a través la simplificación del sistema de impuestos al consumo, mientras que el equipo económico prepara otro tipo de medidas para elevar el recaudo. Para 2024 proyectamos un déficit primario del GG de 0.6% del PIB, inferior al 1.0% estimado hace tres meses, pero aún incompatible con el objetivo oficial. En esta línea recortamos en 2.8pp nuestra estimación de deuda pública para 2023 y 2024 a 77.0% y 80.5% del PIB, respectivamente.

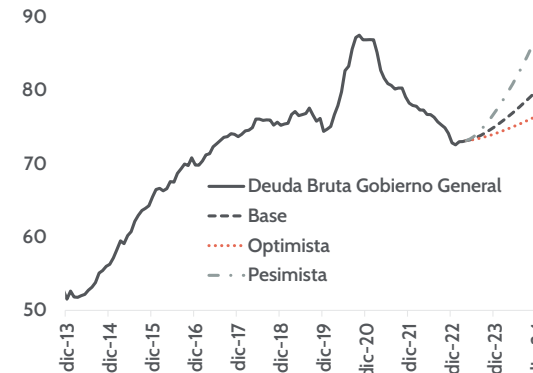
Balance primario observado Gobierno Federal vs. Proyectado (% PIB)

	Presupuesto 2023	Acum. en 12 meses a abr-23	Proyección Gobierno
1. Ingresos primarios totales	21.3	22.9	22.0
2. Transferencias	4.3	4.6	4.2
3. Ingresos netos (1)-(2)	17.0	18.3	17.8
4. Gastos primarios	19.1	18.1	19.1
5. Resultado primario (3) - (4)	-2.1	0.1	-1.3

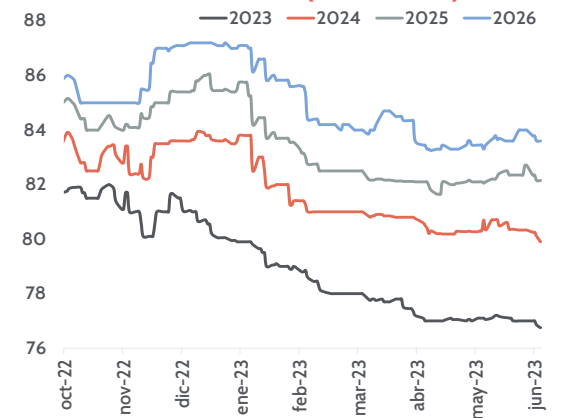
Metas de balance primario NMF del PIB)



Deuda pública bruta y escenarios (% del PIB)



Expectativas del consenso sobre la deuda bruta (% del PIB)



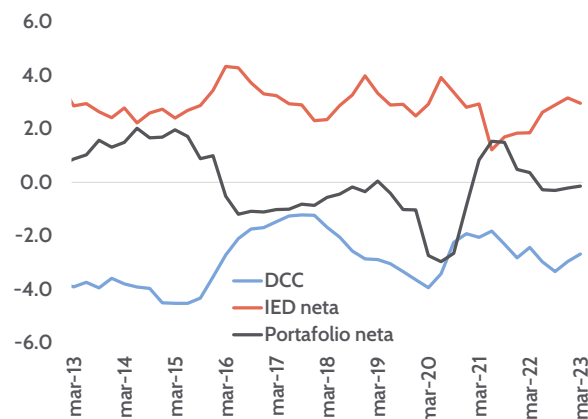
Fortaleza del USD/BRL respaldada por fundamentales

- Las cuentas externas del país continúan siendo sólidas y las perspectivas sobre la balanza comercial han mejorado. En los primeros cinco meses del año las exportaciones totalizaron USD 138,115 MM, lo que implicó un crecimiento de 4.1% a/a, frente a importaciones por USD 107,329 MM lo que representa una caída de 6.0% a/a. Aunque el índice de precios materias primas del BCB ha descendido 11.6% YTD, debido principalmente al descenso de los *commodities* energéticos de 32.6% YTD, los envíos se han beneficiado de una mayor producción de bienes agrícolas y mineros, así como de la recuperación de la demanda de China por estos bienes. Se destaca el crecimiento de los volúmenes exportados de maíz (101% a/a), petróleo (29.8% a/a), soya (13.9% a/a) y hierro (9.7% a/a).
- La cuenta corriente presentó un déficit de 2.5% del PIB en los doce meses terminados en may-23, lo que implica una mejora frente al 3.0% observado en 2022. Si bien el déficit del ingreso primario continuó en 3.4% del PIB ante el pago de dividendos y utilidades, el desequilibrio se redujo gracias a que el superávit comercial pasó de 2.3% del PIB el año pasado a 2.7% del PIB en abr-23. Considerando las cifras preliminares de jun-23 que apuntan a que el balance comercial habría extendido una tendencia positiva y alcanzaría el 2.9% del PIB, recortamos nuestra expectativa de Déficit de Cuenta Corriente (DCC) para este año desde el 2.7% del PIB previo a 2.3% del PIB actualmente, asumiendo que se mantendrá en este nivel en 2024. Además, destacamos que, si bien en el margen la IED se ha desacelerado, esta continuaría financiando completamente el desequilibrio de las operaciones corrientes. En los doce meses terminados en may-23, los ingresos por IED sumaron 4.2% del PIB y finalizarían el año en 4.1% del PIB, casi el doble que el DCC pronosticado. Además, en un contexto de *carry trade* favorable, resalta que en los doce meses terminados en may-23 se observaron flujos de portafolio netos por USD 9,800 MM, dirigiéndose principalmente a instrumentos de deuda.
- El destacado comportamiento tanto de la renta fija local como de la renta variable sugiere que en los últimos dos meses el sentimiento inversionista se habría mantenido positivo sobre los activos brasileños, pese a la importante volatilidad de los flujos en may-23.
- La volatilidad del BRL se ha venido conteniendo en los últimos meses, ante la combinación de la reducción de la prima por riesgo tras conocerse mayores detalles del enfoque fiscal del nuevo gobierno, un diferencial de tasas atractivo, así como el mayor apetito por riesgo en los mercados y las menores presiones en el dólar global. De hecho, si bien durante algunas semanas el comportamiento del BRL estuvo influenciado por los movimientos del USD a nivel global, producto de la incertidumbre sobre el techo de la deuda en ese país y, aunque el BRL continúa siendo una moneda de alta sensibilidad (alto Beta) al dólar global y a los movimientos del resto de monedas emergentes, en general la sensibilidad se ha moderado significativamente incluso más que en otras economías, lo que sugiere una mayor influencia de factores internos. La mejora señalada en las perspectivas sobre la balanza de pagos y la reducción de la prima de riesgo soberana, reflejada en el descenso del CDS a 5 años, han impulsado la moneda.
- Eevisamos nuestra estimación del USD/BRL para el cierre de este año a 5.10 y para 2024 a 5.15, desde el 5.30 y 5.28 previos. Si bien el comportamiento de las tasas de interés futuras apunta a un deterioro del *carry trade* y este se mantendría volátil en la medida en que en los próximos meses se incorporen desarrollos de la política monetaria local y externa, consideramos que las tasas de interés continuarían siendo atractivas en un entorno de crecimiento económico local mejor al esperado. Además, un nivel adecuado de reservas internacionales y una deuda externa baja favorecería que la tasa de cambio continúe evidenciando una baja vulnerabilidad externa.

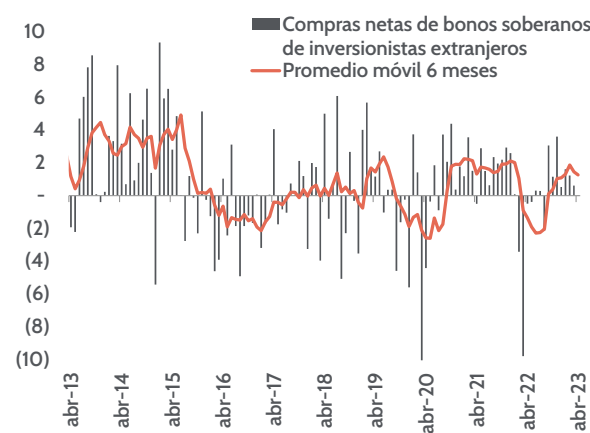
Incremento exportaciones may-23 vs. dic-22 (acum. 12 meses, USD MM)

	China	Argentina	EE.UU.
Total	3,043	554	5,187
Soya	2,413	71	3,387
Petróleo	1,031	-	471
Pegante madera	167	139	314
Pollo	265	-	255
Prod. Hierro	-	9	274
Energía eléctrica	-	-	200
Prod. Acero	-	2	141

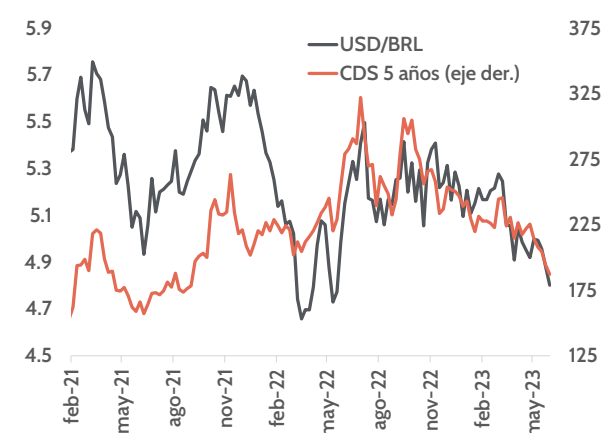
Balanza de Pagos (acum. en 12 meses; % del PIB)



Compras extranjeros deuda pública (USD miles MM)



USD/BRL vs. Riesgo país



Brasil: Proyecciones económicas

Brasil

Rating (outlook): BB- (p) / Ba2 (s) / BB-(s)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Actividad económica								
PIB corriente (USD MM)	2,062,573	1,916,454	1,872,685	1,477,592	1,648,767	1,921,573	2,074,114	2,171,143
PIB per cápita (USD)	9,893	9,098	8,847	6,980	7,730	8,946	9,589	9,987
PIB real (var. %)	1.3	1.8	1.2	-3.3	5.0	2.9	2.4	1.0
Demanda Interna real (var. %)	0.7	2.6	2.3	-3.9	6.1	3.1	1.5	1.3
Consumo real total (var. %)	1.4	2.0	1.9	-4.4	3.6	3.6	1.8	1.1
Consumo privado real (var. %)	2.0	2.4	2.6	-4.6	3.7	4.3	2.1	1.0
Consumo público real (var. %)	-0.7	0.8	-0.5	-3.7	3.5	1.5	1.0	1.4
Inversión bruta real (var. %)	-2.6	5.2	4.0	-1.7	16.5	0.9	-0.3	2.0
Exportaciones reales (var. %)	4.9	4.1	-2.6	-2.3	5.9	5.5	5.2	3.0
Importaciones reales (var. %)	6.7	7.7	1.3	-9.5	12.0	0.8	-4.5	3.8
Tasa de desempleo (% , promedio)	12.9	12.4	12.1	13.5	13.5	9.5	8.6	8.9
Precios y monetario								
Inflación (fin de año)	3.0	3.8	4.3	4.5	10.2	5.8	5.6	4.3
Inflación (promedio)	3.5	3.7	3.7	3.2	8.3	9.3	5.1	4.9
Tasa de referencia (fin de año)	7.00	6.50	4.50	2.00	9.25	13.75	12.50	9.50
Cuentas fiscales								
Balance Fiscal primario GG (% del PIB)	-1.7	-1.5	-0.8	-9.2	0.7	1.3	-1.1	-0.6
Balance Fiscal GG (% del PIB)	-7.8	-7.0	-5.8	-13.3	-4.3	-4.6	-7.9	-6.9
Deuda bruta GG (% del PIB)	73.7	75.3	74.4	86.9	78.3	72.9	77.0	80.5
Sector externo								
Balanza comercial (USD MM)	57,325	43,373	26,547	32,370	36,181	44,120	58,803	56,492
Exportaciones	218,001	239,520	225,800	210,707	283,830	340,293	348,460	338,034
Importaciones	160,675	196,147	199,253	178,337	247,649	296,173	289,657	281,542
Balanza en cuenta corriente (USD MM)	-22,033	-51,457	-65,030	-28,208	-46,358	-56,336	-46,759	-55,466
(Como % del PIB)	-1.1	-2.7	-3.6	-2.0	-2.8	-3.0	-2.3	-2.3
IED (USD miles MM)	68.9	78.2	69.2	37.8	46.4	87.9	84.8	87.9
Reservas Internacionales (USD MM)	373,956	374,710	356,886	355,620	362,204	324,703	318,351	307,679
Tipo de cambio (fin de período)	3.31	3.88	4.02	5.19	5.57	5.29	5.10	5.15
Tipo de cambio (promedio)	3.19	3.66	3.95	5.15	5.40	5.16	5.14	5.20

México

Foco de interés... el panorama parece más claro
y seguro

[Índice](#)

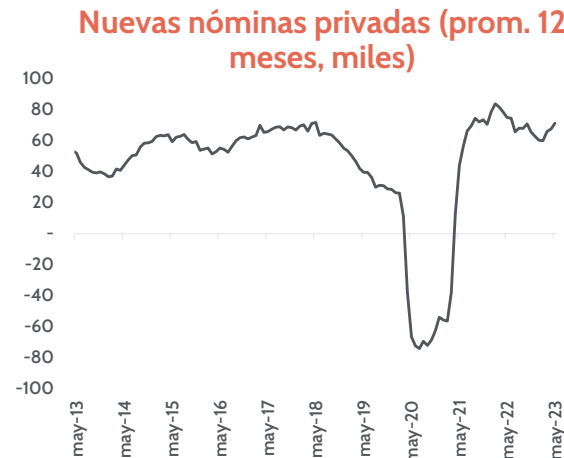
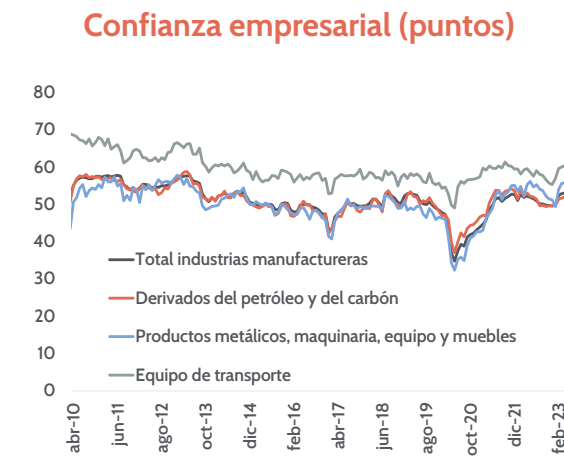
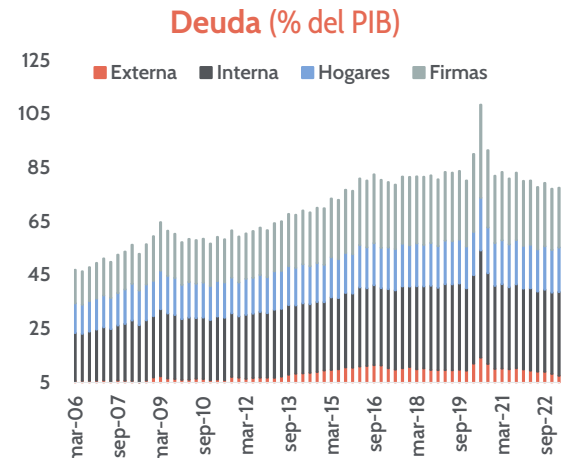
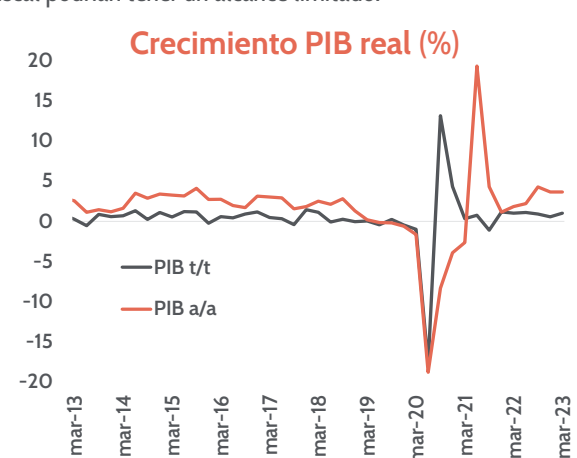
Resumen ejecutivo y balance de riesgos

- **Actividad económica.** La actividad económica ha experimentado una mejora notable en los últimos meses, llevando a un ajuste al alza de las expectativas de crecimiento para este año. Actualmente, el consenso del mercado prevé una tasa de crecimiento del 1.9%, superando la estimación previa del 1.2%. Incrementos nuestras estimaciones de crecimiento para 2023 hasta el 2.2%, frente al 1.2% anterior, impulsadas por el estímulo observado en el 1T23 (1.0% t/t, 3.7% a/a). Este ajuste refleja la mejora de las condiciones de la demanda interna, una recuperación continua de los indicadores de movilidad y turismo y un creciente optimismo respecto a la posición externa y las perspectivas del *nearshoring*. El consumo privado, que ha sido un motor clave para el crecimiento, ha demostrado resiliencia, impulsado por remesas, una fuerte demanda de servicios, la creación de empleo y el aumento de los salarios reales. Además, la inversión se ha acelerado, con un notable incremento del 3.0% t/t en 1T23. Este avance destaca la creciente importancia de la inversión como fuente de expansión económica tras un periodo de declive. Las empresas extranjeras han mostrado un compromiso constante reinvertiendo sus beneficios, mientras que las empresas nacionales han importado activamente maquinaria para ampliar su capacidad industrial. El Gobierno ha expresado su confianza en la capacidad de impulsar el crecimiento económico mediante proyectos de infraestructura, a pesar de que el alcance de las medidas de estímulo fiscal pueda ser limitado. La demanda interna ha desempeñado un papel positivo en 1T23 y se espera que continúe siendo un importante motor del crecimiento, reforzada por la entrada de divisas. Sin embargo, se prevé una desaceleración gradual en cuanto se acentúen los efectos de una política monetaria más restrictiva y del deterioro de la demanda externa. En consecuencia, recortamos nuestra estimación para 2024 del 1.7% al 1.3% (consenso: 1.5%). No obstante, los riesgos se inclinan al alza, teniendo en cuenta la posibilidad de que se aceleren los flujos de inversiones en deslocalización y la aplicación de prestaciones sociales adicionales o aumentos salariales. Sin embargo, es esencial vigilar ciertos factores de cara a 2024, como el posible debilitamiento de la demanda estadounidense y las incertidumbres derivadas de las próximas elecciones generales que podrían afectar al panorama político.
- **Inflación.** En la primera quincena de jun-23, la inflación continuó su desaceleración alcanzando el 5.18% a/a. La inflación subyacente confirmó que ha alcanzado un punto de inflexión, pasando del 8.45% a/a en ene-23 al 6.91% en jun-23, evidenciando que las presiones inflacionistas se están haciendo menos generalizadas. Este descenso no se debe únicamente a la reducción de la inflación de los alimentos y a las medidas adoptadas por las autoridades para regular los precios de la energía a través de las empresas públicas, sino también a la estabilización de la inflación de los servicios. Las cifras son favorables para el Banxico, ya que esperamos que la inflación en el 3T23 se ubique ligeramente por debajo de su proyección de un promedio de 5.0%. Nuestra estimación apunta a una disminución de la inflación de 4.4% para 2023 y 4.0% para 2024, debajo de las cifras de nuestro informe anterior de 4.9% y 4.4%, respectivamente.
- **Política Monetaria.** Tras 15 aumentos consecutivos de la tasa de interés, el Banxico decidió mantenerla en 11.25% en may-23 y en jun-23. El Banco Central expresó su confianza en el proceso de desaceleración de la inflación en curso y en la eficacia de su política monetaria restrictiva, pero mantiene un tono cauteloso en la medida en que la inflación subyacente continúa en niveles elevados y el balance de riesgos se encuentra sesgado al alza. La Junta de Gobierno del Banxico señaló que la tasa de política monetaria se mantendría estable durante un periodo prolongado para garantizar la convergencia de la inflación hacia el nivel objetivo. Cabe señalar que las expectativas de inflación para 2024 se han estabilizado en torno al 4.0%, por encima de la estimación del Banco Central del 3.0%. Anticipamos que la tasa de política monetaria se mantendrá sin cambios a lo largo del año; sin embargo, reconocemos que existe incertidumbre en cuanto a su futura trayectoria, ya que existirían posturas diversas entre los miembros de la Junta y los futuros pasos estarán influenciados por las decisiones de la FED. Aunque hay consenso en mantener una tasa real en terreno restrictivo, no existe un acuerdo sobre la fecha de los posibles recortes. Algunos miembros se inclinan por un tono cauteloso y no consideran que las tasas implícitas futuras en los mercados sean un indicativo de los próximos ajustes. Cuentas Fiscales. La Secretaría de Hacienda estima que el déficit presupuestario aumentará hasta el 3.7% del PIB en 2023, pero se reducirá hasta el 2.7% en 2024. Se estima que la deuda pública se mantenga en torno al 50% del PIB, suponiendo un crecimiento del PIB de 3.0% cada año, apoyado por la recaudación del impuesto IEPS de combustibles y un superávit primario de 0.7% del PIB en 2024. El crecimiento económico esperado por las autoridades parece optimista en comparación con nuestras estimaciones, considerando que el precio del petróleo podría seguir bajando. Sin embargo, destacamos el compromiso de mantener una política fiscal sólida y favorecemos la posición fiscal del futuro Gobierno, que permite mantener ancladas las expectativas. Aun así, continúan presentes los riesgos derivados de la ayuda indirecta a PEMEX, las presiones estructurales del gasto en pensiones, las presiones coyunturales para fortalecer los programas sociales en un contexto electoral y las preocupaciones sobre acciones gubernamentales que ponen en duda la solidez del Estado de Derecho.
- **Sector externo y FX.** Estimamos que el Déficit por Cuenta Corriente (DCC) se mantendrá relativamente estable este año y el próximo, alrededor del 1.0% del PIB. Los datos observados sugieren que las mayores rentas de factores y la ligera desaceleración de las remesas se han visto compensados por un menor desbalance en bienes y servicios. Esperamos que el MXN mantenga su fortaleza durante los próximos meses considerando la solidez de la balanza de pagos, particularmente la diversidad de fuentes de ingresos en moneda extranjera, así como la menor presión sobre el dólar global y el diferencial favorable de las tasas de interés. Sin embargo, consideramos que la apreciación ha sido algo acelerada en relación con sus fundamentales económicos, y creemos que hay lugar para un ligero ajuste hacia USDMXN 18.3 para dic-23 y USDMXN 19.3 para dic-24, manteniendo un pronóstico más favorable que nuestra estimación anterior. No obstante, presentamos escenarios alternativos que dependen de factores como las perspectivas de los flujos de inversión por *nearshoring* y la aversión al riesgo de los mercados internacionales.

Se espera que la demanda interna continúe siendo una importante fuente de crecimiento

- Las expectativas para este año se han ajustado al alza. El consenso de mercado prevé una tasa de crecimiento del 1.9%, por encima de la previsión de 1.2% hace tres meses. Hemos ajustado nuestra estimación de crecimiento para el 2023 hasta el 2.9%, un aumento significativo respecto a nuestra estimación del 2.2% hace un mes y del 1.2% hace tres meses. Este ajuste se basa en la expansión observada en el 1T23 y las mejores cifras esperadas para el 2T23, en medio de ingresos de divisas de diversas fuentes que seguirán beneficiando la economía. Luego que el PIB creciera 3.5% a/a en el 4T22, este creció un 3.7% a/a en el 1T23. La sólida expansión secuencial del 1.0% (a.e), frente al 0.6% t/t del 4T22, se vio impulsada principalmente por el crecimiento del sector secundario (0.6% a/a) y terciario (1.5% a/a).
- El consumo privado mostró resiliencia (1T23: 2.2% t/t a.e.), impulsado por tres factores clave: i) la menor inflación de bienes importados, ii) los flujos de remesas, que representan el 3.8% del PIB, por encima del promedio de 2.2% de la década previa al shock COVID, y iii) un mercado laboral sólido. Ambos elementos han contribuido a una fuerte tendencia al alza de la demanda de servicios, mientras que la mejora de la confianza en sector manufacturero, la reducción de la inflación, el aumento de la contratación y ajustes en el salario mínimo han repercutido positivamente en los salarios reales.
- La inversión ha experimentado un aumento notable (1T23: 3.0% t/t a.e), elevando su rol en el crecimiento. Aunque la construcción se ha reducido un 3.5% YTD en abr-23, manteniéndose un 6% inferior a los niveles prepandémicos, el sector manufacturero ha demostrado su resiliencia logrando un crecimiento del 1.6% YTD, a pesar de las difíciles condiciones y los obstáculos externos. El optimismo en el sector se ha recuperado. Las empresas extranjeras han demostrado su compromiso reinvertiendo sus ganancias, mientras que las locales han reforzado su capacidad industrial importando maquinaria. El Gobierno confía en impulsar el crecimiento económico del 3.0% al 4.0% para este año y el próximo, principalmente dando prioridad a los proyectos de infraestructura, pero es importante señalar que medidas de estímulo fiscal podrían tener un alcance limitado.

- El PIB apunta a una expansión de ~3.5% a/a en el segundo trimestre. El indicador mensual del INEGI para abr-23 superó las expectativas, mostrando un crecimiento del 3.3% a/a (a.e). Se espera que la ocupación hotelera, el transporte y las ventas minoristas sigan mejorando por factores como el aumento de la actividad turística y la relocalización de las cadenas de producción. Sin embargo, es importante considerar que este escenario positivo depende de la ausencia de una desaceleración en EE.UU. Prevemos una desaceleración gradual a medida que los efectos de la política monetaria restrictiva y la menor demanda externa comiencen a tener un impacto pronunciado. Además, el crecimiento potencial de México sigue limitado por un entorno empresarial poco propicio. Un factor clave a vigilar es la posible desaceleración de la demanda de consumo estadounidense, ya que podría repercutir en el sector manufacturero de México. En suma, hemos recortado nuestra estimación para 2024 al 1.3% (consenso: 1.5%), frente al 1.7% anterior.
- El panorama político presenta incertidumbre, principalmente ante las próximas elecciones de jun-24. Destacamos la victoria del actual partido, Morena, en el Estado de México –el más poblado del país–, indicando un importante apoyo para el candidato del partido gobernante en las próximas elecciones; ese candidato se conocerá en sep-23. Por ahora, parece poco probable que se produzca un cambio significativo en el modelo económico. Sin embargo, seguiremos atentos a cualquier movimiento en cuanto a las nuevas prestaciones sociales y aumentos salariales.
- No obstante, existen riesgos al alza al considerar las inversiones en *nearshoring*. Los empresarios manufactureros son optimistas (may-23: 53.3, +0.9 pp a/a) al prever un crecimiento de los pedidos y una entrega de insumos más veloz. Esta confianza sugiere la posibilidad de una afluencia de inversiones derivadas del *nearshoring*, lo que podría reforzar aún más las perspectivas económicas. Así, reconocemos que el balance de riesgos se encuentra aún sesgado al alza, considerando el posible impacto positivo de proyectos de infraestructuras e inversión extranjera en la mejora de la productividad a través de mejores cadenas de suministro.

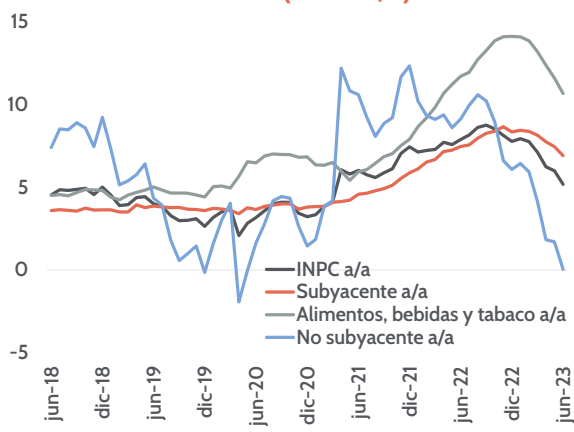


Proceso desinflacionario continuaría, pero el Banxico se mantiene a la espera

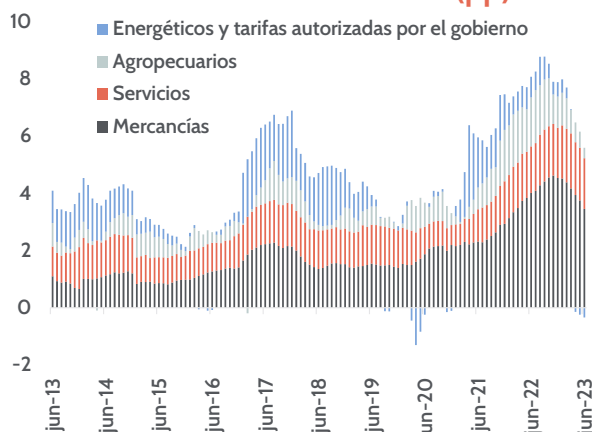
- En la primera quincena de jul-23, la inflación continuó su tendencia a la baja, situándose en el 5.18% a/a., representando el nivel más bajo desde mar-21. La disminución fue incluso más significativa de lo esperado (0.11% quincenal vs. la estimación del consenso de 0.22% quincenal). La moderación de la inflación se vio impulsada por las reducciones tanto de los componentes no subyacentes como de los subyacentes. La inflación no subyacente disminuyó rápidamente al 0.03% a/a, principalmente por una caída de la inflación de alimentos frescos al 3.19% a/a y a una deflación de energía del -2.60% a/a, atribuida a los descuentos por la Comisión Federal de Electricidad (CFE). La inflación subyacente, por su parte, confirmó que ha alcanzado un punto de inflexión en ene-23, al llegar a 8.45% a/a. Desde entonces, ha comenzado a moderarse significativamente, con su último dato de 6.91%. Esto puede atribuirse a una tendencia marcada a la baja de la inflación de alimentos procesados, ubicada en 10.67% a/a, así como a un menor ritmo de la inflación de servicios que se registró en el 5.23% a/a.
- Así, hemos observado que las presiones inflacionarias se están diluyendo gradualmente. No sólo influyen la reducción de la inflación de alimentos y las medidas aplicadas por las autoridades para controlar los precios de energía a través de empresas estatales, sino también la estabilización de la inflación de servicios.
- Estas cifras son favorables para el Banxico, en la medida en que proyectamos que la inflación sea de 5.8% a/a promedio en el 2T23, ligeramente menor a la estimación del Banco Central de 5.0% a/a. Esperamos que la inflación disminuya a 4.4% en 2023 y 4.0% en 2024, por debajo de las cifras de 4.9% y 4.4% de nuestro informe anterior, ya que la desinflación está ganando impulso con el enfriamiento de las variaciones mensuales desde oct-22 y ha superado las expectativas por la reducción de precios de bienes importados. Aunque nuestra trayectoria esperada se mantiene por encima del rango objetivo del Banxico del 3%, advertimos que el mercado puede estar subestimando la velocidad de la fase desinflacionaria en el 2S23.

- Además, aún existen riesgos a la baja que provocarían una rápida convergencia y una transmisión significativa de la apreciación del MXN o una reducción sostenida de los precios internacionales de materias primas. Por otra parte, el cierre de la brecha de producción y el crecimiento de los salarios podrían hacer que las presiones sean más persistentes de lo esperado.
- Después de 15 aumentos consecutivos, el Banxico mantuvo su tasa de interés en 11.25% en may-23 y jun-23 al expresar una mayor confianza en el proceso desinflacionario y el impacto de la posición restrictiva, ya que la tasa de política se sitúa por encima del rango neutral del Banxico (1.8%-3.4%). La Junta de Gobierno ha señalado que la política monetaria se mantendrá estable durante un periodo prolongado asegurando una reducción sostenible de la inflación y la convergencia de las expectativas. Cabe destacar que las expectativas de inflación para 2024 se han estabilizado en torno al 4.0%, por encima del 3.1% estimado por el Banco Central para el 4T24.
- En nuestro escenario base, esperamos que la tasa de interés se mantenga sin ajustes este año y se reduzca gradualmente hasta el 8.75% el próximo. Lo anterior no sólo en un mercado laboral más resistente, sino también por nuestra opinión de que la FED mantendrá estable su tasa dado su tono *hawkish*, aunque este no sea el único factor considerado por la Junta del Banxico. Sin embargo, reconocemos que existe incertidumbre porque las opiniones al interior de la Junta diferirían. A pesar del acuerdo para mantener una tasa real restrictiva, no hay consenso sobre el inicio de los recortes. Algunos miembros adoptan un enfoque cauteloso, optando por mantener la tasa estable durante un prologando periodo. Por su parte, algunos son partidarios de un ligero ajuste a partir de nov-23 para mantener la tasa de interés real ex ante en el margen de 6.0%-7.0%. Si las expectativas de inflación para 2024 disminuyen a 3.5%, la tasa real (7.5%) lo superaría fácilmente y podría considerarse un recorte de 50pb.

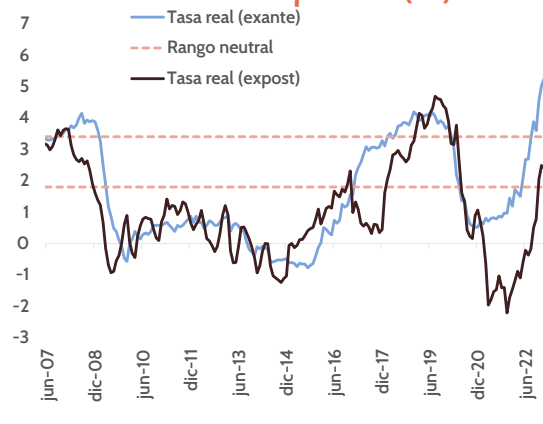
Inflación (% var a/a)



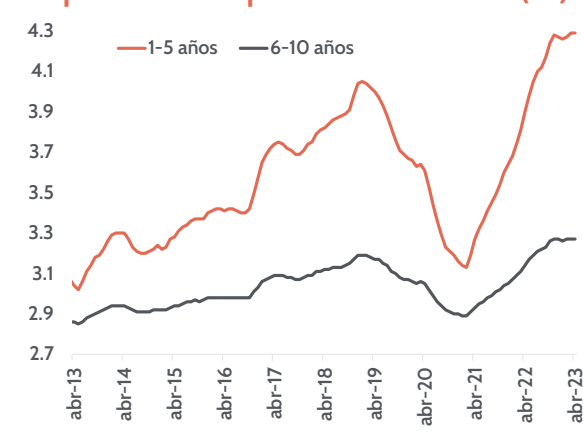
Contribuciones a inflación (pp)



Tasa real de política (%)



Expectativas implícitas de inflación (%)

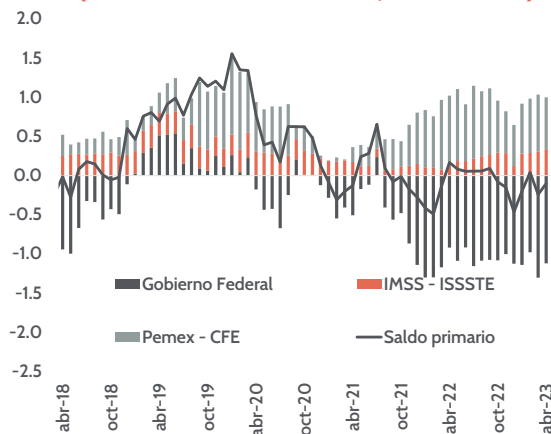


Política fiscal se mantiene prudente; Proyectos de infraestructura serían prioritarios

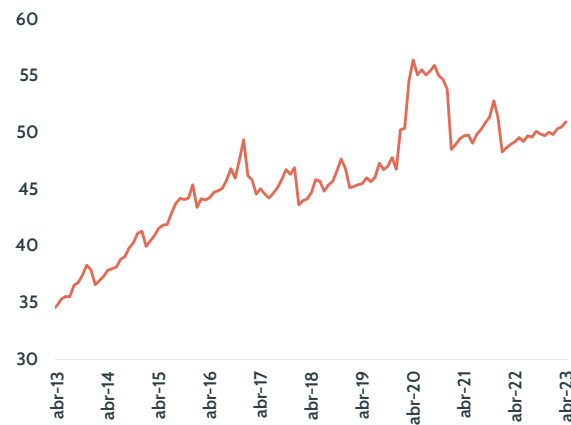
- En mar-23, la Secretaría de Hacienda publicó el informe Pre-Criterios 2024, en el que señala que el déficit presupuestario aumentaría del 3.3% del PIB en 2022 al 3.7% del PIB en 2023, para luego disminuir al 2.7% del PIB en 2024. Las autoridades estiman que estas medidas mantendrán la deuda pública bruta en una senda sostenible pasando del 49.5% del PIB en 2022 al 49.9% en 2023 y 2024. Las proyecciones se basan en una tasa de crecimiento del PIB del 3.0% para cada año, generando un aumento real anual de los ingresos fiscales de 0.1pp del PIB. La recaudación del impuesto IEPS de los combustibles, como consecuencia de la reducción gradual del estímulo fiscal y la disminución de los precios internacionales de combustibles, también contribuye a las perspectivas fiscales. Por el contrario, las autoridades han proyectado precios promedio de USD 66.6/bl para las exportaciones petroleras este año y de USD 56.3/bl para el siguiente. Para 2024, la disminución del déficit se debería principalmente a una reducción de 0.8pp del gasto obligatorio, permitiendo un superávit primario del 0.7% del PIB.
- Las finanzas públicas continúan en camino de alcanzar los objetivos para el año. De ene-23 a abr-23, los ingresos del sector público experimentaron una disminución real del 4.5% comparados con el año anterior. Esta disminución se debió principalmente a una caída del 28.8% de los ingresos relacionados con el petróleo, debido a la reducción de los precios internacionales. Sin embargo, se presentó cierta compensación con un aumento de 2.7% en los ingresos no petroleros, impulsado principalmente por el buen desempeño del Impuesto Sobre la Renta (ISR), así como por los resultados positivos del Impuesto Especial sobre Producción y Servicios (IEPS) y del Impuesto Sobre Automóviles Nuevos. A pesar de estas fluctuaciones, los ingresos acumulados en los últimos 12 meses hasta abr-23 representaron 23.1% del PIB, superando la proyección oficial de 22.8% para todo el año.

- Por el lado del gasto, el gasto neto total disminuyó 2.1% en términos reales en comparación con el año previo. Esta disminución se vio impulsada por una reducción del 4.0% en los gastos operativos, que compensó el crecimiento del 4.5% en la inversión física, reflejando la priorización del desarrollo en la región del Istmo de Tehuantepec. En los últimos 12 meses, acum. a abr-23, los gastos representaron 26.4% del PIB, en línea con la estimación del año. En consecuencia, el balance presupuestario primario evidenció un déficit de 0.1% del PIB, demostrando moderación del gasto primario, en un 13.5% por debajo de la estimación y un 7.3% por debajo de la cifra del año anterior.
- Mientras los supuestos de las autoridades para la actividad económica parecen factibles, hay preocupaciones por la posible disminución de los precios del petróleo debido a una desaceleración de la demanda global. En cualquier caso, es importante reconocer los resultados positivos alcanzados y la disciplina fiscal demostrada. De hecho, esta opinión se ha visto respaldada por la decisión de Fitch Ratings de reafirmar la calificación crediticia de México en "BBB-" con perspectiva estable.
- En general, el esfuerzo por adaptar los gastos para cumplir los objetivos presupuestarios y dar prioridad a la situación fiscal de los futuros gobiernos ha logrado anclar las expectativas. Asimismo, destacamos el compromiso del Gobierno de mantener una política fiscal sólida y favorecemos la posición fiscal del futuro Gobierno, que permite mantener ancladas las expectativas. Aun así, continúan presentes los riesgos derivados de la ayuda indirecta a PEMEX, las presiones estructurales del gasto en pensiones, las presiones coyunturales para fortalecer los programas sociales en un contexto electoral y las preocupaciones sobre acciones gubernamentales que ponen en duda la solidez del Estado de Derecho. Por ejemplo, una de esas preocupaciones fue la decisión del Gobierno (may-23) de ocupar el tramo en Veracruz entre Coatzacoalcos y Medias Aguas por parte de la empresa estatal Ferrocarril del Istmo de Tehuantepec.

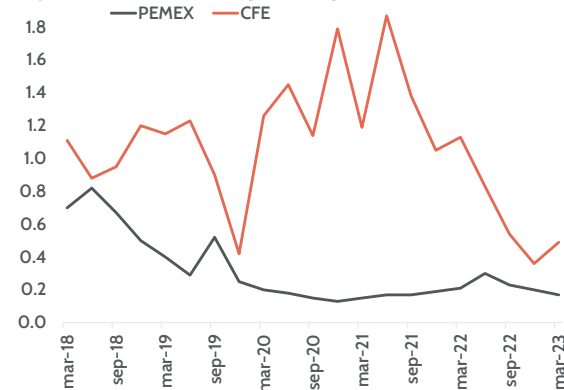
Balance fiscal primario (Acumulado 12 meses, % del PIB)



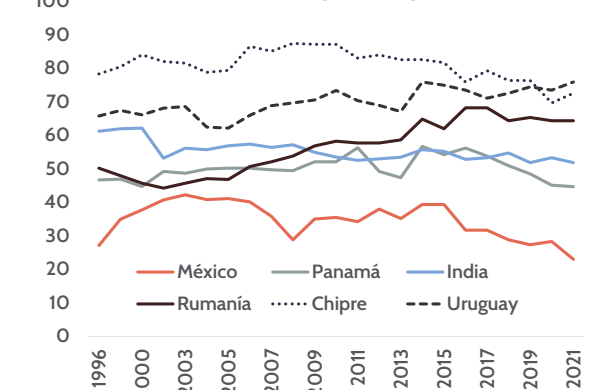
Deuda pública bruta (% del PIB)



Ratio de liquidez de empresas estatales (veces)



Estado de Derecho Indicador BM vs. pares "BBB-" (1-100)

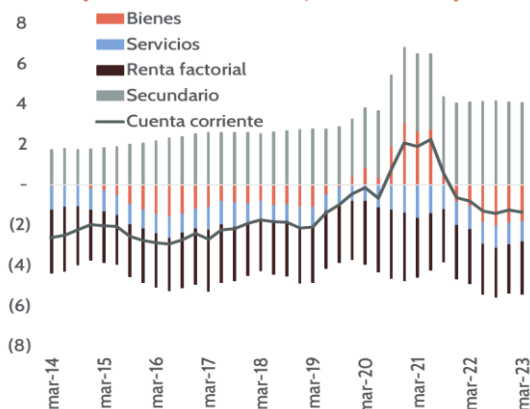


Fortaleza del MXN se apoya en remesas, turismo, IED y perspectivas positivas del *nearshoring*

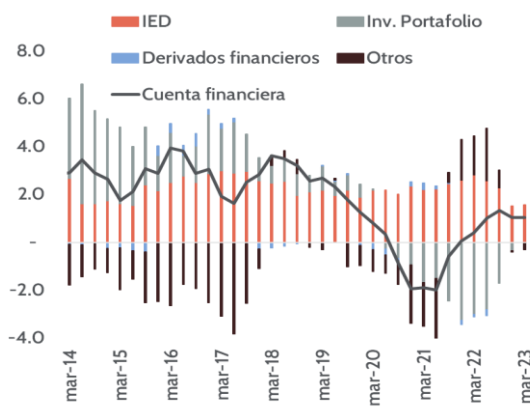
- Las cuentas externas no muestran desequilibrios significativos en comparación con sus pares latinoamericanos. En el 1T23, el país registró un Déficit por Cuenta Corriente (DCC) de USD 14,282 MM, ligeramente superior a la cifra de USD 12,365 MM para el periodo del 2022. Sin embargo, el déficit acumulado en 12 meses se mantuvo estable frente al 2022, situándose en el 1.3% del PIB. Los datos del 2023 indican que el aumento de pagos por renta factorial y el ligero descenso de remesas se han visto contrarrestados por un menor desequilibrio en bienes y servicios.
- El déficit en la renta de factores aumentó del 2.4% del PIB el año anterior al 2.6% del PIB en el 1T23 (acum. en 12 meses), impulsado por las mayores utilidades y dividendos. La entrada de remesas alcanzó USD 60,254 MM, es decir el 3.8% del PIB en los 12 meses finalizados en abr-23, ligeramente menor al 3.9% del PIB registrado en 2022. Por otro lado, el déficit comercial pasó del 1.9% del PIB del año previo al 1.7% (acum. de 12 meses en may-23). Esto debido a la reducción del déficit de la balanza petrolera del 2.5% al 2.4% del PIB., y al superávit de la balanza no petrolera, que pasó del 0.6% al 0.7% del PIB. La mejora de los términos de intercambio, con un aumento promedio del 2.6% a/a (hasta abr-23), se vio impulsada por un crecimiento del 5.9% a/a de los precios de exportación, en particular en maquinaria y equipo para agricultura, transporte y comunicaciones, superando el crecimiento del 3.3% a/a de los precios de importación, afectados por los insumos para la producción metalúrgica y la transformación de madera. Ello compensó la disminución de las cantidades exportadas (0.2% a/a), frente al aumento de las importaciones (1.2% a/a). Por último, la balanza de servicios arrojó en el 1T23 un déficit de USD 14,236 MM (acum. de 12 meses) o 1.0% del PIB, dato ligeramente menor al 1.1% registrado en 2022. Esta reducción se dio principalmente por la recuperación de los ingresos por turismo, pasando del 0.9% del PIB en 2020 al 2.0% del PIB. Estimamos que el DCC se mantendrá estable este año y el próximo, en torno al 1.0% del PIB. Además, se financiará totalmente con inversión extranjera directa (IED).

- La IED sumó USD 32,057 MM en 1T23, es decir, el 2.3% del PIB. De esta cifra, el 60% correspondió a reinversión de utilidades. Además, las expectativas positivas del *nearshoring* son una fuente importante de optimismo. Recientemente, el Banxico reveló que alrededor del 30% de empresas encuestadas han firmado nuevos contratos con empresas extranjeras o han aumentado su producción debido al *nearshoring*. Del mismo modo, un porcentaje comparable de las empresas encuestadas indicaron aumentos en la contratación de personal, la utilización de la capacidad y la superficie de inmuebles alquilados, así como planes para ampliar su capacidad de producción mediante la expansión o construcción de plantas. Por su parte, los flujos de portafolio fueron positivos en el 1T23, con USD 1,512 MM, frente a la salida de USD 3,246 de hace un año. Además, en los 5 primeros meses, la tenencia de deuda pública de los inversionistas extranjeros aumentó en USD 9,515 MM, frente a los USD 2,120 MM del mismo periodo de 2022.
- El FX continúa fortaleciéndose, al alcanzar USDMXN 17.0, su nivel más bajo desde 2016, estableciéndose como una de las monedas con mejor desempeño en la región. Esto puede atribuirse a la liquidez de la moneda y al apetito por riesgo, que se ha traducido en un desgaste general del USD y la apreciación de las monedas de los mercados emergentes. Además, las menores presiones de los precios de energía importada, las crecientes inversiones debido a las favorables oportunidades de carry trade ajustadas por volatilidad y la confianza generada por fundamentos económicos adecuados y el menor riesgo político, han contribuido a esta tendencia.
- No obstante, creemos que el movimiento de apreciación ha sido algo precipitado en relación con los fundamentos económicos y el menor carry trade esperado, existiendo margen para un ligero ajuste hacia USDMXN 18.3 para dic-23 y USDMXN 19.3 para dic-24, lo cual continúa siendo una previsión más favorable que nuestra perspectiva previa. Prevemos un escenario bajista en el que el USDMXN aumente a 18.8 a finales del 2023 y a 20.0 en 2024. Por el contrario, presentamos un escenario alcista en el que el USDMXN se establece en 17.7 este año y 16.5 el próximo.

Cuenta corriente (12 meses acum., % del PIB)



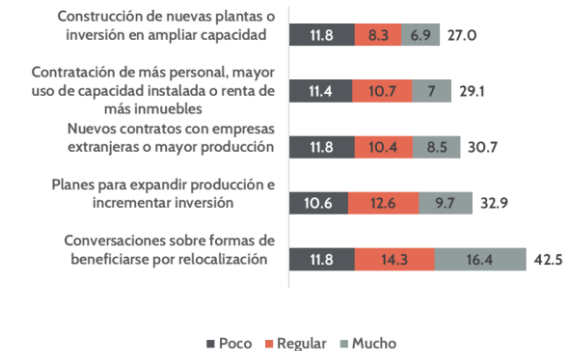
Cuenta financiera (12 meses acum., % del PIB)



IED (acum. 12 meses, USD MM)

	4T22	1T23
IED	36,215	32,057
Bancos	3,176	5,386
Automóviles y camiones	2,897	3,447
Industria hierro y del acero	2,098	3,303
Bebidas	527	1,760
Seguros y fianzas	250	637
Electrodomésticos	-	12
Comercio mobiliario y equipo de cómputo	-	118

Importancia de los impactos observados por las empresas (% encuestados)



México: Proyecciones económicas

México

Rating (outlook): BBB (s) / Baa2 (s) / BBB-(s)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Actividad económica								
PIB corriente (USD Miles de MM)	1,178	1,205	1,267	1,090	1,272	1,415	1,678	1,703
PIB per cápita (USD)	9,538	9,773	10,136	8,653	10,042	11,101	13,064	13,164
PIB real (var. %)	2.1	2.2	-0.2	-8.0	4.7	3.1	2.9	1.3
Demanda Interna real (var. %)	3.2	3.3	-0.3	-9.7	7.2	5.5	3.3	1.4
Consumo real total (var. %)	2.8	2.6	0.0	-8.9	5.1	5.4	2.9	1.6
Consumo privado real (var. %)	3.2	2.6	0.4	-10.5	7.5	6.0	3.3	1.6
Consumo público real (var. %)	0.7	2.9	-1.8	0.1	1.0	1.3	0.3	1.2
Inversión bruta real (var. %)	-1.2	0.8	-4.7	-17.8	9.0	6.0	5.4	0.8
Inversión bruta (% del PIB)	20.5	20.2	19.3	17.3	18.2	18.7	19.3	19.1
Exportaciones reales (var. %)	4.2	6.0	1.5	-7.3	7.1	7.5	1.4	3.7
Importaciones reales (var. %)	6.4	6.4	-0.7	-13.7	15.6	8.9	5.7	4.3
Tasa de desempleo (% promedio)	3.4	3.3	3.5	4.4	4.1	3.4	2.8	3.0
Precios y monetario								
Inflación (fin de año)	6.8	4.8	2.8	3.2	7.4	8.0	4.4	4.0
Inflación (promedio)	6.1	4.9	3.7	3.4	5.7	7.9	5.6	4.1
Tasa de referencia (fin de año)	7.25	8.25	7.25	4.25	5.50	10.50	11.25	8.75
Crédito total (var. %)	8.4	5.3	2.4	2.8	4.0	3.5	4.3	4.3
Cuentas fiscales								
Balance Fiscal (% del PIB)	-1.1	-2.1	-1.6	-2.9	-2.9	-3.3	-3.6	-2.8
Balance Primario (% del PIB)	1.4	0.6	1.1	0.1	-0.3	-0.5	-0.2	0.5
Deuda bruta (SHRFSP) (% del PIB)	47.5	44.9	44.5	51.6	50.8	49.5	49.5	49.9
Deuda neta (% del PIB)	46.9	46.8	46.7	53.3	51.5	49.4	48.7	49.1
Sector externo								
Balanza comercial (USD Miles de MM)	-11.0	-13.6	5.4	34.0	-10.9	-26.6	-18.2	-21.6
Exportaciones	409.4	450.7	460.6	417.0	494.2	578.2	610.8	592.0
Importaciones	420.4	464.3	455.2	383.0	505.7	604.8	629.0	613.6
Balanza en cuenta corriente (USD Miles de MM)	-20.0	-24.3	-3.5	26.2	-4.8	-13.4	-15.3	-17.8
(Como % del PIB)	-1.9	-2.1	-0.5	2.1	-0.6	-1.3	-0.9	-1.0
IED (USD Miles de MM)	33.1	37.9	29.9	31.5	33.5	38.6	38.5	40.0
Reservas Internacionales (USD Miles de MM)	173.0	175.0	181.0	196.0	202.0	199.1	203.9	209.3
Deuda externa total (% del PIB)	17.5	16.9	15.8	19.1	17.4	18.2	18.0	17.5
Tipo de cambio (fin de período)	19.7	19.7	18.9	19.9	20.5	19.5	18.3	19.3
Tipo de cambio (promedio)	18.9	19.2	19.3	21.5	20.3	20.1	18.4	19.1

| Importante.

Este reporte es propiedad de Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa y/o Credicorp Capital Colombia S.A Sociedad Comisionista de Bolsa y/o Credicorp Capital S.A.A y/o sus subsidiarias (en adelante denominadas conjuntamente, "Credicorp Capital"), por tanto, ninguna parte del material ni su contenido, ni ninguna copia del mismo puede ser alterada en forma alguna, transmitida, copiada o distribuida a terceros sin el consentimiento expreso de Credicorp Capital.

Al realizar el presente reporte, Credicorp Capital ha confiado en la información proveniente de fuentes públicas. Credicorp Capital no ha verificado la veracidad, la integridad ni la exactitud de la información a la que ha tenido acceso, ni ha adelantado o realizado procedimientos de auditoría respecto de ésta. En consecuencia, este reporte no importa una declaración, aseveración ni una garantía (expresa o implícita) respecto de la veracidad, exactitud o integridad de la información que aquí se incluye, o cualquier otra información escrita u oral que se brinde a cualquier interesado y/o a sus asesores.

A menos que esté expresamente indicado, no se ha utilizado en este reporte información sujeta a confidencialidad ni información privilegiada que pueda significar la infracción a las normas del mercado de valores, o aquella que pueda significar incumplimiento a la legislación sobre derechos de autor.

Al analizar el presente reporte, el lector debe tener claro que el objetivo buscado no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero operativo específico, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados en la evaluación. Tampoco es brindar asesoría de inversión, ni opiniones que deban tomarse como recomendaciones de Credicorp Capital. La información contenida en este reporte es de carácter estrictamente referencial y así debe ser tomada. Asimismo, es necesario considerar que la información contenida en este reporte puede estar dirigida a un segmento específico de clientes o a inversionistas con un determinado perfil de riesgo distinto al suyo.

Salvo que esté expresamente indicado, el reporte no contiene recomendaciones de inversión u otras sugerencias que deban entenderse hechas en cumplimiento del deber especial de asesoría que asiste a los intermediarios del mercado de valores frente a los clientes clasificados como cliente inversionista. Cuando así sea, se especificará el perfil de riesgo del inversionista al cual se dirige la recomendación. El inversionista debe tener en cuenta que Credicorp Capital podría efectuar operaciones a nombre propio con las compañías que son analizadas en este tipo de reportes las que eventualmente podrían incluir transacciones de compra y venta de títulos emitidos por éstas.

Es importante tener en cuenta que las variaciones en el tipo de cambio pueden tener un efecto adverso en el valor de las inversiones.

Es de entera y absoluta responsabilidad del cliente determinar cuál es el uso que hace de la información suministrada y por ende es el único responsable de las decisiones de inversión o cualquier otra operación en el mercado de valores que adopte sobre la base de ésta.

El resultado de cualquier inversión u operación efectuada con apoyo en la información contenida en este reporte es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza, no siendo responsabilidad de Credicorp Capital, dicho resultado, por lo que tampoco asume ningún tipo de responsabilidad, por cualquier acción u omisión derivada del uso de la información contenida en este documento.

Credicorp Capital recomienda proveerse de asesoría especializada en aspectos financieros, legales, contables, tributarios y demás que correspondan, antes de adoptar una decisión de inversión. En ningún caso la información aquí publicada puede considerarse como un concepto u opinión de tipo financiero, jurídico, contable o tributario, ni mucho menos como un consejo o una asesoría de inversión.

Para el caso de clientes de Credicorp Capital Colombia S.A. o de Credicorp Capital Fiduciaria S.A., el contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.

CONTACT LIST

ANDEAN RESEARCH TEAM

CREDICORP CAPITAL

Banco de Crédito BCP

Daniel Velandia, CFA
 Managing Director Research – Chief Economist
dvelandia@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1505

Carlos Prieto
 Chief Economist
carlosprietob@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext 32605

MACRO RESEARCH

EQUITY & FIXED INCOME RESEARCH

Diego Camacho
 Senior Economist - Colombia & US
dcamachoa@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400

Carolina Ratto Mallie
 Director - Andean Equities & Retail
cratto@credicorpcapital.com
 # (562) 2446 1768

Josefina Valdivia
 Team Leader Fixed Income Research
jvaldivia@credicorpcapital.com
 # (562) 2651 9308

Samuel Carrasco Madrid
 Senior Economist - Chile
scarrasco@credicorpcapital.com
 # (562) 2446 1736

Miguel Leiva
 Team Leader Equity Research Peru
 Mining
miguelleiva@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333

Steffania Mosquera
 Team Leader Equity Research Colombia
 Cement & Construction, Non Bank financials
smosquera@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1025

Rodrigo Godoy
 Team Leader Equity Research Chile
 Food & Beverage, Natural Resources
rgodoy@credicorpcapital.com
 # (562) 2446 1798 Ext. 1798

Andrew McCarthy
 VP
 Utilities, Oil & Gas
amccarthy@credicorpcapital.com
 # (562) 24461751

Daniel Heredia
 Senior Economist - Mexico, Brasil & Argentina
dheredia@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400

Marco Zuñiga
 Associate - Construction,
 Telecom & TI, Industrial, ports
mzunigac@credicorpcapital.com
 # (562) 2450 1600

Cynthia Huaccha
 Fixed Income Associate
chuaccha@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 37946

Maria Ignacia Flores
 Senior Analyst
 Retail
miflores@credicorpcapital.com
 # (562) 2450 1600

Daniel Mora
 Senior Analyst
 Andean Banks
dmoraa@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1609

Valentina Hurtado
 Economist - Europe, China & Argentina
vhurtadoc@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400

Sandra Loyola
 Senior Analyst
sloyola@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333

Orlando Barriga Almiron
 Analyst
 Mining
orlandobarriga@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333

Ana Paula Galvez
 Analyst
 Utilities, Oil & Gas
agalvezm@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333

Santiago Dorado
 Analyst
 Utilities, Oil & Gas
sdoradod@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400

Miguel Ortiz
 Junior Data Management Analyst
maortiz@credicorpcapital.com

Bianca Venegas
 Junior Analyst
 Cement & Construction
biancasvenegas@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333

Claudia Raggio
 Junior Analyst
 Food & Beverage, Natural Resources
craggio@credicorpcapital.com
 # (562) 2450 1600

Anibal Quintero
 Junior Analyst
 Andean Banks
aquintero@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400

Michelle Touzard
 Research Coordinator
mtouzard@credicorpcapital.com
 # (562) 2450 1600

Daniela Estrella
 Economist
destrella@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext 37055

Diego Maguiña
 Economist
dmaguina@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext 37015

José Nolazco
 Economist
jnolazco@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext 33048

Junior Aguilar
 Economist
junioraaguilar@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext 36308

Henry Bances
 Economist
henrybances@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000

Juan Diego Garzón
 Economist
juangarzon@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000