

## Flujos de capitales hacia América Latina

### ACENTUACIÓN DEL RIESGO DE REEVALUACIÓN DE PRECIOS Y REASIGNACION DE ACTIVOS EN LA REGIÓN

- Los diferenciales de crecimiento y tasas de interés tendrán un efecto en los flujos de capitales hacia América Latina.
- Mayor diferenciación de riesgo del crédito; acentuación de la actividad de calificación de deuda soberana.
- Enfoque del mercado en economías de importancia sistémica: China y México en la mira.
- Los cambios en las tasas de cambio se alinearán con los fundamentos macroeconómicos en 2017.

La región de América Latina sigue realizando su profunda transformación estructural, además, tiene el potencial de atraer de manera continua flujos de capital extranjero directos y de carteras de inversión el año próximo. Sin embargo, el proceso gradual de normalización previsto de la política monetaria en Estados Unidos, que llevará a cabo la Reserva Federal (la Fed), ya ha facilitado la diferenciación rigurosa de las clases de activos y créditos soberanos. En nuestra opinión, los países de importancia sistémica de la región son aptos para lidiar (por medio de apalancamiento sistémico controlable, sectores bancarios con buena capitalización, acceso adecuado al crédito internacional y firmes posiciones de reservas internacionales) con los nuevos cambios de la política de la Fed el año en curso. No obstante, las agencias internacionales de crédito han enviado un mensaje de precaución respecto a la erosión de los parámetros fiscales y de deuda en casos seleccionados; de hecho, las agencias de calificación más influyentes del mercado todavía mantienen un panorama “negativo” en las calificaciones de crédito soberano de Brasil, México y Colombia, mientras que el panorama es “estable” para Perú y Argentina.

En el año en curso veremos una mejora de la dinámica de crecimiento en el panorama económico de América Latina. Según las tendencias del mercado financiero, en los últimos seis meses, se prevé una mejora en el panorama para la mayoría de países de la región. Vale la pena mencionar que Brasil, la octava economía más grande a nivel mundial y la más importante de la región, ocupó el primer lugar en los gráficos de desempeño del mercado financiero en 2016. En efecto, el real brasileño (BRL) se ha valorizado 30% en los últimos 12 meses, mientras que el índice de referencia del mercado accionario Ibovespa ofreció un rendimiento de 70% en dólares estadounidenses en el mismo período (sírvase observar que la capitalización del mercado de acciones en Brasil es la más importante de la región y equivale al doble de la de México, por ello, esta se utiliza como un indicador de la confianza de los mercados corporativos por los inversionistas dedicados a los mercados emergentes). Si bien no prevemos una tasa de rendimiento del mercado similar el año próximo, el panorama de crecimiento indica una mejora modesta y la probabilidad de ajustes ordenados de las monedas en la mayoría de casos. En forma similar, otros países en Sudamérica (Argentina, Perú y Chile) también registrarán una dinámica de aceleración del crecimiento, un factor de suma importancia para los inversionistas de títulos de renta variable a largo plazo (no solo en la categoría de carteras).

La normalización de la política monetaria en algunas economías de países avanzados, motivada por los cambios en la política de la Fed, probablemente tendrá una fuerte influencia en países importantes con una mayor vinculación estructural con las empresas de Estados Unidos y los ciclos monetarios, por ejemplo México. En nuestra opinión, los vientos en contra de corrección de la moneda mexicana (el peso se depreció 18%

### CONTACTOS

Pablo Bréard, Vicepresidente y Jefe de Análisis Económico Internacional  
416.862.3876  
Scotiabank Economics  
[pablo.breard@scotiabank.com](mailto:pablo.breard@scotiabank.com)

Gráfico 1

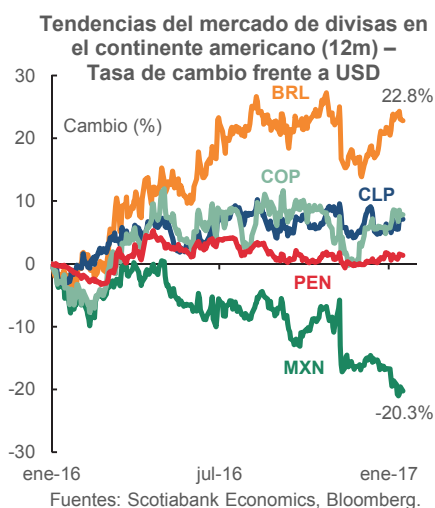
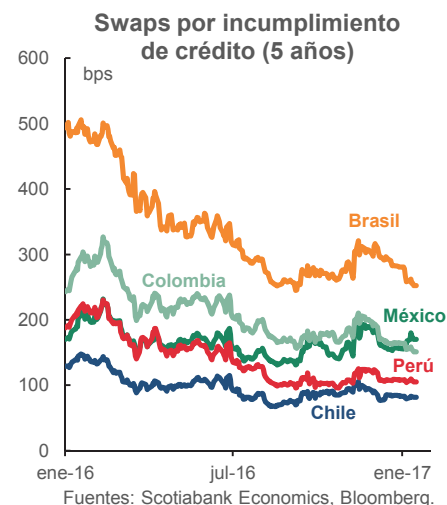


Gráfico 2



comparado con el dólar estadounidense en los últimos 12 meses) y de los mercados de valores están más vinculados a las condiciones cambiantes del ciclo de crédito de Norteamérica que a las actuales hipótesis especulativas de cambios a la política comercial regional. Vale la pena destacar que los flujos de repatriación de capitales de México hacia Estados Unidos son una evolución natural de las condiciones más normalizadas en el panorama monetario de Norteamérica, tal como se muestra en los movimientos de la curva de rendimiento del Tesoro de Estados Unidos. Sin embargo, México aún podría estar sujeto a períodos de reacción exagerada de los inversionistas y/o incrementos desproporcionados de los precios en los próximos meses del año hasta que se disipen las incertidumbres de la política en México y en Estados Unidos. Las tenencias extranjeras en títulos accionarios y de deuda de México (y China) seguirán bajando en el año en curso.

China es y seguirá siendo un factor de influencia clave en relación con los flujos de vaivén de capitales en las economías emergentes. El efecto negativo combinado de perspectivas de desaceleración del crecimiento y de considerables salidas de capital (las reservas de los bancos centrales bajaron cerca de US\$ 1 billón entre julio de 2014 y diciembre de 2016) también suman un elemento de complejidad e incertidumbre para los inversionistas y analistas dedicados a los mercados emergentes. Esto tiene una importancia sistémica particular ya que China ha surgido como un actor fundamental de los mercados de crédito soberano y corporativo, además de su posición de líder en los mercados de títulos accionarios (China sobrepasa a Japón como el país más importante en términos de capitalización del mercado accionario en Asia, y se ha convertido en el único emisor más importante de bonos corporativos en la clase de activos de mercados emergentes). Tanto Moody's como Standard and Poor's están considerando una posible rebaja de la calificación de crédito soberano de China (Aa3 y AA-, respectivamente). El apalancamiento excesivo en el área de bonos corporativos además del exceso percibido de asignaciones de crédito en el sector de bienes inmuebles y la pérdida sustancial de las reservas de cambio son factores centrales y fundamentales del comportamiento cauteloso de los inversionistas.

## Brasil

### EL AÑO DE LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA EN MEDIO DE UN AJUSTE RIGUROSO

- **Atender la emergencia fiscal como prioridad macroeconómica clave en 2017.**
- **La estabilización acelerada de los precios estimula una fuerte flexibilización monetaria.**
- **La reactivación económica y los mejores términos llevan a una estabilización de la moneda.**
- **El fabuloso desempeño del mercado financiero no se repetirá este año.**

La economía brasileña mantiene un perfil con estrictos ajustes fiscales. La implementación de restricciones presupuestarias es fundamental para que las finanzas públicas vuelvan a ser sostenibles. Los últimos datos indican que el déficit consolidado del sector público terminó el año cerca de 9% del PIB, afectado por un déficit primario (sin incluir el servicio por deuda) de 2.5% del PIB (véase el gráfico sobre las tendencias fiscales). La administración del presidente Michel Temer sigue anunciando su compromiso por introducir cambios al marco fiscal y a la legislación sobre las pensiones para reducir gradualmente la rigidez estructural del mercado laboral, y de ese modo transmitir confianza a las empresas. El gobierno está plenamente consciente de la necesidad de acelerar la austeridad fiscal en un entorno caracterizado por mayores costos de financiamiento internacional. A futuro, un ambicioso plan de desarrollo de infraestructura podría atraer considerables flujos directos de capital extranjero en los próximos dos años.

El Banco Central ha logrado revertir las expectativas inflacionistas más rápidamente que lo previsto originalmente, lo cual abre paso a una fase de normalización de la política monetaria impulsada por el crecimiento (lo contrario de la dirección adoptada por la Reserva Federal de Estados Unidos). La inflación de los precios de consumo a 12 meses, que alcanzó una tasa interanual de alrededor de 6.5% a fines de 2015, está estimulando las expectativas en relación a que el Comité de Política Monetaria de Brasil (COPOM) podría acelerar el proceso de reducciones de la tasa de referencia durante 2017. De hecho, el último informe trimestral sobre la inflación publicado en diciembre del año pasado señaló continuas reducciones en la tasa de referencia SELIC del Banco Central en el año en curso. Cabe destacar que las presiones de demanda más baja derivadas de la continua debilidad de la actividad económica aunado a las mayores tasas de desempleo probablemente contribuirán al proceso en curso de desinflación y a las tasas de interés más bajas.

Brasil sigue estando sujeto a un profundo ajuste macroeconómico, que está retrasando una rápida recuperación de la actividad económica. Debido a la profunda recesión industrial, a la elevada tasa de desempleo (cerca de 12%), a la grave contracción del gasto gubernamental y a la profunda crisis de confianza, se estima que el PIB real disminuyó a una tasa interanual de 3.5% en 2016. Solo la producción industrial se contrajo a una tasa interanual de 7% el año pasado. Sin embargo, los indicadores de confianza de las empresas indican modestas señales de mejora y el ajuste externo está dando buenos resultados de acuerdo con los objetivos del gobierno. De hecho, la marcada compresión de las importaciones como resultado de la profunda recesión aunado a la ligera recuperación de las exportaciones ha generado la continua reducción del déficit por cuenta corriente, el cual cerró el año pasado a 1.1% del PIB, inferior a 3.5% en 2015. El excedente del comercio internacional de US\$ 50,000 millones es sintomático del profundo ajuste llevado a cabo en el sector externo de Brasil.

### CONTACTOS

**Pablo Bréard, Vicepresidente y Jefe de Análisis Económico Internacional**  
 416.862.3876  
 Scotiabank Economics  
[pablo.breard@scotiabank.com](mailto:pablo.breard@scotiabank.com)

Gráfico 1

#### Brasil – Tendencias de inflación y Panorama de política monetaria

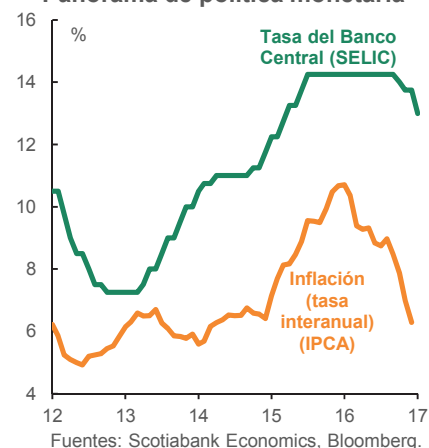
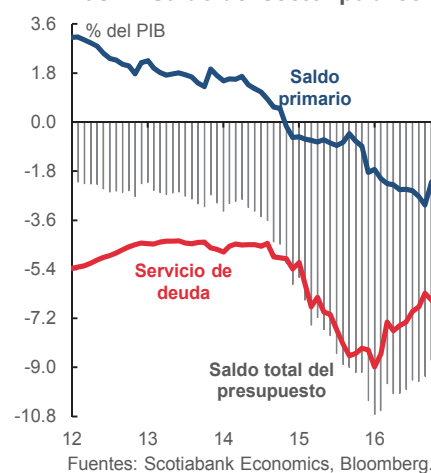


Gráfico 2

#### Brasil – Saldo del sector público



Brasil ha ofrecido rendimientos totales elevados a los inversionistas con carteras globales en los últimos 12 meses, lo cual no se repetirá el año en curso. Luego de una devaluación considerable de la moneda, el real brasileño (BRL) recuperó cierto valor perdido durante la fase de variaciones excesivas, con un alza de 25% frente al dólar estadounidense (USD) en los últimos 12 meses. La fuerte combinación de altas tasas de interés a nivel nacional y la recuperación de la moneda nacional también contribuyeron a llevar flujos directos de capital al mercado de valores de alto rendimiento de Brasil (tanto acciones como activos de deuda). En efecto, los costos de seguro que implican los contratos swap de incumplimiento de crédito (CDS) bajaron de 500 puntos base a principios de enero a 250 puntos base en diciembre del año anterior. El reequilibrio de carteras de los mercados emergentes (fuera de México y considerando a Brasil) también contribuyó al mejor desempeño relativo de los activos de deuda de Brasil en 2016. Asimismo, los mercados accionarios también demostraron un desempeño destacado; el índice de referencia del mercado de acciones Ibovespa aumentó cerca del 70% en los últimos 12 meses. A pesar del perfil positivo del mercado financiero considerado en los activos financieros del país, todas las agencias de calificación de crédito redujeron las calificaciones de deuda soberana de Brasil en 2016, y todas mantienen un panorama “negativo” en sus calificaciones. A futuro, según nuestra opinión, Brasil se adaptará sin problemas a los cambios en las políticas comercial, monetaria y extranjera de Estados Unidos, y es posible que estas agencias de calificación adopten gradualmente una actitud más optimista (acorde con las fuerzas del mercado) sobre la solvencia crediticia del país.

## México

### CONTINÚA EL AJUSTE ESTRUCTURAL: MENOS CRECIMIENTO Y MÁS INFLACIÓN EN PERSPECTIVA

- Los giros de la política monetaria y comercial del nuevo gobierno estadounidense afectarán posiblemente el panorama mexicano.
- El firme compromiso con la consolidación fiscal y la reforma estructural es un factor positivo.
- Las perspectivas para el peso mexicano están expuestas a los movimientos de reajuste del riesgo en los mercados emergentes que derivan de la política de la Reserva Federal.
- Nuestro pronóstico revisado para 2017 da cuenta de un crecimiento más bajo del PIB, una moneda más débil y una inflación más alta.

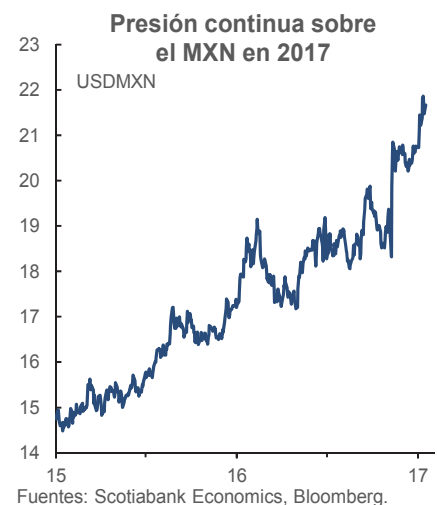
El nuevo año empieza marcado por la volatilidad. El peso mexicano (MXN) se depreció a casi 22 por dólar estadounidense después de cerrar 2016 en una tasa aproximada de USDMXN 20.75. Esto obligó al Banco de México a intervenir en el mercado de divisas, algo inédito en muchos años. Nuestras previsiones para el MXN suponen que esta presión se mantendrá durante todo 2017 y que la moneda cerrará el año en alrededor de USDMXN 22.3. Los temores sobre posibles cambios en las políticas comerciales, migratorias y monetarias estadounidenses que afectarían la relación bilateral entre Estados Unidos y México son la razón principal de esta volatilidad de los mercados, que contrasta fuertemente con el sesgo alcista de las otras monedas de la región, como el real brasileño.

A corto plazo, el crecimiento mexicano se ve restringido por varios factores. El deterioro resultante de las finanzas públicas llevó a las agencias calificadoras a poner la deuda soberana en perspectiva negativa durante 2016. El gobierno federal ha tomado el tema con mucha seriedad y, como resultado, ha implementado diversas medidas para mejorar las finanzas públicas. Éstas incluyen recortes de gastos y el aumento recién anunciado del precio del combustible, de 14.2% por encima del promedio nacional para la gasolina regular, 20.1% para la "Magna" y 16.5% para el diésel, junto con una subida de más de 13% para el gas natural en el mercado interno. Todos estos ajustes reducirán el ingreso disponible de los hogares y tendrán un impacto significativo en la inflación. El impacto directo inmediato en la tasa de inflación de enero se estima en cerca de 0.8 puntos porcentuales (pp), más un impacto adicional de casi 0.2pp una vez que se autorice el incremento del transporte público (sin incluir el metro de la Ciudad de México) y los taxis. Nuestro estimado de la tasa intermensual de inflación para enero se sitúa aproximadamente en 1.4%, lo que se traduciría en una inflación para todo el año 2017 de 5.5% si continúan las tendencias subyacentes. Aunque esto debería representar un efecto puntual, existe un gran riesgo de que la evolución de la inflación se vea aún más afectada en los próximos años, debido al impacto retardado de la depreciación del peso. En consecuencia, cabe esperar un endurecimiento de la política monetaria por parte del Banco de México en los próximos meses, con una tasa de interés de referencia que subiría a 7.5% antes del cierre del año, lo que también frenará el crecimiento.

### CONTACTOS

**Mario Correa**  
 52.55.5123.2683 (México)  
 Scotiabank Mexico  
[mcorrea@scotiabank.com.mx](mailto:mcorrea@scotiabank.com.mx)

Gráfico 1



El alto grado de incertidumbre que reina desde las elecciones de Estados Unidos ha dejado muchas inversiones en espera. El recorte del gasto público se ha centrado especialmente en el capital y, por lo tanto, se prevé que el gasto en infraestructura sea muy débil y que la inversión total se mantenga limitada. Además, el alza de las tasas de interés y de la inflación y la mayor depreciación de la moneda tendrán una incidencia negativa en las cifras de inversión de este año, para las que prevemos una contracción de 2.4%. El consumo privado también se verá afectado por todos estos factores adversos, entre ellos, el descontento social por el ajuste reciente del precio del combustible para el transporte. Nuestro nuevo pronóstico de crecimiento del consumo privado se ubica ahora en 1.8%.

En vista de todo lo anterior, prevemos ahora un crecimiento de 1.5% para la economía en 2017, una desaceleración marcada con respecto a la tasa de 2.1% que se registró en 2016. Según nuestras proyecciones, habrá una gran disparidad entre los diferentes sectores de la economía: la extracción de crudo y las industrias relacionadas con el petróleo, la construcción pesada y las industrias químicas serán los rubros más afectados, mientras que algunas ramas del sector servicios, como comunicaciones y servicios financieros, presentan un panorama más positivo.

Pese a esta desaceleración del crecimiento en 2017, a largo plazo las perspectivas para la economía mexicana siguen siendo favorables. La reforma de Pemex y del régimen de inversión en el sector de petróleo y gas está bien encaminada, lo que debería fortalecer la producción energética y aumentar el gasto de capital. Además, las autoridades mantienen su firme compromiso con la reforma y la aplicación de políticas macroeconómicas prudentes. Pensamos que el marco que ha establecido el gobierno mexicano brindará estabilidad macroeconómica, factor esencial para la aceleración del crecimiento en el futuro. Por último, la economía de Estados Unidos y la economía global en general están tomando impulso. Puesto que la economía mexicana es muy abierta, toda mejora del crecimiento en sus principales socios comerciales será beneficiosa para los fundamentos del país.

## Colombia

### LOS AJUSTES FISCALES Y EXTERNOS CONTRIBUYEN A LA TRAYECTORIA DESINFLACIONARIA

- La recuperación del precio de la energía facilita la estabilización de la tasa de cambio y el control de la inflación.
- La reforma fiscal profundiza la transformación estructural; las agencias de calificación se mantendrán atentas.
- Lenta recuperación económica en medio de la reforma tributaria y los giros de política monetaria de Estados Unidos.
- Entorno sociopolítico complejo tras los acuerdos de paz.

La economía colombiana sigue estando sujeta a la evolución del sector energético internacional, especialmente porque los precios del petróleo son un factor clave que influye en el sentimiento y la confianza del mercado local de divisas. La recuperación gradual, pero todavía volátil, de los precios del crudo (aumento de 100% en 12 meses) ha contribuido en gran medida a la estabilización de la tasa de cambio y el control de la inflación en los últimos meses (como se puede observar en el gráfico de la derecha). El acuerdo que alcanzaron recientemente los principales productores de petróleo sobre el recorte de la oferta, sumado a la mejora de las expectativas por el lado de la demanda mundial, ha sido muy ventajoso para el peso colombiano (COP), una moneda muy vinculada a la energía, que se ha estabilizado en un rango bien definido en los últimos seis meses. Además, la desaceleración de la actividad económica en medio de una tasa de cambio estable ha sido otro vehículo del proceso de desinflación. De hecho, el índice de precios al consumidor ha estado bajando en los últimos cuatro meses consecutivos. Después de dispararse a un máximo interanual de 9% en julio de 2016, la inflación general se ubicará posiblemente en 4.5% a finales de 2017 (véase el gráfico sobre las tendencias regionales de la inflación). Frente a esta posible mejora de las expectativas inflacionarias, el banco central intervino y dio inicio al proceso de normalización de la política monetaria, recortando la tasa de referencia en 25 puntos base el pasado diciembre, a 7.5%. A largo plazo, coincidimos con el consenso de los analistas y prevemos más recortes este año (total de 125 puntos base).

El gobierno del presidente Juan Manuel Santos sigue adelante con el proceso de reforma estructural dirigido a diversificar la estructura económica y reducir la dependencia fiscal del sector energético. La aprobación de la reforma estructural por parte del congreso el mes de diciembre es un paso importante para restaurar la confianza este año, que sin duda tomarán en cuenta las agencias internacionales de calificación de crédito. El alza del IVA (16% a 19%) y el establecimiento de una tasa impositiva uniforme de 32% son dos componentes clave de la legislación aprobada. Todas las agencias calificadoras habían colocado a Colombia en "perspectiva negativa" antes de la ley de reforma tributaria. En adelante, la implementación del ajuste fiscal será primordial para evitar una rebaja de las calificaciones, dado que la deuda consolidada del sector público se acerca al 4% del PIB. La reducción de la economía informal (que representa según estimados del gobierno un 50% de la fuerza laboral) adquiere también una importancia crítica para incrementar el ingreso fiscal en el futuro. En este sentido, la reforma busca combatir la evasión fiscal de manera más decisiva.

La economía colombiana cerró el año 2016 con un perfil débil. En medio de un consumo todavía frágil y una inversión floja, el crecimiento del PIB real se desaceleró a menos de 2% en 2016 y para este año se espera solo una recuperación moderada. Si bien es cierto que la recuperación del precio del petróleo está contribuyendo a anclar las expectativas inflacionarias, todavía falta que la confianza de consumidores y empresas reaccione en

### CONTACTOS

Pablo Bréard, Vicepresidente y Jefe de Análisis Económico Internacional  
 416.862.3876  
 Scotiabank Economics  
[pablo.breard@scotiabank.com](mailto:pablo.breard@scotiabank.com)

Gráfico 1

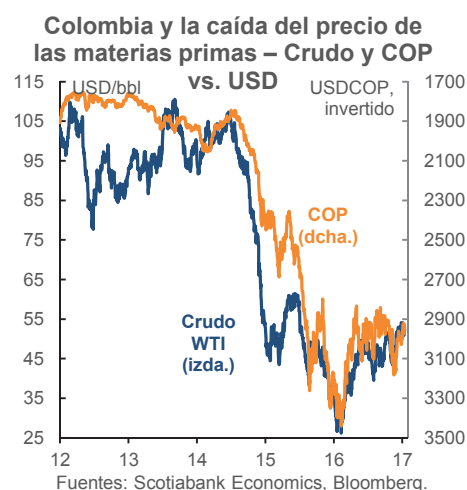
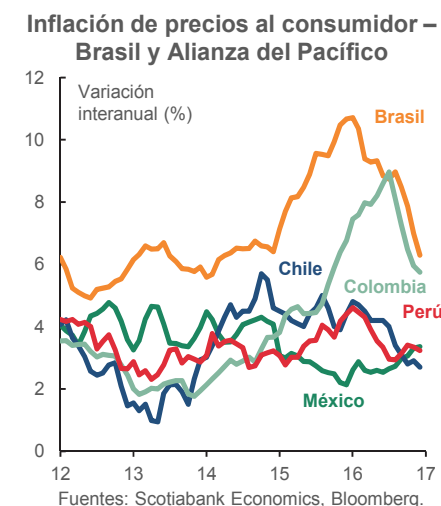


Gráfico 2



forma positiva a los grandes cambios fiscales futuros. A largo plazo, el programa de inversión en infraestructuras del gobierno (particularmente en el segmento de transporte vial) ayudará a atraer capitales extranjeros en los sectores no energéticos. La normalización de la política monetaria en Estados Unidos, con el consecuente aumento de las tasas de interés a largo plazo y la apreciación del dólar estadounidense, serán también factores externos relevantes que influirán en la confianza de las empresas en los próximos meses. Como dato positivo, la contracción continua de las importaciones ha servido para reducir gradualmente el déficit por cuenta corriente, estimado actualmente en un 4.8% del PIB en comparación con el nivel de 2015 (6.7% del PIB), evolución positiva que incide también en la dinámica de estabilización de la tasa de cambio.

El gobierno del presidente Santos logró que el poder legislativo aprobara los acuerdos de paz firmados con las FARC. Después de que la población rechazara a principios de octubre de 2016 la primera versión de estos acuerdos con el grupo insurgente, la ratificación del congreso es una noticia positiva para la economía colombiana, sobre todo para la aceleración del desarrollo del sector agroindustrial en las zonas geográficas que estaban bajo el control de las FARC y sus aliados. Sumado a la adopción reciente de la reforma tributaria, todo esto demuestra que el gobierno actual está en capacidad de hacer avanzar el proceso de modernización y formalización de la economía de Colombia.



## Perú

### HAY QUE MIRAR LOS PRÓXIMOS CINCO AÑOS, NO SOLO 2017

El crecimiento económico arranca el año 2017 en un punto débil. El cuarto trimestre de 2016 no fue bueno y todo parece indicar que el PIB habrá crecido en una tasa interanual de 2.8%, en comparación con el avance de 4.2% registrado en los tres primeros trimestres del año. Sin embargo, al gobierno de Kuczynski (PPK) ha de juzgársele por lo que pase en los próximos cinco años y no en los próximos cinco meses. Después de casi un semestre tras la entrada en funciones de PPK, la impresión que tenemos es que el gobierno está trabajando con mucha seriedad en la preparación del terreno para un crecimiento robusto a mediano plazo y la modernización de la economía y las instituciones de Perú a largo plazo. Menos evidente parece, en cambio, el sentido de urgencia para impulsar el crecimiento de la demanda interna. Por lo tanto, el retorno a un crecimiento fuerte de la demanda interna podría hacerse esperar hasta finales de 2017 o incluso 2018.

Así las cosas, el resultado es que la economía empieza el año con una demanda interna débil, poca inversión pública y crecimiento negativo en el sector de la construcción. La pregunta es durante cuánto tiempo durará esta situación en 2017.

Los datos recientes sobre la evolución mensual del PIB (crecimiento interanual de 2.1% en octubre y 3.6% en noviembre) nos dan más detalles. La desaceleración de la producción minera fue en parte responsable del crecimiento mediocre de la economía, pues la mayoría de los grandes proyectos de explotación cuprífera se pusieron en marcha ya hace un año o más. La contribución del sector minero seguirá disminuyendo de aquí en adelante. Sin embargo, un factor mucho más importante fue la fuerte caída interanual de 15% del gasto del gobierno central en octubre, que estuvo seguida de una reducción de 9.5% en noviembre, porque el gobierno se propuso recortar el déficit fiscal a menos de 3%. PPK cumplió su cometido: el déficit fiscal cerró el año en 2.7%. La política fiscal de este cuarto trimestre revela entonces un gobierno con una preferencia inesperada por la disciplina fiscal sobre el crecimiento. Al mismo tiempo, ante las próximas medidas gubernamentales destinadas a facilitar el proceso de aprobación de los proyectos de inversión local y regional, muchos gobiernos locales y regionales han decidido diferir sus planes de inversión hasta que los nuevos procedimientos se instrumenten debidamente.

La inversión del sector privado continúa también bajando, con pocas señales de acercarse a un punto de inflexión. Aunque la comunidad empresarial sigue convencida de que éste es el gobierno más favorable para la inversión de la historia reciente, el exceso de capacidad en las industrias orientadas al consumo interno sigue siendo un obstáculo para el despliegue de mayores planes de inversión.

Por lo que parece, el Banco Central de Reserva ha decidido dar un empujón al crecimiento económico: redujo sorpresivamente el encaje para los depósitos en soles (de 6.5% a 6.0%) y dólares (de 70% a 48%, una gran rebaja). Esto no augura necesariamente un recorte de la tasa de interés de referencia en el futuro, ya que la inflación (que cerró 2016 en 3.2%) apenas está fuera del rango meta de la institución. El banco central siempre ha argumentado que usa la tasa de interés de referencia como instrumento de control de la inflación, mientras que el encaje es el instrumento utilizado para estimular el crecimiento.

Pese al lento inicio de año, existen varias razones para creer que la economía subyacente (es decir, a excepción de la minería) repuntará con el tiempo. Primero, en 2017, el gasto

### CONTACTOS

**Guillermo Arbe**  
511.211.6052 (Perú)  
Scotiabank Peru  
[guillermo.arbe@scotiabank.com.pe](mailto:guillermo.arbe@scotiabank.com.pe)

Gráfico 1

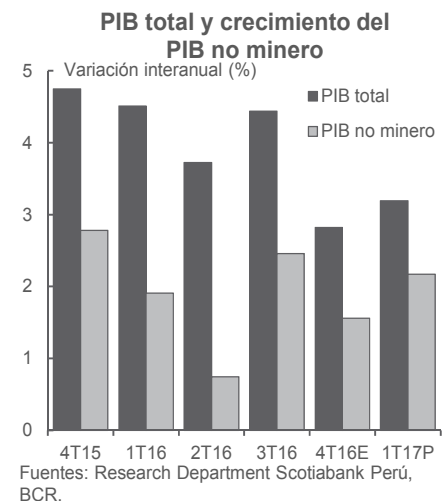
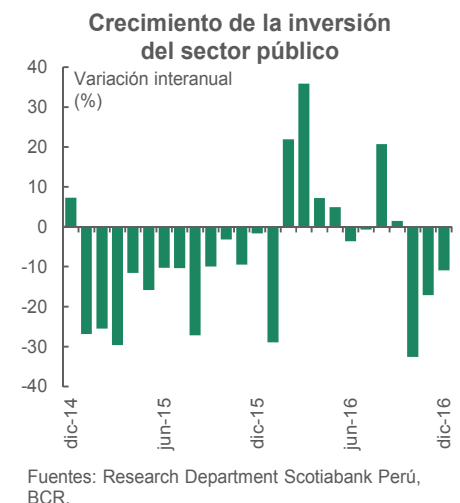


Gráfico 2



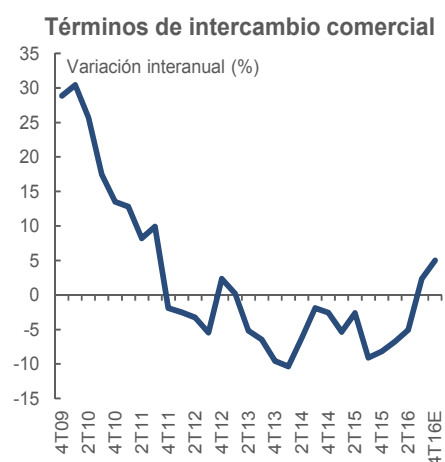
público en inversión se normalizará. Este plan podría verse socavado en algún momento por el débil crecimiento de los ingresos fiscales, en cuyo caso cabe preguntarse si el gobierno permitirá que suba el déficit fiscal o volverá nuevamente a recortar el gasto a final de año para asegurar el cumplimiento de su objetivo de déficit fiscal. Segundo, se ha avanzado en el esfuerzo por liberar varios de los proyectos de asociaciones público-privadas en infraestructuras de las trabas burocráticas que los frenaban. El gasto en proyectos de infraestructura debería seguir aumentando en 2017 y sobre todo en 2018. Además, los términos de intercambio y las exportaciones han de continuar mejorando también, siempre y cuando se mantengan los precios actuales de los metales. Tarde o temprano, la correlación histórica entre los términos de intercambio y el crecimiento debería jugar a favor de la economía en 2017. Finalmente, las expectativas de los inversionistas son todavía altas, lo que por lo general se traduce en más inversión privada, aunque con cierto rezago.

Tomando en cuenta lo bueno y lo malo, hemos decidido rebajar levemente nuestra previsión de crecimiento, de 4.0% a 3.8%, para reflejar un primer trimestre más débil de lo previsto y la incertidumbre con respecto al momento en que se materializará el repunte de la inversión privada. Cabe mencionar, sin embargo, que los nuevos pronósticos siguen incluyendo una mejora del crecimiento del PIB no minero, de 1.6% en 2016 a 3.0% en 2017.

Los mercados peruanos han demostrado ser bastante resistentes a los riesgos externos. Ni el resultado de las elecciones en Estados Unidos ni el incremento de la tasa de interés de la Reserva Federal tuvieron un gran impacto negativo en la tasa de cambio del PEN (que se mantuvo estable o se apreció en ambas ocasiones) y en el rendimiento de los bonos peruanos internacionales. Son buenas noticias para Perú, dado el impacto que puede tener la volatilidad de la tasa de cambio en la demanda interna. El sol peruano cerró el año 2016 en 3.35 frente al dólar, lo que representa una apreciación de 1.7% en todo el año. Esto coincidió con nuestras expectativas, pero sorprendió a los mercados que apostaban por una depreciación.

Entre los fundamentos de la apreciación del PEN se encuentra una balanza comercial que se ha vuelto decididamente positiva desde mediados de 2016, favorecida por los mejores términos de intercambio y el aumento de la producción de cobre. Era algo esperado, pero se dio en una magnitud más grande de lo anticipado. Para 2017, prevemos un superávit de USD 1,400 millones, que contribuirá a reducir el déficit por cuenta corriente del máximo que marcó en 2015 (-4.4% del GDP) a un nivel más cercano a la norma histórica, de -3.0% del PIB.

Los fundamentos del PEN apuntan a una mayor apreciación en 2017, suponiendo que el USD se mantenga estable. No obstante, es poco probable que la divisa estadounidense permanezca en un rango estable, de modo que estos fundamentos positivos tendrán que seguir luchando contra la fortaleza mundial del dólar en el mercado de divisas peruano. Es difícil predecir cuál de las dos monedas terminará siendo la más fuerte y, por lo tanto, suponemos que la tasa de cambio rondará 3.35. Los riesgos se inclinan hacia una apreciación.

**Gráfico 3**


Fuentes: Research Department Scotiabank Perú, BCR, INEI.

## Chile

### EL RIESGO PARA EL PRONÓSTICO DE CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA EN 2017 SE VUELVE NEGATIVO

Al terminar el año, nuestra previsión de crecimiento para la economía chilena en 2016 tuvo que ser recortada a una tasa anual cercana a 1.5%. La mayor parte del año, el crecimiento estuvo impulsado por los sectores de servicios, pero se vio adversamente afectado por la minería y la manufactura. Las previsiones para 2017 siguen centradas en una tasa de 2%. Aunque el perfil sectorial debería seguir siendo básicamente el mismo, esperamos que la dicotomía entre bienes y servicios sea menos extrema. Una recuperación más intensa de la actividad podría tener lugar en el segundo semestre del año debido a una combinación de razones estadísticas y económicas. De todos modos, considerando un crecimiento tendencial de largo plazo de 3%, la expansión seguirá siendo bastante moderada, sin señales de que se vaya a alcanzar ese nivel antes de 2019, a menos que veamos un cambio significativo en la confianza interna y los términos de intercambio. El riesgo para este pronóstico cambió de neutral a positivo en octubre pasado, pero ahora es negativo. A nivel nacional, las elecciones presidenciales y parlamentarias son buenas razones para que los inversionistas sigan siendo prudentes, mientras que el crecimiento peor de lo esperado en el último trimestre de 2016 no es positivo para el ánimo y el análisis tendencial se debilitó. El resultado electoral en Estados Unidos, aunque no necesariamente negativo para la perspectiva chilena, implica un riesgo adicional para el comercio mundial. Los flujos de datos procedentes de China han seguido siendo más bien optimistas, pero una perspectiva más riesgosa está surgiendo. Finalmente, la calificación de riesgo de Chile podría estar entrando en una perspectiva negativa más amplia.

### DEMANDA REPTANTE

La tasa de desempleo continuó relativamente baja en el ciclo actual, pero la mayor parte de esto fue posible por un aumento fuerte y sostenido del empleo por cuenta propia. Estos fenómenos no deberían continuar para siempre. En consecuencia, la tasa de desempleo promedio en 2016 sería de aproximadamente 6.5%, pero esperamos un aumento de hasta 7.1% en 2017. Los índices salariales nominales se están moderando. Como parte de la nómina se indexa a la inflación pasada, la debilidad debe prevalecer en los próximos trimestres. Estas condiciones para el mercado de trabajo significarán que el consumo privado se mantendrá bastante limitado en los próximos trimestres, como ha sido el caso en los últimos tres años. Sobre la inversión, esperamos algún giro positivo en 2017, después del periodo de contracción más largo en décadas. La mayor parte de esta tímida recuperación derivaría más bien de la disminución del impacto negativo de la inversión minera que de un fuerte repunte en otros sectores. Por supuesto, una mejora crítica de las condiciones de confianza actualmente negativas podría dar lugar a una recuperación de la inversión durante el año en curso, siendo una reconstitución de inventarios el primer síntoma de la misma. Sin embargo, lo contrario también es un riesgo. Además, el apoyo proveniente de la política fiscal continuará siendo limitado debido a que el bajo crecimiento de la economía ha reducido la recaudación impositiva, parcialmente compensada por la reforma tributaria, y hay señales de que la situación podría empeorar si el ritmo de crecimiento no mejora.

### INFLACIÓN BIEN ENCAMINADA, POLÍTICA MONETARIA SERÍA AJUSTADA

El aumento de los precios al consumidor continuó disminuyendo, hasta el 2.7% en 2016, tres décimas por debajo del centro de la meta. La inflación por encima del rango de referencia (4%) en 2014 y 2015 fue principalmente impulsada por la subida de la tasa de cambio (más del 50% desde abril de 2013 hasta diciembre de 2015). Como este proceso de ajuste parece haberse completado, la economía sigue con bajo ritmo, la tasa de cambio disminuyó casi un 6% en 2016 y no se esperan cambios importantes en su tendencia, la

### CONTACTOS

**Benjamin Sierra**  
 56.2.2619.4974 (Chile)  
 Scotiabank Chile  
[benjamin.sierra@scotiabank.cl](mailto:benjamin.sierra@scotiabank.cl)

Gráfico 1

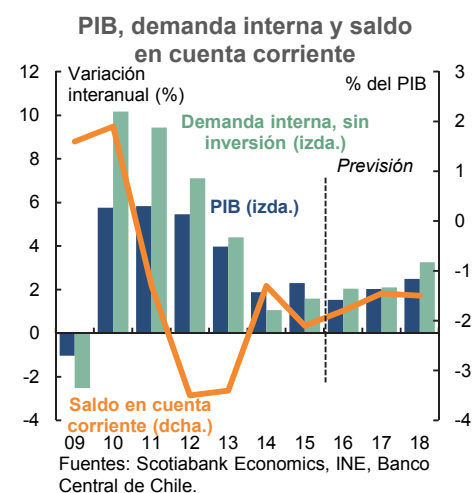
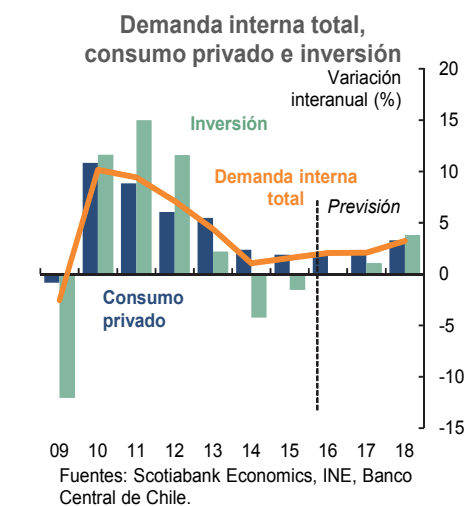


Gráfico 2



inflación podría bajar al 2.6% este año. Esta nueva condición da espacio para una política monetaria más expansiva, que debería significar tres recortes de la tasa referencial de 25 puntos base cada uno, en el primer trimestre del año en curso, para dejarla en 2.75% el resto del año. Las previsiones de política monetaria mensual deberían volverse más volátiles desde el segundo trimestre debido a factores externos e internos. El objetivo de la política monetaria, que es mantener la inflación cercana al 3%, se ha conseguido la mayor parte del tiempo. Alineado con eso, el segmento corto de la curva de rendimientos debería disminuir en el primer trimestre. Por otro lado, las tasas más largas pueden beneficiarse de la debilidad de la economía nacional, pero la volatilidad que proviene de los rendimientos a largo plazo de Estados Unidos y de la tasa de cambio las mantendrá fluctuando en un rango bastante amplio durante la mayor parte del año.

### TASA DE CAMBIO VOLÁTIL, PERO DENTRO DE UN RANGO

Las perspectivas para la tasa de cambio (CLP/USD) no han variado demasiado desde octubre. Por el lado del cobre, el aumento ha estado apoyando una apreciación del peso chileno (CLP), pero el creciente valor del dólar estadounidense en los mercados internacionales ha compensado ese cambio. La correlación negativa entre estos dos factores críticos no es habitual y ha sido sorprendente para algunos análisis, aunque bastante coherente con las nuevas expectativas para las condiciones mundiales. Más sorprendente ha sido la baja aversión al riesgo que muestran algunos índices. En consecuencia, el comportamiento más probable sigue siendo un rango de fluctuación entre 640 y 700. Puede parecer amplio, pero dentro de este rango la tasa de cambio debería ser suficiente para mantener la competitividad de las exportaciones e inocua para la inflación. Teniendo en cuenta un precio promedio del cobre de 241 (US\$/lb) para el presente año y 251 para el siguiente, el déficit por cuenta corriente se mantiene en un nivel razonable de 1.5% para ambos. Por supuesto, una mejora significativa de las expectativas podría causar un déficit más amplio, pero no lo suficiente para ser mayor al 3%.

### EL ESCENARIO POLÍTICO PUEDE SER LA CLAVE... ¡O NO!

Debido a la erosión del prestigio del mundo político, en el contexto de un año eminentemente electoral y de confianzas deterioradas (tanto de inversionistas como de consumidores) y bajo crecimiento económico, las nuevas reformas profundas, como la del sistema de pensiones, parecen más difíciles de lograr. Además, el apoyo político del gobierno sigue siendo limitado, especialmente en relación con su propia coalición en el Congreso. Como se dijo, el resultado de la elección municipal que tuvo lugar en octubre, aunque positivamente interpretado a primera vista, apenas tuvo un impacto significativo en la confianza. La abstención fue relativamente alta y las perspectivas para las elecciones presidenciales y parlamentarias programadas para el próximo 19 de noviembre (bajo cualquier escenario es muy probable que haya segunda vuelta, que tendría lugar el 17 de diciembre) no están mucho más definidas que la víspera. Un giro político hacia puntos de vista más amistosos con el mercado podría tener un impacto positivo en la confianza de consumidores y empresas, pero si eso no sucede en la primera mitad del año, el posible efecto económico positivo en el presente año puede no llegar a verificarse.

Gráfico 3

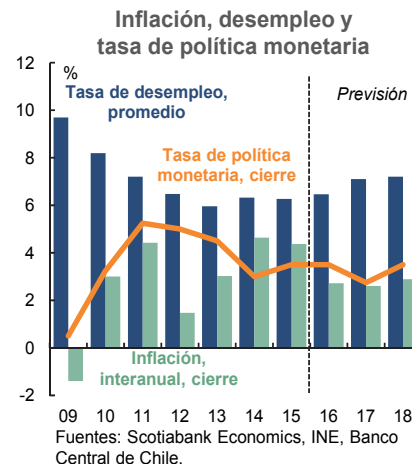


Gráfico 4

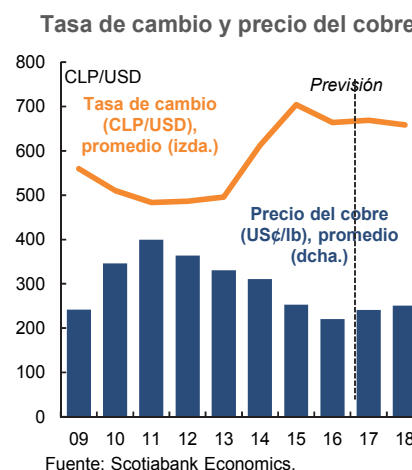
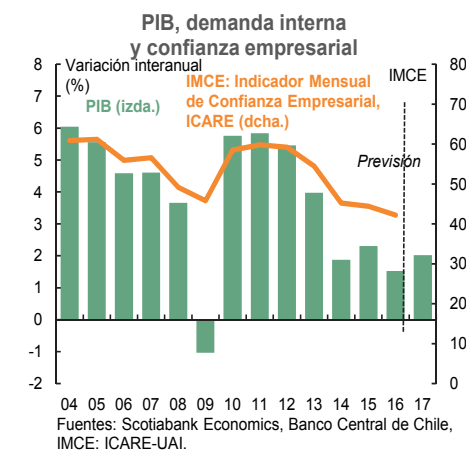


Gráfico 5



Este documento ha sido elaborado por Scotiabank Economics como un recurso para los clientes de Scotiabank. Las opiniones, estimaciones y proyecciones que aquí se exponen son las nuestras a la fecha del presente y están sujetas a cambios sin previo aviso. La información y las opiniones incluidas en este documento provienen de fuentes consideradas confiables, pero no se ofrece ninguna declaración ni garantía, expresa o implícita, con respecto a su exactitud e integridad. Ni Scotiabank ni alguno de sus oficiales, directores, socios, empleados o empresas afiliadas asumen ninguna responsabilidad por cualquier pérdida derivada del uso de este documento o su contenido.

Esta publicación se elabora únicamente para fines informativos. Esta publicación no es, ni debe ser interpretada como una oferta para vender ni fue elaborada para hacer una oferta de compra de ningún instrumento financiero, ni deberá ser interpretada como una opinión que pudiera indicar que a usted le convendría efectuar un swap u operar en función de alguna otra estrategia con swaps conforme a lo definido en el reglamento 23.434 de la Comisión del Comercio en Futuros sobre Mercancía de los Estados Unidos (Commodity Futures Trading Commission) y su Anexo A. Este material no se ha diseñado pensando en sus necesidades y características individuales y específicas, y no debe ser considerado como un "llamado a la acción" o una sugerencia para que efectúe un swap u opere en función de una estrategia con swaps o cualquier otro tipo de transacción. Scotiabank podría participar en transacciones que resulten incongruentes con las opiniones planteadas en este documento y podría tomar posiciones, o estar en el proceso de adoptar posiciones aquí previstas.

Scotiabank, sus empresas afiliadas y cualquiera de sus oficiales, directores y empleados respectivos pueden ocasionalmente tomar posiciones en divisas, actuar como gerentes, cogerentes o suscriptores de una oferta pública o actuar como propietarios o agentes, operar, ser dueños o actuar como generadores de mercado o asesores, corredores o banqueros comerciales o de inversión con relación a los valores o derivados relativos. Como resultado de estas acciones, Scotiabank podría recibir cierta remuneración. Todos los productos y servicios de Scotiabank están sujetos a los términos de los contratos aplicables y reglamentaciones locales. Los oficiales, directores y empleados de Scotiabank y sus empresas afiliadas podrían desempeñar cargos de directores de empresas.

Cualquier valor mencionado en este documento podría no ser recomendable para todos los inversionistas. Scotiabank recomienda que los inversionistas evalúen de forma independiente a cualquier emisor y valor mencionado en la presente publicación, y que consulten con cualquiera de los asesores que estimen conveniente antes de realizar cualquier inversión.

**Esta publicación y toda la información, opiniones y conclusiones contenidas en ella quedan protegidas por derechos de autor. No podrá reproducirse esta información sin el previo consentimiento por escrito de Scotiabank.**

<sup>TM</sup> Marca de The Bank of Nova Scotia. Utilizada bajo licencia, donde corresponda.

Scotiabank, y "Banca y Mercados Globales", son el nombre comercial utilizado para los negocios globales de banca corporativa y de inversión, y mercados de capital de The Bank of Nova Scotia y algunas de sus empresas afiliadas en los países donde operan, lo que incluye a Scotiabanc Inc.; Citadel Hill Advisors L.L.C.; The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York; Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Ireland) Limited; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., todos ellos miembros del Grupo Scotiabank y usuarios autorizados de la marca Scotiabank. The Bank of Nova Scotia es una sociedad de responsabilidad limitada constituida en Canadá y está autorizado y regulado por la Oficina del Superintendente de Instituciones Financieras de Canadá (OSFI). The Bank of Nova Scotia está autorizado por la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido y está sujeta a la reglamentación de la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido y regulado de manera limitada por la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido. Los detalles sobre el alcance de la reglamentación de la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido a The Bank of Nova Scotia están disponibles previa solicitud. Scotiabank Europe plc está autorizado por la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido y la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido.

Scotiabank Inverlat, S.A., Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., y Scotia Derivados, S.A. de C.V., están autorizados y reglamentados por las autoridades financieras mexicanas.

No todos los productos y servicios se ofrecen en todas las jurisdicciones. Los servicios descritos están disponibles únicamente en las jurisdicciones donde lo permita la ley.