

Flujos de capitales hacia América Latina

- **Flujos de capitales robustos; resistencia al bajo crecimiento; tensiones en China y México.**
- **Reequilibrio continuo de las carteras de inversión; reactivación del Cono Sur.**
- **Política monetaria desigual entre las economías latinoamericanas en desarrollo; divergencia Norte-Sur.**
- **Estabilización de las monedas; alineación fluida con las fluctuaciones de los precios de las materias primas.**
- **Intensificación de la incertidumbre electoral; renovación del liderazgo en perspectiva.**

Los mercados emergentes vuelven a estar de moda. Los diferenciales de crecimiento y de tasas de interés siguen siendo un imán poderoso para los inversionistas internacionales que buscan activos latinoamericanos de mayor rendimiento en un mundo marcado por el nivel extremadamente bajo de las tasas de interés. La política monetaria ultra estimulante de las economías avanzadas muy dependientes del crédito (como Estados Unidos, el Reino Unido y ciertos países europeos) continúa desviando los flujos de capitales hacia las principales economías en desarrollo del continente americano. El exceso de liquidez que todavía existe a nivel mundial impide adoptar un enfoque más riguroso para una diferenciación intrarregional del riesgo de crédito en América Latina, dentro del contexto actual en que el crecimiento económico regional es inferior al crecimiento potencial. La cuantiosa fuga de capitales que sufrió China, medida por la caída aguda de las reservas del banco central (reducción de US\$1 billón entre julio de 2014 y enero de 2017), fue recibida con total indiferencia por los inversionistas especializados en los mercados emergentes. Incluso el alto grado de tensión que se apoderó del mercado financiero de México tras las elecciones presidenciales estadounidenses se ha ido desvaneciendo gradualmente, lo cual demuestra que hay incentivos para las transacciones oportunistas.

Los inversionistas internacionales continúan en un proceso de reequilibramiento activo de su exposición a los mercados emergentes en general y a los activos latinoamericanos en particular. Es bastante revelador que la exposición a los mercados de bonos corporativos de China haya estado disminuyendo, por los temores sobre un sobreendeudamiento en algunos sectores de la economía (especialmente, el mercado inmobiliario), en momentos en que el banco central chino perdió un volumen considerable de reservas internacionales. Sin embargo, los principales emisores soberanos de América Latina siguen siendo relativamente inmunes a la escalada de la fuga de capitales en China, que parece estar bien controlada por las fuerzas de la oferta y la demanda del mercado. El regreso de Brasil y Argentina a los mercados primarios y secundarios de deuda en calidad de actores principales ha acelerado el proceso de reequilibrio intrarregional, aliviando la exposición de los inversionistas a México e incrementado los activos de crédito del Cono Sur en el hemisferio. En adelante, América Latina tendrá una presencia más equilibrada en el universo de los mercados emergentes, pese a los riesgos que se ciernen sobre México por los posibles cambios de las políticas de Estados Unidos.

Los diferenciales de tasas de interés continúan siendo un factor determinante de los flujos de capitales hacia los mercados emergentes. El giro de la política estadounidense es todavía fuente de posibles tensiones. Aunque el “miedo a la Fed” ha desaparecido en cierta medida porque la evolución de la política estadounidense se ha definido con más

CONTACTOS

Pablo Bréard, Vicepresidente y Jefe de Análisis Económico Internacional
 416.862.3876
 Scotiabank Economics
pablo.breard@scotiabank.com

Gráfico 1

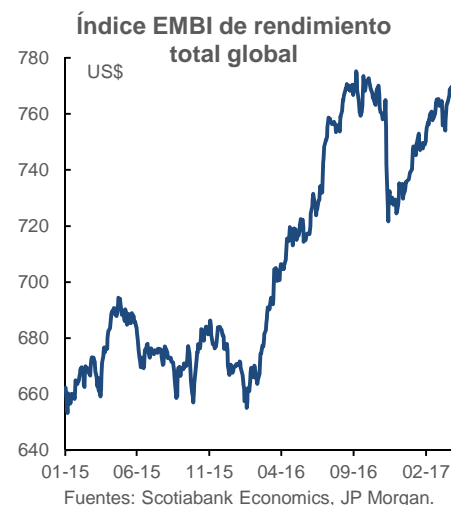
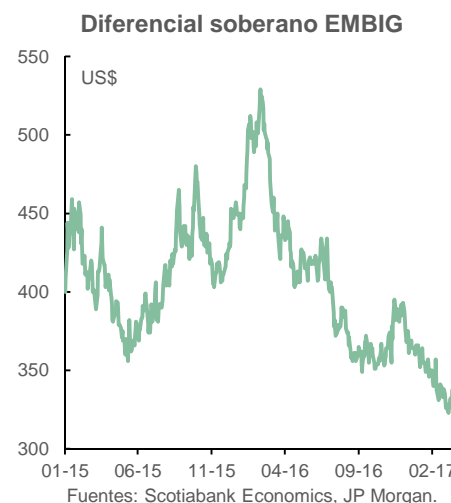


Gráfico 2



claridad, los diferenciales de rendimiento entre los bonos soberanos locales y los activos del Tesoro de Estados Unidos pueden adquirir más relevancia en los próximos meses y provocar incluso episodios pasajeros de volatilidad en los segmentos de deuda de alto rendimiento. La emisión continua de títulos de deuda pública en moneda local sigue dirigiendo los flujos de inversiones de cartera hacia ciertos países del hemisferio occidental. Como goza de una participación masiva de inversionistas extranjeros, México es la jurisdicción predominante en los mercados de deuda latinoamericanos. En este sentido, la evolución de la política monetaria (y el contexto inflacionario resultante) resultará fundamental para mantener la prima de tasa de interés como imán poderoso de entrada de capitales. Se puede observar una tendencia divergente en la trayectoria de la política monetaria entre el Norte (Estados Unidos y México) y el Sur (Brasil, Colombia y Chile). El fuerte contraste entre el aumento de las tasas de interés del banco central de México, que contribuyó a estabilizar el peso mexicano y aliviar las tensiones en el mercado de divisas, y la disminución sostenida de las tasas de referencia de Brasil es una prueba de esta división entre los mercados del norte y el sur del continente.

Las tasas de cambio latinoamericanas se han mantenido en una fase de consolidación sostenida en los últimos cuatro meses. Sin embargo, el mercado de divisas regional corre el riesgo de sufrir movimientos esporádicos de volatilidad en el resto del año, que dependerán principalmente de la dirección del dólar estadounidense (USD) frente a sus principales contrapartes y cualquier cambio imprevisto en la política monetaria de Estados Unidos. De cualquier forma, la remontada completa que ha mostrado el peso mexicano luego de desplomarse por las elecciones presidenciales estadounidenses es un indicio del respaldo sólido de los inversionistas extranjeros y de los diferenciales muy atractivos de tasas de interés del país. El mercado sigue apostando por una apreciación del real brasileño (BRL), aun cuando el banco central ha dado inicio a un ciclo de fuerte expansión monetaria. La normalización de los precios del cobre ha estabilizado la cotización del sol peruano (PEN) y el peso chileno (CLP). En cambio, debido a las fluctuaciones volátiles del precio del crudo, es probable que el peso colombiano (COP) se mantenga operando a la defensiva en los próximos meses.

América Latina está entrando en un periodo de intensa actividad electoral que desembocará en un cambio de mando en las principales economías de la región. Las próximas elecciones regionales en el Estado de México permitirán conocer mejor la opinión del electorado sobre el liderazgo actual y las reivindicaciones de la sociedad antes de las elecciones presidenciales de julio de 2018. No se descarta que las relaciones bilaterales entre Estados Unidos y México acentúen por momentos la volatilidad en los mercados. En los demás miembros de la Alianza del Pacífico, Chile celebrará elecciones presidenciales (noviembre de 2017), mientras que habrá elecciones legislativas y presidenciales en Colombia en marzo y mayo de 2018, respectivamente. Otras economías importantes de la región en las que habrá próximamente elecciones son Argentina (elecciones legislativas en octubre de 2017), Venezuela (elecciones presidenciales en abril de 2018) y Brasil (elecciones generales en octubre de 2018).

Brasil

- Lenta recuperación económica en medio de una fuerte desinflación.
- Mejora la percepción mundial del riesgo de crédito soberano de Brasil.
- El real brasileño (BRL) sigue siendo la moneda de mejor desempeño del mundo.
- Una consolidación fiscal profunda es primordial para la mejora de las perspectivas económicas.
- Próxima renovación del liderazgo; elecciones previstas para octubre de 2018.

Los indicadores de confianza empresarial han dado muestras de mejora en los dos primeros meses del año. Las perspectivas inflacionarias y monetarias están también mejorando. Tras dos años de recesión profunda, la economía registrará un crecimiento positivo en 2017. Preveemos que el PIB real crecerá en 0.5% antes de acelerarse a 2–2.5% en 2018. La corrección actual de los profundos desequilibrios macroeconómicos (fiscales y externos) promoverá una recuperación lenta y gradual. De la gestión económica del gobierno anterior, que llevó a la destitución de la presidenta Rousseff el pasado mes de agosto, la administración actual heredó una tasa de desempleo de 12% y una contracción de 7.4% del PIB en los siete trimestres previos.

El banco central ha adoptado una estrategia de política monetaria favorable al crecimiento. La tasa de interés de referencia se ha recortado en 200 bps, hasta 12.25%, en el transcurso de los últimos cuatro meses. Los participantes del mercado dan por descontado otros fuertes recortes de la tasa de referencia, que cerraría este año en 9.5%. Gracias a la apreciación marcada de la tasa de cambio y la recesión prolongada, la inflación general disminuyó abruptamente a una tasa interanual de 4.8% (febrero de 2017), desde una tasa interanual de 10.7% (enero de 2016). La recesión económica prolongada, en medio de un entorno de tasas de interés distorsionadas, provocó una reducción fulgurante del crédito. El crédito total bajó de 54% del PIB en 2015 a 49% en 2016, paralelamente a la contracción económica aguda.

La solvencia crediticia de Brasil ha mejorado considerablemente, pero los mercados locales están todavía expuestos a la volatilidad derivada de cualquier giro inesperado de las condiciones monetarias en Estados Unidos. De los indicadores del mercado para los swaps de incumplimiento crediticio (CDS) se desprende que el costo del seguro por poseer activos de deuda brasileña denominados en USD se ha reducido drásticamente. De hecho, los contratos de CDS a cinco años han bajado de 500 puntos base (bps) a 220 bps en los últimos 14 meses. Sin embargo, este desempeño robusto en el mercado contrasta con la postura de las agencias internacionales de crédito, que mantienen todas en “perspectiva negativa” la calificación de crédito soberano de Brasil. En este sentido, los inversionistas se mostrarán particularmente atentos al avance sostenido de la consolidación fiscal y la mejora de la calidad del crédito en lo que resta del año.

Gracias a una combinación favorable de factores internos y externos, la moneda brasileña se ha ido apreciando en forma sostenida, con un 33% de aumento frente al dólar estadounidense (USD) desde 2016. La caída de los términos de intercambio que acarrió la recesión económica profunda se ha revertido. Esto, sumado a las condiciones propicias para las principales economías emergentes en los mercados financieros, ha colocado al BRL en una senda alcista. El nivel sólido de reservas internacionales (las reservas del banco central ascienden a US\$375,000 millones) y la entrada cuantiosa de inversión extranjera directa (US\$85,000 millones en los últimos 12 meses) refuerzan la trayectoria positiva de la tasa de cambio.

CONTACTOS

Pablo Bréard, Vicepresidente y Jefe de Análisis Económico Internacional
416.862.3876
Scotiabank Economics
pablo.breard@scotiabank.com

Gráfico 1

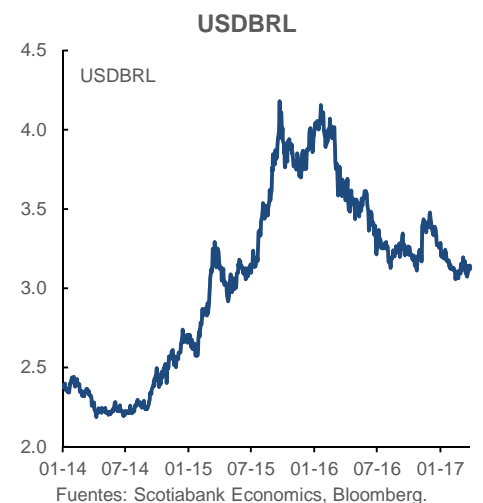
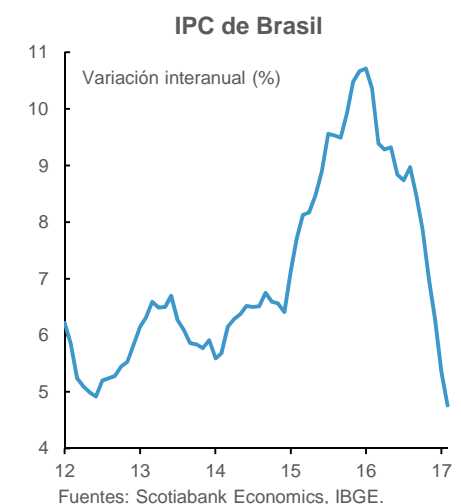


Gráfico 2



El proceso de la reforma fiscal estructural está avanzando, pero se mantiene la situación de emergencia fiscal. La aprobación de recortes presupuestarios en el sector público, junto con los avances en la reforma del sistema de pensiones, es un gran paso en la dirección correcta. El déficit consolidado del sector público sigue sometido a un proceso de ajuste gradual: en enero de 2017 se situó en 8.5% del PIB, una mejora con respecto al nivel cercano al 11% del PIB en que se ubicaba en enero de 2016. Un factor clave de esta mejora ha sido la fuerte reducción de la carga del servicio de la deuda (actualmente en 6.1% del PIB). Como dato positivo, el ajuste del sector externo va también por buen camino, pues el déficit por cuenta corriente equivale ahora a 1.3% del PIB.

El gobierno del presidente Michel Temer se está dedicando a introducir los cambios necesarios para reactivar la economía después de la recesión profunda. Mientras tanto, la campaña de las elecciones presidenciales de octubre de 2018 se convertirá poco a poco en el elemento dominante del panorama político. Cabe mencionar que Brasil está sentando un precedente único y contundente con sus acciones dirigidas a combatir y prevenir la corrupción y las faltas de conducta graves en el sector público. La mejora continua de la administración judicial, que cohabita ahora con una prensa local prodemocrática, fortalecerá la gobernanza del sector público en el próximo ciclo político, a pesar del fuerte impacto institucional que ha tenido el caso de corrupción Lava Jato.

México

ALTO SUSPENSO Y FUERTES CONTRASTES

- La intensificación de la incertidumbre sobre los posibles cambios de las políticas comerciales estadounidenses frena la inversión y empaña las perspectivas de crecimiento económico.
- Hay fuertes contrastes entre los distintos sectores: algunos (producción de petróleo, construcción pesada) sufren una contracción severa, mientras otros (comunicaciones, servicios financieros, ciertas actividades manufactureras) se expanden a un ritmo acelerado.
- La inflación está subiendo rápidamente debido al alza del precio de la gasolina que aplicó el gobierno.
- Para controlar las expectativas inflacionarias, el Banco de México está interviniendo con prontitud y aumentando las tasas de interés.

Para una economía cuyo potencial de crecimiento real es de una tasa interanual de 4%, la previsión de 1.4% de este año luce sombría e incluso débil. La situación no es tan desalentadora como da a entender la cifra de crecimiento general, porque se observan fuertes contrastes en la actividad económica entre los distintos sectores y regiones de México. Algunos sectores atraviesan dificultades y lastran el crecimiento del PIB, pero muchos otros sectores y regiones están en pleno auge.

Ha sido un inicio de año difícil para la economía mexicana. El peso mexicano (MXN) está atrapado en una verdadera montaña rusa, en la que reacciona principalmente a los comentarios de la nueva administración estadounidense. Primero, las declaraciones del presidente Trump en su discurso de toma de posesión precipitaron al peso en caída libre: el cruce MXN/USD llegó a 22, una pérdida de casi 6%. Posteriormente, los comentarios más constructivos y moderados de Wilbur Ross y Peter Navarro allanaron el camino para un fortalecimiento marcado del peso, con lo que la moneda ganó más de 14% y se ubicó por debajo de 19 MXN/USD (gráfico 1). Este clima más positivo en el mercado nos llevó a mejorar nuestros pronósticos para el peso mexicano.

La enorme volatilidad no es más que un reflejo del alto grado de incertidumbre que están generando los posibles cambios de las políticas comerciales de Estados Unidos. Hay mucho en juego para la economía norteamericana y para las numerosas empresas que han obtenido ventajas competitivas al desarrollar relaciones comerciales profundas y cadenas de suministros muy integradas entre los tres países. Según informaciones no confirmadas, las dudas sobre la política comercial estadounidense han llevado a muchas empresas a poner en espera las nuevas inversiones, mientras continúan las inversiones ya programadas. Además, el gasto público en inversión física está disminuyendo por la consolidación fiscal. En consecuencia, prevemos una contracción de la inversión total durante este año. Ya vemos algunas señales de este efecto: en la industria de la construcción, el rubro de edificaciones que anteriormente había estado creciendo a una tasa elevada se redujo en una tasa real interanual de 1.0% en enero y el crédito bancario a la industria de la construcción también sufrió una caída real interanual de 1.5% ese mismo mes. Otro indicio preocupante es el desplome sin precedentes de la confianza del consumidor que se produjo en enero (el nivel más bajo del que se tiene registro), seguido de una recuperación tímida en febrero (la segunda reactivación más baja de la historia), que podría apuntar a una desaceleración del ritmo de consumo.

CONTACTOS

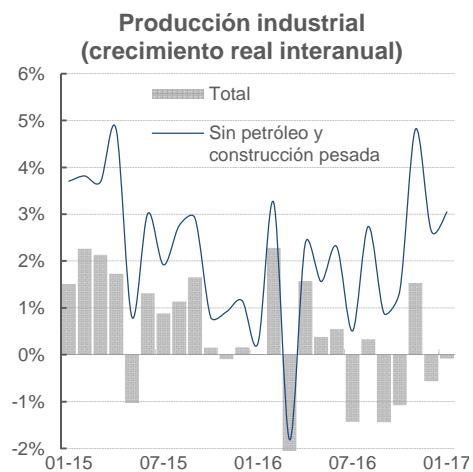
Mario Correa
 52.55.5123.2683 (México)
 Scotiabank Mexico
mcorrea@scotiabank.com.mx

Gráfico 1



Fuentes: Scotiabank Economics, Banco de México.

Gráfico 2



Fuentes: Scotiabank Economics, INEGI.

No obstante, se observan contrastes fuertes en la economía. Por una lado, la actividad industrial se contrajo en una tasa real interanual de 0.1% en enero, pero en esto influyó mucho el repliegue de la extracción petrolera (-11.9% real interanual) y la construcción de obras pesadas (-11.1% real interanual). Por otro lado, la actividad manufacturera mostró un crecimiento real interanual de 4.3% en enero, con un desempeño excepcional en sectores como industrias de metales base (+10.2% real interanual) y maquinarias y equipos (+12.1% real interanual). A excepción de la extracción de petróleo y la construcción pesada, el resto de actividades industriales creció en 3.1% en términos reales e interanuales, como puede verse en el gráfico 2. Los diferentes indicadores dejan entrever también la fortaleza del mercado interno: la creación de empleo fue muy positiva en febrero (+154,000), las ventas minoristas tuvieron un crecimiento interanual real de 4.9% en febrero y las ventas de automóviles aumentaron en 6.5% (tasa real interanual) en febrero.

La inflación está subiendo y ha llegado a niveles que no se habían visto en los últimos siete años. El índice de precios al consumidor aumentó a una tasa interanual de 5.29% en la primera mitad del mes de marzo y el componente subyacente llegó a una tasa interanual de 4.32% (gráfico 3). Este repunte inusual se debe principalmente al inicio del proceso de liberalización del precio de la gasolina y el efecto traspaso de la depreciación acumulada de la moneda. Aunque se espera que sea un alza pasajera, existe un gran riesgo de efectos de segundo orden que podrían generar una inercia no deseada en la dinámica de la inflación. Para evitar esto, el Banco de México ha estado interviniendo en la política monetaria incrementando rápidamente las tasas de interés, con una subida de 325 puntos base desde diciembre de 2015. Se espera que continúe endureciendo la política monetaria en otros 100 puntos base más durante el resto de 2017.

Otro motivo de preocupación es la tendencia alcista de la deuda pública (gráfico 4). El Fondo Monetario Internacional y las agencias internacionales de calificación de crédito han hecho numerosas y diferentes advertencias a muchos analistas del sector privado sobre el relajamiento de la disciplina fiscal. El gobierno federal ha tomado varias medidas para alcanzar los objetivos oficiales de déficit, que por ahora se han cumplido. Ahora bien, buena parte de la mejora de la situación presupuestaria se explica en gran medida por ingresos extraordinarios, como el superávit operativo del Banco de México. Mientras tanto, el gasto público total sigue aumentando en términos de porcentaje del PIB y esto puede traer problemas en el futuro. Todo parece indicar que se necesitarán medidas más decisivas para limitar el avance por el lado del gasto en la política fiscal, a fin de fortalecer los fundamentos macroeconómicos del país.

Bajo estas circunstancias, para 2017 prevemos una desaceleración significativa del crecimiento del PIB real total a 1.4%, principalmente debido a la contracción de 2.6% de la inversión total. El consumo privado ha de crecer en 1.9%. La reestructuración de Pemex sigue su curso, lo que ha disminuido la producción de petróleo. El debilitamiento de la construcción agrava este impacto, provocando una contracción anticipada de 0.2% de la producción industrial. El sector servicios debería verse menos afectado por la incertidumbre y crecer en 2.4%. Según las proyecciones, la inflación total llegará a 5.9%, mientras que la inflación subyacente se disparará a 4.9%. El peso mexicano mostrará una fuerte volatilidad durante el año y cerrará en alrededor 21.3 MXN/USD, pero vale la pena mencionar que hay muchos escenarios posibles para la tasa de cambio.

En resumen, el año 2017 se anuncia complicado para la economía mexicana, que ha de tener un desempeño deficiente. Sin embargo, el panorama de México a mediano y largo plazo es aún positivo. Una vez que los vientos cruzados que soplan en el horizonte inmediato comiencen a desaparecer, la economía debería empezar a tomar impulso y mejorar su desempeño.

Gráfico 3

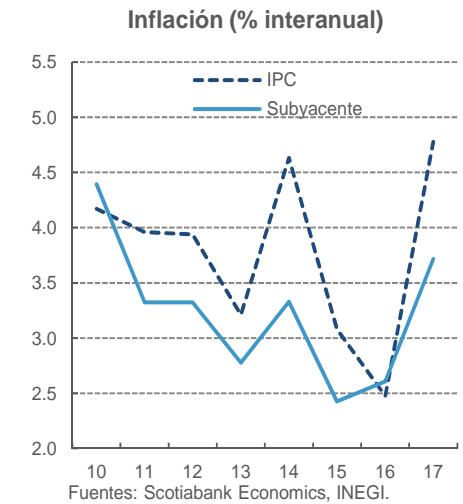
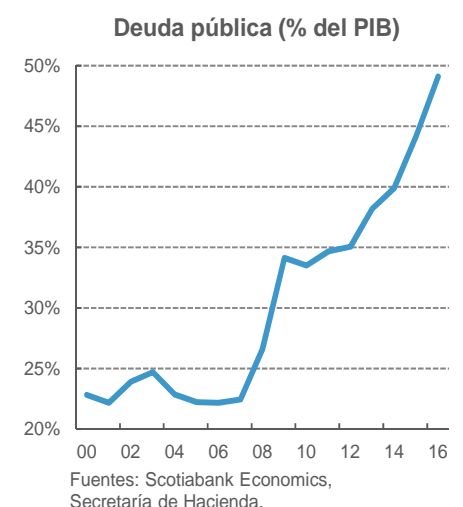


Gráfico 4



Colombia

- La economía colombiana está creciendo todavía por debajo de su potencial.
- El país se beneficia con el fuerte aumento del apetito global por el riesgo.
- El banco central ha adoptado una política monetaria favorable al crecimiento.
- El ajuste fiscal estructural sigue siendo una prioridad macroeconómica clave.
- El ciclo electoral definirá el entorno político a corto plazo.

La corrección actual y gradual del déficit gemelo (fiscal y de cuenta corriente) se ve ahora acompañada por una desaceleración de la actividad económica. El PIB real creció apenas en 2% en 2016 y se espera una tasa similar de crecimiento económico para este año. El ajuste fiscal necesario que se lleva a cabo actualmente es la razón principal de esta reducción de la actividad económica, pues el gasto público está contribuyendo menos a la expansión. La debilidad del empleo (tasa de desempleo de 11.7% en enero de 2017) ha resquebrajado también la confianza del consumidor en este periodo de ajuste macroeconómico. Es posible que el sector privado postergue sus planes de inversión a largo plazo a medida que se acercan las elecciones de 2018. Cabe mencionar que el desastre natural (lluvias torrenciales y deslizamientos) que causó grandes dificultades sociales en el municipio de Mocoa (suroeste del país) a principios de abril dará pie a un alivio fiscal y una actividad de reconstrucción en los próximos meses.

Colombia está sacando provecho al fuerte aumento del apetito global por el riesgo (con su efecto favorable sobre los activos de alto rendimiento) que se vive a raíz de las elecciones presidenciales de Estados Unidos. Las valoraciones del mercado apuestan por un incremento gradual de la tasa de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos, lo que atenúa el riesgo de oleadas desestabilizadoras de contagio en el hemisferio. Sin embargo, ante la presencia cada vez más elevada de inversionistas extranjeros en los mercados de deuda colombianos, el país podría sufrir los efectos negativos de un cambio en la confianza sobre los mercados emergentes en el resto del año. A nivel nacional, los inversionistas ven con buenos ojos las tendencias desinflationarias, que llevaron al banco central a introducir un sesgo flexible en la política monetaria con el fin de sustentar las perspectivas de crecimiento. El sector bancario colombiano sigue estando bien capitalizado y sometido a una supervisión rigurosa. Por su parte, la actividad de crédito está muy vinculada al ciclo económico.

El peso colombiano (COP) ha entrado en una fase de estabilización luego del periodo de recuperación que vino experimentando desde mediados de noviembre (gráfico 1). Los principales factores que influyen en el valor de la moneda colombiana son los siguientes: 1) la dirección de los precios del crudo; 2) el grado de aversión global al riesgo en los mercados emergentes; y 3) las perspectivas de normalización de la política monetaria de Estados Unidos, con el impacto resultante en el valor del dólar estadounidense (USD) frente a sus principales monedas. Independientemente de la estrategia del gobierno dirigida a diversificar la estructura económica y reducir la dependencia del sector energético (principalmente del petróleo), la economía colombiana sigue estando muy supeditada a la evolución de los precios de la energía; de hecho, el alza abrupta del referencial WTI (25% desde mediados de noviembre) ha sido uno de los factores favorables para la moneda en los últimos meses.

El banco central está en modo de estímulo monetario. Desde agosto de 2016 se observa un claro proceso desinflationario, pues la inflación de los precios al consumidor ha bajado desde la tasa interanual de 9% de julio de 2016 a 5.2% en febrero. La disminución de la volatilidad en el mercado de divisas, gracias a la recuperación de los términos de intercambio y el ajuste del precio de los alimentos, ha reforzado esta fase de estabilización

CONTACTOS

Pablo Bréard, Vicepresidente y Jefe de Análisis Económico Internacional
 416.862.3876
 Scotiabank Economics
pablo.breard@scotiabank.com

Gráfico 1

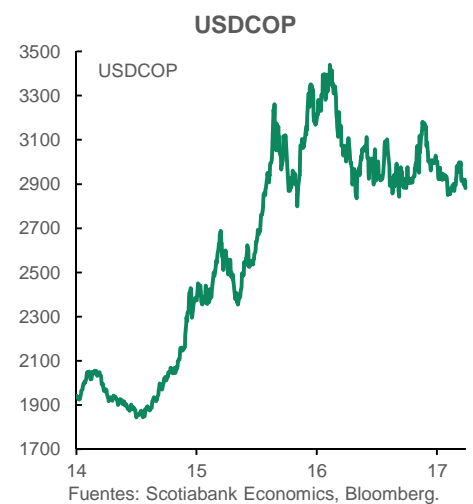
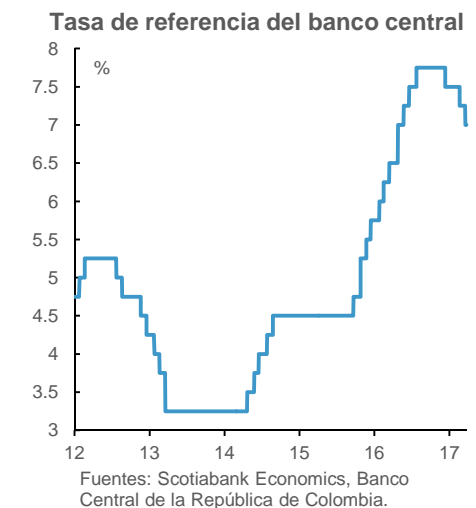


Gráfico 2



de los precios en los últimos meses. El banco central, que mantiene su meta de inflación de $3\% \pm 1\%$, reaccionó de manera ortodoxa, adoptando un sesgo flexible en su política monetaria en momentos en que la actividad económica da señales continuas de desaceleración. El ente rector ha recortado su tasa de referencia en 50 puntos base (bps), a 7.25%, en los últimos tres meses (gráfico 2).

Por otro lado, la economía colombiana avanza a paso firme en la eliminación de la rigidez estructural que elevó el déficit del gobierno de 2.3% a 4.0% del PIB en los últimos tres años. Frente a la caída completa de los ingresos provenientes del petróleo (de 3.3% del PIB a una contribución prácticamente nula) y el aumento continuo de los costos del servicio de la deuda (2.9% del PIB), se introdujo una rápida reforma fiscal que fue aprobada por el Congreso a finales de 2016. A largo plazo, esta reforma estructural busca incrementar los ingresos no provenientes del petróleo en 1.4% del PIB y reducir el gasto público en 0.8% del PIB en los próximos cinco años.

En 2018, se celebrarán primero elecciones legislativas en el mes de marzo y, dos meses después, las elecciones presidenciales. Colombia sigue siendo un aliado estratégico de Estados Unidos desde el punto de vista económico y militar. Por lo tanto, el gobierno del presidente Santos continuará recibiendo el apoyo diplomático de la administración Trump por canales directos e indirectos (ayuda del FMI). En cuanto a la integración regional con sus principales contrapartes económicas, la iniciativa de la Alianza del Pacífico ayudará a Colombia a aplicar una estrategia de diversificación comercial en el hemisferio. Es posible que los problemas de seguridad, migración y comercio provocados por el recrudescimiento de la crisis venezolana generen por momentos roces bilaterales.

Perú

- **Fuerte impacto negativo del fenómeno meteorológico El Niño-Oscilación del Sur (ENOS).**
- **Los retrasos en los proyectos de infraestructura reducen las expectativas de crecimiento.**
- **Las labores de reconstrucción repercutirán en la consolidación fiscal e impulsarán el crecimiento.**
- **La tasa de cambio se mantiene estable pese al leve impacto inflacionario de El Niño.**

Tres grandes factores influirán en la economía peruana en este año 2017. Dos son negativos: El Niño y los problemas políticos y legales relacionados con los proyectos de inversión en infraestructura; y uno es positivo: el aumento del gasto fiscal.

Puesto que son factores en plena evolución, es difícil evaluar con precisión su impacto en el crecimiento, pero puede decirse que será significativo. Hemos rebajado la previsión de crecimiento del PIB para 2017 de 3.4% a 2.9%, por el efecto conjunto de los tres factores, aunque esto puede cambiar a medida que evoluciona la situación. Lo que todavía no se refleja en el crecimiento, pero crea un contexto muy positivo, es la gran mejora de los términos de intercambio.

EL NIÑO

El Niño de 2017, con todas las lluvias, inundaciones y deslaves que ha provocado, es una de las peores manifestaciones del fenómeno climático cíclico ENOS de los últimos 100 años, junto con las de 1925, 1982–83 y 1997–98. El impacto social en términos del número de personas afectadas, viviendas destruidas e infraestructuras dañadas es similar al del pasado mega-Niño. Sin embargo, este año el impacto en el crecimiento del PIB será mucho menor. En 1998, el crecimiento del PIB fue de -0.4% y, en 1983, de -10%. En cambio, en 2017, no habrá recesión, aunque prevemos que las inclemencias de El Niño resten, ceteris paribus, alrededor de 0.6 puntos porcentuales al crecimiento. El impacto de este año es suave en comparación con el pasado por varias razones. A diferencia de las ediciones anteriores, El Niño de 2017 se manifiesta en la superficie del océano y no en las profundidades. Como resultado, no ha causado una sequía en el sur del país, que fue lo que afectó gravemente la actividad agrícola en el pasado. Tampoco han desaparecido los bancos de anchoas. Además, el país y el mundo están en mejor posición. El Niño de 1998 se produjo en medio de la crisis asiática. En 1983, América Latina estaba inmersa en plena crisis de la deuda externa. El Niño de 2017 llega cuando la economía está mejorando, el precio de los metales está subiendo y el país cuenta con amplios recursos para gastos de emergencia y reconstrucción (como especificamos en los párrafos siguientes), cosa que no existía en el pasado.

El mayor impacto de El Niño se hará sentir en el sector de la construcción, con caídas de posiblemente dos dígitos en marzo y abril. Por el lado positivo, es probable que en un horizonte a más largo plazo la recuperación sea vigorosa, una vez que la reconstrucción comience seriamente.

Aunque por ahora el impacto en la producción minera ha sido pequeño, esto puede cambiar debido a las graves interrupciones que ha sufrido el transporte de minerales y concentrados por tren y camión desde los Andes centrales a los puertos. Las mineras Volcan y Chinalco se vieron obligadas a declarar fuerza mayor. La mayoría de las compañías mineras continúan produciendo a niveles cercanos a los normales y almacenando el mineral que no pueden transportar, pero en algún momento se llegará al límite de la capacidad de almacenamiento.

CONTACTOS

Guillermo Arbe
 511.211.6052 (Perú)
 Scotiabank Peru
guillermo.arbe@scotiabank.com.pe

Gráfico 1

Crecimiento del PIB en los años de El Niño
 (1982-1984; 1997-1999; 2016-2018)

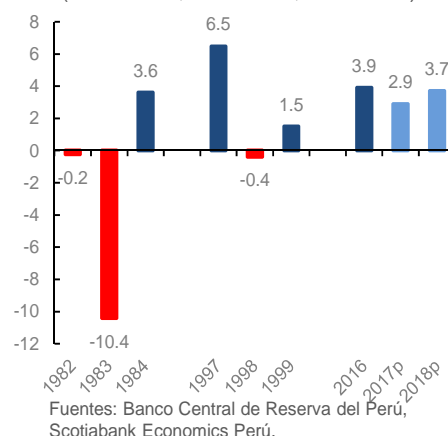
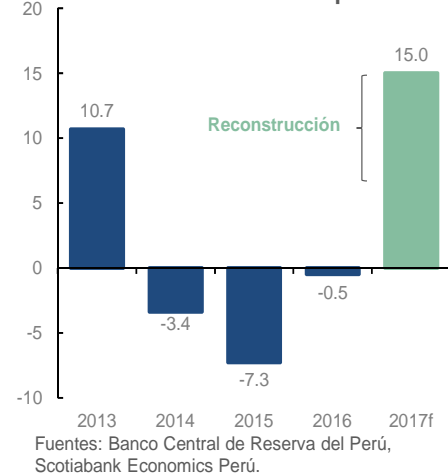


Gráfico 2

Aumento de la inversión pública



Las inundaciones han tenido un impacto considerable, aunque comparativamente menor, en las exportaciones agropecuarias, en parte porque estamos fuera de temporada. Sin embargo, si las comunicaciones no se restablecen pronto, el impacto podría ser mayor.

Con relación a la producción de harina de pescado, se han detectado bancos de anchoas en las zonas de pesca. Si esto se mantiene así hasta la temporada de pesca de finales de abril, la contribución de la harina de pescado al crecimiento del PIB debería ser positiva, a diferencia de fenómenos de El Niño de años anteriores, cuando el PIB procedente de la pesca disminuyó con fuerza.

A nivel del mercado interno, el impacto en el comercio minorista y la industria manufacturera ha de ser fuertemente negativo en abril y marzo, pero ambos sectores deberían repuntar después. Algunas cadenas de suministro se han visto interrumpidas, aunque esto quedará luego compensado por la necesidad de reponer los suministros de los hogares destruidos y los inventarios minoristas. El riesgo principal radica en las pequeñas empresas que han sido afectadas, ya que ello repercute en el empleo. Si bien los daños se limitan a localidades con un peso relativamente pequeño en la economía, según nuestras previsiones, el efecto sobre la riqueza total reducirá el crecimiento del consumo de 3.4% a 3.1%.

PROYECTOS DE INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA

Cuando el gobierno de Kuczynski asumió el poder en 2017, preveíamos que el crecimiento de 2017–2018 iba a estar impulsado por los grandes proyectos de infraestructura de las licitaciones realizadas durante 2013-14 bajo la modalidad de Asociaciones Público Privadas (APP). Sin embargo, muchos de estos proyectos enfrentan ahora obstáculos legales y políticos, ya sea por irregularidades en los programas de adquisición y adjudicaciones del gobierno (el oleoducto de gas y Chavimochic) o por controversias en las condiciones de licitación. Creemos ahora que el gasto en muchos de estos proyectos importantes de infraestructura se diferirá hasta 2019. En resumen, el crecimiento ha de disminuir en 0.8pp como resultado, aunque parte de esta reducción ya estaba contemplada en nuestros primeros pronósticos.

MEDIDAS DE ESTÍMULO FISCAL Y GASTOS DE EMERGENCIA Y RECONSTRUCCIÓN

El retraso en la ejecución de las inversiones en infraestructura de las APP deja al gasto fiscal como motor principal del crecimiento. El 9 de marzo, apenas unos días antes de que lo peor de El Niño afectara a Lima y la costa norte, el gobierno anunció una serie de medidas de estímulo fiscal, entre ellas, un gasto fiscal adicional equivalente a USD1,300 millones. Desde entonces, parte de estos recursos se han reorientado a las labores de ayuda a los damnificados y reconstrucción. La mayor parte del gasto se destinará a las carreteras, escuelas, sistemas de irrigación, viviendas, aguas, alcantarillado y seguridad. El gobierno central agilizará también la transferencia regular de fondos a los gobiernos regionales y locales (de un valor aproximado de USD2,700 millones), de modo que los reciban a finales de marzo en vez de en junio como se acostumbra. En total, el gobierno busca aumentar la inversión pública en 15% este año 2017, en comparación con la tasa anterior de 5%. Creemos que el objetivo es alcanzable. Esto sumaría unos 0.3pp al PIB, lo que no es suficiente para compensar el impacto conjunto de El Niño y el retraso de las inversiones en infraestructura.

Tomando en cuenta todos los efectos combinados, el resultado es el siguiente. Nuestra previsión inicial (pérdida de 0.6pp debido a la postergación del gasto en infraestructura) se ubicaba en 3.4%. Nuestra nueva previsión es de 2.9% y refleja la pérdida de 0.6pp por El Niño, otra pérdida adicional de 0.2pp por los retrasos de las inversiones en infraestructura y un 0.3pp de incremento gracias al mayor gasto fiscal.

TASA DE CAMBIO ESTABLE EN MEDIO DE PRESIONES INFLACIONARIAS PASAJERAS POR EL NIÑO

Las interrupciones del transporte de bienes agrícolas tendrán un impacto temporal sobre la inflación. Según nuestras proyecciones, la inflación de marzo se situará en una tasa intermensual de 1%, con lo que la inflación de 12 meses llegará casi a 3.7%. Sin embargo, tarde o temprano los precios de los bienes agrícolas regresarán a sus niveles normales, de manera que no consideramos necesario modificar nuestro pronóstico de fin de año, de 3.1%. El banco central prevé también un alza de la inflación en marzo, pero considera que retornará a su rango meta de 1% a 3% para el cierre del año. Julio Velarde, presidente del Banco Central de Reserva del Perú, señaló que el organismo examinaría la posibilidad de recortar o no la tasa de referencia en los próximos meses. Es un anuncio nuevo, que concuerda con su decisión de reducir nuevamente en abril el encaje para los depósitos en soles, de 6% a 5%.

Resulta especialmente revelador que El Niño no haya tenido ningún impacto en el mercado de divisas, la tasa de cambio del sol peruano (PEN), el riesgo país o las tasas de rendimiento de los bonos. Esto da a entender que los mercados financieros esperan que la economía peruana supere los efectos de El Niño sin muchas dificultades y sin que la estabilidad financiera se vea afectada. El mayor gasto público elevará el déficit fiscal, pero lo mantendrá de todas formas en un nivel manejable de 3%. De hecho, el gobierno piensa financiar este gasto principalmente con ahorros y fuentes específicas de ingresos. Sin embargo, es posible que esté subestimando el impacto de El Niño en los ingresos, por lo que no nos sorprendería que termine aumentando también la deuda.

El PEN se ha apreciado más de lo previsto este año y ya ha alcanzado el nivel que proyectábamos para el cierre de 2017, de 3.25. Los fundamentos del PEN siguen mejorando. El superávit de cuenta corriente en el cuarto trimestre de 2016 y los superávits comerciales mensuales, junto con el alza del precio de los metales, han dado buenas sorpresas. El volumen de exportaciones podría menguar por El Niño en marzo y abril, pero esto se verá compensado por el nivel más elevado de lo previsto del precio de los metales.

Chile

UN 2017 SOMBRÍO, CON UN RAYO DE ESPERANZA PARA 2018

La economía chilena creció en 1.6% el año pasado, es decir, a su ritmo más bajo de expansión desde la recesión de 2009 (-1%). El crecimiento estuvo impulsado por los sectores de servicios (servicios particulares, financieros, comercio, transporte y comunicación), mientras que la mayor parte de la contracción se debió a la minería, los servicios para empresas y la industria manufacturera (cada sector representa aproximadamente un tercio del PIB). En los últimos tres años, la tasa de crecimiento no ha llegado al 2.5%, toda vez que el crecimiento a largo plazo se estima en alrededor de 3%. Este año, recortamos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB a 1.8% porque los indicadores tendenciales del último trimestre de 2016 fueron mucho más débiles de lo esperado y la economía entró en 2017 con un perfil negativo; de hecho, varios factores específicos tendrán un impacto negativo en la actividad económica (el más importante es la huelga prolongada en la mina de cobre más grande del país, debido a la cual se ha perdido el equivalente a la producción de más de mes y medio). Para el segundo semestre del año, prevemos una aceleración en vista de diversos factores tanto estadísticos como económicos, algunos de los cuales tendrán posiblemente un efecto más pronunciado en 2018. En resumen, la balanza de riesgos se inclina a la baja en el primer semestre del año y se torna neutral para el segundo.

Para 2018, la previsión de base consiste en una recuperación tibia del crecimiento del PIB a 2.4%. No obstante, ciertos factores podrían acelerar la marcha. La recuperación de la confianza de las empresas podría verse estimulada por un cambio de contexto político a favor de políticas más propicias para el mercado. Esto podría facilitar la implementación de las reformas aprobadas en los últimos años (régimen tributario, educación, mercado laboral, que se encuentran entre las más influyentes y preocupantes para el crecimiento) e incluso agilizar otras reformas primordiales, como medidas específicas para incrementar la productividad en los años futuros y mejorar el sistema de administración de los fondos de pensiones. Además, hay señales económicas sutiles que también contribuyen a inclinar la balanza de riesgos hacia el lado optimista. En algunos sectores se han venido acumulando brechas de productividad durante mucho tiempo (aunque no a un ritmo muy rápido porque la inversión ha experimentado una contracción en los últimos tres años), que son lo suficientemente significativas para actuar como un factor más bien deflacionario a corto plazo. Al mismo tiempo, los inventarios se han ido reduciendo continuamente durante estos tres años consecutivos, lo que implica que cualquier cambio de la confianza de las empresas podría generar una reposición rápida. Como telón de fondo, si bien el horizonte no está libre de riesgos (los riesgos relacionados con China no se pueden dejar de lado), los términos de intercambio (exportaciones vs. importaciones) han mejorado levemente, lo que empíricamente ha resultado ser positivo para la economía chilena, no solo para la evolución de la balanza comercial.

DEMANDA FLOJA

Por el lado de la demanda, las perspectivas de inversión siguen siendo bastante similares a las de enero, con un crecimiento de 1.1%. Nuestra proyección se ve favorecida al partir de una base más débil en términos comparativos, ya que la inversión se ha contraído por tres años consecutivos. En cambio, la inversión en energía e infraestructura se perfila ahora como el factor más positivo, al punto que en 2018 podría incluso recuperarse hasta 3.6%. Con respecto al consumo, el panorama no ha cambiado mucho tampoco, aunque el debilitamiento continuo del mercado laboral nos llevó a recortar la tasa estimada de crecimiento a 2.3% para este año y 2.9% para el siguiente. Si bien la tasa de desempleo no ha subido drásticamente en 2016, prevemos un cierto deterioro en los próximos dos años. Mientras tanto, la nómina y los salarios se están también desacelerando, con la

CONTACTOS

Benjamin Sierra
 56.2.2619.4974 (Chile)
 Scotiabank Chile
benjamin.sierra@scotiabank.cl

Gráfico 1

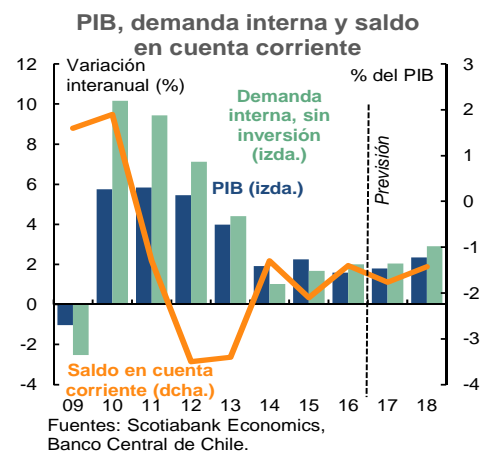


Gráfico 2

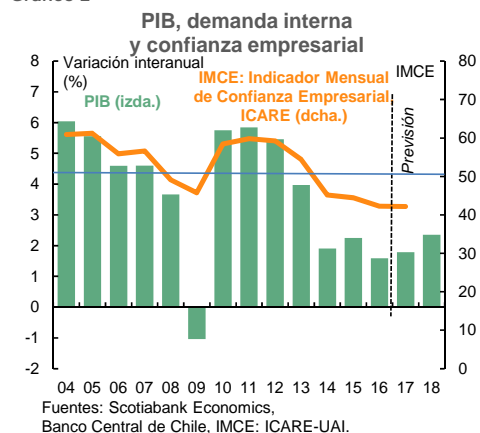


Gráfico 3



atenuación resultante del consumo de los hogares. No obstante, el trabajo independiente ha logrado contrarrestar parte de esa debilidad. De hecho, la inversión reacciona con más intensidad a los cambios en las condiciones financieras y económicas. En lo que se refiere a la contribución del gasto público a la actividad económica, el crecimiento presupuestado de 2.7% nos parece razonable, incluso en un año electoral (recordemos que se celebrarán elecciones presidenciales en noviembre de 2017).

INFLACIÓN CONTROLADA, POLÍTICA MONETARIA CASI AL LÍMITE, TASA DE CAMBIO INOFENSIVA

Las brechas de producción, el lento ajuste de los salarios, una tasa de cambio relativamente estable y los mecanismos de indexación de la inflación constituyen suficientes factores para proyectar una tasa de inflación de 2.8% en 2017, similar a la de 2016 (2.7%). Sin embargo, el aumento estimado del precio del petróleo y de otras materias primas, aunado a una política monetaria más reflacionaria, debería impulsar la tasa de inflación general a 3.2% en 2018. El banco central ya incrementó efectivamente los estímulos de la política monetaria en el primer trimestre (dos recortes de 25bp para llevar la tasa de referencia a 3%); más adelante, prevemos un recorte más en mayo o junio. Ahora bien, no hay mucha más cabida para otros recortes y el efecto de las políticas reflacionarias no parece ser el más decisivo para fomentar una cierta recuperación de la actividad. Por otro lado, aunque ello no representa nuestra previsión de base, las autoridades podrían barajar la posibilidad de un incremento de las tasas de interés a finales de año si en los próximos meses cambian de alguna forma las expectativas. En cuanto a la tasa de cambio (CLP/USD), no prevemos grandes desviaciones en los próximos trimestres, aunque se mantendrá el rango relativamente amplio que se estableció en el mes de agosto, entre 640 y 680. Los factores más determinantes del valor del peso serán los precios del cobre y el valor internacional del dólar estadounidense.

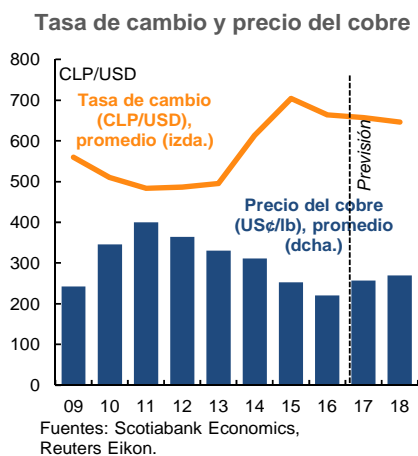
COMIENZA LA FASE CALIENTE DE LA CAMPAÑA ELECTORAL

El 19 de noviembre se celebrarán las elecciones parlamentarias parciales y la primera vuelta de las elecciones presidenciales (de ser necesaria, la segunda vuelta de la elección presidencial, un caso muy probable, se realizaría el 17 de diciembre). Por ahora, todo apunta a una lucha entre el expresidente Sebastián Piñera (centroderecha y muy pro mercado) y el representante de la coalición dirigente, el senador Alejandro Guillier (periodista y sociólogo socialdemócrata). Los otros candidatos de ambos partidos se encuentran muy a la zaga (incluyendo al expresidente de centroizquierda Ricardo Lagos, que ha estado en la contienda desde septiembre). Piñera mantiene su ventaja frente Guillier, cuya campaña ha perdido algo de fuelle últimamente. Sin embargo, nada estará definido antes de mediados de año porque todo dependerá de cómo logre apoyar realmente cada coalición a su candidato. En resumen, existe un alto grado de riesgo político, que no necesariamente es negativo, pero su posible efecto en las variables económicas es más fuerte de lo usual. De cualquier forma, sea cual sea el resultado electoral, la capacidad de las fuerzas políticas para lograr un acuerdo que mejore la calidad de las políticas públicas jugará un papel fundamental en los próximos años.

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.

™ 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.