

Brasil

FUERTE AJUSTE MACROECONÓMICO Y TRANSICIÓN EN EL GOBIERNO

- El banco central de este país busca frenar la elevada inflación mediante aumentos económicamente restrictivos de su tasa de interés de referencia, en un contexto de alto nivel de desempleo y un bajo nivel de confianza de las empresas y los consumidores.
- El real brasileño ha de mantenerse generalmente estable después de la importante apreciación que registró este año, y que lo convirtió de hecho en la moneda de mejor desempeño de los mercados emergentes en 2016.

LA SITUACIÓN FISCAL SE HA DETERIORADO CONSIDERABLEMENTE

El gobierno de transición hereda una economía en profunda recesión con un déficit fiscal insostenible, agravado por una aguda crisis de confianza. El PIB real cayó un 5.4% (tasa interanual) el primer trimestre del año, siendo la octava caída trimestral consecutiva en términos anuales. Según nuestras estimaciones, la economía brasileña se contraerá un 3.8% este año antes de volver a un leve crecimiento positivo en 2017. La producción industrial está en fuerte declive, con una contracción de 10% en los 12 meses previos a abril de 2016. El efecto combinado de la alta tasa de desempleo (11.2% en abril, la más alta entre los principales países de América Latina) y una inflación continuamente elevada (9.3%, tasa interanual en mayo) ha llevado a que los hogares brasileños reduzcan sus gastos, prolongando así la recesión. La formación de capital fijo bruto y el consumo privado cayeron un 17.5% y 6.3% (tasa interanual), respectivamente, en el mismo periodo.

Es fundamental que se dé una consolidación fiscal. El saldo del sector público consolidado registró un déficit de 10% del PIB en abril, en tanto que el déficit primario (sin considerar el servicio de la deuda) fue de 2.3% del PIB. El sector externo es una clara muestra de la fuerte contracción económica actual. El volumen total de las importaciones ha caído un 30% y las exportaciones, un 9% en el periodo de 12 meses finalizado en mayo. La marcada disminución de las importaciones ha contribuido en gran medida a reducir el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos que alcanzó un 2.4% del PIB para fines del primer trimestre del año, lo que constituye un impresionante ajuste con respecto al déficit de 4.5% del PIB registrado hace doce meses. En adelante, prevemos que la brecha en la cuenta corriente continuará reduciéndose para cerrar el año en 1.2% del PIB.

EL CAMBIO DE GOBIERNO DEBERÍA ESTABILIZAR LA SITUACIÓN

Las elecciones presidenciales están previstas para octubre de 2018. Un nuevo presidente electo asumirá el poder el 1 de enero de 2019. El proceso de destitución de hasta 180 días de Dilma Rousseff (actualmente suspendida) finalizará con un voto del Senado para dar por terminado su mandato. Se requiere una mayoría de dos tercios de los votos para destituirla. En caso de no alcanzar esta mayoría, Dilma Rousseff volverá a asumir sus funciones como presidenta. Nuestro escenario de base supone que el voto del Senado se dará probablemente para octubre. El presidente interino Michel Temer la sucederá en su cargo con el fin de completar el periodo presidencial que finaliza en 2018. Existe igualmente la posibilidad de que Temer enfrente también acusaciones de corrupción. En este caso, el jefe de la Cámara Baja sería nombrado presidente interino hasta diciembre de 2018. Después del voto del Senado sobre la destitución de la presidenta, Temer se convertiría en un presidente legítimo de acuerdo con lo establecido en la Constitución.

CONTACTOS

Pablo Bréard
 416.862.3876
 Scotiabank Economics
pablo.breard@scotiabank.com

Juan Manuel Herrera
 416.862.3174
 Scotiabank Economics
juanmanuel.herrera@scotiabank.com

Gráfico 1

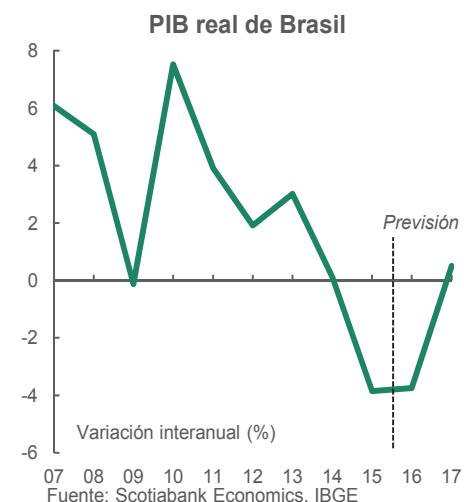


Gráfico 2



RELATIVA ESTABILIDAD DE LA TASA DE CAMBIO DESPUÉS DE APLICAR UNA CORRECCIÓN MACROECONÓMICA EXTERNA

El ajuste en el sector externo continúa por buen camino. El déficit en cuenta corriente se acercará a la marca del 1% del PIB en los próximos 18 años, debido a la fuerte compresión de las importaciones y a la aguda devaluación monetaria (ahora finalizada). La tasa de cambio se estabilizará en los próximos meses, lo que llevará a una apreciación del real en un periodo de doce meses. Finalmente, Brasil cuenta con grandes cantidades de reservas de divisas equivalentes al 23% del PIB y 31 meses de importaciones (el mejor valor en cuanto a reservas de divisas en América Latina). El ajuste fiscal sigue siendo el punto más débil y delicado del panorama económico de dicho país. Es en este aspecto que podríamos notar también un progreso después de la votación sobre la destitución definitiva de la presidenta. El déficit fiscal global de doce meses en 10.1% del PIB (en mayo) es insostenible y requerirá una fuerte reducción de los gastos corrientes, un incremento de los impuestos y, probablemente, ciertas iniciativas de privatización.

LA PERCEPCIÓN MEJORADA DEL RIESGO CREDITICIO PARA LOS MERCADOS DESAFÍA LA POSICIÓN DE LAS AGENCIAS CALIFICADORAS

Los indicadores de los mercados financieros muestran una mejora de la capacidad crediticia de Brasil a pesar de un entorno macroeconómico adverso. Dado que es una economía de mercado emergente de importancia sistémica, Brasil seguirá siendo sensible a los factores externos que condicionan la aversión al riesgo a nivel mundial, como los acontecimientos políticos en el Reino Unido y Estados Unidos, así como la situación de tensión con respecto a la deuda corporativa en China. No obstante, hay consenso general en cuanto a que el banco central está adecuadamente preparado para enfrentar las dificultades provocadas por factores externos que se produzcan en los próximos meses. Es importante notar que todas las agencias crediticias internacionales mantienen una perspectiva negativa de las calificaciones de crédito soberano asignadas a Brasil. En lo que concierne a las perspectivas para las tasas de interés, Brasil implementó una política preventiva de endurecimiento cuando el resto del mundo (países desarrollados y en desarrollo) prefería una política de flexibilización. La tasa de interés real en Brasil es actualmente la más alta del mundo. Gradualmente, la postura de restricción está dando como resultado una reducción de las expectativas inflacionarias, seguida de una rápida devaluación excesiva del real brasileño como resultado de la fuerte caída del precio de las materias primas (ahora finalizada). A futuro, la "normalización" en Brasil significará bajar, en vez de aumentar, las tasas de interés. La actual tasa de interés de referencia a corto plazo del banco central (SELIC) situada en 14.25% supone una tasa real (ajustada por la inflación prevista) de 8.1% (la tasa más alta entre las economías del G10).

REVISIÓN DE LA POLÍTICA EXTRANJERA PARA FAVORECER UNA MAYOR INTEGRACIÓN REGIONAL

Durante décadas, el cuerpo diplomático de Brasil (conocido comúnmente como *Itamaraty*) había sido considerado como una de las mejores instituciones en el ámbito de la política exterior en el continente americano. La llegada del Partido Laborista, bajo el poder del ex presidente Lula da Silva y la presidenta suspendida Dilma Rousseff, llevó a una fuerte baja de la credibilidad de la política exterior de Brasil. El reciente nombramiento de José Serra como Ministro de Relaciones Exteriores, muy bien recibido por los analistas políticos y económicos, debería ser interpretado como un paso positivo hacia la reconstitución de una diplomacia más pragmática de Brasil. El restablecimiento de una relación bilateral ventajosa entre Brasil y Estados Unidos será de importancia fundamental en los próximos años. La elección del Presidente Mauricio Macri en Argentina constituye un hecho alentador para hacer del Mercosur un bloque más pragmático para el comercio y la inversión en el hemisferio occidental. Por supuesto, China continuará cumpliendo un rol importante en las relaciones económicas internacionales de Brasil, más aún, la alianza entre Brasil y China no será un impedimento para elaborar una estrategia multilateral más pragmática para la integración regional más allá del mecanismo del Mercosur.

México

¿BAJO UNA LUZ DIFERENTE?

- El peso mexicano se encuentra bajo presión por la incertidumbre derivada del *brexit*.
- El consumo interno tendrá un mejor desempeño que otros sectores de la economía.

UN PANORAMA ECONÓMICO INCIERTO

El aclamado poeta Mario Benedetti dijo una vez: “Cuando creíamos que teníamos todas las respuestas, de pronto, cambiaron todas las preguntas”. Claro está, hacía más que todo alusión a la vida, pero en estas palabras hay un parecido asombroso con el panorama económico de México y quizá de muchos otros países. El reciente resultado del *brexit* ha nublado el horizonte económico de la economía global y los mercados financieros internacionales. Aunque México está relativamente aislado de los riesgos económicos de Europa, puesto que a la UE se dirige menos de 5% de las exportaciones mexicanas, el peso sí se ve muy afectado por el riesgo de acontecimientos mundiales, ya que sirve de barómetro para las monedas de los mercados emergentes y el país está muy integrado a los mercados financieros internacionales. Para México, la situación se traduce en un entorno financiero más difícil, unos flujos de capitales menos abundantes y grandes desafíos para las autoridades políticas. Todavía no se sabe realmente qué tan profundos y prolongados serán los efectos del *brexit*, de modo que las perspectivas económicas de México están ahora sujetas a un grado de incertidumbre más alto del usual. Es muy probable que revisemos el marco macroeconómico en los próximos meses, a medida que tengamos más información sobre este y otros temas.

Por el momento, las proyecciones económicas de México para el resto del año y el siguiente son bastante buenas. Cabe esperar que el PIB muestre un crecimiento inferior a la norma este año, de 2.4%, seguido de una tasa de 2.8% en 2017, con un desempeño lleno de contrastes entre los sectores económicos. Los sectores del mercado interno han de tener un mejor desempeño, impulsado por el crecimiento de la población, la recuperación gradual de la clase media y de altos ingresos, la tendencia positiva de generación de empleo y la abundancia del crédito para los sectores formales de la economía. Según las previsiones, el consumo privado crecerá en 3.1% en 2016 y 3.2% en 2017. Entre las áreas de crecimiento de la economía, los sectores con un desempeño superior (crecimiento anual de más de 3%) serán comercio y hotelería, transporte, almacenamiento y telecomunicaciones y servicios financieros y seguros. A medida que se va recuperando la economía de Estados Unidos y se hacen sentir los efectos de la depreciación de la moneda en México, la producción manufacturera debería mejorar. Por otro lado, los sectores relacionados con la vapuleada industria petrolera tendrán un desempeño inferior al promedio, sobre todo la minería y la industria química.

En este entorno internacional que se ha vuelto más difícil, es evidente que México debe fortalecer sus fundamentos macroeconómicos. En consecuencia, se ha emprendido un ajuste fiscal considerable para lograr un superávit primario y reducir la deuda pública. Este ajuste implica un recorte importante del gasto público, lo que tendrá un impacto profundo en la inversión pública y también un efecto negativo en la inversión total.

Debido al deterioro de las condiciones en los mercados mundiales, el peso mexicano (MXN) ha de mantenerse bajo presión y subvaluado. Cabe destacar que la previsión de la tasa de cambio está sujeta a un alto grado de incertidumbre y que la divisa experimentará posiblemente movimientos bruscos en el resto del año. En las circunstancias actuales,

CONTACTOS

Mario Correa
5255.5123.2683 (México)
Scotiabank Mexico
mcorrea@scotiabank.com.mx

Gráfico 1

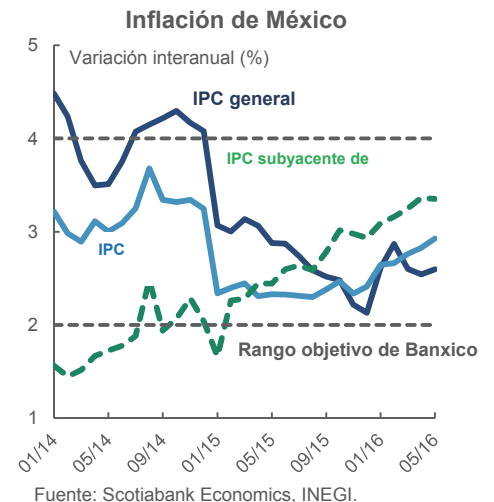


Gráfico 2



prevemos que el MXN fluctuará fuertemente para ubicarse en un promedio de 18.6 pesos por dólar en el segundo semestre del año y en alrededor de 18.0 pesos en 2017.

ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA

La inflación ha estado contenida por más de un año, aunque las presiones se están acumulando sobre los precios de las mercancías debido a la depreciación de la moneda. En cuanto se disipen las sacudidas favorables que están limitando la inflación, es probable que observemos un incremento de los precios en el segundo semestre de 2016 y durante 2017, aunque la tasa de inflación ha de mantenerse cercana al rango de 2%-4% del Banco de México. Un dato notorio es la clara tendencia alcista del subíndice de mercancías, salvo alimentos, del IPC subyacente.

Como consecuencia de las presiones ininterrumpidas sobre la tasa de cambio y el mayor riesgo de que esta depreciación aumente las expectativas sobre la inflación e intensifique la tendencia alcista, creemos que el Banco de México actuará de manera más enérgica en materia de política monetaria, subiendo la tasa de interés de referencia para proteger a la economía contra factores externos y preservar la estabilidad macroeconómica del país. Esperamos así que la tasa interbancaria llegue a 4.50% para el cierre de este año y a 5.50% para el cierre de 2017.

FUERZAS EXTERNAS INFLUIRÁN EN LA CONFIANZA DE LOS MERCADOS

Como en muchos otros países, los mercados financieros mexicanos reaccionarán sobre todo a los acontecimientos externos, principalmente las medidas de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos. Es probable que cada vez que la Fed incremente su tasa de referencia, el Banco de México haga lo mismo. Sin embargo, las previsiones sobre la política monetaria de Estados Unidos son también inciertas, más aún después del *bretxit*. Creemos que la Reserva Federal se mantendrá en un compás de espera por el resto de 2016, pero si decide intervenir con un alza de las tasas de interés este año, cabe esperar que la respuesta del Banco de México sea aún más contundente.

El crecimiento económico de Estados Unidos es igualmente un factor clave para la economía mexicana, pues más del 80% de las exportaciones del país tienen como destino el norte del río Bravo. Las ventas de automóviles en Estados Unidos son un gran motor de la producción manufacturera de México; por lo tanto, cualquier debilidad significativa de la compra de vehículos repercutirá mucho en la actividad industrial, las exportaciones y el ritmo de crecimiento económico.

En vista de sus comentarios radicales sobre el comercio y las relaciones bilaterales, si Trump resulta electo presidente de Estados Unidos, es posible que los mercados mexicanos se vean gravemente afectados. Esta posibilidad constituye, de hecho, uno de los principales factores de riesgo para la economía mexicana.

Otro factor que influye en la confianza de los mercados son los precios internacionales del petróleo, dado que las finanzas públicas dependen todavía mucho del ingreso petrolero. El respaldo explícito que el gobierno brinda a Pemex resultará más costoso si el precio del petróleo se mantiene bajo.

PRINCIPALES FACTORES NACIONALES A CORTO PLAZO

Debido al vínculo estrecho entre Pemex y las finanzas públicas de México, es importante que la petrolera estatal presente un plan convincente de ajuste financiero y operativo ante la nueva realidad que vive la industria del petróleo. Solo así las finanzas públicas serán sustentables y dejarán de ser motivo de sospecha e inquietud para las agencias calificadoras y los participantes del mercado financiero.

El gobierno mexicano ha previsto un recorte significativo del presupuesto con el objetivo de garantizar la solidez fiscal para los próximos años, plan del que aún no se conocen todos los detalles. El presupuesto de 2017 deberá ser lo suficientemente convincente para que los mercados crean que la estabilidad macroeconómica no está en riesgo y que México podrá superar los escollos que han surgido en la economía global.

Colombia

TRANSFORMACIÓN ESTRUCTURAL LUEGO DE LA CRISIS DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

- Dado que la minería, el petróleo y el gas constituyeron el 70% de las exportaciones de Colombia en 2014, la fuerte caída de los precios de las materias primas ha afectado severamente el desempeño económico de este país, que crece a su ritmo más lento desde 2009.
- Mientras que Colombia trata de disminuir su dependencia de las exportaciones de energía, el gobierno busca llevar a cabo importantes reformas fiscales para equilibrar el fuerte déficit fiscal y en cuenta corriente.
- La inflación sigue siendo alta, aunque los precios bajarán debido a una revalorización del peso colombiano y a la atenuación de los efectos residuales del fenómeno de El Niño.

PERSPECTIVAS DIFÍCILES DE CRECIMIENTO DEBIDO AL AJUSTE FISCAL

La economía de Colombia enfrenta un panorama difícil. La transformación, favorablemente recibida, de la estructura económica del país como resultado de la severa crisis de los términos de intercambio ha evidenciado la gran necesidad de mejorar su competitividad y de diversificar los mercados de comercio exterior. Las cifras del primer trimestre mostraron la desaceleración de la actividad económica: el PIB real aumentó 2.5% (tasa interanual), con respecto a un 3.4% (tasa interanual) en el cuarto trimestre del año pasado. A pesar de la moderación del crecimiento económico, las condiciones del mercado laboral muestran una leve mejora: la tasa de desempleo continúa una tendencia general a la baja. Preveemos un crecimiento del PIB real a una tasa promedio anual de 2.6% en 2016-2017.

LA RESPUESTA MONETARIA AL AUMENTO DE LA INFLACIÓN

El banco central de Colombia no parece muy preocupado por la probabilidad de normalización de la política monetaria por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos. Las autoridades monetarias de Colombia están aplicando su política de una manera muy ortodoxa y clara. El aumento de las presiones inflacionarias así como la continua deterioración de las previsiones sobre la inflación ha justificado las diferentes decisiones de incrementar la tasa de intervención del Banco de la República (Banrep) unos 300 puntos base a 7.5% en los últimos diez meses. Sin duda, la continua erosión de la estabilidad de los precios ha llevado a muchos a preguntarse sobre la eficacia de la actual tasa objetivo para la inflación de $3\% \pm 1\%$. Ajustada a la inflación, la tasa de referencia de Banrep sigue siendo negativa. El ritmo anual de la inflación de los precios al consumo se ha incrementado constantemente, pasando de 2.1% en enero de 2014 a 8.6% en junio. La marcada depreciación del peso colombiano, como resultado de la severa caída de los términos de intercambio del país y el efecto de las sequías por el fenómeno de El Niño en los precios de los alimentos, han sido factores básicos para que se produzca este aumento de la inflación. El incremento potencial de la tasa de fondos de la Reserva Federal de Estados Unidos no es un tema de gran preocupación por ahora, dado que el banco central continúa reaccionando frente un escenario de inflación adverso. Sin duda, si se da otro ajuste monetario, esto podría repercutir en la actividad económica del año próximo.

TRANSFORMACIÓN DE LAS ESTRUCTURAS ECONÓMICAS LUEGO DE LA CRISIS DEL PETRÓLEO

La economía colombiana está experimentando un profundo cambio estructural a fin de diversificarse y evitar la dependencia del sector energético. De hecho, la fuerte caída del

CONTACTOS

Pablo Bréard
 416.862.3876
 Scotiabank Economics
pablo.breard@scotiabank.com

Juan Manuel Herrera
 416.862.3174
 Scotiabank Economics
juanmanuel.herrera@scotiabank.com

Gráfico 1

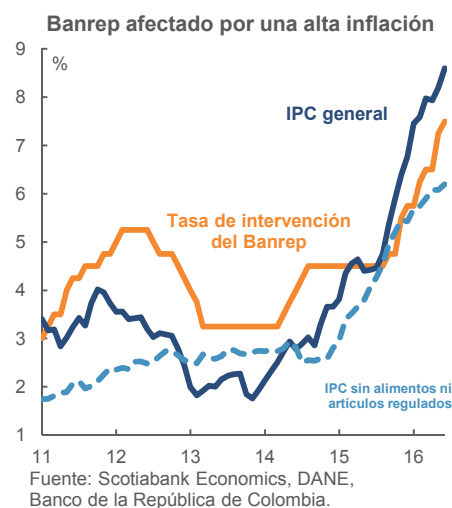


Gráfico 2



precio del petróleo crudo (a pesar de la recuperación de los últimos cuatro meses) causó una severa contracción de las exportaciones totales (reducción interanual de 20% en mayo) que mostraron solamente algunos signos de recuperación después de la disminución anual de 43% en septiembre de 2015. La contracción de las importaciones, en un 17% en mayo, no fue suficiente para evitar una mayor erosión en la balanza de pagos. El déficit en cuenta corriente, que cerró el año pasado en 6.5% del PIB, ha sido una de las principales causas de la deterioración de la calidad del crédito soberano y una razón fundamental para la rebaja de las perspectivas crediticias de Colombia. No obstante, de cara al futuro, el fuerte ajuste en la tasa de cambio ha reavivado el alguna vez agonizante sector económico no petrolero no exportable de dicho país.

SE HA ACTIVADO LA ALERTA DE RIESGO DE LA DEUDA SOBERANA Y LOS INVERSIONISTAS TIENEN LA MIRA PUESTA EN LA REFORMA FISCAL

Colombia no es un gran participante (es decir, con respecto al crédito soberano) en los mercados de renta fija global, porque representa solamente un 3.2% del índice referencial EMBIG (diversificado) de los mercados emergentes. Sin embargo, las autoridades económicas del país están fomentando la emisión de instrumentos de deuda no exportables a fin de incrementar el acceso a más opciones de financiamiento del sector privado. Por lo tanto, la percepción de los inversionistas acerca del riesgo del crédito soberano de Colombia, medido según el costo de los seguros de los bonos públicos implícito en el swap por incumplimiento de crédito (CDS), está influenciada por factores externos que van más allá del control local. En efecto, el CDS de Colombia (equivalente a un promedio de 225 puntos base) refleja una marcada mejora de la calidad del crédito desde mediados de febrero, lo que está en clara contraposición a la revisión a la baja de Standard and Poor's (S&P) en febrero pasado (la perspectiva de la calificación BBB+ de Colombia fue rebajada a "negativa"). S&P y otros participantes en el mercado están esperando ansiosamente el anuncio y la próxima aprobación de una reforma fiscal estructural, que pudiera ocurrir en la segunda mitad del año. El creciente doble déficit (déficit fiscal y en cuenta corriente) ha sido el factor central de esa percepción negativa del mercado y de las agencias crediticias. Si no se cuenta pronto con un paquete de reformas fiscales, la calificación crediticia del país será vulnerable a más revisiones a la baja. El sector externo también sigue estando en una situación relativamente precaria, pues tiene un déficit en cuenta corriente estimado en aproximadamente 6% del PIB, lo que afecta las perspectivas para la moneda y la deuda de Colombia. Nuestra opinión es que un plan integral para recuperar la sostenibilidad fiscal y la estabilidad de la balanza de pagos requerirá probablemente un reequilibrio continuo de la economía, lo cual puede llevar a una contracción económica transitoria.

SÓLIDO APOYO DE ESTADOS UNIDOS AL PROCESO DE PAZ, REFORZADO POR LA AYUDA DEL FMI

En junio pasado, el FMI otorgó a Colombia una línea de crédito flexible de dos años por US\$11,500 millones. Las autoridades del país han repetido continuamente que no tienen la intención de utilizar esta línea de crédito y que el préstamo del FMI será tratado como una medida de carácter preventivo. Los participantes del mercado mundial tienen, probablemente, una opinión distinta sobre este asunto. Hasta la fecha, México, Colombia y Polonia son los únicos países que han tenido acceso a esta línea de crédito flexible del FMI. Es de suma importancia para Estados Unidos hacer avanzar la agenda en cuestiones de seguridad del hemisferio. El aumento de la violencia relacionada con el narcotráfico en muchos países de la región sigue siendo un tema esencial de la agenda para las relaciones bilaterales con Estados Unidos. A este respecto, Colombia continúa avanzando gradualmente en el proceso de negociaciones de un acuerdo de paz duradera con el grupo insurgente de las FARC, bajo la atenta mirada del cuerpo diplomático estadounidense. El presidente Juan Manuel Santos ha prometido a los colombianos celebrar un plebiscito para apoyar el proceso de paz en curso. Por lo tanto, no deberían tomarse a la ligera las implicaciones fiscales de un acuerdo de paz definitivo para la próxima generación, un asunto polémico en la agenda de las negociaciones.

Perú

EL CRECIMIENTO FUTURO DEPENDE DE LA RECUPERACIÓN DE LA INVERSIÓN PRIVADA

- La aceleración del ritmo de crecimiento requerirá una recuperación de la inversión privada.
- La inflación continuará a un nivel ligeramente superior al rango objetivo del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), pero debido a la desaceleración del crecimiento, este organismo se mantendrá en espera.

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

La economía peruana ha tenido un buen desempeño en un contexto de circunstancias difíciles. Si bien el precio de los metales ha aumentado en los últimos meses, este será el cuarto año consecutivo en el que se produce un deterioro de los términos de intercambio. El PIB del Perú se incrementó a un ritmo de 3.9% desde el comienzo del año hasta abril, lo que coincide con nuestras previsiones de crecimiento de 3.8% para todo el año. Sin embargo, la expansión económica de Perú desde 2015 ha dependido en gran medida de los nuevos proyectos de cobre. Este impacto disminuirá gradualmente a fines de 2016 e inicios de 2017, razón por la que prevemos una leve disminución del crecimiento del PIB a 3.6% el próximo año, tasa ligeramente inferior a lo previsto por el consenso del mercado de 4.0%. En 2017, prevemos que el sector minero añadirá 0.6 puntos porcentuales al crecimiento del PIB, comparado con 1.8 puntos porcentuales en 2016. Por tanto, sin considerar la minería, el crecimiento será, sin duda, mayor en 2017 con respecto a 2016.

Nuestras previsiones son también conservadoras en cuanto al aumento de la inversión privada. Después de sufrir una caída en 2014 (-2.1%) y 2015 (-4.3%), la inversión en el sector privado continuó su declive registrando un 4.1% (tasa interanual) en el primer trimestre de 2016. Las perspectivas para el resto de 2016 no son mucho mejores, a juzgar por la actual fuerte disminución de los préstamos bancarios comerciales. Incluso si mejora la inversión en la segunda mitad del año, deberíamos observar una tercera baja anual en 2016, proyectada en -1.6%. Prevemos únicamente una recuperación muy modesta de 2.4% en 2017.

Sin embargo, el panorama es positivo para la inversión privada luego de los resultados de las elecciones presidenciales en junio pasado. La elección de Pedro Pablo Kuczynski, quien es muy respetado en la comunidad empresarial, debería ayudar a cambiar la percepción de los inversionistas y, a su vez, incrementar las inversiones, aunque es más probable que el impacto se sienta en 2017. Si bien los indicadores de confianza de las empresas han empezado a mejorar, aún se debe notar una clara repercusión en la demanda de préstamos o en el gasto de inversión. Puede tomar un tiempo para que se recupere el ciclo "inversiones, empleos y demanda interna" que estuvo a un nivel muy alto de 2005 a 2012.

POLÍTICA MONETARIA "EN PAUSA"

En junio, la inflación de doce meses llegó a 3.3%, disminuyendo continuamente desde que alcanzó la marca de 4.6% en enero pasado. Por lo tanto, el banco central, que incrementó su tasa de interés referencial mensualmente de 3.50% a 4.25%, de diciembre a febrero, no tiene más motivo para continuar esta medida.

La inflación de finales del año pasado se debió a la depreciación de la moneda y, en menor grado, al impacto del fenómeno de "El Niño" en los precios de los productos

CONTACTOS

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

Gráfico 1

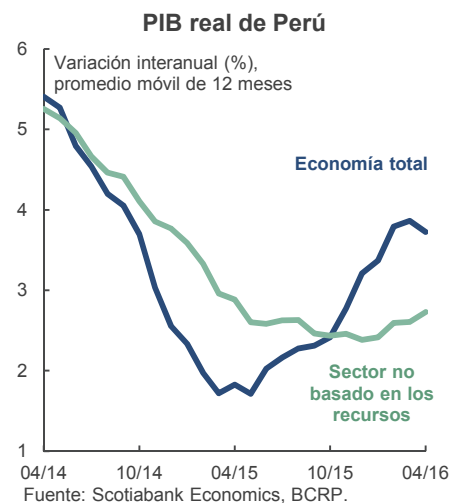
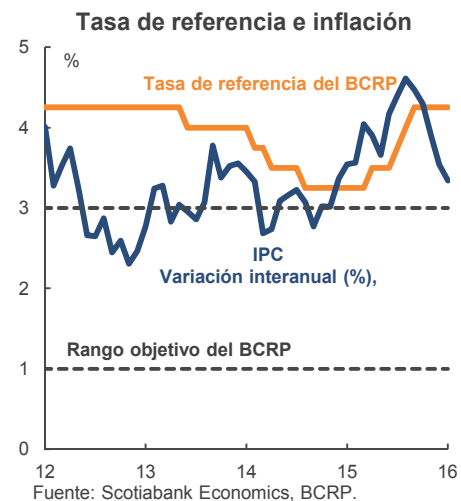


Gráfico 2



agrícolas. Ambos factores se han disipado ahora y no hay probabilidad de que reaparezcan con fuerza. Como resultado, la inflación continuaría disminuyendo fluctuando lentamente en el rango de 3.1% a 3.3%. Las previsiones con respecto a la inflación, que el banco central vigila atentamente, se sitúan actualmente en 3.2% para 2016. De este modo, como la demanda interna estará por debajo del PIB total y tanto la inflación actual como la prevista se sitúan por encima del rango objetivo de 3% del banco central, es probable que este último mantenga su tasa referencial estable al nivel actual. El elemento clave de la ecuación es la evolución de la tasa de cambio. Siempre que la tasa de cambio se mantenga relativamente estable, es posible que las presiones inflacionarias no reaparezcan y el banco central no variará las tasas.

El mandato del Directorio del Banco Central de Reserva del Perú llega a su fin este 28 de julio con el cambio de gobierno. Julio Velarde, actual presidente, ha expresado su voluntad de continuar, y Pedro Pablo Kuczynski ha manifestado su aprobación para que este continúe. Por lo tanto, es probable que no cambie el enfoque del banco central en cuestiones de política monetaria.

ASPECTOS SENSIBLES AL MERCADO

El mercado financiero peruano casi no se vio afectado por el *bretxit*, e incluso sufrió un impacto menor que otros mercados regionales, algo que sorprende de alguna manera. Esta fortaleza relativa que presenta, al menos hasta ahora, el mercado de divisas y de bonos de Perú frente al *bretxit*, puede deberse a que los mercados consideraron el desempeño y las previsiones diferentes de los metales preciosos con respecto a otras materias primas. Si bien el dólar estadounidense se fortaleció a nivel mundial con el *bretxit*, el resultante cambio de percepción sobre el momento e intensidad con que la Reserva Federal aumentará su tasa de referencia, podría ser positivo para los mercados muy alejados del *bretxit* y de sus repercusiones, como los de América Latina. Finalmente, la cobertura mediática y las expectativas favorables, de la elección de Pedro Pablo Kuczynski pueden también haber contribuido a la relativa estabilidad del mercado financiero peruano, aunque ha habido poco impacto de este hecho en los mercados.

En adelante, la evolución de los mercados financieros estará sujeta a los cambios en las opiniones relativas a la política de la Reserva Federal y las variaciones de los precios de las materias primas. Mientras tanto, el resultado de la elección presidencial debería notarse desde ya. Un factor adicional que puede tener un impacto en los mercados es la posibilidad de que las administradoras de fondos de pensiones locales (AFP) se vuelvan más agresivas en la venta de activos en dólares estadounidenses para cambiarlos a activos en moneda peruana (nuevos soles). La aplicación de la reciente ley que permite a las personas acceder a la totalidad de su fondo de pensiones al momento de su jubilación significa que los fondos de pensiones deberán contar con mayor liquidez en moneda peruana de lo previsto anteriormente y, al parecer, las AFP aún deben posicionarse suficientemente ante esta nueva situación.

EL PRESIDENTE ELECTO DEBE FOMENTAR EL CRECIMIENTO

El asunto interno más importante para el país es la elección de Pedro Pablo Kuczynski (PPK) como presidente. Este juramentará el 28 de julio para el periodo de 2016 a 2021. El régimen de PPK podría agilizar el proceso de recuperación de las inversiones acelerando el gasto en proyectos de infraestructura licitados y convocando a licitaciones para nuevos proyectos.

PPK ha presentado un plan económico que contempla una reducción del impuesto a las ventas de 18% a 15% y la disminución continua del impuesto sobre la renta, de 30% en 2015 a 28% actual y luego hasta 26% para 2018). Considerando estos planes de aumentar el gasto y bajar los impuestos, el plan de PPK es ambicioso en términos fiscales. Esto se corrobora por el hecho de que se permita que el déficit fiscal aumente por encima del límite reglamentario actual de 3% del PIB, y que la deuda del sector público pase de 23% actualmente hasta un 30% del PIB. PPK espera que esto estimule el crecimiento a 5% para 2018, con lo cual el déficit fiscal se autocorregirá.

Este plan conlleva dos riesgos. El primero es que tanto el aumento del límite del déficit fiscal como la modificación de la tasa de IVA requerirán la aceptación del Congreso; y, en el nuevo Congreso, el partido Fuerza Popular (dirigido por Keiko Fujimori) cuenta con una amplia mayoría (73 de 130 escaños). Si bien Fuerza Popular tiene una orientación favorable al mercado (lo que hace que el actual Congreso sea probablemente el más pro mercado de la historia reciente), pueda que ese partido no tenga la misma visión que el gobierno con respecto a las medidas que aumenten el déficit fiscal. El segundo riesgo es que las agencias calificadoras podrían no apreciar esta evolución en materia fiscal, y así la percepción de riesgo de los mercados podría verse afectada, lo que aumentaría las tasas de interés.

Chile

ECONOMÍA EQUILIBRADA PERO DESACELERACIÓN PROLONGADA DEL CRECIMIENTO

- Las reformas disminuyen la confianza de los consumidores y de las empresas, lo que origina una débil actividad económica.
- La inflación está en vías de alcanzar el objetivo del banco central luego de una recuperación del peso chileno, acompañada de un leve incremento de los precios debido a la demanda.

TANTO LA OFERTA COMO LA DEMANDA SE VEN LIMITADAS POR MÚLTIPLES FACTORES

Desde 2014, la economía chilena ha estado creciendo por debajo del nivel potencial, estimado oficialmente en un 3.5% aproximadamente. Sin embargo, este será probablemente reducido a cerca de 3% en las próximas revisiones. Para este año, se prevé una tasa de crecimiento de 1.7% aproximadamente, aunque predominan los riesgos a la baja. En 2017, se espera una leve aceleración a 2.0% y que se alcance el nivel de crecimiento potencial en 2019. El cambio de los precios relativos ha significado que los sectores económicos no exportables pierdan una parte de su atractivo, mientras que el sector exportable (excepto la minería) muestra mejores márgenes de beneficios. Esta diferencia debería intensificarse en los próximos trimestres. El ritmo del crecimiento de los salarios se está moderando (después de haber sido un obstáculo considerable para el rendimiento neto durante el auge de las materias primas) y existen motivos para considerar que el costo de la energía que no utiliza combustible haya alcanzado su punto más alto en el ciclo actual. En cuanto a la demanda, el consumo debería continuar estando débil por al menos un año y medio debido a una continua deterioración del mercado laboral. La confianza de los consumidores ha seguido estancada por mucho tiempo y hay razones válidas para pensar que su recuperación será lenta. En los últimos tres años, la inversión ha experimentado una contracción, la más larga desde inicios de los años setenta (aunque no la más fuerte). Se ha visto afectada no solo por los términos de intercambio, como fue el caso en otros ciclos, sino también por la baja confianza de las empresas. Esto ha significado que, si bien la mayor parte de la corrección se ha producido en el sector minero, sus efectos en otros sectores de la economía no pueden ser subestimados dado que el proceso de reasignación ha sido menos fluido que antes. El Banco Central de Chile ha puesto de relieve la situación y además prevé una nueva contracción de la inversión este año.

DECLIVE DE LAS PRESIONES INFLACIONARIAS Y FLEXIBILIZACIÓN PROLONGADA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Como parte de una convergencia hacia un nuevo equilibrio económico y cambiario, la tasa inflacionaria interanual aumentó a más de 4% en abril de 2014 y, desde entonces, se ha mantenido en este nivel o por encima. Actualmente, la inflación tiene una tendencia moderada a la baja. Dado que el reajuste de la tasa de cambio real parece haber terminado y que el mercado laboral se está debilitando, las condiciones auguran una baja más fuerte en los próximos trimestres, en los que se prevé que la inflación alcance 3.3% en diciembre de 2016 y poco después, se acerque a 3%, punto medio del objetivo del Banco Central de Chile. Como las previsiones para la inflación a dos años del banco central han seguido bien afianzadas en 3%, dentro del límite objetivo de 2% a 4%, y la tendencia a la baja podría intensificarse, el Banco Central de Chile comenzó a retirar su política monetaria sumamente expansiva monetaria altamente enfocada en el apoyo, aumentando su tasa de interés de referencia dos veces el año pasado (de 3% a 3.5%). Puesto que la inflación está retrocediendo ligeramente y la actividad económica y el gasto

CONTACTOS

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

Gráfico 1

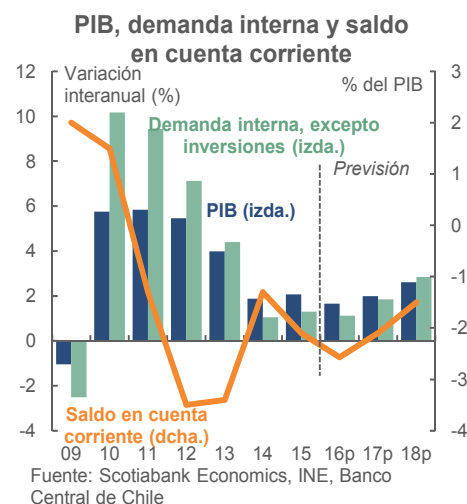
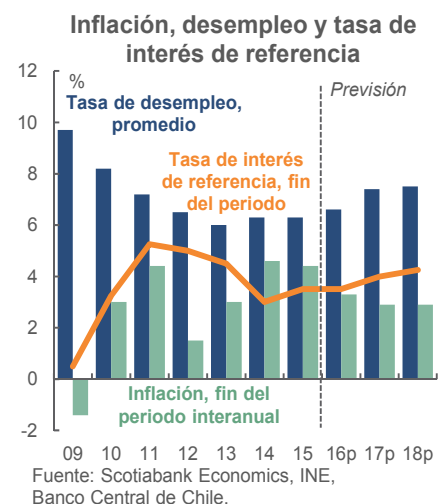


Gráfico 2



se mantienen en un nivel tenue, parece poco probable que haya otro aumento de la tasa antes de marzo de 2017. Considerando estas condiciones económicas y monetarias, las tasas de interés a corto plazo (altamente condicionadas por la tasa de interés de referencia) se mantendrían en su nivel actual hasta el T2 de 2017, con algunos incrementos moderados y graduales más adelante. Las tasas a largo plazo seguirían bajo cierta presión debido a la ampliación de la brecha del producto y la reducción de la inflación, pero podría darse una recuperación anticipada y muy ligera en el T4 de 2016. No se descarta que se produzca otro escenario. Si la inflación retrocede más de lo esperado en los próximos meses, la tasa de cambio del peso chileno permanece estable y el crecimiento de los salarios reales baja considerablemente, entonces podríamos ver una política monetaria más expansiva en adelante.

UNA CONTRADICCIÓN: CONDICIONES ECONÓMICAS SANAS PERO SENSIBLES A LOS FACTORES EXTERNOS

A pesar de la caída de los términos de intercambio, las condiciones externas de la economía chilena parecen muy sólidas. El reajuste a nivel interno ha sido suficientemente fuerte y duradero para continuar limitando el déficit en cuenta corriente. Nuestras previsiones para el año en curso son lo sitúan en aproximadamente 2.6% del PIB y esta cifra disminuiría (muchos en el mercado, incluido el banco central, prevén un déficit aún menor). Por supuesto, existen tres principales riesgos externos: (1) el más importante, otra caída del precio del cobre; (2) una desaceleración drástica o devaluación de la moneda (o ambas) en China; y (3) una postura más restrictiva de la Fed. Desafortunadamente, hay riesgo de que se cree una “tormenta perfecta” dado que la correlación entre estos riesgos no es nula. Por fortuna, ese sería el caso solo si el último factor provocara todos los demás (lo que parece muy poco probable). Considerando estos riesgos, la tasa de cambio del peso chileno mantendría un rango de cotización relativamente amplio para el resto del año; es decir, entre 652 y 722 pesos chilenos por dólar estadounidense, alcanzando probablemente el límite de este ciclo. Actualmente, una tasa de aproximadamente 690 parece muy cercana a los parámetros históricos, pero los factores internacionales (como el precio del cobre y la aversión al riesgo, entre otros) mantendrán alta la volatilidad (como fue el caso debido al *bretxit*). Cabe notar que el cobre es, de lejos, el principal factor determinante de la tasa de cambio, y dado que está en estrecha correlación con las previsiones empresariales (de hecho, parece determinar una parte de estas), es importante estar muy atentos al precio del cobre, que depende de las condiciones de su propio mercado y de otros factores como el dólar estadounidense.

LAS EXPECTATIVAS SIGUEN SIENDO FUNDAMENTALES A NIVEL INTERNO

Por otro lado, las expectativas están también determinadas por la confianza en el ámbito interno. Si bien la economía chilena no está en recesión, los índices de confianza muestran una economía en contracción. Varias reformas (impuesto sobre la renta, mercado laboral, educación, constitución, etc.) aplicadas por el gobierno (la actual presidenta, que dirige una amplia coalición de centro a extrema izquierda cuyo mandato finaliza en marzo de 2018 tiene los más bajos niveles de popularidad en 26 años) han tenido un impacto negativo en el ánimo de las empresas, mientras que la inflación y un débil mercado laboral han afectado a los consumidores. Además de tener una mala impresión de su presidenta, los chilenos tienen una peor impresión del poder legislativo y judicial de su país. Aunque sus instituciones funcionen mejor que en la mayoría de países de América Latina y que los niveles de corrupción sean excepcionalmente bajos, existe un bajo optimismo entre los chilenos, lo cual se evidencia en las encuestas y en los altos niveles de abstención electoral. Si no hay una recuperación de la confianza, parece poco probable que se dé una recuperación del consumo y la inversión impulsada por el sector interno. El período de elecciones que abarcará hasta fines de 2017 podría cambiar la dinámica en cuanto a la confianza. Las elecciones municipales que se llevarán a cabo en octubre generalmente darán una buena idea de lo que serán las elecciones generales, para la presidencia y para el Congreso, que están previstas para noviembre de 2017. El riesgo negativo radica en el aumento del populismo o en las opciones electorales opuestas a las soluciones modernas. La otra probabilidad sería que la oposición (de orientación favorable al mercado) gane, o incluso, que el grupo de centro izquierda, que dirige la coalición, vuelva a su mandato original. Considerando las actuales condiciones en el ámbito interno y los recientes sucesos en otros importantes países de la región, parece ser más probable que se dé un escenario positivo. Si aumenta la confianza de las empresas y los consumidores, las previsiones de crecimiento para 2017 deberían mejorar significativamente.

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.