

Brasil

REACTIVACIÓN DE LA ECONOMÍA MÁS GRANDE DE AMÉRICA LATINA

- Perfil alcista en los mercados financieros tras la conclusión del juicio político.
- Adopción de políticas contundentes en respuesta a la emergencia fiscal del país.
- Tendencia positiva hacia una convergencia de la inflación con el objetivo en 2017.
- El plan de inversiones en infraestructura a gran escala sustentará el crecimiento a mediano plazo.

Brasil ha vuelto decisivamente a las pantallas del radar de los inversionistas internacionales. Los indicadores de los mercados financieros siguen arrojando un perfil alcista robusto en lo que va de 2016. De hecho, el real brasileño (BRL), que se ha apreciado en 28% frente al dólar estadounidense (USD) desde el 21 de enero, es sin lugar a dudas la moneda de mejor rendimiento del año. El desempeño impresionante de los mercados de divisas se ha replicado también en los títulos de deuda y las acciones de Brasil, al punto que el Ibovespa, índice de referencia de los mercados accionarios, se ha incrementado en 60% desde finales de enero hasta la fecha (en moneda local).

Es evidente que los inversionistas están teniendo un mayor interés por aumentar su exposición a los activos de deuda brasileña. La implícita prima de riesgo soberano descontada en los swaps de incumplimiento crediticio (CDS) a 5 años denominados en USD ha estado bajando constantemente, desde 507 puntos base (bps) en enero hasta 245 bps en septiembre. Cabe resaltar que existe una desarticulación entre las calificaciones de crédito actuales y la evolución de los precios de las acciones; de hecho, todas las agencias de calificación (Standard and Poor's, Moody's y Fitch) mantienen en perspectiva "negativa" las calificaciones de la deuda soberana brasileña: "BB", "Ba2" y "BB", respectivamente. Pensamos que Brasil se ha convertido en un buen candidato para recibir varias revisiones "al alza" de sus calificaciones de crédito el próximo año, gracias a la mejora de los fundamentos de crecimiento y la reducción de los desequilibrios macroeconómicos.

La economía brasileña retornará a una trayectoria de crecimiento leve pero positivo en 2017, sustentada en gran medida por la recuperación de la producción industrial, una posición de superávit comercial, la tasa de cambio más competitiva (después de la devaluación de 45% que ha sufrido el real brasileño en los últimos cinco años), un auge de las inversiones en infraestructura y una recuperación solo moderada del consumo interno resultante de la disminución de las tasas de interés. Cabe esperar que el PIB real registre una expansión de 1.2% en 2017, tras la contracción económica de 3.1% que se estima para todo 2016. El proceso de recuperación continuará en forma moderada hasta 2018 (proyectamos una tasa de crecimiento del PIB de 1.7%), dependiendo de la velocidad del ajuste fiscal estructural y la respuesta al estímulo fiscal que inyecte el nuevo gobierno. En 2018, el consumo de los hogares y la formación bruta de capital serán los principales motores de la expansión. El déficit consolidado del sector público (12 meses), que alcanzó el 9.6% del PIB a finales de agosto, retrocederá gradualmente hacia el 8% del PIB hacia finales de 2018, según la evaluación más reciente del Fondo Monetario Internacional.

El inicio de un nuevo ciclo político después de la destitución de la presidenta Dilma Rousseff representa un giro estructural hacia una mejora de las instituciones políticas del país, que ha sido recompensado y aplaudido por la comunidad financiera internacional. Pensamos que el cambio de gobierno, manejado constitucionalmente y respaldado por el voto popular, representa un paso hacia adelante en la reforma del régimen político que

CONTACTOS

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

Gráfico 1

Rendimiento del mercado accionario



Fuente: Scotiabank Economics, Bloomberg.

Gráfico 2

Rendimiento del mercado accionario



Fuente: Scotiabank Economics, Bloomberg.

dominó Brasil durante la última década. Sin embargo, el presidente Michel Temer se enfrenta a un entorno macroeconómico lleno de desafíos, con un déficit fiscal todavía amplio, una tasa de desempleo de dos dígitos y una inflación de los precios al consumidor que sigue en altos niveles (aunque está disminuyendo). Apoyado por un equipo de reconocidos tecnócratas, el nuevo gobierno se esfuerza por coordinar las políticas monetarias y fiscales para restaurar la confianza a nivel interno y el poder adquisitivo de los consumidores.

Brasil, que ha logrado resistir increíblemente al impacto de acontecimientos externos como el referendo del Reino Unido y las incertidumbres políticas de las elecciones presidenciales de Estados Unidos, no será necesariamente inmune a las sacudidas potencialmente perturbadoras asociadas a la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal estadounidense que ha de comenzar en forma gradual desde principios del próximo año. No obstante, creemos que los movimientos de la tasa de los fondos federales a corto plazo solo tendrán un efecto limitado en los flujos de capitales hacia Brasil, porque las tasas de interés reales siguen siendo sumamente atractivas para los inversionistas extranjeros. Mientras la Fed no modifique su política sobre las tenencias en bonos del Tesoro estadounidense y títulos respaldados por hipotecas, lo que empujaría la curva de rendimientos en Estados Unidos, Brasil puede seguir recibiendo cuantiosas entradas de capital extranjero como oportunidad de inversión en forma de operaciones de arbitraje (*carry-trade*).

Consideramos también que el equipo económico hará todo lo posible por atenuar la volatilidad en el mercado de divisas con fines de control de la inflación durante el primer semestre del año. Según la última encuesta general del banco central, el real brasileño cerraría este año y el siguiente en 3.25 y 3.40 por USD, respectivamente. Además, los flujos de capital extranjero podrían tener como destino el plan atractivo de desarrollo de infraestructuras que recientemente reveló el gobierno de Temer. Las todavía atractivas tasas de interés reales (las tasas de inflación a corto plazo ajustadas por la inflación rozan la marca de 9%) actuarán como un fuerte anclaje de las expectativas inflacionarias durante el primer semestre de 2017. De acuerdo con las proyecciones, la inflación general bajará a una tasa interanual de 5% al cierre del próximo año, desde la tasa interanual estimada de 7% en 2016. Los mercados de derivados están descontando claramente el lanzamiento de una fase de flexibilización monetaria y es probable, de hecho, que la tasa de referencia SELIC se recorte entre 200 y 300 bps para finales de 2017.

México

SE AVECINAN VIENTOS EN CONTRA

- Víctima de fuertes presiones, el peso mexicano (MXN) se desliga de otras monedas.
- La situación fiscal se convierte en una preocupación apremiante.
- La política monetaria busca fortalecer los fundamentos macroeconómicos.
- Se rebajó levemente la previsión de crecimiento del PIB.

Las perspectivas para la economía mexicana son ahora más turbias. Al entorno global que ya estaba lleno de grandes incertidumbres y muy perturbado por el proceso electoral de Estados Unidos, las posibles repercusiones del *brexit*, los desafíos del sistema financiero europeo y todo el coctel de problemas geopolíticos, se suman ahora varias inquietudes internas que están surgiendo en el ecosistema de expectativas. El peso mexicano (MXN) ha sido la variable de ajuste de todas estas sacudidas y cambios, disparándose a niveles cercanos a 20 MXN/USD, lo que a finales del año pasado era inimaginable. Antes de 2016, el MXN fluctuaba a la par de muchas otras monedas de países emergentes y reaccionaba principalmente a los factores globales, además de actuar como un buen vehículo para cubrir posiciones de riesgo en otras denominaciones. Sin embargo, este año, muchas otras monedas latinoamericanas se han apreciado, mientras que el peso sigue en sentido contrario. La primera explicación plausible de este comportamiento es el avance inesperado de Donald Trump en el proceso electoral estadounidense, puesto que México mantiene vínculos muy fuertes con la economía de Estados Unidos y Trump ha estado propugnando políticas que tendrían un impacto negativo para la economía mexicana si llegara a ser electo presidente. De hecho, es posible correlacionar varias alzas importantes de la tasa de cambio con ciertos sucesos que favorecieron a Trump e incrementaron sus posibilidades de triunfo. Pero incluso en su mejor momento (si acaso lo ha tenido), Trump nunca ha llegado al 50% de posibilidades de ganar y lo más probable es una victoria de la Sra. Clinton. Por lo tanto, debe haber otros factores que explican esta debilidad continua del MXN y hay que buscarlos dentro de México.

Para México, los años dorados de la política económica parecen haber quedado atrás. Como se puede ver en el primer gráfico, a partir de 2009, la política fiscal se volvió más "activa". De prácticamente una situación de equilibrio en las finanzas públicas, se pasó a otra con un déficit fiscal, que llegó a más de 2% del PIB en los primeros cinco años y a más de 3% en los últimos dos. Como resultado, la deuda pública se incrementó de niveles inferiores al 25% del PIB a más de 40% del PIB en 2015 y se mantiene por esta senda alcista para los próximos años. El segundo gráfico muestra el comportamiento del ingreso y el gasto público. Los ingresos como porcentaje del PIB han estado aumentando, pese a la caída que sufrieron los ingresos petroleros desde finales de 2014 debido al fuerte desplome de los precios internacionales del crudo y también a la disminución sostenida de la producción de petróleo de México. La reforma fiscal que se aplicó en 2014 llegó justo a tiempo para contrarrestar la aguda contracción de los ingresos petroleros, especialmente porque provee fuentes más estables de ingresos para el gobierno. Ahora bien, el lado de los gastos es realmente motivo de preocupación, no solo porque aumentan más rápido que los ingresos, sino también porque recortarlos será un gran desafío para el gobierno, especialmente cuando se acerca una época electoral importante y la economía no se está desempeñando como se esperaba tras las reformas estructurales. Además, la principal petrolera estatal, PEMEX, se ha visto muy afectada por la caída de los precios del petróleo y ha necesitado apoyo financiero del gobierno federal mexicano. PEMEX ha de anunciar próximamente un nuevo plan de modernización, pero lo más probable es que necesite más apoyo financiero del gobierno, al menos por el próximo par de años.

CONTACTOS

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

Gráfico 1

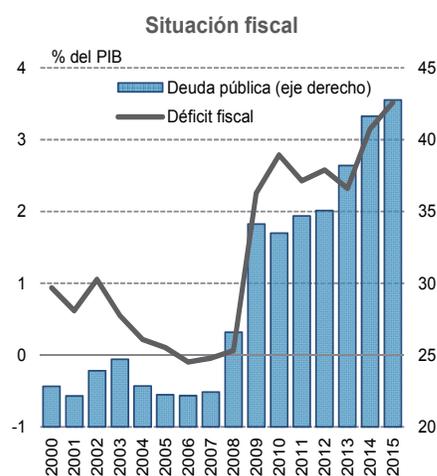
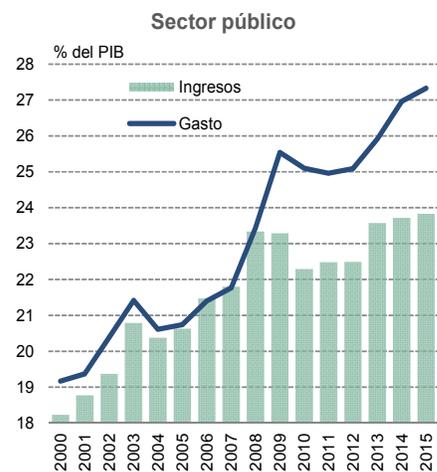


Gráfico 2

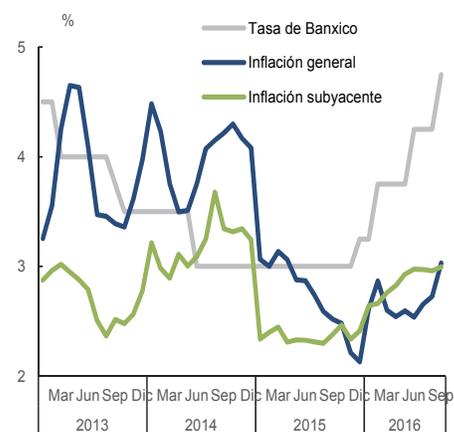


Cabe destacar que dos de las agencias calificadoras de crédito más importantes, Moody's y Standard & Poors, han puesto en perspectiva negativa la deuda soberana de México, preocupadas sobre todo por la trayectoria alcista de la deuda pública. El mensaje hizo eco en los mercados y las autoridades fiscales de México. En el primer anuncio del presupuesto de 2017 (los llamados "pre-criterios"), el gobierno propuso un recorte del gasto de 311.8 mil millones de pesos, afirmando que se estabilizaría la trayectoria de la deuda pública y que la estabilidad macroeconómica sería su primera prioridad. No podemos estar más de acuerdo con el objetivo, aunque está claro que uno de los rubros presupuestarios más afectados será el de la inversión, lo que a su vez tendrá un efecto negativo en el desempeño la economía. Varios meses después, luego del fiasco de la visita de Trump, José Antonio Meade fue nombrado secretario de Hacienda en sustitución de Luis Videgaray apenas un día antes de que se enviara el paquete de políticas económicas de 2017 al Congreso. En la nueva propuesta, se redujo el recorte del gasto a 239.7 mil millones de pesos y las razones que se esgrimieron para justificar la decisión fueron que los ingresos serían superiores a lo esperado y que existen mecanismos automáticos de vinculación de los ingresos con ciertos tipos de gastos. Después de esta propuesta y sin obviar otros factores, el peso volvió a enfrentar fuertes presiones, lo que se puede interpretar como un mensaje claro de los mercados y sus dudas sobre el verdadero esfuerzo de poner freno a la deuda del gobierno. Si esto es así, entonces la estabilidad macroeconómica puede verse amenazada en los próximos dos o tres años.

Por otro lado, el Banco de México ha actuado de manera más decisiva con su política monetaria, desligándose de la Reserva Federal y aumentando la tasa de interés de referencia en 175 puntos base en menos de un año, incluso aunque la inflación se ha mantenido por debajo de la meta oficial de 3%. El banco central mexicano ha sido muy claro e insistente al declarar que es necesario "duplicar el esfuerzo para mantener fundamentos macroeconómicos sanos" y, aunque también ha señalado que no debe creerse que estamos en un ciclo de alza de las tasas de interés, pareciera que las tasas seguirán subiendo el próximo año.

En conclusión, soplan vientos en contra para la economía mexicana, que posiblemente le impidan alcanzar tasas de crecimiento más acordes con su potencial en el próximo par de años. Así pues, hemos ajustado nuestras previsiones de base. Prevemos ahora que el crecimiento del PIB se ubicará en 2.4% en 2016, 2.5% en 2017 y 2.8% en 2018. En este año y el siguiente, los recortes del gasto público del gobierno han de tener ciertas repercusiones, especialmente en la inversión pública. Cabe esperar que la inversión total de la economía se contraiga en 1.3% este año y 1.9% el siguiente, pues también se verá afectada por el alto grado de incertidumbre sobre la economía global. Una vez que se produzca el grueso del ajuste del gasto fiscal y la economía estadounidense empiece a acelerar su marcha, el crecimiento del PIB mexicano ha de cobrar algo de vigor en 2018. Vale la pena mencionar que buena parte de estas expectativas parten de la premisa según la cual el potencial de crecimiento de la economía mexicana está por encima del nivel actual, sobre todo después de que se aprobó la reforma estructural y comenzó su implementación. La reforma energética, por ejemplo, se relaciona generalmente con el sector de extracción petrolera, pero es mucho más amplia que eso. La generación de electricidad y la distribución de gas son dos sectores que se verán favorecidos con las reformas y continuarán creciendo en los próximos años.

La tasa de cambio seguirá experimentando una alta volatilidad y cerrará el año 2016 en cerca de 19.50, para ubicarse luego en 19.04 a fines de 2017 y en 19.28 a fines de 2018. Cabe esperar que la tasa de referencia de política monetaria llegue a 5.00% al cierre de 2016 y 6.0% al cierre de 2017 y que se mantenga en ese nivel durante 2018. Por último, la inflación ha de repuntar en los próximos meses para situarse en 3.70% en 2016, 3.9% en 2017 y 3.8% en 2018, con un riesgo importante de que supere estos niveles previstos.

Gráfico 3
Política monetaria e inflación


Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 4
Tasa de cambio e inflación de mercancías


Fuente: Scotiabank Economics.

Colombia

LOS FLUJOS DE CAPITAL EXTRANJERO RESPALDAN LA TRANSFORMACIÓN ESTRUCTURAL

- Colombia atraerá cuantiosos flujos de capitales, independientemente del resultado del plebiscito.
- El ajuste fiscal estructural es una prioridad clave de la política económica.
- Avance visible en la desinflación; se avecina un relajamiento monetario.
- La diversificación de la economía más allá del sector energético es una evolución positiva.

Las perspectivas para Colombia presentan una serie de desafíos macroeconómicos que van más allá de los avances o retrasos del proceso que desembocó en los acuerdos de paz con los grupos insurgentes. Sin duda, el resultado del plebiscito del 2 de octubre ha afectado temporalmente la forma en que los inversionistas internacionales perciben el riesgo en el contexto político e institucional del país, pero no creemos que esto sea un acontecimiento desestabilizador que impida la entrada de capitales extranjeros a la economía colombiana. Sin embargo, existen varios asuntos de política económica que deben atenderse con premura para mejorar el clima de negocios antes del inicio del nuevo año a fin de evitar una rebaja de la calificación crediticia. Entre éstos se encuentran el ajuste fiscal estructural, la lucha contra la inflación, la corrección del déficit por cuenta corriente y la diversificación de la estructuras económicas para reducir la dependencia del sector energético.

La reforma fiscal estructural que se someterá ante el Congreso para su aprobación se ha convertido en un tema clave de la política económica que influirá en el clima de negocios en los próximos meses. Tras la aguda caída de los precios del crudo (entre junio de 2014 y febrero de 2016) y la recuperación solo moderada que ha experimentado el petróleo desde entonces, buscar otras fuentes no energéticas de ingresos fiscales es fundamental para evitar un mayor deterioro de las condiciones fiscales. Como señala el banco central, los ingresos fiscales petroleros han disminuido de un nivel equivalente a 20% del ingreso total en 2013 a prácticamente cero en la actualidad. La producción de crudo se reducirá de 1 millón de barriles diarios a 850,000 barriles diarios el próximo año. Además, las necesidades financieras que se derivarían de un futuro arreglo de paz pueden ejercer más presión negativa sobre las cuentas fiscales a mediano plazo. Es probable que el déficit fiscal consolidado del sector público cierre el año cerca de la marca del 4% del PIB, por lo que restaurar la sustentabilidad fiscal reviste una importancia crítica.

La economía colombiana está en medio de una transición hacia un nuevo marco estructural, en el que se diversificará para reducir su dependencia del sector energético y del mercado estadounidense, los dos ejes clave de esta transformación estructural. Luego del fuerte desplome de las ventas externas (disminución interanual de 26% en los primeros siete meses de 2016), el endurecimiento de la política monetaria que adoptó el banco central ha logrado desacelerar la demanda interna y el alto desempleo (9% en agosto) en su objetivo de reducir los desequilibrios macroeconómicos. El crecimiento del PIB real cerrará posiblemente el año en 2.5%, según el Ministro de Hacienda (tasa un poco inferior al estimado general del sector privado). En 2017, la velocidad de la desinflación y el ajuste de los consumidores y empresas a la reforma tributaria serán los grandes factores determinantes de una expansión impulsada por el consumo interno. El consumo de los hogares seguirá avanzando a una tasa anual de 2.5% en 2017 y 2018. El programa de desarrollo de infraestructuras del país, que hace mucho hincapié en la construcción de infraestructura vial, será también un motor del crecimiento alimentado por la inversión en lo que resta de la década e imprimirá un buen impulso al sector de la construcción. Las

CONTACTOS

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

Gráfico 1

Peso colombiano y precio del crudo

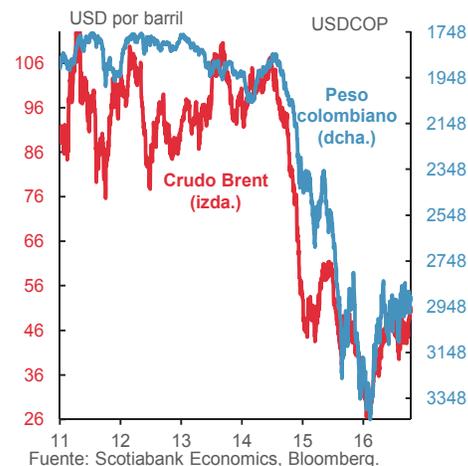
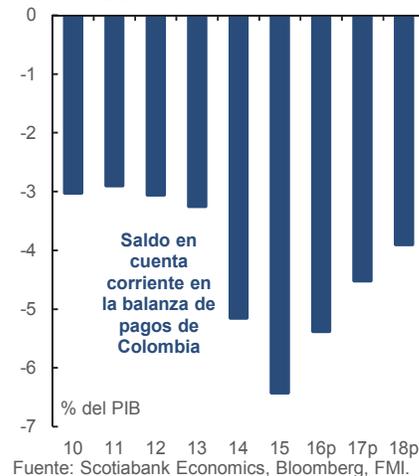


Gráfico 2

Saldo en cuenta corriente



previsiones generales apuntan a una expansión económica de 2.8% en 2017 y de 3.8% en 2018. Tras el marcado ajuste de la moneda, el sector de exportación se convertirá también en una fuerza impulsora del crecimiento en 2018, lo que ampliará el efecto positivo de la inversión extranjera en el sector de infraestructura y la recuperación de la actividad manufacturera.

La lucha contra la inflación continúa siendo la prioridad más importante para el banco central colombiano. Después de 19 meses consecutivos de una inflación anualizada por encima de la banda superior del rango objetivo oficial de $3\% \pm 1\%$, los actores del mercado han empezado a cuestionar la eficiencia (y la credibilidad) del régimen de control de la inflación. De hecho, la inflación de los precios al consumidor, en la que influyen principalmente factores relacionados con la oferta y el efecto traslado prolongado del abrupto ajuste de la tasa de cambio, se ubicó en una tasa interanual de 7.3% en septiembre, luego de dispararse a un máximo interanual de 9% en julio. Por su parte, la inflación de los alimentos disminuyó a una tasa interanual de 10.6% en septiembre. A largo plazo, las encuestas generales apuntan a una tasa interanual de 7% para el cierre del año y de 4.2% para 2016 y 2017, respectivamente. Así pues, el banco central mantendrá sus condiciones monetarias restrictivas (la tasa de referencia se sitúa actualmente en 7.75%) hasta que se produzca un cambio visible y sostenible en la trayectoria de desinflación.

Es probable que para 2017-18 se observe también un avance palpable en la corrección del déficit por cuenta corriente. El hundimiento del comercio exterior a raíz de la crisis del precio del petróleo fue la causa principal del aumento del déficit por cuenta corriente, que se disparó a 6.5% en 2015. El banco central estima que la brecha externa cerrará el año en 5.3% del PIB. No obstante, pareciera haber un cambio de dirección en este sentido, porque la caída de las exportaciones está dando señales de moderación, mientras que la contracción de las exportaciones mantiene el mismo ritmo. Cabe esperar que el déficit por cuenta corriente se acerque a 4% del PIB para el cierre de 2018. El ajuste agudo de la tasa de cambio que se registró entre julio de 2014 y febrero de 2016 ha dado como resultado una moneda competitiva que facilitará el proceso de diversificación y el ajuste de la cuenta corriente en los dos próximos años.

Las agencias internacionales de calificación de crédito vigilarán de cerca la mejora del déficit gemelo (fiscal y de cuenta corriente) en los próximos meses. Una vez que se renegocie, el acuerdo definitivo de paz tendrá un alto costo fiscal que también ejercerá presión sobre las finanzas del sector público. El equipo económico del gobierno mantiene su firme intención de aplicar un enfoque ortodoxo de política monetaria y fiscal, pero el entorno macroeconómico se anuncia bastante complicado el próximo año.

Colombia seguirá profundizando sus relaciones comerciales y de inversión con sus actuales y nuevos mercados, como vía para diversificar sus mercados de comercio exterior y conseguir nuevas fuentes de inversión extranjera directa. La estructura de la Alianza del Pacífico facilitará los vínculos para sus cuatro miembros con los mercados de alto potencial de la región de Asia-Pacífico (especialmente por medio de las relaciones bilaterales con Perú y Chile), mientras que los nexos con México (que representa dos tercios del PIB de la Alianza del Pacífico) contribuirán a crear una relación comercial y de inversión más constructiva con los socios del TLCAN el próximo año. Las excelentes relaciones entre Colombia y Estados Unidos han sido refrendadas por la aprobación de una línea de crédito flexible de US\$11,500 millones por parte del FMI por un periodo de dos años el pasado mes de junio. Por último, el cambio decisivo que han dado tanto Brasil como Argentina hacia una política más propicia para los negocios y los mercados abre las puertas a una intensificación de las relaciones comerciales con los mercados del Cono Sur.

Perú

CON TODAS LAS MIRADAS PUESTAS EN EL GOBIERNO

Pedro Pablo Kuczynski (PPK) tomó las riendas del gobierno el pasado 28 de julio. Desde entonces, como era de esperar, todas las miradas han estado puestas en los planes y primeras medidas del nuevo gobierno. Y de medidas y planes ha habido mucho, la mayoría de los cuales han sido bien recibidos, lo que ha incrementado la confianza de las empresas a máximos de varios años.

Entre las primeras medidas e intenciones más destacadas se incluyen las siguientes:

El Consejo de Ministros: Estará dirigido por Fernando Zavala, que fue Ministro de Economía y Finanzas en 2005 cuando PPK era presidente del Consejo (gobierno de Toledo). Uno de los principales desafíos de Zavala será establecer buenas relaciones de trabajo con la oposición en el Congreso y los gobiernos regionales y locales. El nuevo Consejo combina la experiencia de gobiernos anteriores con los conocimientos especializados de profesionales en distintas áreas. Es quizás uno de los gabinetes más competentes de la historia reciente, lo que es una señal alentadora.

El banco central y la política monetaria: Julio Velarde continuará siendo presidente del Banco Central de Reserva por un tercer periodo de cinco años. El Poder Ejecutivo ha designado a otros tres miembros con amplio prestigio para conformar el Directorio del ente emisor, y el Congreso debe aún nombrar a los tres directores restantes de los siete. Puesto que Valverde seguirá a la cabeza, no prevemos grandes cambios en la política monetaria o cambiaria.

Facultades legislativas especiales: El Congreso otorgó recientemente al gabinete de Zavala poderes extraordinarios para legislar por 90 días sobre asuntos de economía, corrupción y seguridad. Es una noticia positiva, no solo porque el gobierno podrá agilizar la legislación, sino también por su significado político. Disipa los temores de que el partido opositor Fuerza Popular (FP), dirigido por Keiko Fujimori y con mayoría en el Congreso, intentaría bloquear sistemáticamente todas las iniciativas del gobierno. Aunque algunos miembros destacados de FP han expresado con fuerza su oposición a ciertas iniciativas del gobierno, en la práctica esto no se ha traducido en un bloqueo activo de las propuestas.

Política económica y crecimiento: El equipo económico, dirigido por el Ministro de Economía y Finanzas, Alfredo Thorne, ha anunciado que la política prioritaria para reactivar el crecimiento tendrá dos vertientes: la inversión en infraestructura y la formalización de la economía informal. Con respecto a la infraestructura, el gobierno ha elaborado una lista con los 49 proyectos más inmediatos en el presupuesto fiscal, por un total de poco más de US\$2,000 millones para 2017. Esto forma parte de los proyectos que ya se han licitado (US\$18,000 millones en un periodo de varios años). Sin embargo, podría ser más fácil para el gobierno hacer avanzar los proyectos no licitados, que son más pequeños pero no están atrapados en la burocracia, que tratar de resolver los enredos de los proyectos licitados, en los que los retrasos son motivo de incumplimiento de contratos y generación de costos adicionales que podrían implicar modificaciones largas de los documentos contractuales actuales. En general, 2017 será el año en que se irán calentando los motores de los proyectos de infraestructura, mientras que el gasto empezará a fluir con más intensidad en 2018.

El gobierno ha sido menos específico en lo que se refiere a la formalización de las empresas informales. Las facultades especiales otorgadas por el Congreso incluyen cambios en las leyes tributarias, como la reducción del impuesto a las ventas (IGV) que el gobierno espera será un aliciente. Tomando en cuenta la apretada situación fiscal, el primer paso sería rebajar el impuesto a las ventas de 18% a solo 17% y compensar, aunque sea

CONTACTOS

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

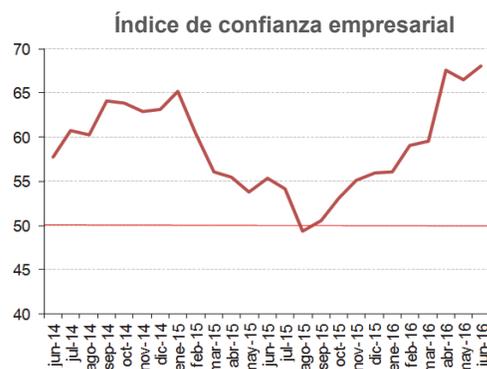
Gráfico 1

Crecimiento del PIB

	2014	2015	2016P	2017P	2018P
PIB	2.4	3.3	3.8	4.0	4.2
PIB no minero	2.5	1.5	2.0	3.4	4.0
Demanda interna	2.2	2.9	1.8	3.6	4.0
Consumo privado	4.1	3.4	3.5	3.5	3.5
Consumo público	10.1	9.5	5.9	4.2	4.4
Inversión interna bruta	-4.7	-0.9	-4.2	3.6	5.1
Privada	-1.8	-4.5	-4.4	3.5	4.5
Pública	-2.0	-7.5	7.6	5.1	5.0
Exportaciones	-0.8	3.5	6.8	5.3	4.4

E: Estimado P: Proyectado

Gráfico 2



Fuente: Elaboración del BCR: Departamento de Investigación – Scotiabank

parcialmente, subiendo el impuesto sobre la renta de 28% a 30%. Se están contemplando otras medidas para las pequeñas empresas, como una amnistía fiscal para las cuentas en el extranjero y la deuda tributaria que actualmente es objeto de litigios con las autoridades fiscales.

En síntesis, el presupuesto indica que el gobierno tiene la intención de mantener la casa en orden desde el punto de vista fiscal, algo que no estuvo tan claro durante la campaña. Las autoridades fiscales proponen reducir el déficit fiscal a 2.5% del PIB para finales de 2017 y a 1.8% en 2018, del 3.4% actual. Son objetivos que tal vez no sean fáciles de alcanzar, pero la intención de controlar la situación fiscal es creíble. En el marco de este mantenimiento fiscal, el gobierno optó inesperadamente por reestructurar la deuda fiscal a finales de septiembre, con una emisión de 2028 bonos soberanos en moneda nacional por un total de 10.250 millones de soles y la recompra de bonos locales a corto plazo y bonos globales en USD.

El gobierno confía mucho en que el repunte del sector privado impulse el crecimiento en 2017. El presupuesto fiscal que se presentó al Congreso para su aprobación se basa en un crecimiento previsto de 4.8% del PIB en 2017 (en comparación con nuestro pronóstico de 4.0%). Es un presupuesto relativamente conservador en términos de inversión del gobierno, con un aumento de 5% de la inversión (9.1% en 2016) y de 3% del consumo (5.7% en 2016). El principal cambio en los componentes del crecimiento se encuentra por el lado de la inversión del sector privado, de 5.0%, en comparación con -1.7% en 2016. El consumo privado (3.7% frente a 3.5% en 2016) y las exportaciones (8% frente a 6.9% en 2016) también contribuirán. Si bien ninguno de los componentes previstos es insostenible por sí solo, los que se relacionan con el sector privado son superiores, aunque poco, a nuestros estimados y las previsiones de la mayoría de los analistas. A primera vista, la actual tendencia de crecimiento del PIB (4.1% en el periodo de 12 meses anteriores a julio) permite suponer que el objetivo de 4.8% para 2017 está dentro del alcance. Sin embargo, la minería pasará de sumar 1.8 puntos porcentuales al crecimiento en 2016 a solo 0.7pp en 2017, lo que significa que el PIB no minero tendrá que pasar de contribuir con 2.3pp en 2016 a 4.1pp en 2017 para alcanzar la cifra del gobierno (y 3.4pp para alcanzar la nuestra). Aunque el aumento significativo de la confianza de los inversionistas ofrece un buen sostén para esta mejora del PIB no minero, los actuales niveles de excedente de capacidad en varias industrias más el retraso continuo de los proyectos de infraestructura implican que una mejora tan significativa será todo un desafío.

En resumen, 2017 será posiblemente un año en que tanto el sector privado como el sector público estarán todavía adaptándose al nuevo gobierno. Hay mucha esperanza de que 2018 será un año más fácil y un poco más sólido. Prevemos un crecimiento de 4.2% para 2018, que quizá no parezca una gran mejora con respecto al 4.0% de 2017, pero el componente minero será menor y esperamos que el PIB no minero represente casi todo el crecimiento de 4.2%, en comparación con 3.4% en 2017. Por lo tanto, en 2018, la cifra de crecimiento del PIB total será un mejor indicador de la fortaleza real de la expansión económica.

Chile

CRECIMIENTO: EXPECTATIVAS CLAVE EN VILO

Las condiciones de la economía chilena se deterioraron un poco. Como previmos hace tres meses, se redujo el estimado de crecimiento de 3.5% a casi 3% y el ritmo económico bajó un poco más la marcha en el tercer trimestre. Varios factores estadísticos sostienen todavía las expectativas de un crecimiento anual de 1.7% en 2016, pues se espera una cierta recuperación de la actividad en el último trimestre (especialmente en los dos últimos meses). Sin embargo, no se trata de un cambio de tendencia. Al contrario, el nivel obstinadamente negativo de confianza de los consumidores y empresas ha obligado a recortar la previsión de crecimiento del próximo año a 2% y mantendrá también bajo presión a cualquier recuperación de la demanda interna. Según nuestras previsiones de base, la recuperación lenta de la actividad y la demanda se mantendrá durante todo 2018, con lo que el crecimiento llegará a 2.5%. Dicho esto, el crecimiento tendencial (estimado en cerca de 3%) no se alcanzaría hasta 2019. Sin embargo, hay todo un conjunto de riesgos que no está claramente sesgado por ahora: por un lado están los factores negativos de los tenues términos de intercambio y la incertidumbre interna y, por el otro, hay señales de estabilización en China, un aumento de los flujos de capitales hacia los mercados emergentes y un giro hacia un consenso político más centrado en el crecimiento que podría desatar fuerzas positivas para las expectativas. Con respecto a esto último, los nuevos proyectos del sector energético, que son sinónimo de confianza en el sector privado y de una reducción de los costos de muchas actividades, más el presupuesto fiscal sensato del próximo año son pasos positivos, mientras que las elecciones municipales y generales (este año y el siguiente, respectivamente) deberían verse más como una oportunidad de repunte.

ESTABILIZACIÓN DE LA INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA EN ESPERA, PERO CALENTANDO MOTORES

Según los últimos datos, la inflación acumulada siguió bajando y ha entrado en el rango de referencia de la política monetaria (2% - 4%), gracias a la estabilización de la tasa de cambio y la menor presión derivada del aumento de la capacidad ociosa. La expectativa general es que la inflación se ubique en el centro del rango el próximo año y se mantenga en ese nivel en los años siguientes. En medio de estas perspectivas inflacionarias, y aunque la política monetaria es bastante estimulante, con la tasa de referencia en 3.5% y un sesgo neutro establecido en agosto, si la expectativa de inflación de 12 meses o sus factores determinantes (como la tasa de cambio y el ingreso-salario) dan muestras de un repliegue más fuerte (cercano o inferior a 2.5%), aumentaría la probabilidad de un recorte de las tasas de interés a 3% en los próximos seis meses. Sin embargo, no queda mucho margen para una política más expansiva: a menos que veamos un repunte muy positivo en el exterior, haría falta que la tasa de cambio subiera mucho más. Más allá de la política monetaria, pero condicionadas a éstas, las tasas de interés a corto plazo deberían mantenerse estables en 2017 según nuestras previsiones de base, con un riesgo a la baja. En lo que respecta a las tasas de interés a largo plazo, lo más probable es una evolución estable, pero a medida que disminuyen los riesgos de la inflación interna y de un alza marcada de las tasas estadounidenses, los riesgos se inclinan también un poco a la baja. El gobierno busca ser más cauteloso con respecto al gasto y proyecta una tasa de crecimiento real de 2.7% (el déficit estimado es de 3.3% del PIB), pero aun así tendrá que colocar nueva deuda y posiblemente pierda su condición de acreedor neto. Por otro lado, vale la pena recordar que en una economía muy abierta el gasto fiscal no es una herramienta muy poderosa para la actividad.

CONTACTOS

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

Gráfico 1

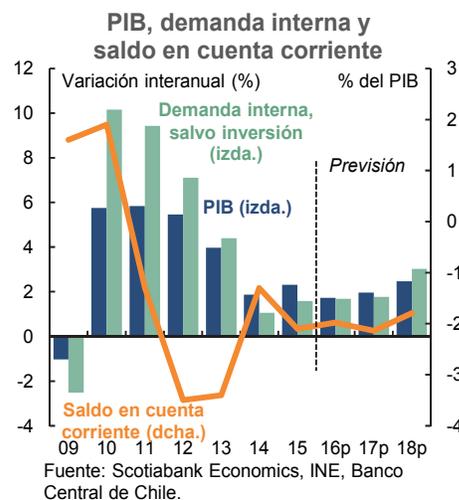


Gráfico 2

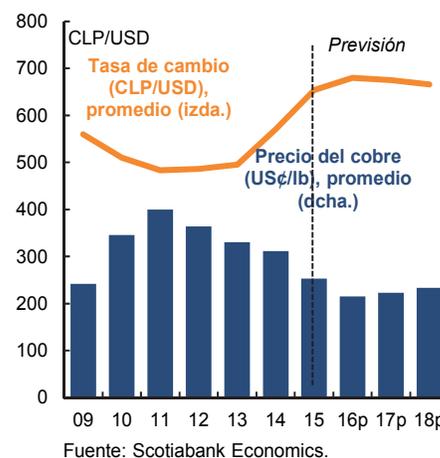
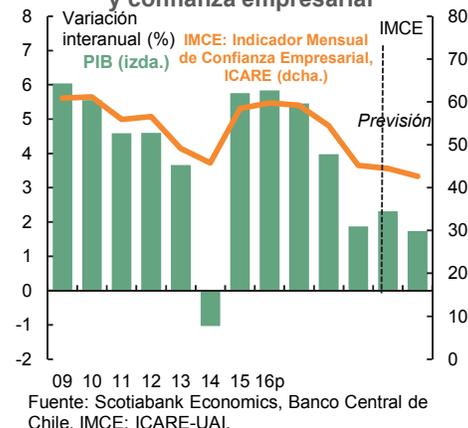


UN ENTORNO INTERNACIONAL AÚN EXIGENTE, PERO LOS RIESGOS PARECEN ATENUARSE

Los términos de intercambio no han mejorado sustancialmente en los últimos meses, pues el precio del cobre sigue de capa caída y el precio del petróleo ha bajado levemente. Sin embargo, tres grandes riesgos internacionales se han atenuado: (1) el cobre da muestras de cierto soporte por encima de la marca de 2 USD/libra; (2) China parece estar en mejor capacidad de manejar su transición y ha sido lo suficientemente firme para controlar su tasa de cambio; y (3) la Reserva Federal ha adoptado un tono más cauteloso en cuanto a sus planes de normalización. Aunque las probabilidades independientes y conjuntas de estos factores de riesgo no son nulas y justifican una vigilancia continua, la posibilidad de que se den unas condiciones extremas es menor ahora que hace tres meses. La tasa de cambio flexible de Chile (CLP/USD), el primer sistema amortiguador de esta economía pequeña y muy abierta, ha reflejado en su comportamiento este entorno menos riesgoso pero en que las condiciones internacionales son todavía flojas. Por ahora se mantiene en un rango estrecho que podría ubicarse entre 640 y 700 en los próximos meses, dependiendo mucho de los factores internacionales y la política monetaria interna. Dentro de este rango, la tasa de cambio será lo suficientemente favorable para la competitividad de las exportaciones e inocua para la inflación.

DESCONFIANZA INTERNA: NO SON LAS POLÍTICAS (FISCAL O MONETARIA), SINO LA POLÍTICA...

Aunque la economía está creciendo y se espera que continúe así, los indicadores de confianza han estado en niveles propios de una recesión por largo tiempo y se han deteriorado un poco más en los últimos tres meses. Por el lado del consumo, el debilitamiento del mercado laboral (que suele siempre estar rezagado en el ciclo económico chileno) está empeorando lentamente. La tasa de desempleo no ha aumentado de manera muy drástica, pero gran parte de ello es consecuencia de una fuerza laboral menos dinámica y el trabajo autónomo. Como resultado, el ritmo de aumento de los salarios es ahora más lento. Estas condiciones deberían perdurar por año y medio, de modo que mientras tanto no cabe esperar una gran recuperación del consumo. Por el lado de la inversión, los esfuerzos por mejorar las reformas en curso o anunciadas no parecen suficientes. El gobierno ha tomado algunas medidas al respecto, pero el rumbo no ha sido lo bastante claro o satisfactorio para el mercado. Aún más, se ha agregado una nueva reforma importante al programa, la del sistema de pensiones. Dejando de lado que el sistema se debe revisar porque algunos de sus parámetros son obsoletos y las correcciones son inevitables, y que esto incluso podría fortalecer el sistema que ha sido un pilar del desarrollo de Chile, está claro que a corto plazo las consecuencias no serán estimulantes para el gasto interno porque al fin y al cabo la pregunta se resumirá a cómo ahorrar más y quién lo decidirá. El nivel de poca confianza que los ciudadanos tienen en las instituciones políticas, como el Congreso, los partidos políticos y el mismo gobierno, se deterioró un poco más en los últimos tres meses, lo que crea un clima no muy alentador para el debate de reformas profundas. Con suerte las próximas elecciones contribuirán a repositionar las fuerzas políticas o sus líneas de acción.

Gráfico 3
Tasa de cambio y precio del cobre

Gráfico 4
PIB, demanda interna y confianza empresarial


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.