

## **Reporte Especial**

Departamento de Estudios Económicos

SETIEMBRE DEL 2016

# **2017: UN GOBIERNO DIFERENTE, ¿UNA ECONOMÍA DIFERENTE?**

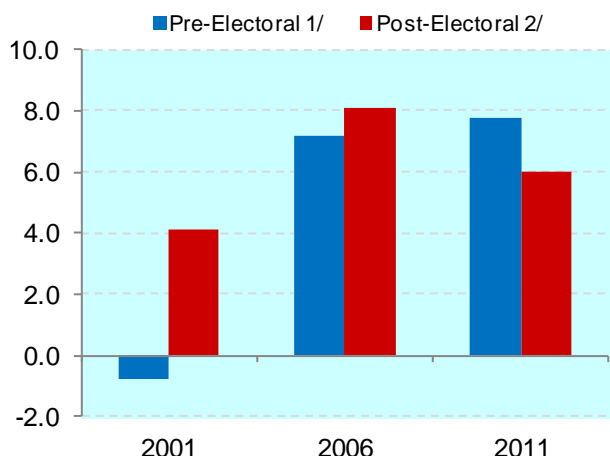


**DISCLAIMER:** Las opiniones, estimaciones, pronósticos, declaraciones y recomendaciones efectuadas en el presente reporte son producto de la investigación y estudio realizado por los autores, sobre la base de información pública disponible reflejan la opinión exclusivamente del equipo de Estudios Económicos, y no necesariamente de Scotiabank Perú S.A.A. El presente informe no constituye asesoría en inversiones, ni contiene, ni debe ser interpretado como una oferta, una invitación o una recomendación para realizar cualquier acto jurídico respecto de cualquier valor mobiliario o producto financiero. Scotiabank Perú S.A.A. y sus subsidiarias no se responsabilizan por cualquier error, omisión o inexactitud que pudiera presentar este reporte; ni por los resultados de cualquier decisión de inversión adoptada respecto de los valores o productos financieros que se analizan.

## 2017: Un Gobierno diferente, ¿una economía diferente?

En nuestra historia económica reciente, el año que le sigue a un año electoral suele ser bueno. Así ocurrió en el 2001 y el 2006. El crecimiento post-electoral del 2011 fue menor, pero igual robusto. La mejora parece reflejar un incremento en la confianza al despejarse la incertidumbre respecto de los nuevos gobernantes y sus lineamientos de política económica.

### PBI PRE Y POST ELECTORAL (Variación porcentual real)



1/ Var.% acumulada últimos 12 meses a julio

2/ Var.% acumulada 12 meses después de julio

Fuente: INEI Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

Con la elección de PPK al gobierno, está ocurriendo un incremento en la confianza incluso, tal vez, mayor que en los cambios de gobierno pasados. Aún así, no será fácil que el crecimiento de la economía acelere mucho en el 2017. La situación económica interna y mundial es muy diferente a la existente en el 2006 y 2011. La evolución de los términos de intercambio es mucho menos favorable, y la demanda interna, en especial la inversión privada, es mucho más débil.

### INDICADORES ECONOMICOS

	2001	2006	2011	2016P
PBI (miles de millones US\$)	51	88	171	194
PBI (var. % real)	0.6	7.5	6.5	3.8
PBI per cápita (mill. de US\$)	1,950	3,128	5,731	6,150
Inversión Bruta Fija (% PBI)	17.3	18.3	23.9	22.8
Inflación	-0.1	1.1	4.7	3.0
Tipo de Cambio Fin Período	3.44	3.20	2.70	3.35
Devaluación	-2.3	-6.8	-4.0	-1.9
Presup. Público (S./miles de mill.)	36	46	88	138
Déficit Fiscal (% PBI)	-2.8	2.5	2.0	-3.1
Déuda Pública (% PBI)	47.1	33.9	22.1	25.5
Riesgo País (en pbs. prom. anual)	649	131	519	170
Balanza Comercial (US\$ mill.)	-179	8,986	9,244	277
RIN (US\$ millones)	8,613	17,275	48,816	61,775

Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Las expectativas respecto de la efectividad del nuevo gobierno en enfrentar esta situación menos robusta son, sin embargo, altas. Pero, la incertidumbre también. Sí es posible que el nuevo gobierno logre destrabar los proyectos de inversión en infraestructura y acelerar el proceso de concesiones nuevas, pero no es seguro qué tanto; es también posible que la mayor confianza en el sector privado respecto del nuevo gobierno motive una mayor inversión, pero no sabemos qué tan rápido ni extendido; es posible que el nuevo gobierno aumente el gasto público para estimular el crecimiento, pero no queda claro que tenga mucho espacio fiscal para hacerlo.

Antes de adivinar la respuesta a estas preguntas, lo cauto es esperar que el tiempo las vaya respondiendo y mantener las proyecciones de crecimiento ancladas en la data más dura de los fundamentos. Por tanto, estamos manteniendo nuestra proyección de crecimiento del 2016 en 3.8% y elevándola sólo moderadamente, de 3.6% a 4.0% para el 2017. Nuestra cifra para el 2017 compara con el 4.2% del consenso de mercado (Focus Economics), con el 4.5% del BCR y 4.8% con el cual el nuevo gobierno ha basado el flamante presupuesto del próximo año.

### OFERTA Y DEMANDA GLOBAL (Variación porcentual real)

	2014	2015	2016P	2017P
<b>PBI</b>	<b>2.4</b>	<b>3.3</b>	<b>3.8</b>	<b>4.0</b>
Importaciones	-1.2	2.1	-1.4	3.6
<b>Demanda interna</b>	<b>2.2</b>	<b>2.9</b>	<b>1.8</b>	<b>3.6</b>
Consumo privado	4.1	3.4	3.5	3.5
Consumo público	10.1	9.5	5.9	4.2
Inversión bruta fija	-1.9	-5.1	-2.0	3.8
Privada	-1.8	-4.5	-4.4	3.5
Pública	-2.0	-7.5	7.6	5.1
Exportaciones	-0.8	3.5	6.8	5.3

Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Somos algo más conservadores que el mercado debido a que vemos una mayor desaceleración de la minería en el 2017 por una cuestión de base, porque preferimos ser cautos en cuanto a las posibilidades del gobierno de reiniciar los motores fiscales rápidamente, y porque aún no hay evidencia de que la mejora en las expectativas empresariales se esté traduciendo en un incremento en el gasto en inversión. De hecho, el crecimiento del crédito corporativo sigue bastante deprimido a agosto del 2016.

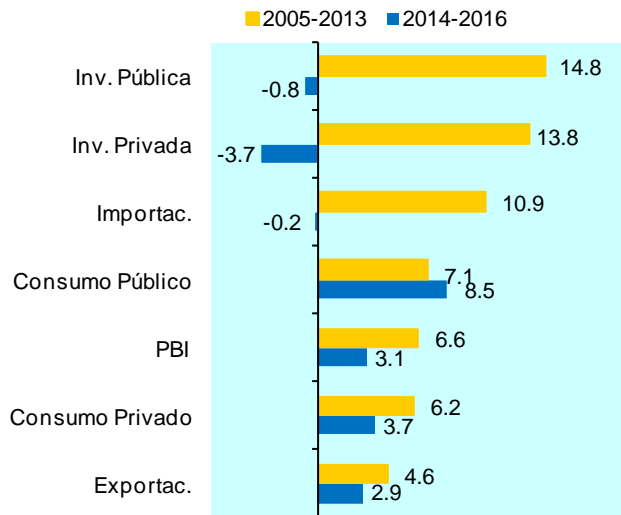
También somos un poco más cautos que el MEF. Además de las razones dadas arriba, nos parece complicado, no imposible, pero tampoco fácil, que el consumo privado rebote a 3.7%, luego de estar en el rango de 3.4% a 3.5% durante los últimos dos años.

También nos parece difícil un crecimiento de la pesca de más de 50%. Nosotros estimamos un crecimiento de 18%, reconociendo, como hace el gobierno, que es sobre una base baja de un mal año en el 2016. Un crecimiento de 50% significaría el mejor año desde el 2011, algo que no es imposible, pero sí innecesariamente optimista.

**Los motores de crecimiento 2017**

El paradigma de crecimiento del país ha cambiado en los últimos años. Durante los años de mayor crecimiento del PBI, del 2005 al 2013, en que el PBI creció en promedio 6.6% (7.3% si se excluye 2009, el año de la crisis financiera mundial), el motor principal era la demanda interna. En este periodo, las exportaciones mineras aportaron muy poco al crecimiento, al menos directamente. Dentro de la demanda interna, fue la inversión privada y pública lo que lideró el crecimiento. La inversión privada creció 13.8% en este periodo.

**PBI Y DEMANDA INTERNA  
(Variación porcentual promedio anual)**



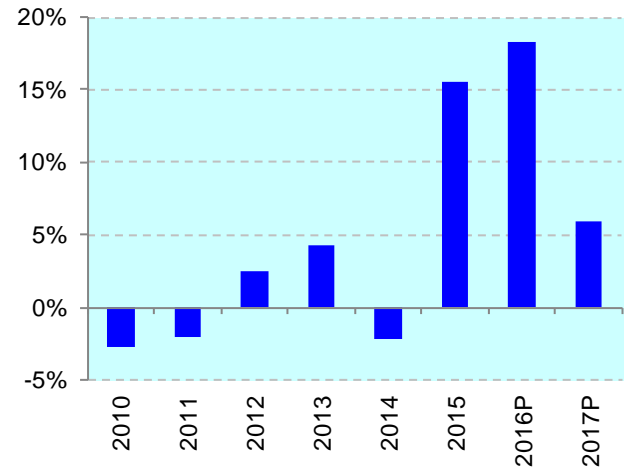
Fuente: BCR Elab.: Estudios Económicos Scotiabank

En contraste, actualmente la inversión privada viene cayendo por tercer año consecutivo, -2.1% en 2014, -4.5% en 2015 y -4.6% en el primer semestre del 2016. Es ésta la principal preocupación económica que existe para el país.

Si bien proyectamos un crecimiento agregado similar en el 2017 al del 2016, la forma de crecer va a ser diferente. En el 2016, hubo dos extremos: un fuerte crecimiento de la minería por un lado, y una caída igualmente considerable de la inversión privada, por el otro. En el 2017 el crecimiento dependerá menos de la minería y algo más de la inversión. Este cambio es importante para tener la esperanza de reenganchar la economía a un nuevo ciclo de inversión y empleo.

Nuestra proyección para el crecimiento de la inversión privada en el 2017 es 3.5%. Si bien será el primer año de crecimiento desde 2013, es débil comparado con los años previos al 2013. El sesgo de error de nuestras proyecciones es al alza si la mejora significativa en la confianza empresarial en los últimos meses se llega a transformar más o menos rápidamente en una inversión considerablemente mayor.

**PBI MINERO  
(Variación porcentual anual)**



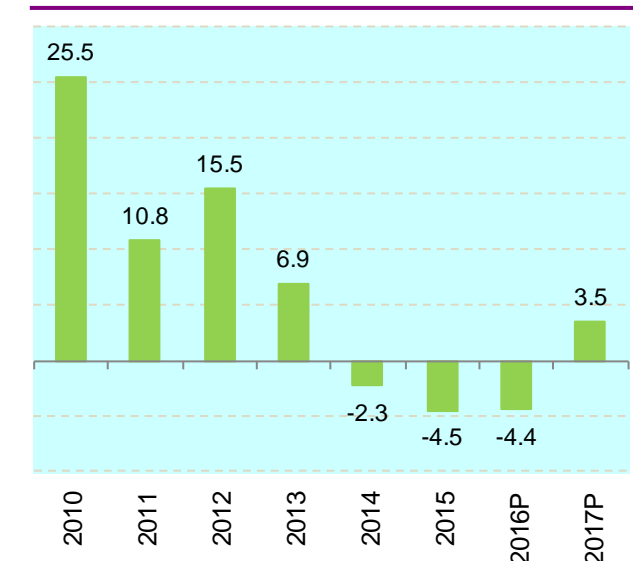
P: Proyectado SBP Fuente: BCRP Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Lo que favorece a esta posibilidad es que existe ahora un horizonte de visibilidad en lineamientos de política económica de cinco años, un periodo inusualmente largo para el Perú.

La razón de preferir ser cautos por ahora es que aún no hay evidencia de que este salto en la confianza se esté traduciendo en un incremento real en la inversión privada. La evolución del crédito corporativo sigue débil, y la impresión es que a las empresas no les basta la confianza en la política del gobierno, sino que están a la espera de ver que también empiece a aumentar la demanda por sus productos y vaya desapareciendo su capacidad ociosa.

Esto último aún no ocurre en forma suficiente en los mercados internos. Eventualmente se dará, pero el proceso de cerrar la brecha de capacidad ociosa podría ser lento.

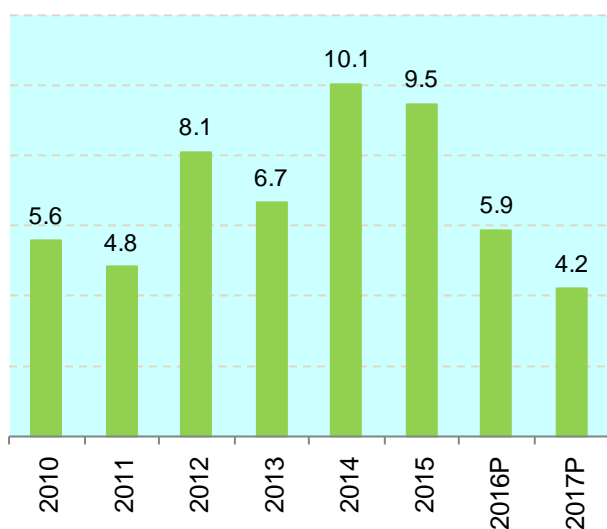
**INVERSION PRIVADA  
(Variación porcentual anual)**



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

Otro componente del PBI que podría potencialmente sorprender al alza es el gasto público. Hemos sido conservadores en el consumo público (+4.2% en el 2017 versus +5.9% en el 2016), pero no tan conservadores como el propio MEF, que estima un crecimiento de 3.0%. El riesgo al alza que existe en nuestra proyección, si se toma en cuenta el anuncio de la elevación selectiva en las remuneraciones del sector público y el deseo del gobierno de acelerar la mejora en la atención en educación, salud y seguridad ciudadana, es compensado por la intención (entendemos) del gobierno de controlar este gasto, ayudado por una relativa demora en todo nuevo gobierno en tomar plenamente las riendas del gasto corriente.

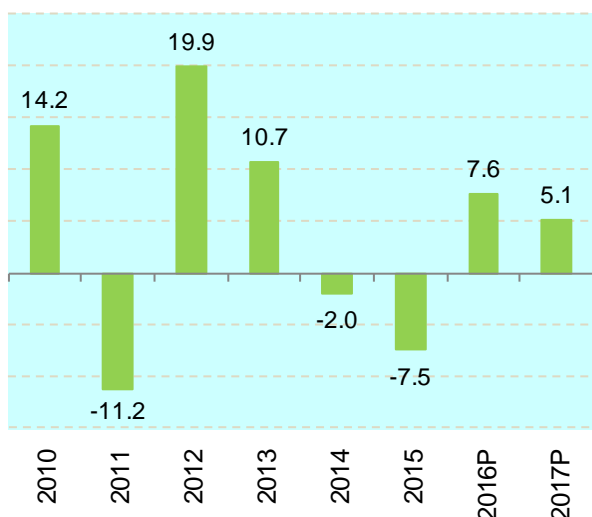
### CONSUMO PÚBLICO (Variación porcentual anual)



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

Algo similar ocurre con la inversión pública del gobierno central. Su evolución futura dependerá de qué tan agresivo quiere ser. Por lo pronto, el supuesto de 5% de crecimiento en el presupuesto no parece muy agresivo, y es una pauta para nuestra propia proyección de 5.1%.

### INVERSIÓN PÚBLICA (Variación porcentual anual)



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

En general, gracias en gran medida a las elecciones en un contexto de demanda interna moderadamente débil, en pocas ocasiones ha habido argumentos con igual peso de credibilidad a favor tanto de supuestos más agresivos, como de supuestos más conservadores en cuanto a la evolución de tantas variables importantes diferentes: la inversión privada, la inversión pública y el consumo público. Sólo en los casos del consumo privado, que tiende a ser más estable en el tiempo, y las exportaciones, donde la capacidad y planes productivos de las principales empresas son conocidos, sentimos que existe significativa seguridad respecto de la evolución futura.

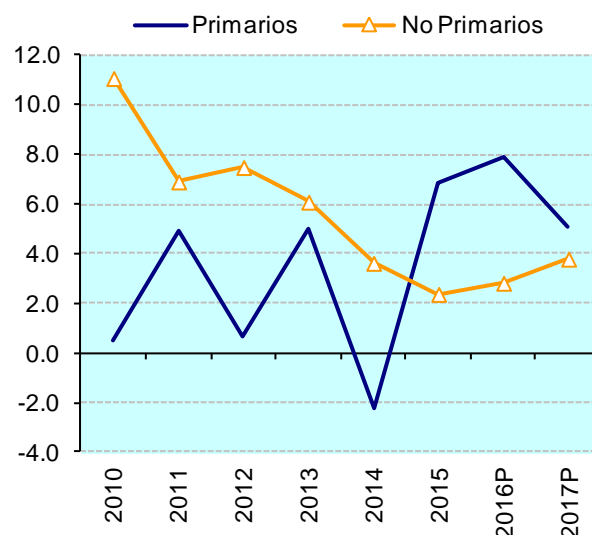
### Un crecimiento más saludable

Con todo, una inversión privada reptando al alza, un consumo privado que se mantiene robusto y estable en 3.5% de crecimiento, y un incremento moderado en el gasto público significará que el motor principal del crecimiento se desplazará de la minería en el 2016, a la demanda interna en el 2017; del PBI primario al PBI no primario.

Gracias a la entrada en producción de una serie de proyectos mineros, principalmente de cobre, la minería ha tenido un peso inusitadamente alto en el crecimiento del PBI durante el 2015 y el 2016.

Esto ha sido así especialmente en el 2016, en que estimamos que el PBI minero representará casi la mitad del crecimiento del PBI total. Excluyendo la minería, el crecimiento del PBI estaría por 2% y no 3.8%.

### PBI: SECTORES PRIMARIOS Y NO PRIMARIOS (Variación porcentual anual)



Fuente: BCR, Estudios Económicos-Scotiabank

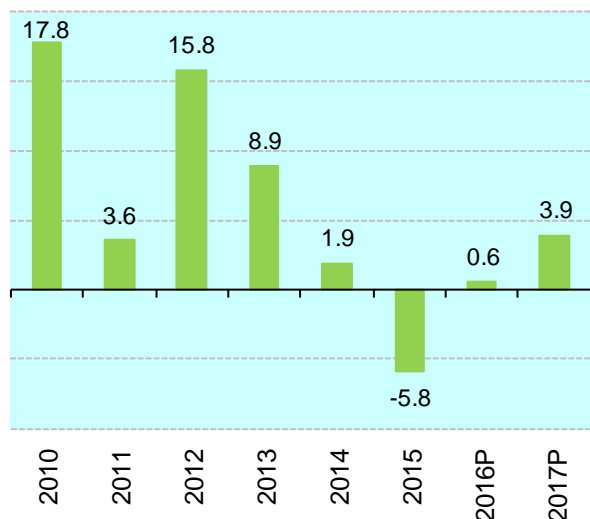
Esto cambiará en el 2017 cuando la minería contribuirá, según nuestras proyecciones, 0.7 puntos porcentuales al crecimiento de 3.8% del PBI agregado. Si bien este peso sigue siendo alto, es menos de la mitad de la contribución de 1.8 puntos porcentuales en el 2016.

**PBI SECTORIAL**  
**(Variación porcentual real)**

	2014	2015	2016P	2017P
<b>Agropecuario</b>	1.4	2.8	1.7	3.4
<b>Pesca</b>	-28.4	15.9	-7.7	17.9
<b>Minería e hidrocarburos</b>	-0.5	9.3	14.4	5.6
Minería	-2.2	15.5	18.3	6.0
Hidrocarburos	4.0	-11.5	-2.7	3.3
<b>Manufactura</b>	-3.2	-1.7	-2.1	2.4
Primaria	-9.6	1.7	-4.0	4.4
No primaria	-1.6	-2.7	-1.5	1.8
<b>Electricidad y agua</b>	5.1	6.2	7.5	5.6
<b>Construcción</b>	1.8	-5.8	0.6	3.9
<b>Comercio</b>	4.6	3.9	3.2	3.6
<b>Servicios</b>	5.6	5.2	3.9	4.2
<b>PBI</b>	<b>2.4</b>	<b>3.3</b>	<b>3.8</b>	<b>4.0</b>
Sectores Primarios	-2.2	6.8	7.9	5.1
Sectores No Primarios	3.6	2.4	2.8	3.8

Fuente: INEI, BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Hay tres cambios de tendencia importantes en cuanto a crecimiento sectorial. La primera es la desaceleración minera, al irse disipando el impacto de los proyectos nuevos. El 6% de crecimiento en minería metálica que esperamos en el 2017 es alto, pero representa una desaceleración significativa frente al 18.3% del 2016 y 15.5% del 2015. En cambio, los sectores construcción, agropecuario y manufactura no primaria son los que ven una inflexión en el crecimiento, desde niveles bajos o negativos a niveles interesantes.

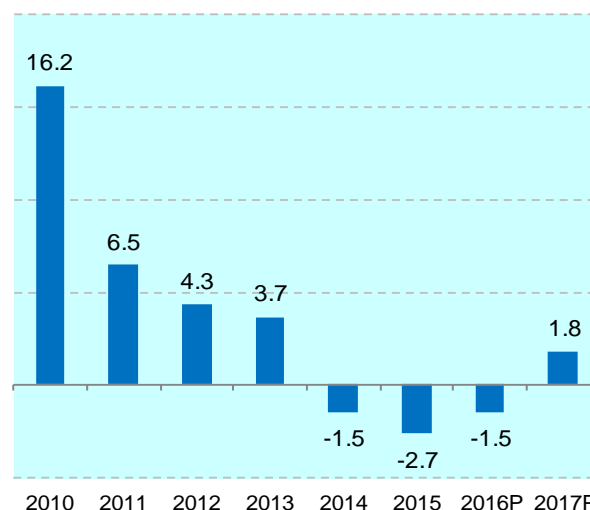
**PBI CONSTRUCCION**  
**(Variación porcentual anual)**


Fuente: INEI Elaboración: Estudios Económicos Scotiabank

Construcción creció por debajo de 2% durante los tres años de 2014 a 2016, incluyendo un crecimiento negativo en el 2015. La mejora a 3.9% de crecimiento en el 2017 es conservadora. Existe un potencial de alza en la medida en que se acelere la inversión en proyectos de infraestructura.

La mejora en el PBI agropecuario descansa, más que nada, en que las campañas del 2017 deben ser normales luego de un 2016 aún afectado por El Niño. Algo similar ocurre con la pesca, en que prevemos que el crecimiento pase de -7.7% en 2016 a 17.9% en el 2017, algo típico de un sector cuando se compara un año con Niño (2016) a uno sin Niño (2017).

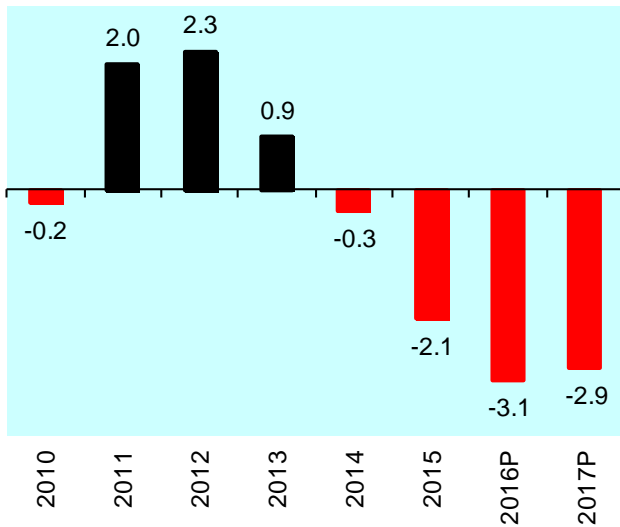
El sector, tal vez más interesante es la manufactura no primaria. Este sector tuvo crecimiento negativo entre 2014 y 2016. Si bien jugó un rol la caída de la demanda interna, la razón principal ha sido la desaceleración de nuestras exportaciones (liderado por textiles) hacia una región latinoamericana desacelerada. Este último factor ya se dio, con lo cual será menos relevante en el futuro. En cambio, en adelante debe empezar a primar nuevamente el crecimiento de la demanda interna. La mejora de la demanda interna no será boyante, pero sí lo suficientemente fuerte como para permitir un crecimiento positivo del sector después de un largo periodo negativo.

**MANUFACTURA NO PRIMARIA**  
**(Variación porcentual anual)**


Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

**El balance fiscal**

La discusión fiscal ha cambiado. Durante años la mayor preocupación fiscal había sido cómo hacer para efectivizar la intención de incrementar el gasto fiscal para así estimular el crecimiento económico. Ahora el tema es cómo lidiar con un déficit fiscal de 3% en un entorno en que los precios de los metales no ayudan y el gobierno busca reducir impuestos, además de incrementar el gasto. Esto no da mucho margen para que sirva de estímulo al crecimiento económico, por lo que este estímulo tendrá que depender más de su capacidad de destrabar la inversión en los proyectos de infraestructura licitados a las asociaciones público privadas y financiadas por el sector privado.

**DÉFICIT FISCAL  
(% del PBI)**


Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

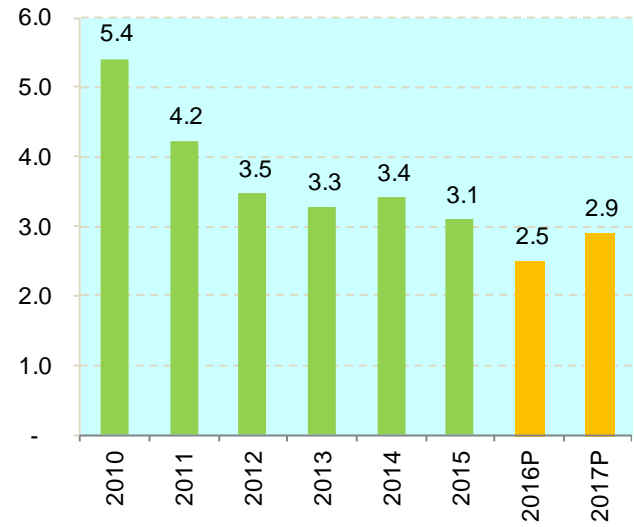
El gobierno también buscaría subir el impuesto a la renta de 28% hoy, a 30%. Esto para compensar la intención del gobierno de cumplir con su propuesta de campaña de bajar el IGV, de 18% a 17% para el ejercicio 2017. Todas estas intenciones dependerán de si el Congreso le da al gobierno facultades legislativas al respecto. El propio presupuesto del gobierno no incluye estas propuestas bajo el argumento de basarse sobre “recursos ciertos”.

Bajo este mismo argumento, suponiendo que el IGV se mantiene en 18% y el impuesto a la renta en 28%, esperamos que el déficit fiscal cierre el 2017 en 2.9%, luego del 3.1% del 2016. Sin embargo, si se aprobara reducir el IGV en 1 punto porcentual, esto equivaldría a un costo fiscal cercano a los S/3,000 millones. En cambio, subir la tasa del Impuesto a la Renta a empresas de 28% a 30% representaría más o menos la mitad de esta merma fiscal, con lo cual entre las dos medidas agregaría 0.2 p.p. al déficit fiscal. Es difícil medir el impacto del conjunto de medidas propuestas para apoyar la formalización de la economía e incrementar la base de contribuyentes. Sin embargo, el riesgo es que el costo de las medidas antecedan a los beneficios esperados y el déficit fiscal supere 3% en el 2017.

**Riesgos del entorno internacional**

El entorno internacional ha estado volátil en los últimos años. El 2017 no se ve mucho más prometedor al respecto. Los riesgos son conocidos. El grado y los canales de impacto son una fuente de incertidumbre.

- Crecimiento mundial.**- El consenso de mercado es que la economía mundial crecerá 2.9% en el 2017, frente a 2.5% en el 2016. Dos observaciones. La primera es que esta cifra sigue por debajo del umbral de 3% que divide el crecimiento entre mediocre y aceptable. La segunda es que, si sigue el patrón de años anteriores, es muy probable que el consenso de mercado para el 2017 se vaya reduciendo en el tiempo. Hace un año la cifra de consenso era de un crecimiento mundial de 3.4% en el 2016, y hoy está en 2.5%. Existe el riesgo de que también termine decepcionando el crecimiento del 2017.

**CRECIMIENTO MUNDIAL  
(Variación porcentual anual)**


Fuente: FocusEconomics Elab: Estudios Económicos - Scotiabank

- La región.**- Es importante por tres razones, porque ha sido un mercado importante para algunas exportaciones no tradicionales, porque alberga a los países que más han invertido en el Perú, y porque la visión general sobre la región influye sobre los flujos de capital hacia el Perú. Sólo en los casos de Venezuela, y tal vez Ecuador, se puede decir que hay un riesgo fuerte de que el futuro sea aún peor que el presente. Pero, Venezuela ya ha dejado de ser un destino importante de nuestras exportaciones (y tomará bastante tiempo antes de que vuelva a serlo). Argentina, Brasil y Chile parecen ser países en que lo peor ya ha pasado, aunque también tomará tiempo para que recuperen un dinamismo que pueda tener un impacto significativo en el Perú. Lo mejor que se puede decir es que la región no debe seguir restando a la demanda de exportaciones peruana, pero tampoco aportará mucho.

**CRECIMIENTO DE PAÍSES SELECCIONADOS  
(Variación porcentual anual)**

	2014	2015	2016P	2017P
Mundo	2.8	2.8	2.5	2.9
EE.UU.	2.4	2.6	1.7	2.1
Zona Euro	0.9	1.6	1.5	1.4
China	7.3	6.9	6.6	6.3
América Latina	0.8	0.0	-0.5	2.0
Chile	1.9	2.3	1.7	2.2
Colombia	4.4	3.1	2.2	2.8
Brasil	0.1	-3.8	-3.2	1.0
México	2.3	2.5	2.1	2.5

Fuente: Focus Economics, Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

- *Tasa de interés y costo de capital en el mundo.-* Continúa el suspenso hitchcockiano respecto de cuándo, cómo y con qué frecuencia subirá la Reserva Federal de EE.UU. su tasa de interés de referencia. Una subida, o serie de subidas, de producirse, afectaría el costo del capital mundial. Pero, más importante es lo que podría significar para los flujos de capital mundial y la volatilidad de los mercados. La volatilidad en los mercados de commodities y, tal vez sobre todo, en los mercados cambiarios, tuvo un impacto considerable en el crecimiento del Perú y en la confianza de los inversionistas entre 2013 y 2015, y existe el riesgo de que recurra en el 2017.
- *China.-* El mundo, y el Perú, se está adaptando a una economía china de dinamismo menos robusto. Esta situación no debe cambiar en el 2017. El riesgo real es que ocurra una crisis o al menos una desaceleración más pronunciada de lo que se espera. Si bien es éste un riesgo real, no es nuevo. El mundo ha tenido que vivir con este riesgo durante décadas.
- *Precio de los metales.-* El 2016 no ha sido un gran año para los metales. Pero, ha sido mejor que años previos. En el 2016, y por primera vez desde el 2012, el precio promedio del oro, de la plata y del zinc estarán por encima del precio promedio del año anterior. No así el cobre. La diversidad de metales que exportamos nos está ayudando, y es muy posible que el 2017 sea el primero en cinco años en que mejoren los términos de intercambio. Esta mejora no será considerable. Pero, que ocurra tiene su importancia. Precios de metales (y, por tanto, un tipo de cambio) más estables daría un soporte importante a la mejora en la confianza para invertir.

Esto no significa regresar al auge en precios del 2004 al 2011, pero tampoco será ya el mundo con precios en picada que se experimentó del 2013 al 2015.

### PRECIO DE METALES

Metal	2014	2015	2016P	2017P
Oro (US\$/oz)	1,266	1,160	1,265	1,350
Plata (US\$/oz)	19.08	15.72	17.50	19.00
Cobre (US\$/lb)	3.11	2.50	2.15	2.15
Zinc (US\$/lb)	0.98	0.88	0.93	1.10
Plomo (US\$/lb)	0.95	0.81	0.80	0.85

Fuente: Bloomberg

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

- *Exceso de liquidez y volatilidad de los mercados financieros mundiales.-* La volatilidad de los mercados ha hecho mucho daño en los últimos años, al afectar la visibilidad futura, recortando los horizontes de inversión. Lamentablemente, esta volatilidad no depende mucho de los fundamentos, sino de los niveles históricos de liquidez que existe en el mundo. Esta liquidez sigue en aumento, y aunque deje de crecer, el exceso subsistirá por mucho tiempo. Esto significa que tendremos que seguir viviendo con entradas y salidas extremas a posicionamientos financieros en los mercados cambiarios, de metales y en general. Esta volatilidad potencial también es un riesgo para el crecimiento de la economía real.

### TASAS DE INTERÉS DE BONOS MUNDIALES (En porcentaje)

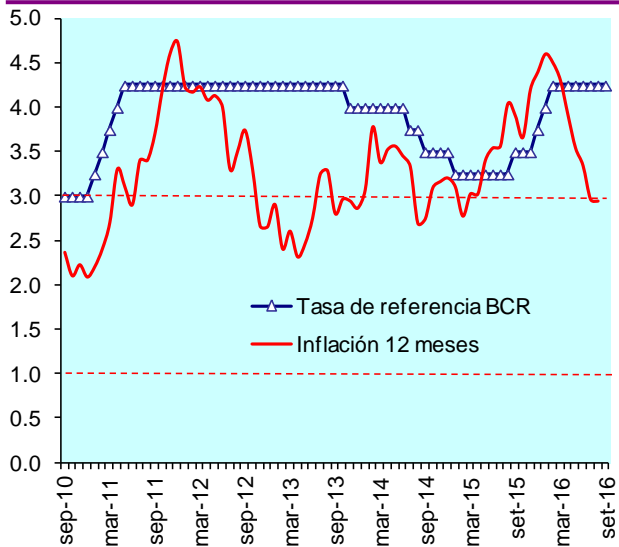
País / Años	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	30
Suiza	-0.75	-0.96	-0.96	-0.87	-0.83	-0.75	-0.68	-0.61	-0.55	-0.49	-0.31	-0.19	-0.05
Alemania	-0.60	-0.67	-0.68	-0.66	-0.55	-0.53	-0.46	-0.36	-0.24	-0.10	0.04	0.25	0.45
Holanda		-0.61	-0.62	-0.63	-0.53	-0.47	-0.38	-0.26	-0.11	0.00		0.34	0.53
Dinamarca	-0.28	-0.52	-0.50		-0.38			-0.22		-0.01			0.52
Japón	-0.23	-0.18	-0.17	-0.15	-0.15	-0.16	-0.15	-0.12	-0.07	-0.02	0.17	0.42	0.51
Finlandia		-0.63	-0.62	-0.53	-0.51	-0.41		-0.22		0.03	0.31		
Austria	-0.56	-0.57	-0.56	-0.52	-0.47	-0.42	-0.39	-0.34		0.09	0.00	0.53	
Belgica	-0.59	-0.61	-0.62	-0.56	-0.49	-0.47	-0.34	-0.18	-0.03	0.12	0.51	0.58	
Francia	-0.56	-0.62	-0.58	-0.53	-0.43	-0.39	-0.29	-0.18	-0.02	0.12	0.47	0.76	0.94
Suecia		-0.63			-0.33					0.15		0.66	0.96
Irlanda	-0.38	-0.39	-0.41		-0.19		-0.06	0.12		0.38	0.69		
España	-0.13	-0.18	-0.10	-0.02	0.09	0.17	0.37	0.65	0.79	0.94	1.29	1.68	2.06
Italia	-0.23	-0.08	-0.03	0.03	0.22	0.38	0.56	0.75	0.94	1.10	1.47	1.66	2.13
Reino Unido	0.11	0.10	0.10	0.17	0.20	0.28	0.37	0.47	0.57	0.67	1.03	1.19	1.31
EE.UU.	0.57	0.75	0.86		1.14		1.41			1.56			2.24
China	2.15	2.38	2.44		2.59		2.81			2.80	3.12	3.15	3.34
Chile	3.57	3.63	3.77	3.84	3.90			4.03		4.24			
Peru	4.36			4.85		5.25	5.85	5.93	5.85	6.20	6.20	6.27	6.51
Mexico	4.76		5.38		5.58		5.69			5.83	6.16	6.27	6.37
Colombia	6.79			6.82	6.91					7.29	7.39		

Fuente: www.investing.com. MEF. Estudios Económicos - Scotiabank



**Precios y política monetaria**

En enero del 2016 la inflación llegó a 4.6% y había una tendencia al alza que preocupaba. Desde entonces, la inflación ha bajado hasta entrar al rango meta y el susto que provocó se ha desinflado. Esperamos que la inflación se mantenga alrededor de 3% este año, al haberse disipado los factores que la impulsaron al alza: el impacto de El Niño y la fuerte depreciación cambiaria del 2015.

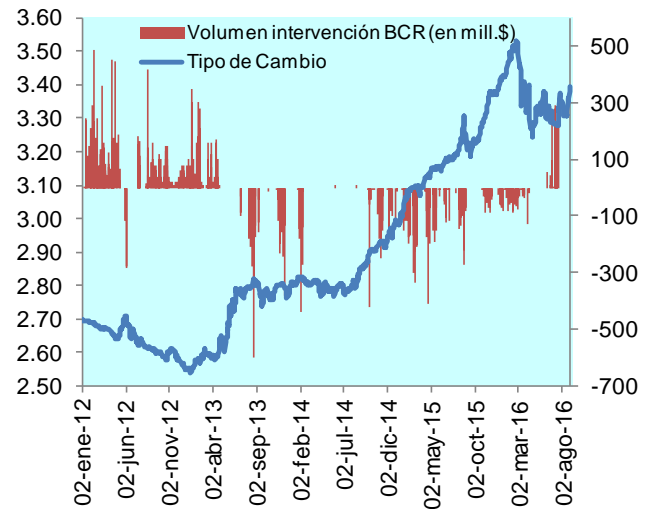
**INFLACIÓN Y TASA DE INTERES DE REFERENCIA (Variación porcentual)**


Fuente: BCR, INEI, Estudios Económicos - Scotiabank

Nuestra proyección para el 2017 es de 2.8%. Esto está alineado con el consenso del mercado, y es algo mayor que lo que espera el BCR. La inflación va a depender, en buena medida, de la fuerza y dirección del movimiento cambiario. Somos moderadamente optimistas al respecto. Pero, al mismo tiempo somos conscientes de lo difícil que ha sido en el pasado reciente que el BCR logre reducir la inflación por debajo de 3%, principalmente por la resistencia a la baja de la inflación de servicios.

Una inflación de 2.8% a 3% no amerita una política monetaria contractiva. El crecimiento del PBI y del empleo tampoco están tan deprimidos como para ameritar una política monetaria expansiva. Por lo tanto, no vemos nada que motive al BCR a mover su tasa de referencia de su nivel actual de 4.25% en el futuro previsible. Un año es un tiempo largo, pero mientras no surja un motivo nuevo, mantendremos el supuesto de que la tasa de referencia actual se va a mantener indefinidamente. Esto implica que las tasas de interés del sistema financiero dependerán menos de la política monetaria y más de la evolución de la demanda de crédito versus la oferta de depósitos, y cómo se desenvuelve el proceso de desdolarización.

El BCR no ha dado señales de cambiar su política de intervenir a discreción para mantener cierta estabilidad en el tipo de cambio. Pero, al margen de esta intención, lo que sí ha cambiado es la necesidad de una intervención tan agresiva como en los últimos años. Si, como suponemos, se reduce la volatilidad cambiaria, el BCR podrá ser menos activo.

**TIPO DE CAMBIO CON INTERVENCIÓN DEL BCR (Nuevo sol por dólar y en millones de dólares)**


Fuente: BCR, EE-Scotiabank

*Tipo de cambio.*- En cuanto al mercado cambiario, desde el reporte del año pasado hemos afirmado que, en realidad, no es proyectable. La incertidumbre es grande debido a que también es grande la incertidumbre respecto de la evolución de la política de la Fed y su grado de impacto en los mercados. Por lo pronto, mantenemos nuestra proyección en 3.35 para fin de periodo 2016.

Proyectar el tipo de cambio del 2017 es complicado. Si uno mira estrictamente los fundamentos externos del Perú, el tipo de cambio debería apreciar en el 2017, aún si no hay mejora en los términos de intercambio mayor a la que ya ha habido en el 2016. En el 2017 la balanza comercial regresaría a terreno superavitario, el déficit de la cuenta corriente corregida debería disminuir y los flujos de capital deberían moverse acorde con esta mejora en fundamentos y, potencialmente, con la necesidad de financiamiento de grandes proyectos de infraestructura.

Sin embargo, el tipo de cambio es un precio relativo y su evolución también dependerá de lo que pase con el dólar, la política Fed y la dirección y magnitud de los flujos de capital. La incertidumbre al respecto es grande. En este último punto, lo que ocurra con los flujos de capital, es crucial. En el 2016 el tipo de cambio llegó a un pico de 3.56 como reflejo de una sobreacción (overshooting) en los mercados cambiarios, más que por fundamentos. En un mundo en que persiste una situación de exceso de liquidez de magnitudes históricas fluyendo entre los mercados, el riesgo de overshooting en cualquier mercado es real y continuo.

¿La evolución mundial del dólar y los flujos de capital de corto plazo compensarán a la mejora en fundamentos del sol? Es muy posible. Cuando hay factores contrapuestos de incertidumbre alta tal vez lo mejor sea mantener el estatus quo. Por ahora, estamos manteniendo también para el 2017, nuestra proyección del 2016 de un tipo de cambio fin de periodo de 3.35. La verdad es que ninguna proyección de hoy respecto del tipo de cambio de fines del 2017 puede ser más que referencial.

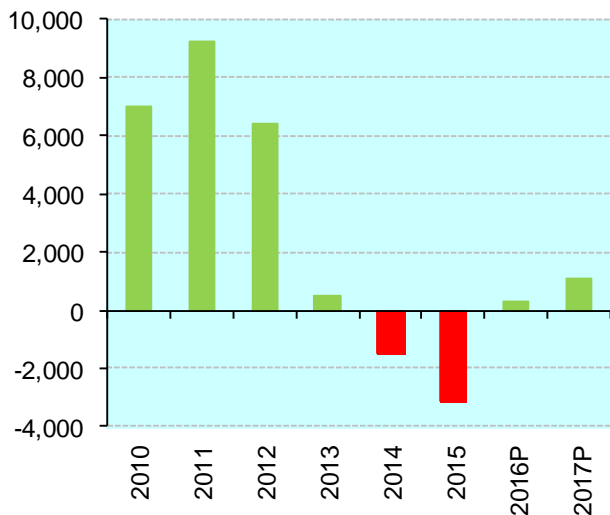
El mercado irá variando sus proyecciones continuamente, no por cambios en los fundamentos, sino al vaivén de la volatilidad de los flujos de capital internacionales. El nuevo directorio del BCR no modificaría significativamente la política monetaria y cambiaria del BCR. Se mantiene el Presidente del BCR, Julio Velarde y el equipo gerencial y analítico de la institución. Además, los nuevos directores por lo general parecen alineados con la idiosincrasia monetaria de Velarde y la plana gerencial del BCR. Sin embargo, algo de cambio de personalidad puede haber con un directorio nuevo, y será interesante ver en qué sentido se dará.

### Sector externo

La balanza comercial está cerca de dejar de ser deficitaria por primera vez desde el 2013. Si no ocurre en el 2016, ocurrirá sin duda en el 2017. El superávit no será grande, unos US\$1,060 millones según nuestros estimados. El cambio de ir de un déficit externo a un superávit refleja la conjunción de varios factores. El principal es el incremento del volumen de cobre exportado, que esperamos sea de 9.5% en el 2017, después de aumentar un estimado de 38% en el 2016.

Adicionalmente, luego del año Niño en el 2016, las exportaciones de harina de pescado aumentarían 35% en el 2017, según nuestras proyecciones. Si bien esperamos que el precio mundial del cobre siga deprimido, habrá, muy probablemente, precios promedio de exportación más altos para el oro, plata, zinc y café. Para que ocurra esto, basta que se mantengan los precios actuales. En todos los casos, será la primera subida en varios años.

### BALANZA COMERCIAL (Variación porcentual anual)

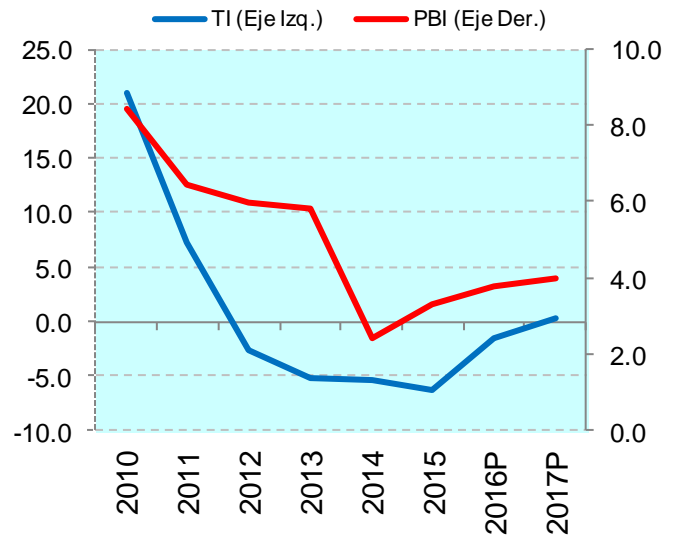


Fuente: BCR Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

Finalmente, esperamos que algunos precios de bienes claves de importación se mantengan bajos o suban poco, incluyendo el petróleo, el trigo, la soja y el maíz. En resumen, esperamos una leve mejora de los términos de intercambio por primera vez desde 2012, que se agregará al incremento en la producción del cobre. La mejora en la balanza comercial debe reducir el déficit en cuenta corriente de 4.8% del PBI en 2015, a 3.1% en el 2016 y 3.0% en el 2017.

Si se corrige este déficit para excluir el impacto contable de las utilidades que son reinvertidas en el país, el déficit en cuenta corriente (corregida) sería de sólo 1.0% en el 2017 (4.0% en el 2016 y 0.8% en el 2015).

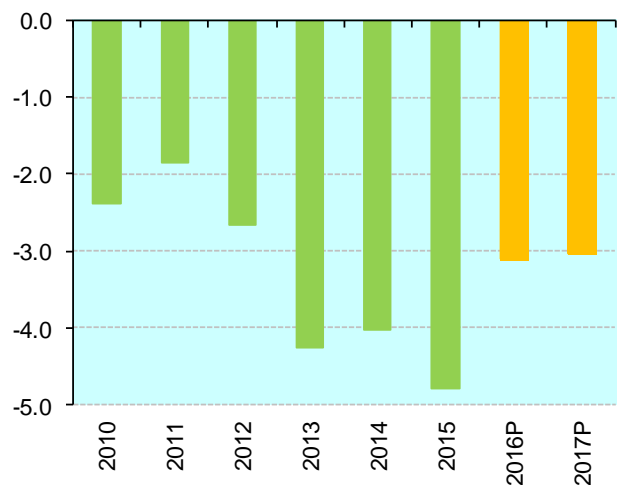
### TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (Variación porcentual anual)



Fuente: BCR, INEI Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank Perú

Un déficit en cuenta corriente menor será más fácilmente balanceado por la cuenta financiera. Al final del día, el balance lo da el movimiento de las reservas. Nuestra proyección es que las RIN aumenten a US\$62,000 millones, señalando cierto fortalecimiento de las cuentas externas.

### BALANZA EN CUENTA CORRIENTE (% del PBI)



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

## Conclusiones

En el 2017 la economía seguirá enfrentando algunos retos. En particular el riesgo externo. Tanto China como las políticas monetarias de los países desarrollados seguirán constituyendo un entorno internacional difícil. Adicionalmente, no es claro qué tan bien serán las relaciones del gobierno con el Congreso, ni tampoco con los gobiernos subnacionales, en este entorno de bajo canon minero. El deterioro fiscal de los últimos dos años quita margen de maniobra al gobierno, no sólo para estimular a la economía sino también para financiar el costo de modernizar el Estado y ampliar su infraestructura

Sin embargo, la economía ha convivido bastante tiempo con temas similares. En cambio, hay una serie de factores más alentadores que hacen pensar que los próximos dos años pueden ser bastante mejores que los últimos dos. Entre los principales está el cambio de gobierno, lo cual ha despejado la incertidumbre electoral y generado una situación de visibilidad en la política económica. A esto se agrega la mejora en los precios de los metales de los últimos meses, y la perspectiva de mayor estabilidad en los términos de intercambio.

En forma general, tenemos la posibilidad real de estar entrando en una etapa de mayor estabilidad de precios relativos. Una mayor estabilidad de los precios relativos implica una mayor estabilidad del tipo de cambio, y de todos los precios con componente importado. Como consecuencia, la inflación debe mantenerse más fácilmente y por mayor tiempo dentro del rango meta del BCR. Por lo tanto, no vemos mucho incentivo para que el BCR sea muy activo en mover la tasa de interés de referencia.

También es positivo que el crecimiento sea más diversificado y menos dependiente de la minería a partir del 2017. Mientras más diversificado sea el crecimiento y más en base a la demanda interna, más saludable y sostenido será.

Toda esta combinación de menor incertidumbre en política económica, mayor estabilidad en precios ha impulsado la confianza empresarial y debería traducirse en un incremento en la inversión privada. Este incremento no necesariamente será rápido, dada la capacidad ociosa en las industrias, aunque el gobierno podría acelerar el proceso si logra apurar las inversiones en infraestructura.



## Estudios Económicos

### Guillermo Arbe Carbonel

Pablo Nano Cortez  
Mario Guerrero Corzo  
Erika Manchego Chavez  
Carlos Asmat De La Cruz  
Maria Katya Sahuay  
Cristobal Muñoz Guillén

### Gerente

*Macroeconomía / Análisis Sectorial / Regiones*  
*Monetaria / Precios / Bancos*  
*Minería / Commodities*  
*Sectores No Primarios*  
*Sistema Financiero*  
Asistente

### 211-6052

211-6000 ax. 16556  
211-6000 ax. 16557  
211-6000 ax. 16558  
211-6000 ax. 16853  
211-6000 ax. 16487  
211-6000 ax. 15136