

Reporte Especial

Departamento de Estudios Económicos

SETIEMBRE DEL 2017

LA ECONOMÍA 2018: SALIENDO DEL SHOCK



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.

La economía 2018: saliendo del shock

Una economía dominada por la política

El 2017 ha sido uno de los años más acontecidos en mucho tiempo. Tres externalidades golpearon a la economía: una política fiscal contractiva a finales del 2016, el impacto de El Niño, y el escándalo de *Lava Jato*. Todo esto dentro de un contexto de tensión política extraordinaria respecto de los nuevos gobernantes y sus lineamientos de política económica.

La política contractiva del 2016 fue inesperada. No sólo afectó directamente la demanda interna, sino que cambió la percepción optimista que tenían los empresarios sobre el futuro. Sin embargo, por mucho tiempo aún quedaba la esperanza de que los proyectos de infraestructura licitados impulsarían a la economía en el 2017. *Lava Jato* destruyó esta ilusión. Finalmente, El Niño tuvo un impacto severo sobre la economía, aunque después la necesidad de reconstruir se ha convertido en la esperanza de una nueva fuente de estímulo a la demanda interna

Todo esto ha ocurrido en un ambiente de ruido político extremadamente nocivo. Si bien los mercados no han reaccionado mucho al ruido político, las empresas y los inversionistas locales sí.

Tres shocks en medio de una situación de turbulencia política es un escenario difícil para cualquier economía. No extraña que el crecimiento del PBI haya desacelerado a niveles que estimamos en 2.5% para el 2017, el nivel más bajo desde la crisis internacional del 2009. En el pasado, cualquier de estos shocks habría sido suficiente para dejar la economía en la recesión.

Aunque también es cierto que este 2.5% subestima la dimensión real de la desaceleración. Han sido las exportaciones de materia prima (cobre y harina de pescado) las que aportaron al crecimiento del PBI. En cambio, la demanda interna sólo crecerá 1% en el 2017, según nuestra proyección.

OFERTA Y DEMANDA GLOBAL (Variación porcentual real)

	2016	2017P	2018P
PBI	4.0	2.5	3.7
Importaciones	-2.2	2.4	3.5
Demanda interna	1.0	1.0	4.0
Consumo privado	3.4	2.5	3.0
Consumo público	-0.5	1.2	4.0
Inversión bruta fija	-4.6	-2.6	7.0
Privada	-5.9	-4.4	4.7
Pública	0.6	4.3	15.4
Exportaciones	9.5	8.1	2.4

Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Demanda interna

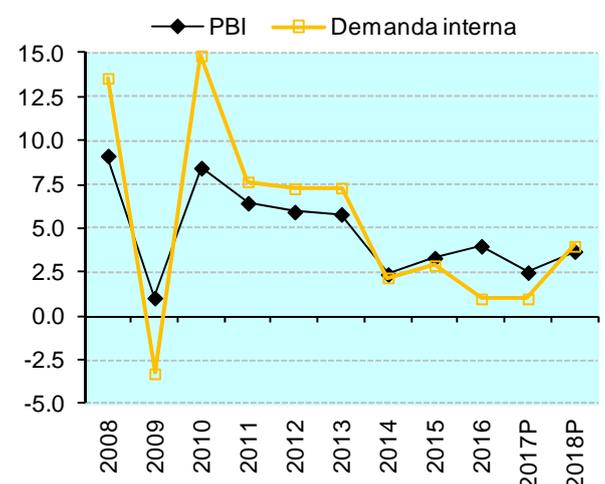
La demanda interna cayó 0.1% en el primer semestre del 2017 (1S17). Tal vez el impacto fue más preocupante en el consumo, que desaceleró de 3.4% en el 2016 a 2.2% en 1S17. Si bien fue un periodo atípico debido a El Niño, no ha sido ésta la única razón detrás del bajo crecimiento de la demanda interna. La inversión pública cayó 10%, mientras que la inversión privada retrocedió 4%, y va camino a ser el cuarto año consecutivo de crecimiento negativo.

La demanda interna típicamente rebota después de un Niño. Pero, la fuerza del rebote es incierta. Una de las cosas de la que va a depender es de la magnitud del gasto de gobierno en reconstrucción. Nosotros proyectamos que la demanda interna crecerá 1.0% en el 2017. Esta proyección descansa en un crecimiento de 2.1% en el segundo semestre.

La fuerza y velocidad del rebote económico dependerán de la magnitud y velocidad del incremento en el gasto público. La caída en la inversión pública en el primer semestre no fue esperada, puesto que el gobierno había comunicado su intención de estimular la demanda vía mayor gasto en este periodo. Nos queda la interrogante de por qué fue tan bajo el gasto fiscal. Si se debió a dificultades en la capacidad de gasto del aparato estatal, si fue por El Niño, o si la culpa la tiene el tiempo y esfuerzo que tuvo que dedicar el gobierno a las distracciones políticas. Probablemente hubo una combinación de los tres factores.

Si bien algunos de estos obstáculos pueden persistir, sí creemos que los planes de gasto son lo suficientemente potentes y creíbles como para estimular el crecimiento económico hacia finales del 2017, y especialmente en el 2018.

PBI Y DEMANDA INTERNA (Variación porcentual real)



Fuente: BCR Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

El 2018 tiene el potencial de ser un año interesante. El gasto en reconstrucción tomará más fuerza, se realizará la mayor parte del gasto en los Juegos Panamericanos, y los ministerios habrán avanzado en su curva de aprendizaje y preparación de proyectos de infraestructura pública. A nivel de gobiernos regionales y locales, la magnitud del gasto es menos clara, pero hay que recordar que es un año electoral, y que muchos gobiernos subnacionales obtendrán un canon minero mayor. Tomando todos estos factores en conjunto, esperamos que la inversión pública crezca 15.4% en el 2018, y la demanda interna saltará de 1.0% en el 2017 a 4.0% en el 2018.

Que la demanda interna pase de crecer 1.0% en el 2017 a 4.0 % en el 2018 será un reto. El peso recaerá en la inversión. La inversión pública aportará 0.7 puntos porcentuales a la mejora, la privada 0.8 puntos. Hay riesgos. Uno es que el gobierno no logre cumplir sus planes de inversión. El otro es que la inversión privada, que es siempre tan difícil de proyectar, no responda como se espera.

JUEGOS PANAMERICANOS: INVERSIÓN PROYECTADA EN EL 2018 (En millones de soles)

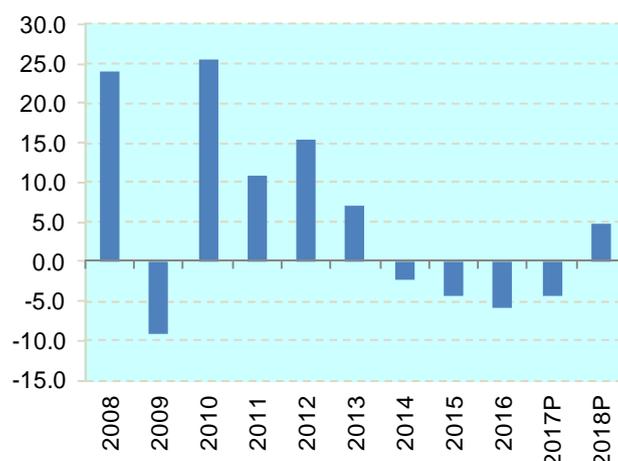
I. Gasto Corriente	547
II. Inversión	1,759
A. Proyectos	1,090
Videna	302
Villa Panamericana	211
Callao	139
Villa Maria del Triunfo	147
San Juan de Miraflores	80
Otros	211
B. Obras complementarias	669
TOTAL	2,306

Fuente: MEF Elab.: Estudios Económicos- Scotiabank

Hay algo más de incertidumbre en el crecimiento del sector privado. El crecimiento del consumo ha desacelerado a niveles por debajo de 3% luego de mantenerse consistentemente cerca de 3.5% en los dos años previos. Si bien el consumo puede rebotar algo al disiparse el impacto de El Niño, una mejora más sólida y sostenida dependerá del crecimiento en el empleo y, por tanto, de la inversión. Proyectamos una mejora leve del consumo de 2.5% en el 2017 y 3.0% en el 2018.

La inversión privada lleva cuatro años de crecimiento negativo. Esta tendencia empezó en el 2013 con el deterioro de los términos de intercambio. Ahora que los términos de intercambio vienen mejorando, muchos vinculan la persistencia de la baja inversión privada a una baja confianza empresarial ante el entorno político y la carga que representa la sobrerregulación. Ambos factores son ciertos. Sin embargo, hay un factor adicional que tal vez sea más fundamental.

INVERSIÓN PRIVADA (Variación porcentual anual)



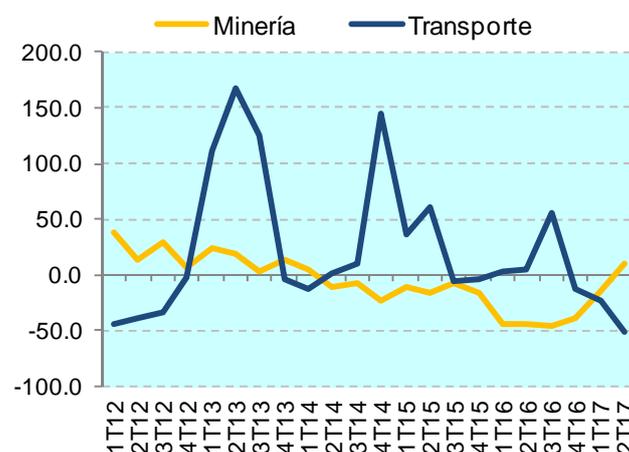
Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

Hasta el 2013, la inversión en capacidad productiva fue muy fuerte ante la expectativa de que la demanda iba a seguir creciendo. El freno en la demanda dejó a muchos sectores con capacidad instalada ociosa. El problema de fondo para la inversión privada no es uno de confianza, sino de la baja demanda que enfrentan las empresas.

Para el 2018, una mayor demanda pública ayudará a revertir este factor. A esto se agregará una inversión minera que dejará de caer. Después de cuatro años de caída fuerte, la inversión minera ya está cerca de niveles mínimos para las operaciones. No esperamos mucha reactivación de la inversión minera, pero que deje de caer ya es bastante.

Ante todos estos factores, nuestra proyección es que la inversión privada crecerá 4.7% en el 2018. Sigue siendo un crecimiento bajo, pero contrasta con caídas fuertes desde el 2013.

INVERSIÓN EN MINERÍA E INFRAESTRUCTURA DE TRANSPORTE (Variación % nominal)



Fuente: MINEM, OSITRAN, Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

Crecimiento sectorial

El 2017 será un año de cambios significativos en los sectores líderes del crecimiento. En el 2016, cuando el PBI creció 4.0%, la minería aportó 2.3 pp. Es decir que, excluyendo minería, el crecimiento habría sido solo de 1.7%. En la primera mitad del 2017, la minería inicialmente y luego la pesca, siguieron liderando el crecimiento. El PBI creció 2.3% en el primer semestre, en agregado, pero sólo 1.3% si se excluye minería, pesca y la manufactura vinculada a esta última actividad.

A partir de la segunda mitad del 2017, el aporte de la minería y la pesca va a ser notablemente menor, y el crecimiento dependerá más de los sectores no primarios. Algunos sectores, como la agricultura y el comercio, experimentarán un natural rebote post-Niño. Otros, como construcción y servicios, mejorarán ante el incremento en la inversión pública y privada.

En el 2018 el crecimiento sectorial será desigual en magnitud, pero generalizado, dado que no esperamos shocks económicos como en el 2017. A diferencia de los últimos dos años, el crecimiento del PBI dependerá de los sectores no primarios, vinculados a la demanda interna. El segundo semestre será revelador al respecto. Nos dirá qué tan robusto es el crecimiento sin la contribución de los recursos naturales, y qué tan agresivo será el gobierno en sus planes de inversión pública en la práctica.

Construcción es un sector paradigmático respecto del cambio en motores de crecimiento. De caer en los últimos años (-3.1% en el 2016), esperamos un crecimiento de 6.2% en el 2018.

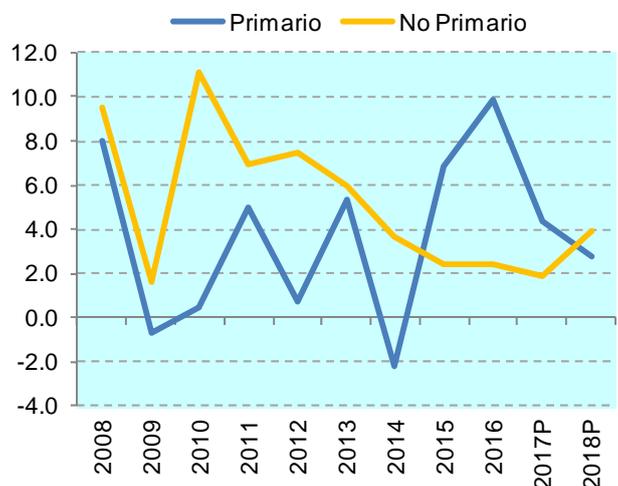
PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTOR (Variación porcentual real)

	2016	2017P	2018P
Agropecuario	2.3	1.5	3.2
Pesca	-10.1	30.1	-2.8
Minería e hidrocarburos	16.3	3.4	3.2
Minería	21.2	4.2	3.0
Hidrocarburos	-5.1	-1.0	4.0
Manufactura	-1.4	1.6	2.3
Primaria	-0.9	10.1	1.3
No primaria	-1.6	-1.4	2.7
Electricidad y agua	7.3	3.0	5.0
Construcción	-3.1	-2.0	6.2
Comercio	1.8	1.6	3.3
Servicios	4.3	3.2	4.0
PBI	4.0	2.5	3.7
Sectores Primarios	9.5	4.3	2.8
Sectores No Primarios	2.4	1.9	3.9

Fuente: INEI, Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Un sector de particular interés es el de Manufactura No Primaria. Este sector viene cayendo durante cuatro años, debido a varios factores: una débil demanda regional; cambios en el comercio internacional de textiles; la desaceleración de la demanda interna. Estos factores deben mejorar en el 2018. Entre los productos de exportación, el importante sector de textiles parece que ya se estabilizó. Si bien las economías regionales siguen débiles, ya no están desacelerando. Pero, lo más importante en nuestro estimado de crecimiento de 3.7% en el 2018 es la mejora en la demanda interna (de 1.0% a 4.0%), y en especial del consumo (de 2.5% a 3.0%).

EVOLUCIÓN PBI PRIMARIO Y NO PRIMARIO (Variación porcentual real)



Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Política monetaria y precios

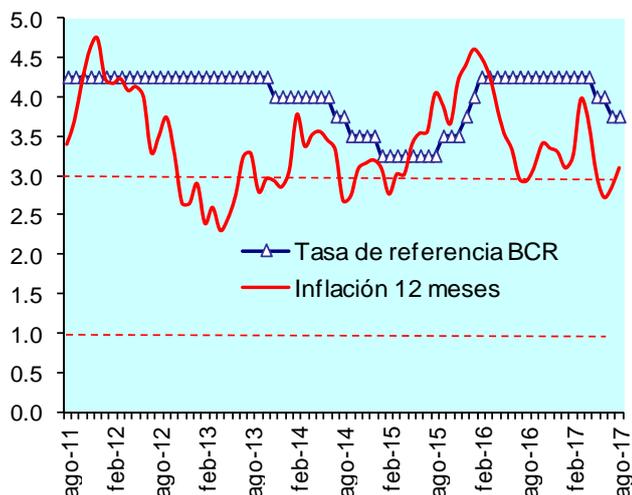
La inflación ha sido volátil en el 2017, lo cual es propio de un año afectado por El Niño. La inflación de 12 meses subió de 3.1% en enero a 4.0% en marzo, un nivel que empezaba a preocupar. Luego corrigió a 2.7%, dentro del rango meta del BCR, sólo para salir nuevamente por encima de 3%. Nuestra expectativa es que la inflación vuelva al rango meta para fines del 2017 (2.8%) y que se mantenga allí en el 2018 (2.8%). Ante la ausencia de presiones de demanda, el riesgo de error vendría por el lado de algún shock de oferta, por ejemplo, otro Niño en el 2018.

Con la inflación bajo control, el BCR ha centrado su preocupación en el bajo crecimiento de la demanda interna. Luego de mantener su tasa de referencia estable en 4.25% durante más de un año, empezó a reducir la tasa en abril. Es posible que siga con su política expansiva hasta llevar la tasa a 3.50%, especialmente si observa un retraso en el incremento en el gasto público. No esperamos que reduzca la tasa por debajo de 3.0%, puesto que no vemos un escenario probable en que el BCR pueda considerar que se amerite.

Recientemente, hemos reducido nuestra proyección de tipo de cambio de 3.25 a 3.22 para fines del 2017, y de 3.20 a 3.18 para fines del 2018. Los fundamentos apuntan a una apreciación mayor que esto, pero el BCR ha venido impidiendo que esta apreciación ocurra. Gracias al BCR, el tipo de cambio se ha mantenido muy estable, en 3.24-3.25, durante la mayor parte del 2017, a pesar de que los precios de los metales y, por tanto, las cuentas externas, han mejorado más de lo que habíamos esperado.

La novedad inesperada del 2017 ha sido la debilidad del dólar a nivel mundial. Esto ha puesto una presión adicional a la baja al tipo de cambio (fortalecimiento del sol), que el BCR está frenando vía compras de divisas en el mercado cambiario. El cambio en la tendencia del dólar mundial es un evento significativo. Si antes los fundamentos del sol y el movimiento del dólar iban en sentido contrario, últimamente los dos han ido en la misma dirección. Ante esto, la tentación es ser más agresivos en nuestras proyecciones de apreciación del sol. Hay tres razones para tener cuidado al respecto. La primera es que el BCR puede seguir interviniendo con fuerza para evitar una mayor apreciación. La segunda es que los precios de los metales han subido mucho y muy rápido, por lo que hay un riesgo de una corrección, con implicancias para el tipo de cambio. La tercera es que no es claro qué tan duradera será la debilidad del dólar. El dólar también se ha debilitado con mucha fuerza y velocidad, y frecuentemente un movimiento así es seguido de un rebote. Hay un conjunto de factores que explican la debilidad del dólar y que no tienen que ver con el dólar, sino con el euro, que tiene un peso de 58% en la canasta del dólar (DXY).

INFLACIÓN Y TASA DE REFERENCIA (En porcentaje)



Fuente: BCR, INEI, Estudios Económicos - Scotiabank

El descenso de las posiciones largas (apuestas a favor del dólar) en el mundo refleja que no hay mucho apetito en el mundo por el dólar. Donde sí hay apetito es por bonos de mercados emergentes. La tenencia de estos bonos por parte de inversionistas extranjeros se ha elevado, en el caso del Perú de 38% en Dic.16 a 46% a Jul.17, lo que significa el ingreso de más dólares. Cabe advertir que este mayor apetito por activos de mercados emergentes ha venido acompañado por un muy bajo nivel de coberturas, lo que se traduce en mayor riesgo cambiario y de estabilidad financiera, ante la eventualidad de algún suceso inesperado.

PRECIO PROMEDIO DE METALES (En US\$)

Mineral	Unidad	2016	2017P	2018P
Oro	Onza	1,248	1,250	1,300
Plata	Onza	17.11	17.40	18.50
Cobre	Libra	2.21	2.65	2.80
Zinc	Libra	0.95	1.25	1.40
Plomo	Libra	0.85	1.00	1.05

Fuente: Estudios Económicos - Scotiabank

Balances externos

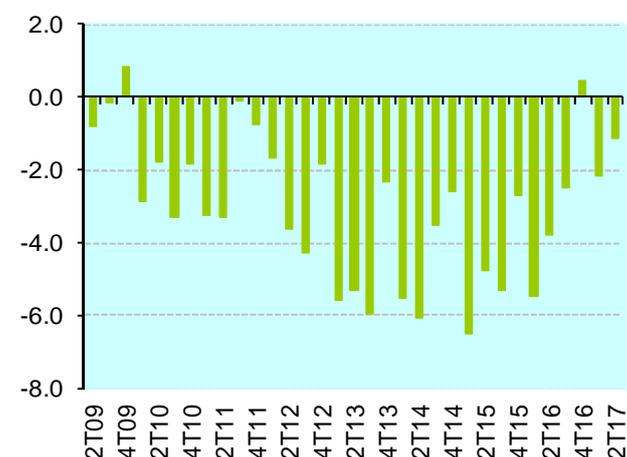
La mejora en las cuentas externas este año ha sido notable. La Balanza Comercial registró un superávit de US\$2.250 millones durante el primer semestre del 2017 (1S17), lo que contrasta con el déficit de US\$670 millones reportado durante el 1S16. Esperamos que la balanza comercial cierre el 2017 en US\$5,289 millones, el mayor superávit en cinco años.

Esta mejora se debe al incremento en los precios de los metales, un mayor volumen de exportación de cobre (gracias a nuevos proyectos que entraron en operación), de harina de pescado (debido a la mayor captura de anchoveta) y de exportaciones agroindustriales, así como a la caída en las importaciones de bienes de capital.

Para el 2018 esperamos un superávit comercial de US\$4,826 millones. Esperamos una mejora en precios promedios de los metales, asumiendo que los precios spot de mediados del 2017 sean una señal de precios robustos también en el 2018. Sin embargo, el volumen de metales ya no aumentará significativamente, por lo que el crecimiento de exportaciones será menor, 3.6% vs 15.6% en el 2017.

La cuenta corriente ha bajado de un pico de 4.8% en el 2015, a un rango estimado de 2.0% en el 2017-2018. Este es un nivel cómodo para los mercados internacionales, y no debería gatillar movimientos fuertes de capital de corto plazo y presiones cambiarias volátiles.

BALANZA EN CUENTA CORRIENTE (% del PBI)



Fuente: BCR Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

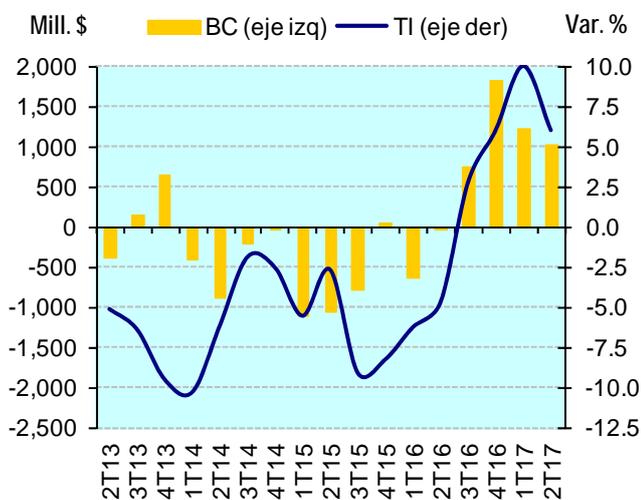
Esperamos que las importaciones aumenten 6.3% en el 2017, luego de crecer 8.6% en el 1S17. Las razones detrás no apuntan necesariamente a una mejora en la demanda del país, sino a factores excepcionales.

La importación de insumos (21.3% en 1S17) ha venido subiendo ante el alza en el precio internacional del petróleo (de US\$39 en 1S16 a US\$50 en 1S17), un mayor volumen, por los problemas del oleoducto norperuano, y por la necesidad de importar insumos agrícolas para compensar el impacto de El Niño.

El impacto de El Niño también incidió en el 8.1% de crecimiento de los bienes de consumo (mayores compras de arroz y azúcar). En cambio, la tendencia de importaciones de bienes de capital (-5.7% en 1S17) está más en línea con la realidad interna de la economía y la evolución de la inversión privada y pública.

Para el 2018 esperamos un crecimiento de 5.4% de las importaciones, con un significativo repunte de bienes de capital.

BALANZA COMERCIAL Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (En millones de US\$ y var. % anual)



Fuente: BCR Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

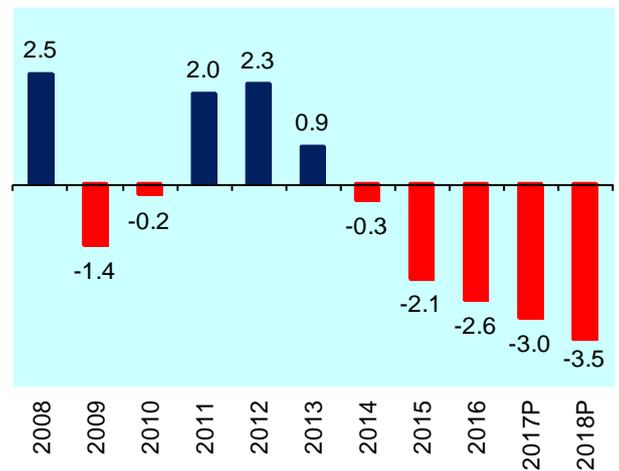
Situación fiscal

La situación fiscal es un poco contradictoria. No es mala, pero es riesgosa. El 2016 cerró con un déficit de 2.6% del PBI, pero para lograrlo se implementó una política fuertemente contractiva. El gobierno está dispuesto a dejar subir el déficit por un tiempo, para lo cual modificó la ley para permitir elevar el techo legal de los déficits. Se incrementó el techo del déficit de 2.5% a 3.0% para el 2017 y de 2.3% a 3.5% en el 2018. Nuestras proyecciones apuntan a que el gobierno no supere sus metas de déficit fiscal.

Si bien nuestra cifra de déficit para el 2017 cae dentro de los márgenes de la ley, lo hace por razones inconvenientes: por insuficiencia del gasto más que por holgura de la recaudación. El presupuesto del 2017 establecía un déficit de 2.5% del PBI, un incremento de la recaudación de 10% en términos nominales y un incremento del gasto público no financiero de 6.5%. La realidad del 2017 va a ser, según nuestras estimaciones, de una recaudación creciendo 4%, y un gasto aumentando 6%. Es decir, la demora en el gasto es lo que está manteniendo el déficit en sus límites legales.

Para el 2018, las posibilidades son amplias. Si el gobierno logra aumentar el gasto como esperamos, y la recaudación sigue débil, existiría un riesgo real de un déficit que supere el techo legal.

DÉFICIT FISCAL (% del PBI)



Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Inversión en infraestructura y reconstrucción

En el 2017, se esperaba que la inversión en infraestructura vía APPs fuera el motor de crecimiento. Pero, esto no se dio, ante las dificultades en implementar los proyectos de infraestructura en el país. Nuestra proyección es que la inversión en infraestructura será menor en el 2017 que en el 2016. Para el 2018 mejorará la inversión en infraestructura a través de APPs, pero no lo suficiente como para que sea un motor potente. Recién en el 2019 se sentirá con fuerza la inversión en infraestructura.

Por tanto, el motor de la economía en los próximos 18 meses deberá ser el gasto público, a través del gasto en reconstrucción post-Niño, el gasto en los Juegos Panamericanos, y un incremento en la inversión pública tradicional. De estos tres, el más importante debería ser el gasto en reconstrucción, a cargo de la nueva Autoridad para la Reconstrucción con Cambios, que es una entidad que tiene poderes amplios y manejará recursos multianuales establecidos en S/ 23,300 millones.

El 2018-2021

El 2017 ha sido un año difícil. El 2018 será un año de transición, pero es mejor. No es probable que se repita otro año con tantos shocks simultáneos. La economía tiene los elementos para crecer significativamente más en el futuro. El tema está en el timing. Si bien hay algunas señales que apuntan a que el punto de inflexión ya se dio, no se sabe con qué fuerza y trayectoria se va a dar la mejora. Depende de la capacidad de gasto del gobierno, y de la velocidad de reacción de la inversión privada. Depende de la magnitud de injerencia de los problemas políticos y de la manera en que las instituciones remuevan o refuercen los obstáculos institucionales. Lo que hay que recordar, es que el potencial para regresar a un crecimiento mayor en los próximos tres años existe, por varias razones:

1. El 2017 fue un año de shocks fuertes, que no se deberían dar en el futuro. Típicamente, después de un Niño, hay un rebote normal de la economía.
2. Existen los recursos y la intención de realizar el gasto en reconstrucción. Lo que está en duda es la velocidad de ejecución.
3. Si bien hay retraso en la ejecución de la inversión en los proyectos de infraestructura licitados, los proyectos no han desaparecido y eventualmente se van a ejecutar.
4. Proinversión está trabajando en una nueva generación de proyectos de infraestructura a licitar. Es probable que no se vea gasto en estos proyectos antes del 2019.
5. Después de una contracción en la inversión privada de cuatro años, existe una situación de inversión embalsada, que está esperando un gatillo apropiado.
6. Los metales han rebotado significativamente, y el PBI, y en especial la inversión privada, suelen correlacionarse con los términos de intercambio.
7. Los balances macroeconómicos del país son extremadamente fuertes, y hay estabilidad de precios. Esto constituye una base potente sobre la cual crecer.
8. El país ha cambiado. Se ha seguido creciendo a pesar de años de caída de precios de los metales, un Niño que ha sido de los más fuertes en un siglo, escándalos de corrupción, y ruido político, que en el pasado habría llevado a una recesión.
9. Existe una clase media más amplia y sólida, que ha mantenido su nivel de consumo.
10. Las empresas y el sistema financiero son sólidos. Ninguno importante ha quebrado.

Todo lo anterior es una base fuerte para regresar a un crecimiento de 5% en el tiempo, y si la política lo permite.


Estudios Económicos
Guillermo Arbe Carbonel

Pablo Nano Cortez
 Mario Guerrero Corzo
 Erika Manchego Chavez
 Carlos Asmat De La Cruz
 Maria Katya Sahuay
 Katherine Salazar Uriarte

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. 16661