

Reporte Especial

Departamento de Estudios Económicos

OCTUBRE 2019

FORTALEZAS Y DEBILIDADES DE LA ECONOMÍA PERUANA EN UN MUNDO INCIERTO



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.

Fortalezas y debilidades de la economía peruana en un mundo incierto

El mundo ha cambiado

Hace un año el supuesto que parecía más razonable respecto del entorno mundial era que la guerra comercial global sería una batalla breve, con una especie de tratado de paz al final. Hoy, en que la guerra comercial ya lleva dos años, no es tan claro que sea así. Existe un riesgo real de que continúe generando incertidumbre mientras dure el gobierno de Donald Trump. Además, ha devenido en un tema que no es solo comercial, sino que se ha expandido para abarcar el terreno de la guerra tecnológica y hasta sobre hegemonía nacional y empresarial. Su impacto no es sólo sobre el comercio, sino incluye el reordenamiento de la inversión y el posicionamiento empresarial mundial.

Hace un año, si se hablaba de recesión, era como una posibilidad un tanto remota en un futuro relativamente indefinido. La expectativa era que EEUU crecería 2.0% en el 2020. Hoy, casi todos han bajado sus estimaciones de crecimiento. Recientemente, Scotiabank global bajó su proyección nuevamente, de 1.6% a 1.4%, un nivel suficientemente bajo como para admitir la posibilidad de una recesión breve.

Hace un año, la expectativa era que la Reserva Federal (FED) de los EE.UU. subiría su tasa de interés de referencia a niveles de 3% o más. Hoy los analistas compiten en proyectar reducciones cada vez mayores en la tasa de referencia. Scotiabank global espera que la FED baje la tasa de referencia de 2% hoy a 1.75% de acá a un año. Pero, incluso esta visión está cambiando.

Hace un año, el Congreso elegido en el 2016 estaba en funciones, el ciclo electoral recién empezaba en el 2021, y no había cuestionamiento a la legitimidad de las decisiones políticas del Ejecutivo o del Congreso. Hoy, hay un marco político muy diferente y bastante menos claro.

Hace un año había razones para pensar que la tensión política interna podría moderarse, permitiendo al gobierno dedicar más tiempo a administrar la economía, sin tanta distracción de la política. Hoy, es claro que el nivel de tensión sigue alta, si es que no ha aumentado.

Hace un año había cierta expectativa de que, a pesar del riesgo de conflicto social, el gobierno mostraría el deseo de impulsar a Tía María, y un camino para hacerlo. Hoy, ni el deseo ni el camino están claros.

Hace un año había riesgos. Hoy, vemos que muchos de estos riesgos se han materializado.

Crecimiento del PBI

Tal vez el riesgo mayor sea que este entorno global, que ya ha afectado los precios de los metales industriales, los afecte más. La correlación entre crecimiento del PBI y los términos de intercambio es, históricamente, muy fuerte.

La incertidumbre y tensión tanto global como interna está afectando la inversión privada. Muy probablemente, también esté afectando la capacidad del gobierno de ejecutar inversión pública. Es, principalmente, este doble efecto lo que nos lleva a reducir nuestras proyecciones de crecimiento para el 2020, de 3.7% a 3.0%. Proyectar un número redondo es adrede. Persiste mucha incertidumbre, y el rango de error es alto. También estamos reduciendo nuestra proyección para el 2019 de 3.1% a 2.3%.

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

	2018	2019P	2020P
Sector Real (var. % real)			
PBI	4.0	2.3	3.0
Demanda interna	4.2	2.7	3.0
PBI primario	3.5	-0.9	2.7
PBI no primario	4.2	3.4	3.3
Inversión privada	4.2	2.3	1.1
Inversión pública	6.8	0.5	4.6
Consumo privado	3.8	3.2	3.2
Sector Externo (mill. US\$)			
Exportaciones	49,067	47,146	48,869
Importaciones	41,870	41,633	43,247
Balanza Comercial	7,197	5,513	5,622
RIN	59,819	68,902	69,900
Sector Fiscal (% del PBI)			
Balance Fiscal	-2.3	-2.0	-2.0
Sector Monetario (en %)			
Inflación	2.2	2.0	2.0
Tipo de cambio (S/por US\$)	3.37	3.35	3.42
Tasa de referencia	2.75	2.25	2.25

Fuente: Estudios Económicos - Scotiabank Perú

PRODUCTO BRUTO INTERNO (Variación porcentual anual)



Fuente: INEI. Proyecciones: Estudios Económicos - Scotiabank

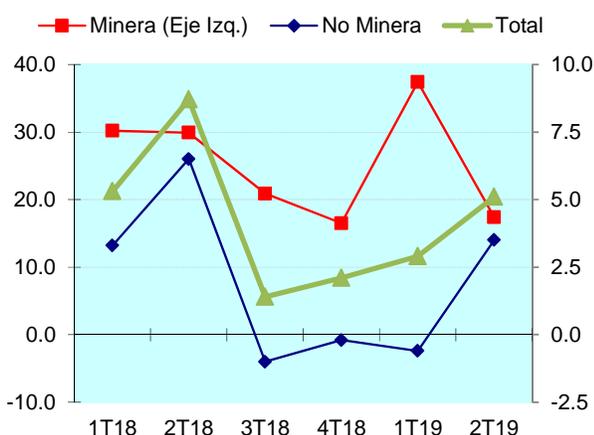
Nuestras proyecciones parecieran sugerir que el 2020 (PBI 3.0%) será algo mejor que el 2019 (2.3%). Sin embargo, si uno mira debajo de la superficie, no es tan evidente que sea así. Una gran diferencia entre los dos años es el PBI primario. El 2019 viene siendo un mal año para los sectores primarios. En cambio, el 2020 debe ser un año más normal para estos sectores (siempre que no haya un Niño). En el 2019 esperamos que el PBI primario caiga 0.9%, para luego crecer 2.7% en el 2020.

Donde vemos mayor riesgo en el escenario económico del país es en la inversión, tanto privada como pública, y, en menor medida, en el sostenimiento de niveles robustos de crecimiento de consumo y empleo. Lo que no está en riesgo es la estabilidad de precios y la fortaleza de los balances macroeconómicos.

El crecimiento del 2020 en particular va a depender de cuánto van a crecer la inversión privada no minera, y la inversión pública del gobierno central. Ambos son difíciles de pronosticar, especialmente en el estado de incertidumbre global y local que existe hoy. Pero, por lo mismo, no hay razones para ser muy optimistas. Hemos reducido nuestra proyección de la inversión privada de 4.0% a 1.1%. Esto significa que la inversión no minera crecería cerca de 0%, en vez de 3%. No estamos viendo señales en la demanda de crédito corporativo que nos indique una mejora en la inversión en los próximos dos o tres trimestres.

Esto puede cambiar. Después de varios años de crecimiento negativo en la inversión privada, el exceso de capacidad productiva debe haberse reducido. Sin embargo, con la demanda interna creciendo a tasas bajas, las empresas no están presionadas para invertir con premura, y muchas de ellas pueden esperar a que se despeje la incertidumbre política y global del 2020. Si bien las empresas no han estado invirtiendo en aumentos de capacidad, muchas sí han invertido en tecnología. Ha habido cierta transformación y mejora de productividad escondida detrás de las bajas tasas de crecimiento, que aflorará de una u otra forma eventualmente.

INVERSIÓN MINERA Y NO MINERA (Variación porcentual anual)



Fuente: BCR. Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

La inversión de los gobiernos locales y regionales debe aumentar, como suele ocurrir conforme nos alejamos en el tiempo del periodo de cambio de autoridades. Pero, la inversión pública, tanto nacional como regional, sería posiblemente mayor en un entorno de mayor calma política. Estamos reduciendo nuestra proyección de inversión pública de 6.5% a 4.6%. En parte, es una cuestión de base. Para el 2019 hemos aumentado nuestra proyección de -1.5% a 0.5%, en buena parte debido a que la caída en la inversión de gobiernos locales y regionales ha sido menor que en ciclos político-electorales pasados.

Dados los recursos fiscales existentes, y las necesidades de gasto que hay, existe mucho potencial para que la inversión pública crezca bastante más que 4.6% en el 2020. Sin embargo, no somos optimistas en parte porque tememos que la tensión política y la confusión respecto de las elecciones adelantadas distraigan a las autoridades, de manera que no se le dé una mayor prioridad a la ejecución de los planes de inversión.

PBI Y DEMANDA INTERNA (Variación porcentual anual)

	2018	2019P	2020P
PBI	4.0	2.3	3.0
Importaciones	3.4	1.6	3.3
Demanda interna	4.2	2.7	3.0
Consumo privado	3.8	3.2	3.2
Consumo público	0.8	2.4	2.5
Inversión bruta fija	4.7	1.9	1.8
Privada	4.2	2.3	1.1
Pública	6.8	0.5	4.6
Exportaciones	2.7	0.5	3.6

Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos- Scotiabank

Los fundamentos del consumo están bien, aunque desacelerando, por lo que hemos reducido nuestra proyección de consumo privado de 3.5% a 3.2%. Durante los últimos dos años el consumo privado ha sido uno de los pilares de crecimiento, en buena medida gracias a que unos pocos sectores intensivos en mano de obra han mantenido cierto dinamismo en la economía, incluyendo la agroindustria, la inversión minera, el turismo y la construcción inmobiliaria.

La construcción se ha mantenido bastante resistente, y esperamos que siga liderando con un crecimiento de 4.8% en 2020. La inversión minera es más fácil de proyectar, ya que se conoce bien los proyectos. En el 2020 seguirá creciendo la inversión en el sector, gracias principalmente a Quellaveco, pero sólo 8%, por debajo de los ritmos de 26% y 19% en el 2018 y 2019. Por tanto, su contribución al empleo será menor.

La agroindustria ha pasado por un periodo de fuerte crecimiento, con agroexportaciones aumentando 9% en el 2017 y 15% en el 2018. Sin embargo, esto es un ritmo difícil de mantener, y hay señales de desaceleración. Entre enero y agosto del 2019 las agroexportaciones sólo crecieron 5%. Por tanto, es de esperar que la contribución del sector a la generación de empleo también desacelere.

Últimamente ha surgido un nuevo “sector” bastante dinámico, aunque aún incipiente, que ha venido también contribuyendo al crecimiento en alguna medida. La contribución de formatos de negocios en base a aplicativos no está bien identificada en la data, pero evidencia indirecta, como su impacto en la bancarización, pareciera indicar que algo está contribuyendo al empleo y al consumo en los últimos 18 meses. El potencial de esta nueva APPeconomía da cierto sesgo de error positivo (upside) a nuestras proyecciones de consumo.

PBI POR SECTOR ECONÓMICO (Variación porcentual anual)

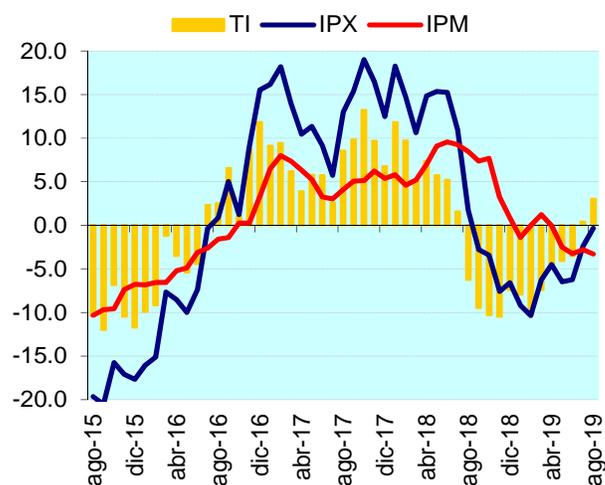
	2018	2019P	2020P
Agropecuario	7.5	3.7	3.0
Pesca	39.7	-15.4	7.9
Minería e hidrocarburos	-1.3	-0.7	2.2
Minería	-1.5	-1.0	2.3
Hidrocarburos	0.0	1.4	1.7
Manufactura	6.1	-1.1	2.0
Primaria	12.7	-7.0	3.4
No primaria	3.9	1.2	1.5
Construcción	5.3	4.4	4.8
Comercio	2.6	2.8	2.8
Servicios	4.4	3.9	3.6
PBI	<u>4.0</u>	<u>2.3</u>	<u>3.0</u>
Sectores Primarios	3.5	-0.9	2.7
Sectores No Primarios	4.2	3.4	3.3

Fuente: INEI, Proyecciones: Estudios Económicos- Scotiabank

Por el lado positivo, los términos de intercambio (TI), que cayeron 6% en la primera mitad del 2019, mejoraron a partir de julio. La evolución de los términos de intercambio en adelante dependerá de los eventos globales, y si bien persiste el riesgo de un nuevo deterioro, existe una muy buena posibilidad de que se estabilicen.

También hay razones para pensar que se está dando una mejora en la productividad debido al cambio tecnológico, y que también está dando algo de soporte a la economía. Esto es algo difícil de medir, pero estaría en línea con la transformación tecnológica y la digitalización que se está dando a nivel mundial, y que posiblemente sea la razón principal de la inusual prolongación del ciclo de crecimiento de EEUU. En el Perú se está viendo inversión en mejoras tecnológicas en diferente medida en diversas industrias, a la vez de la formación de nuevos formatos de negocios digitales.

TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (Variación porcentual anual)



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

Balance macroeconómico

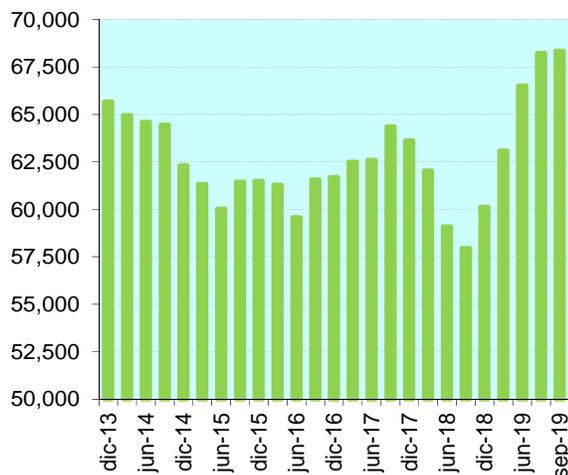
Estamos realizando muy pocos cambios en nuestros balances macroeconómicos, lo cual refleja la solidez y estabilidad que existe.

Los balances externos han desmejorado levemente, pero en general siguen bastante positivos. Hace un año, esperábamos precios de los metales bastante mayores a los actuales, en promedio para el 2019. Un ejemplo importante es el cobre. Esperábamos un precio de cobre en US\$3.00 por libra, 9% mayor al promedio de US\$2.75 en el año a la fecha. Debido, principalmente, a que los precios han estado por debajo de lo esperado, hemos ajustado nuestra proyección de Balanza Comercial mínimamente, de niveles cercanos a US\$5,800 millones a US\$5,500 millones en el 2019 y a US\$5,600 millones en el 2020.

A pesar de esta reducción, estamos aumentando nuestra proyección de reservas de US\$66 mil millones a US\$69 mil millones en 2019, y a cerca de US\$70 mil millones para fines del 2020. Esto refleja la fuerte entrada de capitales financieros que hubo en los primeros tres trimestres del 2019. Este flujo refleja la percepción de fortaleza macroeconómica inusual que tiene el Perú frente a países emergentes pares. Esta fortaleza debe continuar, por lo que es poco probable (aunque no imposible) una fuerte salida de estos capitales.

Sin embargo, en el 2020 es difícil que se repita el fuerte ingreso de capitales financieros del 2019. Con cuentas financieras menos aportantes de reservas, un superávit comercial menor, y alta incertidumbre política interna, en especial si se realizan elecciones adelantadas, nos sentimos más cómodos ante la idea de que el tipo de cambio va a subir, en vez de bajar, en el 2020. Estamos proyectando un tipo de cambio de fin de año de 3.42 para el 2020, frente a 3.35 para el 2019.

RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (En millones de dólares)



Fuente: BCR Elab: Estudios Económicos - Scotiabank

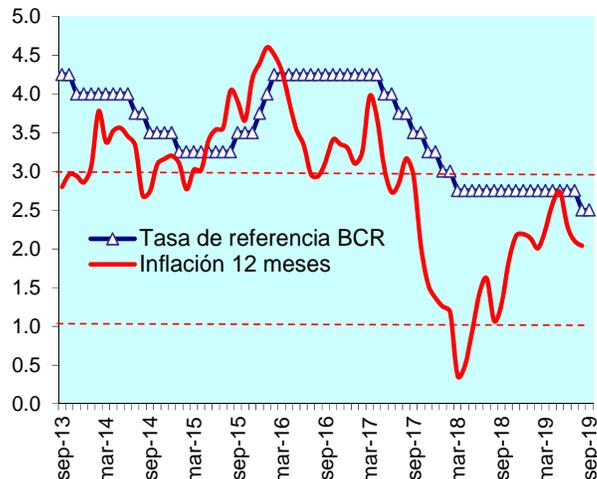
No hemos modificado materialmente nuestra proyección de déficit fiscal ni de deuda pública. Esperamos que se repita en el 2020 el déficit fiscal de 2.0% del PBI que proyectamos para el 2019.

Tampoco hemos modificado materialmente nuestra proyección de inflación. No hay presiones inflacionarias evidentes, internas ni externas (si bien hay cierto riesgo de un fuerte incremento en el precio del petróleo a nivel global), con lo cual es posible que el BCR cumpla su objetivo de una inflación cercana al 2%, el punto medio de su rango meta de 1% - 3%. Esto lleva a la interrogante respecto de si volverá a reducir su tasa de interés de referencia, como hizo en setiembre cuando la bajo de 2.75% a 2.50%. Creemos que hay espacio para una reducción adicional, a 2.25%, y que el BCR querrá realizarla como un seguro, pero también es cierto que el BCR ha dado señales mixtas al respecto. Mantenemos nuestra expectativa de una reducción más, en buena medida por la cantidad de riesgos para la economía que vemos en el 2020.

Más allá del 2020

Hay demasiada incertidumbre para poder vislumbrar con claridad cómo creceremos después del 2020. Sin embargo, dadas las fortalezas que tiene el país en términos de balances macroeconómicos, no existe ninguna razón para crecer a las tasas relativamente bajas a las que estamos creciendo.

INFLACIÓN Y TASA DE REFERENCIA (En porcentaje)



Fuente: BCR, INEI, Estudios Económicos - Scotiabank

La razón principal del bajo crecimiento no es el entorno global, sino la gestión pública. Una mejora en la gestión pública llevaría a aumentar la inversión pública, y, por tanto, la demanda interna, alentando la inversión privada, el empleo y el consumo. Al mismo tiempo, permitiría mayor avance en la inversión en infraestructura, con la consiguiente mejora en la productividad y en el bienestar de la población. No se puede hacer mucho respecto del entorno externo, pero sí depende sólo de nosotros mejorar nuestra propia gestión.

A estas alturas, dada la situación política y el cronograma electoral, esto parece más una tarea para el próximo gobierno. De la mejora en la gestión pública dependerá si en el 2021, año del bicentenario, crezcamos 3% o menos, como en años recientes, o aceleramos para crecer 5% o más, como en el pasado no tan lejano.

Tenemos razones para ser optimistas. Porque tenemos fortalezas macroeconómicas que pocos países tienen, y porque, como sea que crezcamos en el 2021, habremos cumplido 22 años consecutivos de crecimiento, el periodo más largo de nuestra historia reciente.

					
Banca Corporativa y Comercial			Global Banking		
Gonzalo Gil Plano	Vicepresidente Senior Wholesale Banking	211-6810	Luis Felipe Flores	Managing Director & Head Foreign Exchange Latam	211-6250
Estudios Económicos			Sales		
Guillermo Arbe Carbonel	Gerente Principal	211-6052	Juan Manuel Meneses	Director Head of Sales	202-2700
Pablo Nano Cortez	Sub Gerente Economía Real /Sectorial /Regiones	211-6000 ax. 16556	Erika Seminario	Associate Director FX Sales	202-2700
Mario Guerrero Corzo	Sub Gerente Economía Monetaria /Precios /Financiero	211-6000 ax. 16557	Katherina Centeno	Associate FX Sales	202-2700
Katherine Salazar Uriarte	Analista Minería / Commodities / Sectores Primarios	211-6000 ax. 16661	Giannina Mostacero	Associate FX Sales	202-2700
Carlos Asmat De La Cruz	Analista Sectores No Primarios	211-6000 ax. 16853	Takeshi Miyamoto	Associate FX Sales	202-2700
Wendy Villar Charapaqui	Analista Sistema Financiero	211-6000 ax. 16487	Roberto Carranza	Associate FX Sales	202-2700
Ricardo Avila Flores	Practicante	211-6000 ax. 16558	Jhonatan Flores	Associate FX Sales	202-2700
Tesorería			Trading		
Juan Carlos Gavoglio	Vicepresidente de Tesorería	211-6772	Fernando Suito	Managing Director of Trading	202-2710
Enrique Pizarro	Director Balance Sheet Management	202-2720	Antonio Diaz	Associate Director FX Trading	202-2710
Gladys Huamán	Trader MM & Cash Flow	202-2720	Alejandro Guinassi	Associate Director Fixed Income	202-2710
Daniel Defago	Associate FTP & Investment	202-2720	Luis Cruz Dorrego	Associate FX Trading	202-2710
			Scotia Fondos		
Scotia Bolsa			Jose De La Colina Mercado Gerente General 211-6000 ax. 17865		
Cristina León Jiménez	Gerente General	211-6000 ax. 17825	Jonathan Kleinberg	Jefe Mesa de Inversiones	211-6000 ax. 17851
Juan Bruno Calle Mendez	Gerente de Soporte de Negocios	211-6000 ax. 17820	Cynthia Marquez	Trader Inversiones RF	211-6000 ax. 17852
Sylvia Cavassa Alberti	Jefe de Operaciones Bolsa	211-6000 ax. 17727	Jose Ponce	Trader Inversiones RV	211-6000 ax. 17853
Irene De Velasco Mackenzie	Director Head of Institutional Fixed Income	211-8151			
Pamela Sáenz León	Associate Institutional Fixed Income	211-8153			
Paulo Betancourt Sheen	Associate Director of Institutional Equities	211-8150			
Nilo Vasquez Alliaga	Associate Institutional Equities	211-8159			
Juan José Guzmán	Associate Equity Research	211-6851			