

## Reporte Especial

Departamento de Estudios Económicos

MAYO 2020

# VIVIENDO UN PERIODO HISTÓRICO



**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.

## Viviendo un periodo histórico

Proyectamos que en el 2020 el PBI se contraerá entre 9% y 14%. Esta es una crisis inusual. Es poco común que la economía se frene por decisión de las autoridades. Y menos común aún que al mismo tiempo se esté implementando una política de fuerte estímulo de la demanda. Por último, ambos factores son de magnitudes históricamente altas. Es debido a esto que existe un poco de divergencia, al menos en el corto plazo, entre la economía vista desde el lado de la oferta, y la misma desde el lado de la demanda. La ecuación de la oferta está dominada por el Estado de Emergencia y la prohibición a la producción no esencial, mientras que la ecuación de la demanda tiene la ventaja de recibir el impacto de las medidas de estímulo económico. Desde el lado de la oferta, las cuatro fases de lenta reapertura, si no se acelera, sugiere una contracción de 14% del PBI en el 2020.

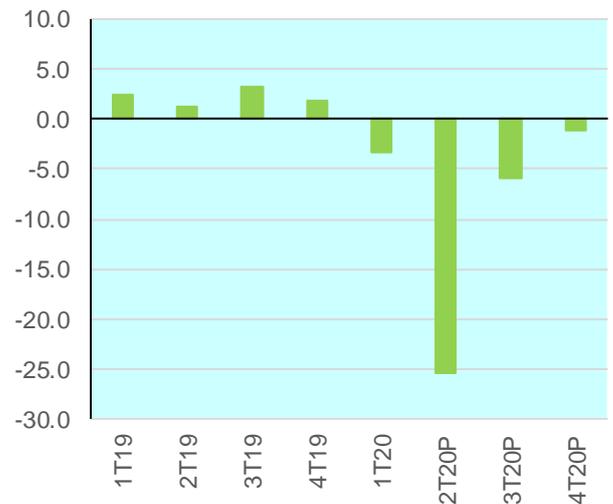
Al mismo tiempo, sin embargo, se está movilizandando una cantidad prodigiosa de recursos hacia la demanda. Son al menos 8% a 10% de PBI en recursos tanto públicos como de ahorro privado que entrará a la economía. Son recursos que están desvinculados del proceso productivo actual. No todo irá a gasto, algo irá a provisionar, a ahorrar, a reducir deuda, pero una gran parte ayudará a compensar, parcialmente, la caída en el empleo e ingresos de los hogares. Tomar esto en cuenta arroja una contracción en el PBI más cercano al 9%. Es decir, las empresas enfrentarán una demanda contraída en 9%, si tan solo pudieran empezar a operar a tiempo para atenderla.

Igual, tal vez no sea útil mirar las proyecciones anuales. El 2020 no es un año de actividad económica homogénea ni de tendencia fluida, sino de quiebre. Hubo un primer quiebre el 16 de marzo, y se está produciendo un segundo quiebre en mayo. Hay un antes y un después del Estado de Emergencia, y lo que importa, hoy, no es cuánto se va a crecer en el año, sino qué es lo que van a encontrar las empresas cuando puedan volver a operar. Una cifra de crecimiento anual no refleja bien los quiebres del año y el mundo post-crisis.

En estos tiempos en que las empresas están lidiando con decisiones de manejo de personal, reajustes de presupuestos y gastos, lo importante a considerar es que la economía en el segundo semestre del 2020 será bastante mejor que en el primer semestre, pero al mismo tiempo, seguirá por debajo del segundo semestre del 2019. Proyectamos que el PBI en 2S20 puede crecer entre 15% y 20% respecto del 1S20. Esto, sin embargo, significará una caída entre 4% y 7% respecto del 2S19.

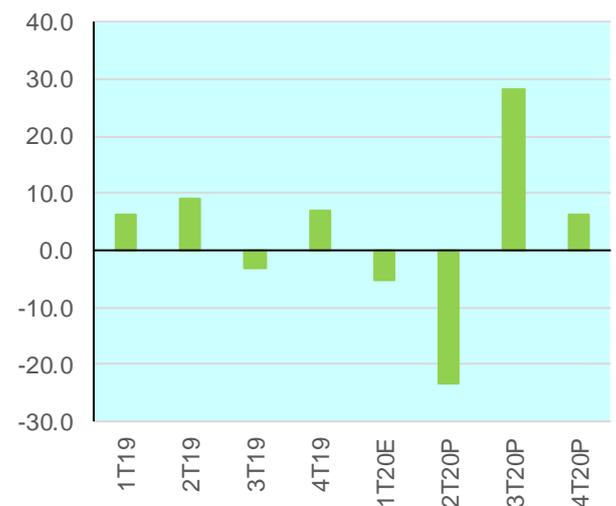
El siguiente gráfico muestra lo que podría ser el crecimiento trimestral respecto del mismo periodo del año previo, como se suele presentar. El gráfico que le sigue es aún más llamativo. Muestra el crecimiento de cada trimestre respecto del trimestre anterior en términos desestacionalizados. Las empresas tendrán que ser bastante ágiles para ajustar sus niveles de producción a esta magnitud de variación.

## PRODUCTO BRUTO INTERNO - PBI (Variación porcentual anual)



Fuente: BCR Proyecciones: EstudiosEconómicos-Scotiabank

## PBI DESESTACIONALIZADO (Variación porcentual trimestral)



Fuente: BCR Proyecciones: EstudiosEconómicos-Scotiabank

## Retos e incertidumbres de la reapertura

El periodo 2020-2021 será de una incertidumbre y volatilidad inusual. Todas las variables relevantes para el crecimiento están en movimiento. El 2020 es un año dominado por decisiones discrecionales del gobierno.

Los planes de reapertura de la economía no están perfectamente definidos, y el cronograma irá variando según vayan evolucionando las cosas. Además de tentativo, es un cronograma condicionado. Las empresas necesitarán tiempo, y algún grado de inversión, para adoptar protocolos de saneamiento y aforo antes de abrir, ya que algunos protocolos podrían requerir modificaciones significativas en los centros de trabajo. Restablecer las cadenas de suministros y distribución tomará cierto tiempo.

Además, las empresas que empiecen a operar probablemente no lo hagan al 100% de su producción anterior porque no van a enfrentar el 100% de su demanda anterior. No es claro cómo evolucionará el comportamiento de distanciamiento social en el tiempo, cómo cambiarán los patrones de consumo, transporte, etc.

Los programas de reapertura y protocolos de salud están enfocados en la economía formal. Cómo se adaptarán y responderán las actividades del sector informal es poco claro. No es clara la velocidad con que los recursos de estímulo monetario y fiscal fluirán efectivamente hacia la demanda. Tampoco es evidente la magnitud del daño a las cadenas de pago y logísticas, y con qué rapidez se podrán reestablecer. Finalmente, ¿cuándo aparecerá una vacuna o tratamiento confiable para COVID-19? Habrá un antes y un después económico alrededor de esta fecha.

Dados todos estos factores de incertidumbre, parece atrevido proyectar el crecimiento, y poco realista proponer una cifra exacta. Nuestra proyección referencial de una contracción del PBI un rango de entre 9% y 14% necesariamente incluye algunos supuestos relativamente heroicos respecto de magnitud y duración de impactos.

### ¿Es posible que las cosas vayan mejor?

El actual es, sobre todo, un shock interno. Son las medidas del Estado de Emergencia, la decisión de cerrar parte de la economía, lo que está generando la contracción económica. El futuro sigue, en gran medida, en manos de las decisiones del gobierno.

## PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS

	2019	2020P	2021P
<b>Sector Real (var. % real)</b>			
PBI	2.2	-9.0	7.0
Demanda interna	2.3	-9.7	6.8
PBI primario	-1.2	-5.4	5.8
PBI no primario	3.3	-10.0	7.4
Consumo privado	3.0	-2.8	2.6
Consumo Público	2.4	13.1	2.6
Inversión privada	4.0	-25.2	13.0
Inversión pública	-2.1	-19.5	10.0
<b>Sector Externo (mill. US\$)</b>			
Exportaciones	47,688	38,968	44,560
Importaciones	41,074	32,768	36,850
Balanza Comercial	6,614	6,200	7,710
RIN	68,316	73,000	74,000
<b>Sector Fiscal (% del PBI)</b>			
Balance Fiscal	-1.6	-9.0	-5.0
<b>Sector Monetario (en %)</b>			
Inflación	1.9	1.1	1.7
Tipo de cambio (S/ por US\$)	3.31	3.45	3.40
Tasa de referencia	2.25	0.25	0.50

Fuente: Estudios Económicos - Scotiabank Perú (SBP)

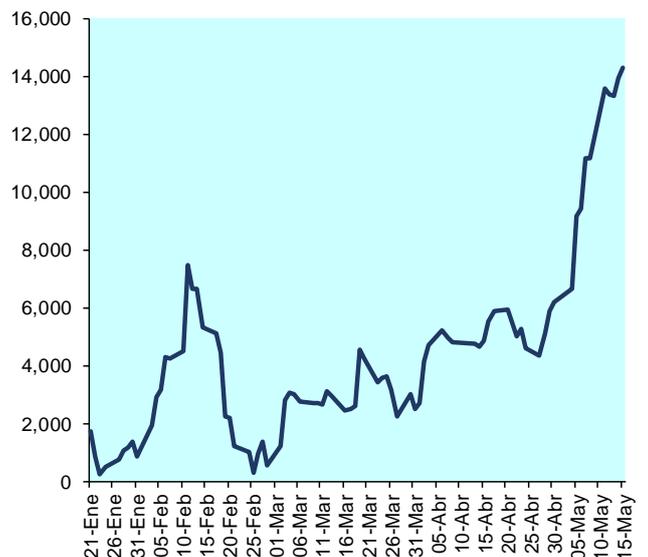
Es notable la expectativa de que el rebote post-COVID19 será relativamente sólido. La premisa parece ser que la crisis no producirá ningún daño estructural en la economía, lo cual no es tan claro, en realidad. Existe un riesgo real de que los problemas de demanda, de empleo, suministros, logística, transporte, postergación de pagos y entorno global, sí generen un daño estructural.

La respuesta fiscal y monetaria de contención y recuperación ayudará a evitar una caída mayor de la economía y hacer que la salida sea más expedita. Pero, no evitará que la economía se contraiga.

El problema principal para la recuperación tal vez sea el empleo. La pérdida de empleo, y de ingresos de los hogares en general, es algo difícil de revertir. Muchas industrias contemplarán cambios que pueden generar una pérdida permanente, o al menos prolongado, de puestos de trabajo. Ante esto, el reto es cómo generar nuevos puestos de trabajo. Esto va a requerir inversión pública e incentivos para la inversión privada. Salvo retomar algunas obras de infraestructura, los planes del gobierno, una vez que se pase de la etapa de contención de COVID19, no parecen muy definidos. Sin embargo, es difícil ver otra forma de hacer más rápida y sostenida la recuperación económica que estimulando la inversión pública y privada.

Si ha habido una cosa que se ha mantenido bien es la disponibilidad de liquidez a bajo costo. El manejo de la liquidez de parte del BCR es una fortaleza institucional. No existe un problema de falta de liquidez a nivel macroeconómico (aunque sí para empresas individuales). Esto posibilita que muchas empresas puedan evitar entrar en quiebra en un grado mucho mayor que en crisis de esta magnitud en el pasado. Los programas del BCR y MEF de proporcionar y garantizar fondos, y las decisiones de los bancos de reprogramar deudas, han generado una base de soporte importante para una recuperación más extendida y sólida.

## LIQUIDEZ DIARIA DE LA BANCA (En millones de S/.)

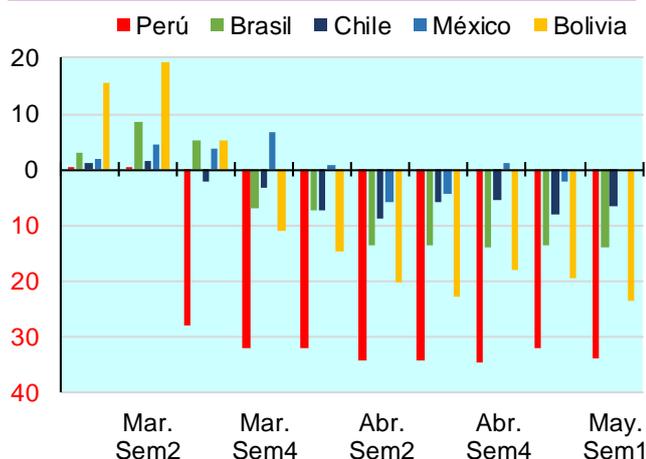


Fuente: BCR. Estudios Económicos - Scotiabank Perú.

## Contexto externo

La situación actual no es, principalmente, de un shock externo. El impacto de las medidas internas es mayor al impacto del contexto externo. La contracción del Perú compara desfavorablemente con la de nuestros pares en la región (ver cuadro). Esto se debe a que las medidas de emergencia del gobierno han sido mucho más drásticas, como lo demuestra el gráfico que compara el impacto de la crisis en la demanda de electricidad en la región.

### GENERACIÓN DE ELECTRICIDAD - REGIÓN (Var.% respecto a última semana de febrero)



Fuente: COES, ONS, CEN, CND y CENACE  
Elab.: Estudios Económicos Scotiabank

Sin embargo, el contexto externo también es complicado. Según proyecciones del área de Research de Scotiabank global, la economía mundial sufrirá una contracción de 2.8% en el 2020, para luego rebotar 5.9% en el 2021. En el caso de los EEUU, Scotiabank proyecta una contracción de 6.3% en el 2020, (un crecimiento de 7.0% en el 2021). La Eurozona caería 6.1% en el 2020 (+3.9% en el 2021).

China, sin embargo, crecerá 1.6% en el 2020, para luego acelerar 8.5% en el 2021. Estas proyecciones se publicaron el 17 de abril, y probablemente se hayan modificado en alguna medida desde entonces, en vista de que también afuera la rapidez de los acontecimientos, profusión de noticias, y la alta incertidumbre en general, hacen que las proyecciones queden desactualizadas muy rápidamente. Lo claro es que habrá una contracción económica mundial profunda y casi generalizada en 2020, pero con importantes diferencias regionales. La contracción será mayor en las Américas y Europa, y menor en Asia.

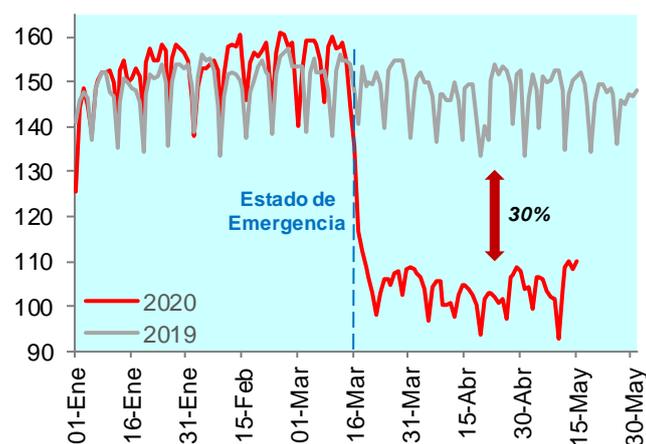
No es el bajo precio de los metales ni el deterioro en los términos de intercambio lo que más está pesando sobre la economía del Perú en esta coyuntura. Esto se debe en parte a que Asia ya viene saliendo de lo peor de la crisis, y en parte debido a que el shock global también está afectando la producción mundial de los metales, y no sólo la demanda. Otra diferencia con shocks externos anteriores es que los mercados financieros globales no han sido tan volátiles, y su contagio a los precios de activos locales ha sido más moderado.

Ha sido importante para sostener a los mercados financieros, las políticas ultra expansivas de los principales bancos centrales del mundo.

## Componentes de demanda

Antes del Estado de Emergencia, la economía venía creciendo bien, incluso algo mejor de lo esperado, 3.0% en enero y 3.8% en febrero. La cifra de contracción de 3.4% (caída de 16.3% en marzo) ya recoge parte del Estado de Emergencia. Desde el 15 de marzo, según el gobierno, la economía estaría operando a un 44%. La exactitud de la cifra es engañosa, pero la orden de magnitud parece razonable. Algunos indicadores refrendan la profundidad de la contracción de la economía durante el Estado de Emergencia. Por ejemplo, la demanda (generación) de electricidad, que venía creciendo 3% antes del 15 de marzo, cayó rápidamente a niveles de -30%. Al respecto, es interesante lo estable que se ha mantenido desde que cayó con el inicio de la cuarentena, lo cual sugiere que una parte de la economía se apagó rápidamente, y luego este estado se mantuvo sin variación hasta muy recientemente. Desde que empezó la fase 1 de la reapertura económica, la demanda de electricidad se ha recuperado 5% respecto del promedio durante la cuarentena plena.

### GENERACIÓN ELÉCTRICA (En GWh)



Fuente: COES Elab.: Estudios Económicos Scotiabank

## Consumo

Esperamos que el consumo privado caiga entre 2% y 3% en el 2020. Va a pesar la pérdida de empleos y de ingresos familiares. Preveamos una importante reducción de la masa salarial asociada a la pérdida de empleo -estimamos una caída del empleo formal de entre 15% y 20% en el 2020- así como una reducción en el nivel del ingreso promedio. Lo anterior sería parcialmente compensado por las medidas implementadas por el gobierno (ver cuadro en la página siguiente) que posibilitan que los hogares dispongan de un poder adquisitivo adicional desvinculado de su participación en el proceso productivo, incluyendo bonos a 6.8 millones de hogares, prestaciones para un segmento de trabajadores de mypes, apoyo a trabajadores afectados por coronavirus, canastas de alimentos para poblaciones vulnerables, y la liberación de una cantidad importante de ahorros privados en AFPs y Compensación por Tiempo de Servicios (CTS). Estas cifras no incluyen los recursos de REACTIVA ni de FAE-MYPE, una porción de la cual debería también llegar a trabajadores que temporalmente no están produciendo.

**MEDIDAS PARA MITIGAR EL IMPACTO DEL COVID-19  
(en millones de soles)**

SECTOR	MONTO
<b>ATENCIÓN DE LA EMERGENCIA</b>	<b>2,690</b>
- Fortalecimiento de los servicios de salud	938
- Limpieza en el sector educativo y transporte	235
- Orden público y traslado ayuda humanitaria	225
- Adquisición de tablets con servicio de internet	681
- Apoyo a los gobiernos locales para financiar gastos	611
<b>SOPORTE ECONÓMICO A FAMILIAS</b>	<b>5,768</b>
- Subsidios a familias vulnerables	3,765
- Apoyo al trabajador	1,003
- Alivio tributario y otras medidas	1,000
<b>LIBERACIÓN AHORRO FAMILIAS</b>	<b>15,001</b>
- Liberación de CTS	4,841
- Exoneración de retención y retiro extraordinario AFP	10,160
<b>SOPORTE ECONÓMICO A EMPRESAS</b>	<b>12,940</b>
- Subsidio a planilla y aplazamiento depósitos de CTS	1,678
- Alivio tributario empresas (en especial a mipymes)	9,878
- Liberación de detracciones y prórroga de RERA-IGV	1,384
<b>SOPORTE A LA CADENA DE PAGOS</b>	<b>30,800</b>
- Programa Reactiva Perú	30,000
- FAE MYPE	800
<b>TOTAL</b>	<b>67,199</b>

Fuente: MEF

(\*) Medidas aprobadas al 27 de abril

Si no fuera por estas medidas, que agregan al poder adquisitivo, el consumo caería bastante más de la contracción de 2% a 3% que esperamos.

Sin embargo, la clave real reside en qué ocurrirá con el empleo y el ingreso familiar de trabajadores independientes e informales. Y ésta es una gran interrogante.

En la crisis del 2009, el consumo, que había crecido 8.7% en el 2008, desaceleró a 2.4%, pero se mantuvo en terreno positivo. También en esa época hubo medidas del gobierno que ayudaron a mantener el consumo. Sin embargo, tal vez el periodo 1998-99 es un mejor referente que el 2009, ya que el impacto de la crisis asiática de 1998 es más cercano, en términos de magnitud, a la crisis actual. En 1999 el consumo se contrajo 3.1%, una contracción que, además se dio sobre otra de 0.8% en 1998. La diferencia es que en ese entonces no hubo el espacio fiscal para implementar medidas sociales para dar soporte al consumo, como se vienen dando hoy.

A propósito del consumo, será interesante observar cómo cambios en comportamientos, la adopción de nuevos protocolos, etc., a raíz del COVID19, afecten los patrones de consumo. Hasta qué punto y cuándo regresará la concurrencia a lugares de concentración de personas: restaurantes, transporte aéreo, lugares de descanso, entretenimiento, y eventos masivos. Hasta qué punto se profundizará la bancarización y digitalización de las transacciones como forma de evitar concurrencias presenciales. Cómo cambiarán las prioridades y preferencias del consumidor, al menos por un tiempo.

**La Inversión privada**

Es nuestra preocupación principal. Proyectamos que la inversión privada se contraiga entre 25% y 39% en el 2020. Es mucho más fácil para las empresas parar sus proyectos de inversión que sus operaciones, y el entorno de alta incertidumbre les da el motivo para hacerlo. Aún después de que COVID19 sea contenido, la incertidumbre respecto de la senda y rapidez de la recuperación impedirá una rápida recuperación de la inversión privada.

No todo es malo. Esperamos que los proyectos de inversión en minería se vayan normalizando este año, aunque sin cumplir con los cronogramas originales. En cuanto a empresas que producen para la demanda interna, es difícil ver cuándo retomarán sus planes de inversión en expansión. Por un tiempo, la inversión puede estar más dirigida a adaptar las empresas y ambientes de trabajo a los nuevos tiempos, patrones de consumo, tecnología y protocolos de salud.

**OFERTA Y DEMANDA GLOBAL  
(Var.% real)**

	2019	2020P	2021P
<b>PBI</b>	<b>2.2</b>	<b>-9.0</b>	<b>7.0</b>
Importaciones	1.2	-15.1	7.4
<b>Demanda interna</b>	<b>2.3</b>	<b>-9.7</b>	<b>6.8</b>
Consumo privado	3.0	-2.8	2.6
Consumo público	2.4	13.1	2.6
Inversión bruta fija	2.7	-24.1	12.4
Privada	4.0	-25.2	13.0
Pública	-2.1	-19.5	10.0
Exportaciones	0.8	-12.1	8.1

Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos- Scotiabank

Una cosa favorable para el entorno de la inversión privada es que existe liquidez en el sistema, y es a tasas de interés relativamente bajas, gracias a las medidas del BCR. Los programas del gobierno, como REACTIVA y el fondo de apoyo empresarial (FAE MYPE), también están ayudando a canalizar liquidez hacia las empresas. La reciente ampliación de los fondos de REACTIVA a S/ 60 mil millones representa una mayor disponibilidad equivalente a 8% del PBI. Sin embargo, su objetivo es mantener los pagos de planilla y la cadena de pagos con proveedores, y no estimular la inversión.

**Gasto público y finanzas públicas**

Estimamos que las políticas de gasto fiscal en apoyo a hogares y atender la emergencia generen un incremento de 13% en el gasto fiscal en bienes y servicios (consumo de gobierno). Mucho más difícil es estimar la inversión pública. Por lo pronto, el Estado de Emergencia está también afectando a la inversión pública, que ha caído significativamente en lo que va del año (-23.3% en marzo y -59.4% en abril).

**OFERTA Y DEMANDA GLOBAL**  
**(Var.% real)**

	1S20	2S20	1S21	2S21
<b>PBI</b>	<b>-15.0</b>	<b>-3.3</b>	<b>11.0</b>	<b>3.7</b>
Importaciones	-15.5	-14.7	8.2	6.7
<b>Demanda interna</b>	<b>-15.9</b>	<b>-3.8</b>	<b>11.1</b>	<b>3.3</b>
Consumo privado	-2.8	-2.8	2.6	2.6
Consumo público	14.5	12.0	2.7	2.5
Inversión bruta fija	-25.2	-23.2	13.1	11.8
Privada	-25.9	-24.7	13.6	12.4
Pública	-21.8	-18.2	10.6	9.7
Exportaciones	-12.4	-11.8	8.4	7.8

Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos- Scotiabank

El gobierno tiene la intención de estimular la economía con mayor inversión pública, pero no hay muchos detalles al respecto. Tampoco es claro cómo va a hacer el gobierno para sobreponerse a la baja capacidad que ha demostrado el Estado en el pasado en la ejecución de obras públicas.

Dada la evolución de la inversión pública hasta ahora, y las dudas futuras sobre la capacidad de ejecución, proyectamos que la inversión pública caerá entre 19.5% y 24.1% en el 2020.

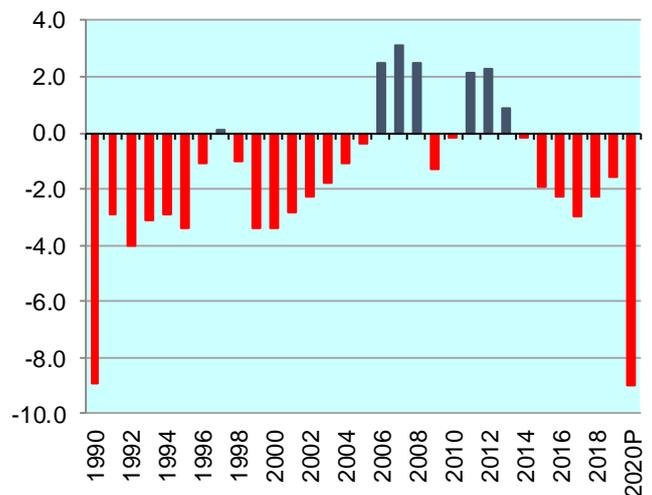
Por construcción, el consumo público en el PBI no incluye las transferencias al sector privado, como los bonos, que estimulan el consumo privado. Sin embargo, estas transferencias sí entran el balance fiscal. El déficit fiscal como porcentaje del PBI dependerá también del PBI. Bajo el escenario de una contracción de 9% del PBI, el déficit fiscal puede resultar en 9% del PBI en el 2020. Si el PBI se contrae 14%, el déficit fiscal en monto sería el mismo - asumiendo que no se den políticas de estímulo fiscal adicionales-, pero el ratio será mayor.

Hasta el momento, el gobierno ha gastado dentro de su programa de contención y recuperación casi la mitad de los algo más de 5% del PBI que ha asignado. El resto del déficit proviene de una caída en la recaudación fiscal, que proyectamos de entre 20% y 25%.

Para el 2021, no sabemos cuáles son los planes de gasto del gobierno, pero sabemos que persistirá tanto la necesidad del gobierno de estimular la economía como el impacto de la crisis en la recaudación. Dado esto, pareciera probable que haya un déficit fiscal de al menos 5% del PBI.

Nuestros estimados para el 2020 y 2021 no toman en cuenta la posibilidad de que el tesoro público tenga que asumir pérdidas por el no pago de préstamos garantizados por el gobierno, dentro del Programa Reactiva Perú. La magnitud de esto costo potencial es una incógnita.

El déficit fiscal se elevará a niveles no vistos desde los años 80, pero no por razones estructurales como en esa época (una diferencia enorme). Sin embargo, sí nos estamos acercando a terreno en que la situación fiscal puede empezar a ser una preocupación. Esto especialmente considerando que el 2021 es un año electoral, y no se sabe qué perfil tendrá el próximo gobierno. Lo cierto es que para fines del 2021 habremos pasado de ser un país con un nivel alto de ahorros y un nivel bajo de deuda, a un país medianamente endeudado tanto en el sector privado como el público. Nos beneficia una larga historia de buen manejo fiscal. En gran medida gracias a esta historia, las clasificadoras de riesgo no han reducido la clasificación del Perú, como sí han hecho con países pares en la región.

**DÉFICIT FISCAL**  
**(% del PBI)**


Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

**Sectores económicos**

Todos los sectores económicos han sido afectados en alguna medida por la crisis del COVID19.

**Agropecuario:** El abastecimiento de alimentos se está realizando con relativa normalidad y las personas han priorizado el rubro alimentos dentro de su presupuesto, razón por la cual prevemos que se mantenga el nivel de producción de cultivos para el mercado interno. Por su parte la agroexportación creció 9% en el primer trimestre, con productos como mango registrando envíos récord. La demanda externa parece que se mantiene, por lo que debe seguir evolucionando en forma moderadamente positiva.

**Pesca:** El gobierno ha establecido una primera campaña de 2.4 millones de toneladas. Suponemos que se pescará en totalidad, aunque hay cierto riesgo debido a problemas operativos ligados a riesgos de salud del personal. Esperamos una segunda campaña normal. Por otro lado, la pesca de productos para consumo humano enfrenta una menor demanda de pota de Asia y de conchas de abanico en Europa.

**Minería:** La producción minera ha sido afectada significativamente, pero no en su totalidad, por la cuarentena. Sólo las grandes operaciones (tajo abierto, algunas lixiviaciones) han podido regresar a una producción mayor a partir del 11 de mayo. Otras mineras tardarán en reiniciar. Hay cierta preocupación respecto de operaciones de zinc-plomo teniendo en cuenta el nivel de precios. El subsector Hidrocarburos es una actividad permitida durante la cuarentena, pero la demanda electricidad ha caído 30% desde mediados de marzo, afectando la demanda de gas natural. Otras empresas petroleras han anunciado reducción de su producción pues con el precio del crudo actual están trabajando a pérdida.

**Manufactura:** Esperamos un impacto fuerte en la Manufactura No Primaria, pero con mucha diferenciación al interior. Las ramas de alimentos y bebidas, junto con otras industrias permitidas durante la cuarentena, representan cerca del 30% del PBI Manufactura. Estas pueden producir a niveles similares al 2019. En cambio, alrededor del 70% del PBI Manufactura ha estado imposibilitado de operar durante la cuarentena.

**Construcción:** El consumo interno de cemento ha caído fuertemente durante la cuarentena. La magnitud de su rebote dependerá de la magnitud de rebote de la inversión pública y privada. Es probable que importantes inversiones en APPs como la ampliación del proyecto Jorge Chávez y modernizaciones de puertos tengan un ritmo de avance modesto por un tiempo.

**Comercio:** Sólo los supermercados, mercados, bodegas y farmacias vienen operando. La pérdida de empleos afectará el consumo y, por ende, el sector comercio en los próximos meses. Sin embargo, habrá un antes y después del 24 de mayo en la dinámica del comercio. Algunos canales que implican concentración de personas, como los malls o centros comerciales, tendrán que enfrentar condiciones nuevas de protocolos de saneamiento y de aforo, y posiblemente un cambio de actitud de parte de los consumidores.

**Servicios:** Servicios acomoda una serie de subsectores relativamente independientes entre sí. El subsector más perjudicado será Alojamiento y Restaurantes, pues abrirían con demora y con restricciones. El servicio de entrega a domicilio actuará como una válvula de escape parcial. Algo parecido ocurrirá con el transporte nacional e internacional, con la diferencia de que es un servicio esencial. Asimismo, prevemos significativos retrocesos en los rubros Turismo, Servicios a Empresas -ante la caída de la demanda interna-, y Servicios a Personas -ante la contracción del consumo privado-.

El sector Servicios Financieros, más bien, crecerá, dada la demanda de liquidez de las empresas, y de los recursos fiscales y monetarios que están siendo canalizados a través del sistema financiero. Telecomunicaciones crecerá también, ante el mayor tráfico derivado del trabajo remoto y educación virtual. Servicios Gubernamentales también crecerá, ante el incremento del presupuesto en sectores como Salud, Educación e Interior.

### PBI POR SECTORES (Var. % real)

SECTOR	2019	2020P	2021P
Agropecuario	3.2	1.6	3.4
Pesca	-26.1	1.1	7.1
Minería e hidrocarburos	0.0	-8.5	7.0
Minería	-0.8	-7.9	7.4
Hidrocarburos	4.6	-11.8	5.0
Manufactura	-1.7	-14.0	8.6
Primaria	-8.7	-6.1	5.5
No primaria	1.0	-16.7	9.8
Electricidad y agua	3.9	-7.8	6.0
Construcción	1.5	-15.0	9.8
Comercio	3.0	-10.0	6.9
Servicios	4.1	-8.0	6.8
<b>PBI</b>	<b>2.2</b>	<b>-9.0</b>	<b>7.0</b>
Sectores Primarios	-1.2	-5.4	5.8
Sectores No Primarios	3.3	-10.0	7.4

(p): Proyección.

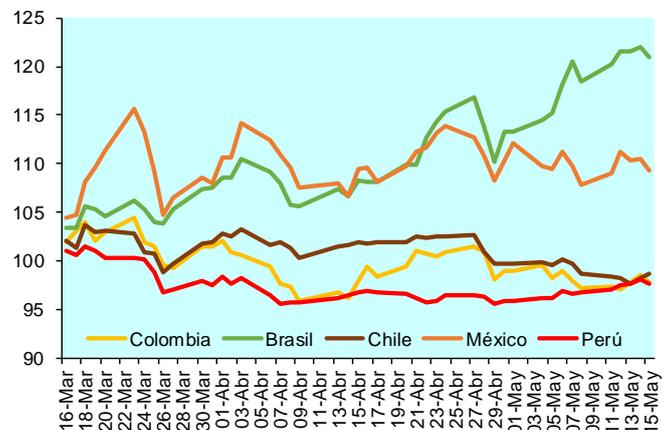
Fuente: Estudios Económicos - Scotiabank

### Cuentas externas y el tipo de cambio

No hemos modificado nuestra proyección de tipo de cambio de 3.45 para fines del 2020 y 3.40 para fines del 2021. No esperamos que el tipo de cambio tenga el mismo comportamiento, ni genere la misma preocupación, que en episodios de crisis del pasado.

La crisis está impactando la balanza comercial tanto por el lado de las exportaciones (estimamos una caída de 18% en el año) como de las importaciones (caída de 20%), por lo que esperamos un deterioro sólo moderado de la balanza comercial. Las exportaciones van a estar impactadas no sólo por factores de demanda, sino de oferta, lo cual es inusual.

### TIPOS DE CAMBIO DURANTE EL COVID-19 (Base Índice 13/03/20 = 100)



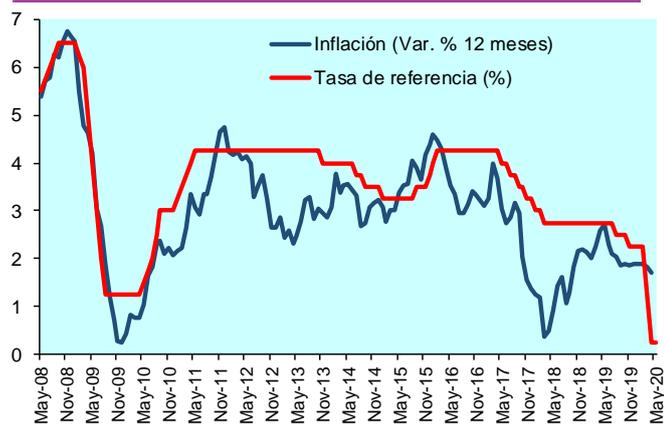
Fuente: BCR. Estudios Económicos - Scotiabank Perú.

También a diferencia de crisis del pasado, este año los términos de intercambio no se han deteriorado. De hecho, han mejorado levemente. El precio del cobre no ha caído tanto como en el pasado (otros metales, como el zinc, sí lo han hecho), los metales preciosos han mejorado, y ha caído los precios de commodities que importamos, en especial el petróleo.

Por el lado de los flujos financieros, la inversión extranjera caerá con cierta fuerza, en parte por la reducción en inversión reinvertida de empresas extranjeras en el Perú. Las posiciones de fondos offshore en activos peruanos han caído en el año, pero sin una salida masiva. Se mantienen posicionados en algo más de 50% de los bonos soberanos, por ejemplo.

El dólar no se ha fortalecido a nivel global, como en crisis del pasado. A diferencia de la crisis del 2008-2009, durante la cual la Reserva Federal fue la voz e imagen dominante, en la crisis actual la Fed es una entidad menos prominente, y la voz dominante es la del presidente Trump. Esto puede estar afectando la confianza en el USD.

### INFLACION Y TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA (En %)



Fuente: BCR. Estudios Económicos - Scotiabank Perú.

### 2021

Proyectamos un crecimiento del PBI de alrededor de entre 7% y 8% en el 2021, dependiendo de cómo termina 2020. Es fácil proyectar un rebote en el 2021, dada la fuerza de la contracción en el 2020, pero la magnitud es incierta. El rebote será mayor y más fuerte mientras más pronto se encuentre una vacuna para el COVID19.

Aparte de temas de salud, la clave para el 2021 va a ser el empleo. Y la clave para el empleo va a ser la inversión pública y privada. El impacto en el empleo y la pérdida de ingresos de los hogares demorará el regreso a la normalidad. Mientras más logre el gobierno estimular la inversión, más rápida será la recuperación económica. Es éste el gran reto del gobierno. El MEF ha dado señales de que está consciente de esto. Se ha hablado de empaquetar proyectos de inversión pública, invertir en el mantenimiento de vías, que típicamente es intensivo en mano de obras. Se necesita acelerar la inversión en obras de construcción de todo tipo, tanto infraestructura pública como obras privadas.

Saldremos de la cuarentena con nuevas reglas, que afectarán la inversión, el consumo, el transporte y distribución, y la misma vida de los ciudadanos. Habrá que habilitar los centros de trabajo y consumo para acomodar las nuevas reglas de distanciamiento, aforo, control y sanidad. Es muy posible que cambien las reglas laborales, luego de la experiencia de la suspensión perfecta de labores, y el choque entre la realidad y las regulaciones laborales. Habrá presión para cambios en el sistema de pensiones. Habrá modificaciones en las cadenas logísticas y de almacenamiento. Por ejemplo, las estrategias de abastecimiento "just-in-time" ahora son vistas con más riesgo que antes. Es posible que muchos negocios vean la conveniencia de preferir un abastecimiento local en mayor grado, dado el enfoque de fronteras que predominó en el manejo de COVID19. La visión de riesgo externo es mayor, y puede alentar campañas de "Cómprale al Perú". Finalmente, el ciclo político será otra variable que agregará incertidumbre al 2021. Pero, eso no sería parte de una nueva normalidad, sino reflejo de la misma normalidad de siempre.


**Banca Corporativa y Comercial**

 Gonzalo Gil Plano *Vicepresidente Senior Wholesale Banking* 211-6810

**Estudios Económicos**

<b>Guillermo Arbe Carbonei</b>	<b>Gerente Principal</b>	<b>211-6052</b>
Pablo Nano Cortez	<i>Sub Gerente Economía Real /Sectorial /Regiones</i>	211-6000 ax. 16556
Mario Guerrero Corzo	<i>Sub Gerente Economía Monetaria /Precios /Financiero</i>	211-6000 ax. 16557
Katherine Salazar Uriarte	<i>Analista Minería / Commodities / Sectores Primarios</i>	211-6000 ax. 16661
Carlos Asmat De La Cruz	<i>Analista Sectores No Primarios</i>	211-6000 ax. 16853
Wendy Villar Charapaqui	<i>Analista Sistema Financiero</i>	211-6000 ax. 16487
Ricardo Avila Flores	<i>Practicante</i>	211-6000 ax. 16558

**Tesorería**

<b>Juan Carlos Gavoglio</b>	<i>Vicepresidente de Tesorería</i>	<b>211-6772</b>
Enrique Pizarro	<i>Director Balance Sheet Management</i>	202-2720
Gladys Huamán	<i>Trader MM &amp; Cash Flow</i>	202-2720
Daniel Defago	<i>Associate FTP &amp; Investment</i>	202-2720



<b>Cristina León Jiménez</b>	<b>Gerente General</b>	<b>211-6000 ax. 17825</b>
Juan Bruno Calle Mendez	<i>Gerente de Soporte de Negocios</i>	211-6000 ax. 17820
Sylvia Cavassa Alberti	<i>Jefe de Operaciones Bolsa</i>	211-6000 ax. 17727
Irene De Velasco Mackenzie	<i>Director Head of Institutional Fixed Income</i>	211-8151
Pamela Sáenz León	<i>Associate Institutional Fixed Income</i>	211-8153
Paulo Betancourt Sheen	<i>Associate Director of Institutional Equities</i>	211-8150
Nilo Vasquez Aliaga	<i>Associate Institutional Equities</i>	211-8159
Juan José Guzmán	<i>Associate Equity Research</i>	211-6851

**Global Banking**

 Luis Felipe Flores *Managing Director & Head Foreign Exchange Latam* 211-6250

**Sales**

<b>Juan Manuel Meneses</b>	<b>Director Head of Sales</b>	202-2700
Erika Seminario	<i>Associate Director FX Sales</i>	202-2700
Katherina Centeno	<i>Associate FX Sales</i>	202-2700
Giannina Mostacero	<i>Associate FX Sales</i>	202-2700
Takeshi Miyamoto	<i>Associate FX Sales</i>	202-2700
Roberto Carranza	<i>Associate FX Sales</i>	202-2700
Jhonatan Flores	<i>Associate FX Sales</i>	202-2700
Jimena Torres	<i>Associate FX Sales</i>	202-2700
Claudia Vega	<i>Associate RS</i>	202-2700
Enrique Ochoa	<i>Associate RS</i>	202-2700
German Araujo	<i>Associate Director FX &amp; Derivatives Sales</i>	202-2700
Valeria Tarrillo	<i>Associate Analyst</i>	202-2700
Emily Fuentes	<i>Associate Analyst</i>	202-2700
Marilyn Santillán	<i>Associate Analyst</i>	202-2700

**Trading**

<b>Fernando Suito</b>	<b>Managing Director of Trading</b>	<b>202-2710</b>
Antonio Díaz	<i>Associate Director FX Trading</i>	202-2710
Luis Cruz Dorrego	<i>Associate FX Trading</i>	202-2710
Alejandro Guinassi	<i>Associate Director Fixed Income</i>	202-2710
Mayra Bravo	<i>Associate Fixed Income</i>	202-2710
Catalina Sardá	<i>Associate Director Institutional Sales</i>	202-2710
Allison Montes	<i>Associate Institutional Sales</i>	202-2710



<b>Jose De La Colina Mercado</b>	<b>Gerente General</b>	<b>211-6000 ax. 17865</b>
Jonathan Kleinberg	<i>Gerente de Inversiones</i>	211-6000 ax. 17851
Cynthia Marquez	<i>Trader Inversiones RF</i>	211-6000 ax. 17852
Vidal León García	<i>Trader Inversiones Senior</i>	211-6000 ax. 17853
Diego Cabrera Campos	<i>Trader Inversiones</i>	211-6000 ax. 17853