

# Situación Perú

Segundo Trimestre 2014  
Análisis Económico

- **La recuperación global continuará, con China creciendo menos**, lo que tendrá impactos acotados y heterogéneos a nivel mundial.
- **Perú crecerá 5,2% y 5,6% en 2014 y 2015, respectivamente.** Esta previsión toma en cuenta un entorno externo menos favorable y un menor soporte de la minería.
- **El déficit externo cerrará alrededor de 5% del PIB este y el próximo año.** Un nivel sostenible de esta brecha requerirá una moneda más depreciada y un mayor ahorro privado.
- **El Banco Central mantendrá la tasa de referencia en lo que resta del año.** En 2015, se espera un ajuste preventivo de la política monetaria, en un contexto en el que la FED iniciará el ajuste de la tasa de los fondos federales y para consolidar la inflación en el interior del rango meta.
- **El principal factor de riesgo es una desaceleración más fuerte de China.** Un choque proveniente de esta economía podría restar hasta un punto de crecimiento a Perú.

# Índice

1. Resumen .....	3
2. Escenario global marcado por la desaceleración de China y el tensionamiento monetario de la FED .....	5
3. Perú: revisamos a la baja previsiones de crecimiento en 2014 y 2015 .....	8
Recuadro 1. ¿Qué ha pasado con el precio del cobre y qué prevemos en adelante? .....	12
Recuadro 2. ¿Qué ha pasado con la competitividad de la manufactura en el periodo 2002-2012? .....	19
4. Distensión en mercados financieros locales luego de un volátil inicio de año .....	22
5. Panorama más favorable para la inflación en los próximos meses .....	25
Recuadro 3. Traspaso de tipo de cambio a precios domésticos .....	26
Recuadro 4. Proyección de precios de insumos alimentarios y del petróleo .....	29
6. Política monetaria: escenario macroeconómico se le complica al Banco Central .....	31
Recuadro 5. Desaceleración económica: ¿son necesarios estímulos por el lado de la demanda? .....	34
7. El principal factor de riesgo está vinculado a la economía china .....	36
8. Tablas .....	39

Fecha de cierre: 30 de abril de 2014

# 1. Resumen

**El crecimiento económico mundial se acelerará en los próximos dos años, pero algo menos de lo que preveíamos hace tres meses.** A principios de año la actividad global continúa recuperándose, en un entorno de mejora cíclica en las economías avanzadas. Estados Unidos, por ejemplo, ha superado el impacto de un invierno inusualmente frío y el segundo trimestre inicia de un modo algo más robusto que el primero, lo que es coherente con que estemos manteniendo nuestra previsión de crecimiento para esa economía en 2,5% tanto para 2014 como para 2015. El panorama en las economías emergentes es distinto. Algunas de ellas se vienen desacelerando. En China, en particular, el crecimiento se moderó a principios de año y los indicadores apuntan a que pierde inercia cíclica, sobre todo por el lado del gasto de inversión. Al sumarle a ello el endurecimiento de las regulaciones que afectan al sector financiero no bancario, la banca en la sombra, y a la protección del medio ambiente, prevemos que la expansión de ese país estará más próxima al 7,2% en 2014 y al 7,0% en 2015, algo por debajo de lo que anticipamos hace tres meses, lo que tendrá un impacto negativo sobre las cotizaciones internacionales de materias primas. En síntesis, seguimos esperando que el crecimiento económico mundial se acelere en los próximos dos años, pero de manera menos intensa que la que preveíamos en enero pasado, y que alcance un ritmo de 3,4% en 2014 y de 3,8% en 2015.

**En ese contexto, hemos revisado a la baja las proyecciones de crecimiento de la economía peruana,** las que ahora se ubican en 5,2% para 2014 y en 5,6% para 2015, entre tres y cuatro décimas menos de lo que esperábamos en enero. Tres elementos explican este ajuste. El primero de ellos es que el producto habría avanzado en el primer trimestre a un ritmo por debajo de lo previsto, vinculado con la debilidad de las exportaciones y del gasto privado. Además, hemos recortado nuestro estimado de producción de minerales metálicos, sobre todo de cobre, pues el impacto de las menores leyes en algunos yacimientos será más acentuado, en tanto que el megaproyecto cuprífero Toromocho tomará algo más que lo previsto en alcanzar la fase operativa de plena producción. Finalmente, la desaceleración más pronunciada de China que ahora consideramos tendrá, por ejemplo, un impacto negativo sobre los términos de intercambio.

**Estas tasas de crecimiento son menores que el ritmo de expansión promedio que la economía peruana registró durante los últimos diez años y reflejan, de manera más estructural, que el avance de la productividad y la competitividad han perdido dinamismo.** Retomar un crecimiento similar al de los últimos años requiere un impulso, con mayor ahínco, de medidas por el lado de la oferta. En primer lugar, es urgente mejorar aún más el entorno para hacer empresa, evitando la duplicidad de trámites y reduciendo la demora de los mismos y sus costos. Luego, hay que acelerar el trabajo en infraestructura, capital humano, y en la innovación de productos y procesos. El primero de ellos es un aspecto en el que Perú se encuentra rezagado dentro de la Alianza del Pacífico, lo que eleva los costos empresariales. El segundo toma más tiempo, pero debe empezarse ya, y a ello sumarle que la capacitación de la fuerza laboral se oriente a satisfacer lo que el mercado requiere. Y por el lado de la innovación de productos y procesos, hay un gran espacio aún para favorecerla a través, por ejemplo, del cofinanciamiento con fondos públicos concursables, lo que le dará empuje a los nuevos emprendimientos. Finalmente, es necesario incentivar la formalización, pues de lo contrario las empresas no logran alcanzar su máximo potencial y la carga tributaria recae sobre solo unos pocos, lo que perjudica su competitividad.

**La corrección a la baja en el crecimiento de China, que lleva a ajustar en el mismo sentido los precios de exportaciones y con ello los términos de intercambio, lo que incidirá sobre las cuentas externas y fiscales en los próximos años.** Si bien el resultado que esperamos para 2014 en la cuenta corriente de la balanza de pagos no ha cambiado sustancialmente con respecto a lo que estimamos en enero último (debido a transferencias extraordinarias), desde 2015 y en adelante sí prevemos un deterioro que alcanza en promedio las tres décimas de punto porcentual del PIB. Con ello, el déficit externo se situará alrededor del 5%

del producto en los siguientes dos años, un nivel que no se observaba desde 1998. Es así un elemento de vulnerabilidad de la economía peruana, aunque esto se atenúa al tomar en cuenta que su financiamiento será principalmente de largo plazo. A partir de 2016, con el ingreso en fase operativa de los grandes proyectos mineros actualmente en construcción, el déficit externo se irá cerrando paulatinamente. Por el lado de las cuentas públicas, el impacto de los menores precios de las materias primas sobre la recaudación fiscal será acotado pues su dependencia en los ingresos que genera el sector minero ha disminuido. En este contexto, seguimos previendo que el déficit fiscal no excederá el 0,5% del PIB en los próximos años y que la deuda pública bruta continuará descendiendo, alcanzando un nivel de alrededor de 17% del producto en 2018.

En cuanto a los mercados financieros, estos han tendido a normalizarse luego de la turbulencia de principios de año. El apetito general por activos de economías emergentes, dentro de las cuales Perú destaca por su alto crecimiento, buenos fundamentos macro, y atractivo *carry trade*, se ha fortalecido en los dos últimos meses. La moneda peruana ha sido una de las beneficiadas. Sin embargo, **el panorama cambiario ha sufrido cierto deterioro hacia adelante**. La senda descendente del precio del cobre, acentuada en esta revisión por el menor crecimiento chino, ha generado en el horizonte de previsión que (i) se amplíe el déficit de la cuenta corriente y (ii) se reduzca el atractivo de la inversión minera, lo que moderará el influjo de capitales. Como resultado, el tipo de cambio se verá algo más presionado al alza (la moneda local se debilitará), por lo que ahora prevemos que cierre el año en 2,85 y que tienda hacia un nivel de 2,90 en el medio plazo.

**Por el lado de los precios, seguimos previendo que la inflación descenderá en los próximos meses, aunque de manera menos pronunciada por la inercia que le imprimirán algunos factores de oferta.** El crecimiento que anticipamos para la actividad en 2014 es menor al ritmo potencial, por lo que la brecha positiva del producto seguirá cerrándose. Con ello, la inflación tenderá a disminuir en los próximos meses. Esperamos, sin embargo, que su trayectoria a la baja sea menos intensa de lo que adelantamos en enero. Del lado externo, hemos corregido hacia arriba los precios de insumos alimentarios, recogiendo así el impacto de las anomalías climáticas en Brasil. Localmente, la ausencia de lluvias en la costa norte a principios de año llevará a que la siembra de productos como el azúcar y el arroz, intensivos en el uso de agua, se resienta, lo que presionará sus precios al alza. En este contexto, la inflación cerrará el año más cerca del techo del rango meta, alrededor de 2,7%.

La política monetaria enfrenta así un dilema que acota su accionar en el corto plazo, con una inflación aún elevada y un déficit en la cuenta corriente de 5% del PIB, y por otro lado con un crecimiento del producto por debajo del ritmo potencial. **No prevemos que en este entorno se modifique la tasa de interés de referencia en lo que resta del año.** En cuanto a los encajes, vemos poco espacio para seguirlos recortando debido a que la liquidez en el mercado monetario (soles) ya no está siendo afectada por las intervenciones cambiarias del Banco Central y a que el ritmo de expansión del crédito se ha incrementado de manera sustancial durante los últimos meses, contexto en el cual la morosidad ha aumentado, lo que probablemente llevará a la banca a ser más cautelosa, acotando así el impacto sobre el crédito de una eventual reducción adicional de encajes.

**Finalmente, el principal riesgo externo es una brusca desaceleración de la economía china.** Las fragilidades financieras que han ido aflorando en China dificultarían la implementación de políticas contracíclicas en ese país. El impacto sobre la economía peruana sería más estructural, afectando por un período más extenso las exportaciones de metales y sus cotizaciones internacionales, con lo que el crecimiento sería menor y la moneda local se depreciaría aún más. Es importante mencionar, sin embargo, que Perú continúa exhibiendo fortalezas por el lado fiscal y monetario que le permitirían implementar respuestas de política económica para acomodar estos impactos.

## 2. Escenario global marcado por la desaceleración de China y el tensionamiento monetario de la FED

### La recuperación global continúa, pero la mejora se frena con el menor dinamismo de las economías emergentes

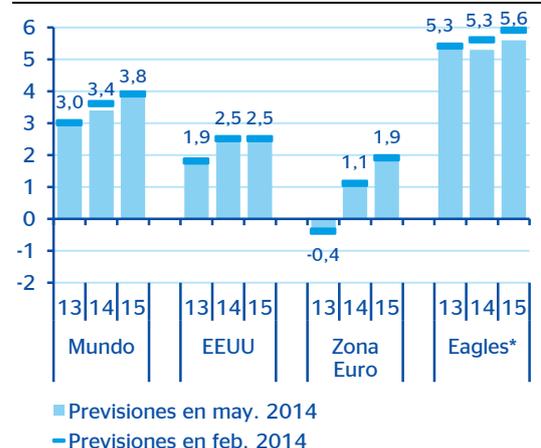
El ciclo económico global se mantiene robusto a inicios de 2014. Nuestras estimaciones apuntan a que durante el primer trimestre del año la actividad global habría registrado cierta aceleración hasta un ritmo próximo al 0,8% t/t. Prevedemos que ese dinamismo se mantendrá durante la primera mitad del año. Esta recuperación global sostenida se apoya en la mejora cíclica experimentada por las economías avanzadas, la que ha compensado la desaceleración de algunas economías emergentes en Asia y Latinoamérica. Por el lado de los mercados financieros, también se observa en los últimos meses un comportamiento diferenciado entre ambas áreas, así como al interior de las mismas, con mayor diferenciación dentro de las economías emergentes. Los flujos de capitales, precios de los activos, tasas de interés e indicadores de tensiones financieras se han movido, fundamentalmente, al ritmo de las perspectivas sobre las subidas de tasas de interés en EE.UU. y, en el caso de las economías emergentes, de acuerdo con las expectativas sobre la intensidad de la desaceleración en China y factores idiosincráticos. En ese sentido, los precios de activos de las economías emergentes se han recuperado en los últimos meses, sobre todo en marzo y abril, mientras que las tensiones financieras han cedido luego del alza de principios de año (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1  
**Índice de tensiones financieras de BBVA**  
Research en países desarrollados y emergentes



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
**Previsiones de crecimiento del PIB (%)**



Fuente: FMI y BBVA Research

Nuestro escenario base global ha sido ajustado a la baja con respecto a lo que teníamos hace tres meses (Gráfico 2.2). Como resultado, luego de crecer 3,0% en 2013, prevedemos que el PIB global se acelerará a 3,4% en 2014 y a 3,8% en 2015. Por áreas, no hemos realizado cambios importantes en las proyecciones de expansión de la actividad en EE.UU. ni en el área del euro. El ajuste a la baja en las previsiones es el resultado, entonces, de lo que creemos que ocurrirá en las economías emergentes, tanto en Asia como en Latinoamérica, en 2014 y 2015, al hilo de las preocupaciones por la ralentización de la economía china.

Finalmente, los principales riesgos continúan siendo bajistas en el corto y medio plazo. Hay eventos considerados en el escenario base que sin embargo, en un escenario de riesgo,

podrían ser más intensos en un horizonte temporal no muy lejano. Entre ellos se encuentran, por ejemplo, el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal de EE.UU., una menor demanda mundial a raíz de la ralentización de la economía china, o, a una escala de repercusión macroeconómica menor (todavía), los riesgos geopolíticos que se desprenden de la situación en Europa Oriental.

## En las economías desarrolladas, EE.UU. supera el impacto de un invierno inusualmente frío y se consolidan las perspectivas de mejora de la eurozona

El PIB de EE.UU. ha mantenido una senda de crecimiento sostenido a principios de 2014, a pesar del impacto de condiciones meteorológicas inusualmente adversas. Asimismo, el mercado laboral ha ido mejorando. Con ello, la Reserva Federal no ha dudado en implementar la anunciada moderación del ritmo de aumento de su balance. En este sentido, esperamos que el programa de compra de activos de la FED termine hacia finales de año y que el mercado pueda centrar su atención en un posible cambio de tendencia al alza de la inflación a la hora de anticipar el inicio de las subidas de tasas de interés en un escenario de paulatina aceleración del PIB. Los indicadores de coyuntura apuntan a un inicio de segundo trimestre algo más robusto que el primero, y apoyan el mantenimiento de nuestra previsión de crecimiento de EE.UU. en 2014 en el 2,5%, cifra que se estima también para 2015 (Gráfico 2.2). Esta proyección tiene riesgos al alza si la mejora en la confianza termina suponiendo impulsos adicionales sobre la inversión y la contratación laboral de las empresas.

Para Europa, nuestros modelos de corto plazo apuntan a un aumento del crecimiento en el primer trimestre de 2014 en el entorno del 0,5% trimestral. Sin embargo, el impulso del sector exterior podría verse moderado en los meses venideros por (i) la apreciación del euro, (ii) la menor demanda china, y (iii) riesgos geopolíticos que se desprenden del prolongamiento de la crisis ucraniana. Con todo, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento para la zona euro en 1,1% para 2014 y en 1,9% para 2015 (Gráfico 2.2). Ello considera un escenario de tensiones financieras contenidas y unas políticas fiscal y monetaria que no spongán frenos al crecimiento.

Finalmente, dentro del conjunto de economías desarrolladas, se tiene algo más de incertidumbre con las perspectivas de crecimiento de Japón, inmerso en un programa monetario de expansión cuantitativa desde enero de 2013 y de impulsos fiscales para volver a tener inflación y favorecer el consumo y la inversión. Para ese país estamos revisando a la baja la previsión de crecimiento de 2014 en cuatro décimas, hasta el 1,1%, y mantenemos el crecimiento de 2015 en el 1,3%.

## En China, la desaceleración a inicios de 2014 llega para quedarse, en un entorno de inflación menor que la esperada

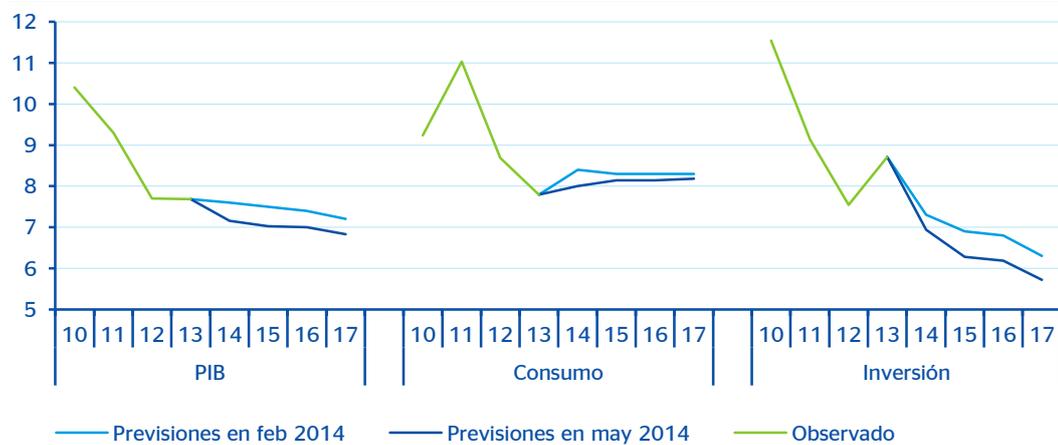
El línea con lo que adelantamos en nuestra última publicación trimestral, las dudas sobre la fortaleza cíclica de la economía china se han materializado con una desaceleración de la actividad durante el primer trimestre de 2014, si bien menor a la anticipada por el consenso de los analistas. Los datos más recientes de indicadores tanto de demanda doméstica como externa muestran la pérdida de inercia cíclica, mayor en inversión que en consumo (Gráfico 3), en un entorno de inflación menor que la esperada. A la vez, las autoridades están empezando a implementar medidas para atajar las vulnerabilidades derivadas de las decisiones de política económica tomadas en los últimos años para sostener el crecimiento de corto plazo. Estas decisiones han supuesto posponer el desapalancamiento de gobiernos locales y empresas para seguir acumulando proyectos de infraestructura y exceso de capacidad instalada de dudosa rentabilidad, mientras que las familias ven remunerado el ahorro que financia el proceso a unas tasas de interés reales negativas. La asignación de recursos ineficiente genera además el desarrollo de sistemas financieros que operan en paralelo con el más regulado y que pueden ser fuente de problemas en el futuro. Por ello, se

están endureciendo las regulaciones que afectan al sector financiero no bancario, la banca en sombra, y a la protección del medio ambiente.

Con todo, revisamos el crecimiento de China a la baja hasta el 7,2% en 2014 y a 7,0% en 2015, cerca de medio punto porcentual menos que lo que preveíamos hace tres meses (Gráfico 2.3). La importancia creciente de China como fuente de demanda mundial es innegable. Pero también se mantiene la diferenciación entre áreas, con exposiciones más elevadas en el sudeste asiático, algunas economías de Sudamérica o África y, entre los desarrollados, Alemania. Según nuestras estimaciones, el impacto sobre el crecimiento mundial de cada punto de caída del crecimiento chino se ubica en torno a cuatro décimas. En ese sentido, es importante indicar que el ajuste que anticipamos en el crecimiento chino tendrá impactos acotados a nivel global, insuficiente para desencadenar episodios de incertidumbre financiera alrededor del mundo.

Gráfico 2.3

**China: Previsiones de crecimiento (%)**



Fuente: BBVA Research

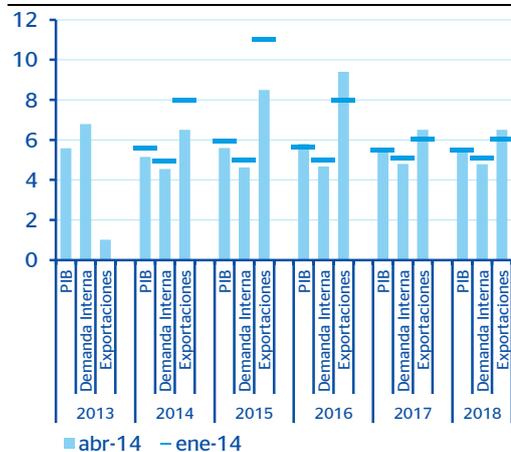
Finalmente, dos son los principales factores de riesgo sobre las previsiones de crecimiento en nuestro escenario base: las sorpresas que puedan haber en el proceso de tensionamiento de la política monetaria de la FED y el menor dinamismo de la demanda china. Las repercusiones macroeconómicas serían claramente diferenciadas entre economías. Como se observó en mayo del año pasado, la súbita percepción por parte del mercado de un inminente endurecimiento monetario en EE.UU. (menor estímulo cuantitativo) elevó la volatilidad financiera en economías emergentes, de manera más marcada sobre tipos de cambio de países en los que la exposición a la financiación externa de corto plazo es mayor. Por otro lado, también entre las emergentes, son las economías asiáticas las más expuestas a una reducción de la demanda china, añadiendo además a la lista a algunos exportadores de materias primas de América del Sur. Con todo, surge a partir de aquí un mapa de vulnerabilidades en el que la diferenciación es un factor clave.

### 3. Perú: revisamos a la baja previsiones de crecimiento en 2014 y 2015

Nuestras proyecciones de crecimiento para 2014 y 2015 se ubican ahora en 5,2% (anterior: 5,6%) y 5,6% (anterior: 5,9%). Por el lado del gasto, ahora anticipamos una expansión más moderada de las exportaciones y de la demanda interna para este y el próximo año, en tanto que por el lado sectorial, el principal ajuste a la baja se produce en minería, debido a factores de oferta (ver Gráficos 3.1 y 3.2). Para 2016, proyectamos que el crecimiento del PIB registrará un pico debido a la entrada en fase operativa de los grandes proyectos mineros que actualmente se encuentran en ejecución, lo que se traducirá en un repunte de las exportaciones.

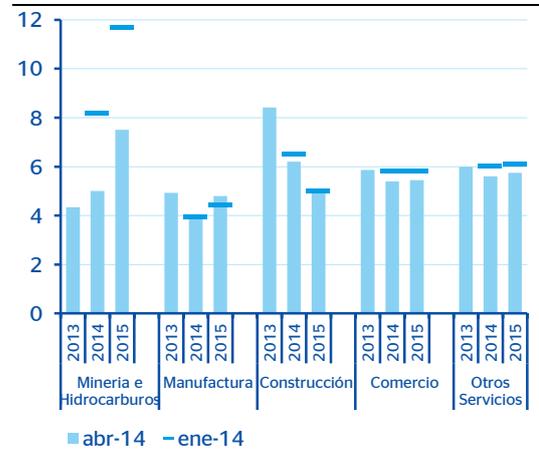
La revisión a la baja en nuestras previsiones para el periodo 2014-2015 se explica por tres factores. Primero, estimamos que el crecimiento del primer trimestre será menor al que esperábamos hace tres meses, debido a la evolución algo más débil de las exportaciones y del gasto privado. Un segundo elemento es el recorte en nuestra previsión de producción de la minería metálica, en particular del cobre, en línea con las menores leyes que ahora se esperan para la extracción de este metal en algunos yacimientos y con un plazo más prolongado para que Toromocho ingrese a una fase de plena capacidad de producción. Finalmente, prevemos que la desaceleración en China será algo más intensa y tendrá efectos a lo largo de nuestro horizonte de proyección (2014-2018), por sus impactos negativos sobre los términos de intercambio, principalmente.

Gráfico 3.1  
Perú: crecimiento del PIB 2013-2018 (var % a/a)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.2  
Perú: crecimiento sectorial (var % a/a)



Fuente: BCRP y BBVA Research

El menor ritmo de expansión económica de China también introduce presión adicional sobre la cuenta corriente de Perú, la que proyectamos mostrará déficit cercanos al 5,0% del PIB en 2014 y 2015. Los niveles de estos déficit son relativamente elevados (los más altos desde 1998) por lo que permanecerán como un factor de vulnerabilidad de la economía peruana, en un contexto en el que la menor liquidez global hará más difícil su financiamiento. Cabe señalar, sin embargo, que el repunte de las exportaciones mineras que se espera desde 2015 permitirá que la brecha externa se vaya cerrando gradualmente en los siguientes años.

## En el primer trimestre el PIB habría mantenido un buen ritmo de crecimiento, aunque por debajo de lo esperado

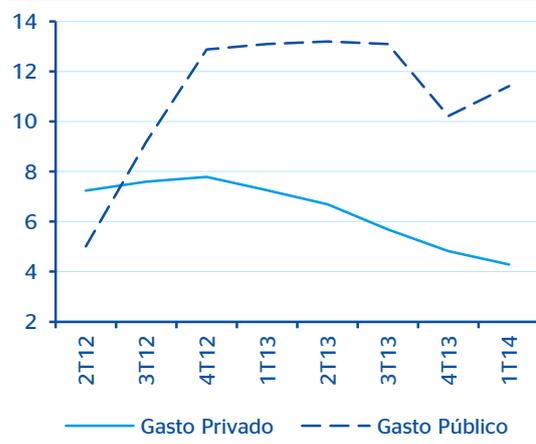
Estimamos que el crecimiento del primer trimestre se habría ubicado entre 5,3% y 5,7%, por debajo de la previsión que efectuamos en enero (mayor a 6,0%), debido al menor dinamismo de las exportaciones y del gasto privado (ver Gráficos 3.3 y 3.4). A diferencia de lo que esperábamos, las exportaciones habrían registrado un lento avance en el primer trimestre del año (el volumen aumentó 5,1% a/a en el primer bimestre, pero las cifras preliminares sugieren que hubo un retroceso en marzo). Esta evolución ha reflejado las menores ventas de oro al exterior (consecuencia de las operaciones de erradicación de la minería informal), así como por los menores envíos de algunos productos manufacturados (textiles y siderometalúrgicos) a algunas economías de la región.

Gráfico 3.3  
Perú: volumen de exportaciones  
(var % a/a, promedio móvil 12 meses)



Fuente: BCRP y BBVA Research

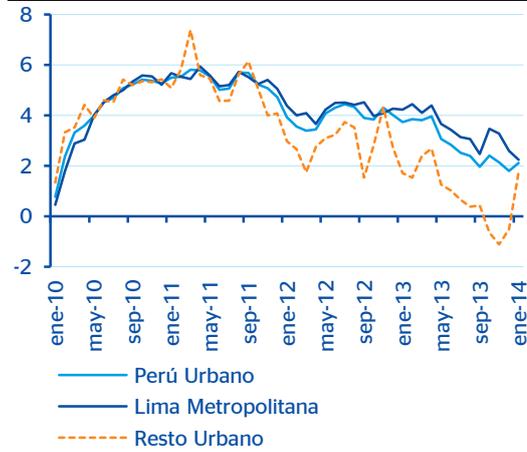
Gráfico 3.4  
Perú: gasto privado y público  
(var % a/a, promedio móvil 12 meses)



Fuente: BCRP y BBVA Research

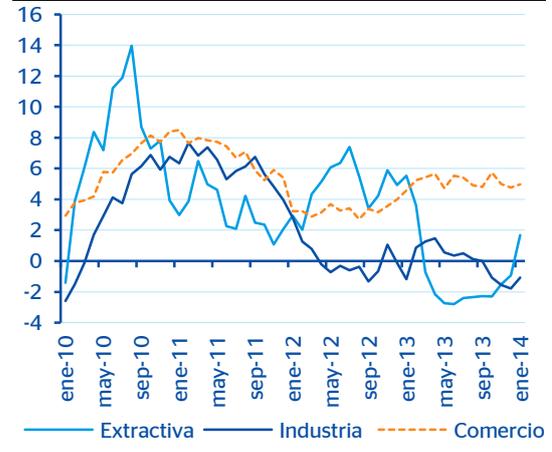
En cuanto al gasto privado, anticipamos que la inversión se habría estancado en el primer trimestre, en línea con la caída que registraron las importaciones de bienes de capital e insumos y las menores ventas domésticas de autos comerciales y de carga en los primeros meses del año. Además, el consumo privado habría registrado un avance más lento, debido al menor dinamismo del mercado laboral que se viene observando en el contexto de moderación de la inversión privada. Así, la generación de empleo a nivel urbano, en empresas privadas formales con 10 o más trabajadores, se ha desacelerado en los últimos meses, en particular en las actividades extractivas (que agrupa agricultura, pesca y minería) y en el interior del país (ver Gráficos 3.5 y 3.6).

Gráfico 3.5  
Perú: Empleo Urbano (Var. %)



Fuente: Ministerio de Trabajo

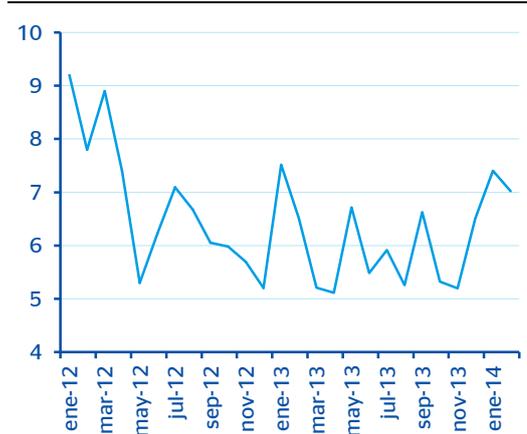
Gráfico 3.6  
Perú: Empleo Urbano según actividad económica (Var. %)



Fuente: Ministerio de Trabajo

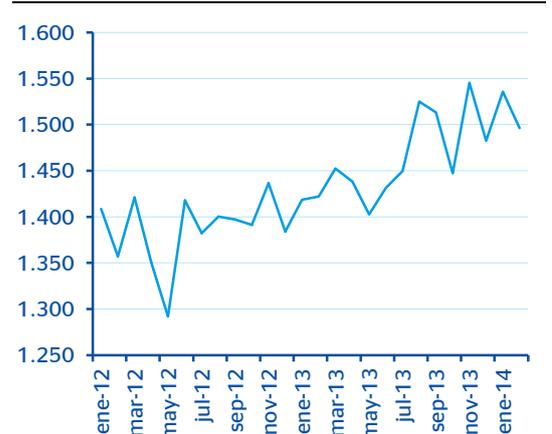
A nivel de Lima Metropolitana, la tasa de desempleo ha empezado a elevarse, luego de haber registrado niveles mínimos a inicios del año pasado. En cuanto a los ingresos, según datos del INEI, para el caso de Lima Metropolitana, registraron una variación interanual de 4.9% en el primer trimestre, menor al 8.0% de fines del año pasado. Según una encuesta realizada por Apoyo Consultoría el pasado mes de marzo, la moderación en el crecimiento del empleo y de los ingresos de los hogares ha inducido un ajuste en sus gastos: 18% de los hogares encuestados manifiesta haber gastado menos en entretenimiento (cine, fiestas, viajes, paseos, etc.) y en comidas fuera del hogar. Adicionalmente, los sectores de ingresos medios-altos afirman que han reducido sus gastos en equipamiento de las viviendas (muebles, electrodomésticos, etc.).

Gráfico 3.7  
Lima Metropolitana: tasa de desempleo (%)



Fuente: Ministerio de Trabajo

Gráfico 3.8  
Lima Metropolitana: Ingreso mensual (nuevos soles)



Fuente: Ministerio de Trabajo

## Factores de oferta explican el recorte de nuestra previsión para el crecimiento de la producción minera en 2014

Por un lado, de acuerdo con la información proporcionada por el Banco Central, actualmente se esperan menores leyes en la extracción de cobre. Así, en su último Reporte de Inflación se menciona que, solo por este efecto, la producción de cobre sería 5 puntos porcentuales más baja con relación a lo proyectado hace tres meses. Por otro, si bien en nuestra proyección de enero anticipábamos que el aumento de la producción de cobre de Chinalco (propietaria de Toromocho) será gradual, esperábamos mayores niveles de producción en el segundo trimestre. Sin embargo, de acuerdo a nueva información este incremento será más gradual, lo que implica un retraso que ha sido incorporado en estas nuevas previsiones. Finalmente, los trabajos de mantenimiento de Antamina, el cierre de algunas minas (Pierina de Barrick y Ares de Hochschild) y el agotamiento de las reservas de otras vienen teniendo un impacto mayor al anticipado sobre la producción de algunos minerales. En este contexto, esperamos que la minería se expanda alrededor de 5,0% este año, menor a nuestro estimado previo de 8,0%.

## Menor crecimiento de China afecta las perspectivas de la economía peruana en el mediano plazo

El recorte en nuestras previsiones de crecimiento para China se vincula principalmente a una moderación más rápida de la inversión, lo que ralentizará la expansión de su industria y, por lo tanto, su demanda por metales básicos. Esta dinámica afectará negativamente los precios de las materias primas. En particular, hemos revisado a la baja nuestras previsiones de mediano plazo para el precio del cobre, el principal producto de exportación de Perú (ver Recuadro 1).

## Recuadro 1. ¿Qué ha pasado con el precio del cobre y qué prevemos en adelante?

En los primeros meses del año, la cotización internacional del cobre retrocedió marcadamente. Actualmente se ubica alrededor de los USD/lb 3,07, es decir, más de 8% por debajo del nivel con el que cerró en 2013 (Gráfico R.1.1). Esta caída llegó incluso a alcanzar cerca del 13% en algunos momentos del año. ¿Qué es lo que ha generado la baja tan pronunciada en el precio?

Gráfico R.1.1  
Precio del cobre (USD por libra)



Fuente: Bloomberg

Los principales factores están vinculados con la economía china, la mayor demandante de cobre a nivel global (más de 40% del total mundial). A inicios de año se incrementaron las preocupaciones de que la actividad económica de ese país se desacelerara más que lo previsto. El balance de los indicadores así lo sugería, entre ellos la inversión en activos fijos, la producción industrial, y las exportaciones.

Un segundo elemento que apoyó la corrección a la baja en el precio del cobre fue el temor a que el endurecimiento que el Gobierno chino viene realizando en la regulación financiera (no bancaria, banca paralela) llevaría a una reversión en las operaciones que emplean al cobre como colateral en el sistema financiero de ese país. Empresas chinas que han encontrado dificultades para acceder a un crédito convencional han venido importando cobre en grandes cantidades para luego emplearlo como colateral y con ello acceder a financiamiento en condiciones blandas. Este es el caso, por ejemplo, de la empresa Shanghai Chaori Solar Energy. En la

primera mitad de marzo, Chaori Solar no pudo cumplir con el pago de intereses de su deuda (bonos). La situación de la empresa ya era débil y presentaba pérdidas en los dos últimos años, lo que tornaba previsible que no pudiera servir su deuda. Sin embargo, los gobiernos locales habían apoyado anteriormente a empresas en una situación similar ya sea con fondos (*bailout*) o extendiendo los plazos del pago. Esta vez no fue así. El dejar caer a Chaori Solar en una situación de impago fue percibido por los mercados como un cambio de actitud del Gobierno, un mensaje claro de que en adelante se permitirán impagos selectivos, buscando probablemente evitar con ello que empresas insolventes continúen accediendo a crédito en el sistema financiero, poniéndolo así en riesgo. En este contexto, operaciones que utilizan al cobre como colateral se tornan más riesgosas y podrían revertirse. El metal liberado ingresaría al mercado, incrementándose la oferta de cobre e imprimiéndole con ello un sesgo bajista al precio. Adelantándose a esta posibilidad, y motivados también por lo incierto de la magnitud de cobre que podría liberarse, los mercados reaccionaron y el precio cedió.

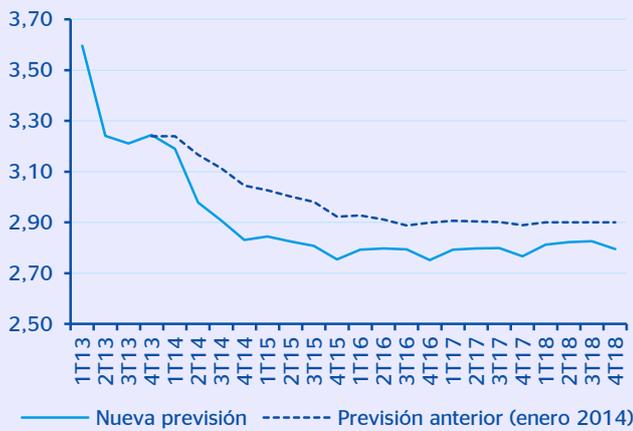
Nuestra previsión para el precio del cobre ya mostraba una tendencia descendente a lo largo del año, con una cotización promedio de USD/lb 3,14 en 2014 y que en el medio plazo (hacia el año 2016) se estacionaba alrededor de USD/lb 2,90. Esta senda recogía, por el lado de la demanda, una expansión económica en China que en adelante sería algo más moderada y el cambio en el modelo de crecimiento de ese país desde uno intensivo en gasto de inversión (y por lo tanto muy demandante de cobre) y orientado a la exportación hacia uno más balanceado en el que el soporte del gasto de consumo sea relativamente más importante. Por el lado de la oferta, consideraba el inicio de operaciones de importantes proyectos cupríferos y ampliaciones de otros. En 2014, por ejemplo, entrarán en operación proyectos que en conjunto elevarán la producción mundial de cobre en más de 7% con respecto a 2013, un avance muy superior al promedio de los últimos años. Y finalmente tomaba en cuenta la disminución del estímulo monetario en Estados Unidos.

Gráfico R.1.2  
**Cobre: diez principales proyectos que empezarán a operar en 2014**



Fuente: Macquarie Research

Gráfico R.1.3  
**Cobre: proyección del precio**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

En esta revisión de previsiones macroeconómicas hemos incorporado un elemento adicional que tiene incidencia sobre el precio del cobre: la corrección a la baja que estamos realizando en la proyección de crecimiento de China para los dos próximos años en alrededor de medio punto porcentual. La menor demanda resultante del metal, junto con una cotización del cobre que en el primer trimestre se situó por debajo de lo esperado (y los factores que lo explicaron), nos llevan a prever que su precio promedio se ubicará alrededor de los USD/lb 2,99 en 2014 y en USD/lb 2,80 en adelante. Es decir, anticipamos ahora que la trayectoria descendente será más pronunciada en el corto plazo.

El ajuste a la baja que hemos realizado, de cerca de 5% en 2014 y de algo más de 3% en el medio plazo, es relativamente moderado considerando el nuevo entorno para el mercado del cobre y la evolución del precio a inicios de año. Ello se debe a que la cotización encontrará cierta resistencia en los crecientes costos de producción (un precio más bajo llevaría a que algunos proyectos cupríferos cierren, recortando la cantidad ofrecida en el mercado y conteniendo de esta manera las presiones a la baja sobre la cotización del metal) y en la reposición de inventarios, los que actualmente se ubican en niveles mínimos de los últimos quince meses. En síntesis, el riesgo de que el precio del cobre registre un descenso aún más intenso que el que ahora prevemos es acotado.

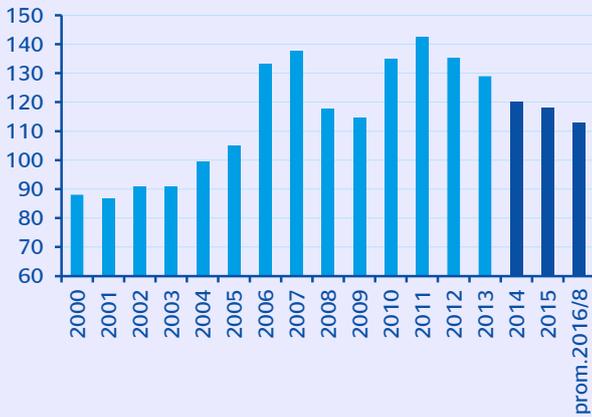
Es importante también señalar que los menores precios del cobre que en adelante observaremos no comprometen la producción de las minas peruanas ni de los proyectos cupríferos que actualmente se encuentran en construcción pues sus costos de producción se ubican entre los más bajos del mundo y oscilan entre USD/lb 0,70 y USD/lb 1,10. Toquepala y Cuajone tienen un costo de producción mayor, de alrededor de USD/lb 1,80, pero aún así hay cierta holgura con respecto a los precios que prevemos pues el costo es 35% menor que el nivel que alcanzará la cotización del cobre en el medio plazo.

Gráfico R.1.4  
**Costo de producción de principales minas y proyectos de cobre en Perú\* (USD/lb)**

		Costo de producción
Principales minas de cobre*	Toromocho	0,68
	Antapaccay	0,90
	Antamina	0,90 - 1,10
	Cerro Verde	0,93
	Toquepala y Cuajone	1,84
Proyectos de cobre	Las Bambas	1,00
	Constancia	1,13

\* Este conjunto de minas producirá en 2014 cerca del 90% del cobre en Perú  
Fuente: Apoyo Consultoría

Gráfico R.1.5  
Perú: términos de intercambio  
(índice 1994 = 100)

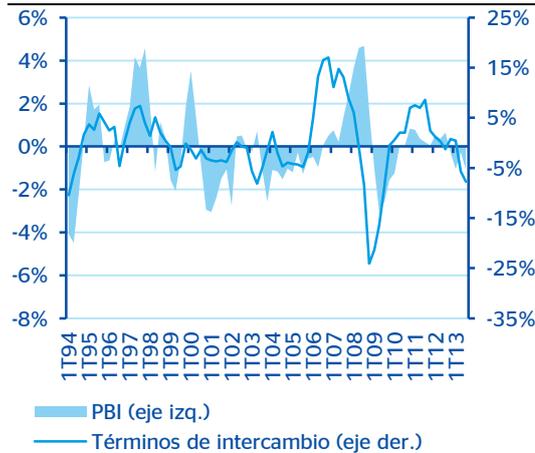


Fuente: BCRP y BBVA Research

Con la nueva senda prevista para el precio del cobre, los términos de intercambio retrocederán en el horizonte de previsión (Gráfico R.1.5). En 2014, el nivel de los términos de intercambio será cerca de 4% menor que el promedio de los últimos diez años, mientras que en el medio plazo se situará 10% por debajo de este último. Cabe señalar que este promedio recoge el buen nivel que llegaron a alcanzar los precios de los metales en la primera década de este siglo. La corrección a la baja en los términos de intercambio naturalmente se reflejará en la trayectoria prevista para la cuenta corriente de la balanza de pagos, el resultado fiscal y el tipo de cambio, como se describe en el resto del documento.

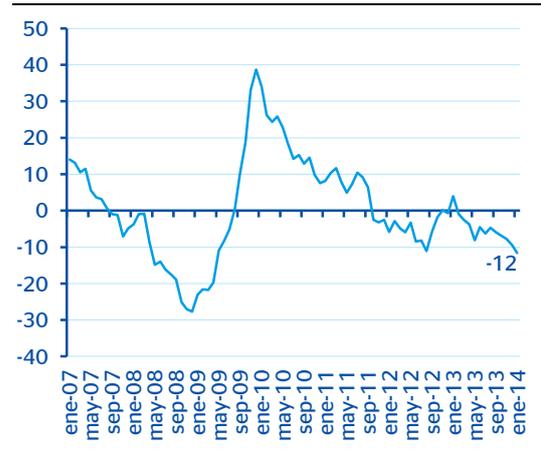
La evidencia señala que el ciclo económico de Perú está altamente relacionado con la evolución de los términos de intercambio (ver Gráfico 3.9)<sup>1</sup>. Al respecto, es interesante señalar que la actual desaceleración del PIB coincide con el descenso de los términos de intercambio de los últimos tres años, y que actualmente registran contracciones interanuales que no se veían desde la crisis financiera internacional (ver Gráfico 3.10 y 3.11). Así, dada nuestras perspectivas para los precios de exportación de Perú, es de esperarse un menor soporte por el lado de los términos de intercambio.

Gráfico 3.9  
Componente cíclico del PIB y de términos de intercambio (% del nivel tendencial)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.10  
Términos de intercambio (var % a/a)

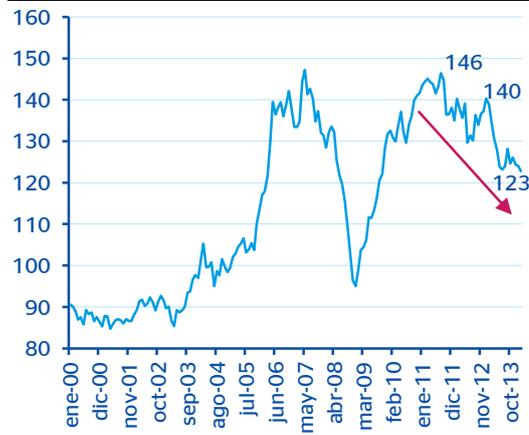


Fuente: BCRP y BBVA Research

Cabe señalar que los menores términos de intercambio también afectarán negativamente la demanda interna. Así, los menores precios de los metales harán menos atractiva la inversión minera, que es sectorialmente la más importante en el país (representa aproximadamente la cuarta parte del total). A nivel global ya se registra una mayor cautela de las inversiones de las grandes corporaciones mineras por los menores precios previstos, los crecientes costos de producción y el endurecimiento de condiciones de financiamiento. Por ello están reduciendo los proyectos *greenfield* (nuevas minas), que tienen un mayor riesgo y están optando por concentrar sus desembolsos de capital en proyectos *brownfield* (ampliaciones). Un crecimiento más lento de la inversión inducirá un menor dinamismo en la creación de empleo y, por lo tanto, en el gasto de consumo privado. Es interesante mencionar la asociación que han mostrado en los últimos años los flujos netos de capitales con la demanda interna (ver Gráfico 3.12). Por ello, ante las perspectivas de una ralentización de los ingresos por el lado de la cuenta financiera de la balanza de pagos, hemos moderado nuestras previsiones de expansión de la demanda interna para los siguientes años.

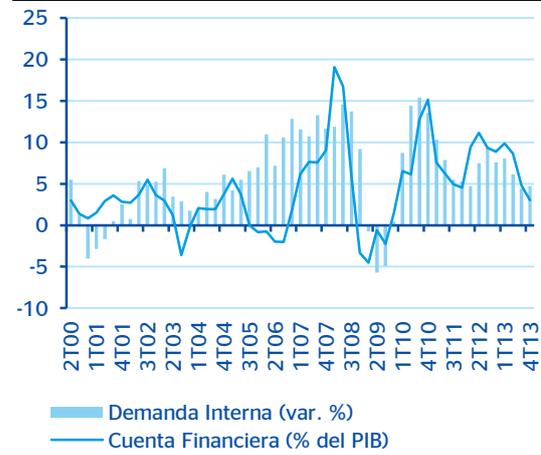
1: Ver Castillo, Paul; Carlos Montoro y Vicente Tuesta (2007): "Hechos estilizados de la economía peruana". En Revista de Estudios Económicos N°14. Banco Central de Reserva del Perú.

Gráfico 3.11  
Términos de intercambio (Índice)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.12  
Demanda interna e influjo de capitales  
(var % a/a y % del PIB)

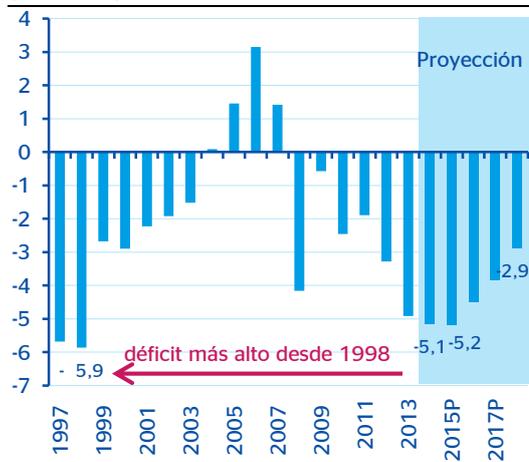


Fuente: BCRP y BBVA Research

## El déficit en cuenta corriente se mantiene como factor de vulnerabilidad

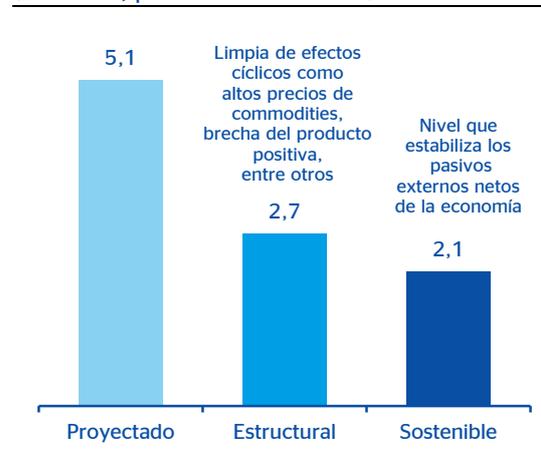
Por el lado de las cuentas externas, los menores términos de intercambio van a ejercer una mayor presión sobre el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. Durante este año, esto será atenuado por un pago extraordinario de impuestos derivados de la venta de los activos de Petrobras y del proyecto cuprífero Las Bambas. Estas operaciones se registran como una transferencia positiva de recursos de no residentes y reducirá la presión sobre la brecha externa en aproximadamente 0,3 puntos porcentuales. El balance de estos factores nos lleva a mantener nuestras previsiones de déficit en cuenta corriente alrededor de 5,0% del PIB para 2014 y 2015, los más altos desde 1998, para luego descender gradualmente entre 2016-2018 debido a la entrada en fase operativa de los grandes proyectos mineros actualmente en ejecución (ver Gráfico 3.13).

Gráfico 3.13  
Cuenta corriente de la balanza de pagos  
(% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.14  
Distintas definiciones de cuenta corriente  
(% del PIB, promedio 2014-2015)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Los déficit proyectados para este y el próximo año son relativamente elevados, lo que puede afectar la percepción de vulnerabilidad externa del país en un contexto de menor oferta de

fondos para los mercados emergentes. Cabe señalar que para mantener el nivel de pasivos externos que actualmente registra el país (aproximadamente 30 del PIB)<sup>2</sup>, el déficit en cuenta corriente debería reducirse hacia niveles cercanos al 2% del PIB. Una conclusión similar se obtiene si se considera el déficit en cuenta corriente estructural (el que elimina los factores cíclicos de corto plazo en el cálculo del déficit, el cual estimamos se ubica en 2,7% del PIB (ver Gráfico 3.14).

De acuerdo a nuestras estimaciones, el ajuste del déficit requerirá una moneda más depreciada en el mediano plazo (un tipo de cambio más alto), lo que favorecerá la asignación de recursos hacia el sector transable de la economía. Es importante señalar que la elevada disponibilidad de reservas internacionales del Banco Central permitirá suavizar la transición hacia un tipo de cambio más elevado, lo que dará espacio para que el sector privado pueda acomodarse a este nuevo entorno (ver la siguiente sección de mercados financieros y tipo de cambio).

Finalmente, reiteramos lo que mencionamos en nuestro reporte anterior: el ajuste de la brecha externa hacia niveles alrededor de 2% del PIB (nivel que asegura "sostenibilidad" en el sentido de que se mantienen los pasivos externo en su nivel actual como porcentaje del PIB) en los siguientes años, requerirá un aumento del ahorro interno de aproximadamente 3 puntos porcentuales si se desea mantener un ratio de inversión cercano a 28% del PIB. Asumiendo que el ahorro público se mantiene relativamente estable (supuesto conservador si se tiene en cuenta los aumentos salariales para la administración pública), el esfuerzo por el lado del ahorro interno tendrá que recaer en el sector privado. Este análisis pone de manifiesto las limitaciones que se enfrentan para acelerar el crecimiento en los siguientes años. La conclusión es que será difícil crecer más de 5,5% si se quiere reducir el déficit en cuenta corriente y la dependencia del financiamiento externo. En este contexto, vemos poco probable que se registren nuevamente tasas de crecimiento de la inversión de dos dígitos de manera sostenida, como en años pasados, o una aceleración del consumo privado.

## Sector público: la deuda pública seguirá mostrando una tendencia decreciente

En nuestro escenario base, la política fiscal mostrará algún deterioro hacia adelante. Por el lado de los ingresos, los menores precios de los metales afectarán la recaudación tributaria proveniente de los impuestos que pagan las corporaciones mineras. No obstante, la importancia de los ingresos fiscales provenientes de la minería e hidrocarburos ya ha venido descendiendo y actualmente representan el 15% del total recaudado (24% en 2011). A pesar de ello, la presión tributaria se ha mantenido relativamente estable, por lo que los ingresos provenientes de la minería han sido reemplazados por otras fuentes y ahora el sector público exhibe una menor dependencia de los primeros. Así, el impacto de los menores precios de los metales será relativamente acotado sobre la caja fiscal.

Además, este año la recaudación se verá favorecida por el impacto positivo que representa el pago de impuestos vinculados a la transferencia de los activos de Petrobras, por un lado, y la venta de Las Bambas, por otro. Se espera que el impacto de esta transacción ascienda a aproximadamente 0,3 puntos porcentuales del PIB.

Por el lado del gasto, las reformas que vienen mejorando los salarios de los empleados públicos de distintas especialidades (médicos, profesores, policías y militares y servidores públicos, en general) se reflejarán en un aumento del gasto corriente. Además, se viene haciendo más notoria la intención del gobierno de acelerar el gasto en infraestructura. Por un lado, en los dos primeros meses del año, la inversión pública se expandió 18% a/a. Por otro, se viene registrando una mayor celeridad en las concesiones de obras de infraestructura. Así en las últimas semanas ProInversión (organismo encargado de promover la inversión privada

2: Sólo considera deuda externa, pública y privada, de corto y largo plazo. No se toma los pasivos por inversión directa extranjera ni las participaciones de capital de no residentes. Cabe señalar que el nivel de pasivos externos de 30% del PIB podría ser una referencia exigente si se considera que países con una calificación crediticia similar a la de Perú (BBB+) registran un ratio de 59% (excluyendo Irlanda cuyo ratio es mucho mayor).

en infraestructura) ha adjudicado tres importantes proyectos (Línea 2 del Metro de Lima, Aeropuerto Chinchero en Cuzco y Terminal Portuario San Martín) por un monto total de USD 6,5 mil millones. Para lo queda del año, se espera que se concesiones obras adicionales por más de USD 4 mil millones (ver Tabla 3.1). Esto, no solo seguirá dinamizando la inversión pública (por los compromisos de cofinanciación asumidos), sino también la privada, tanto a través de un canal directo (gasto en infraestructura) como indirecto, al contribuir a generar un clima de negocios más optimista e impactar positivamente sobre la confianza empresarial.

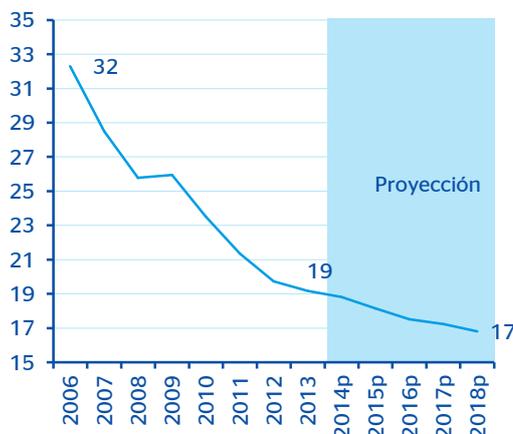
Tabla 3.1  
**Principales proyectos a ser concesionados en 2014**

Proyectos	Sector	Localización	Monto (US\$ millones sin IGV)	Fecha probable de Buena Pro
Mejoras a la seguridad energética del país y desarrollo del Gasoducto Sur Peruano	Hidrocarburos	Arequipa, Cusco, y Moquegua	2.800	II Trimestre del 2014
Línea de Transmisión 220 KV Moyobamba - Iquitos y subestaciones asociadas	Electricidad	San Martín y Loreto	434	II Trimestre del 2014
Obras de Cabecera y Conducción para el Abastecimiento de Agua Potable para Lima	Saneamiento	Junín y Lima	400	IV Trimestre del 2014
Sistema de Abastecimiento de LNG para el Mercado Nacional	Hidrocarburos	Lima	250	IV Trimestre del 2014
Línea de Transmisión 220 KV Azángaro - Juliaca - Puno	Electricidad	Puno	81	IV Trimestre del 2014

Fuente: ProInversión

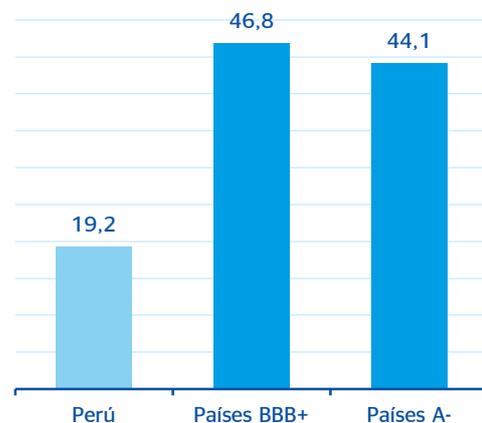
En este contexto, hacia adelante se proyecta déficit moderados que no afectarán la solvencia las finanzas públicas, en la medida que la deuda del gobierno como porcentaje del PIB mantendrá una tendencia decreciente, la que convergerá hacia un 17% del PIB en 2018 (ver Gráfico 3.15). Este nivel compara favorablemente con los países que tienen una calificación crediticia igual a la del gobierno peruano e inclusive con aquellos que tienen una calificación superior (ver Gráfico 3.16).

Gráfico 3.15  
**Perú: Deuda Pública (% del PIB)**



Fuente: Standard & Poor's y BBVA Research

Gráfico 3.16  
**Deuda pública 2013: Perú, países BBB+ y A- (% del PIB, promedio según clasificación de S&P)**



Fuente: BCRP y BBVA Research

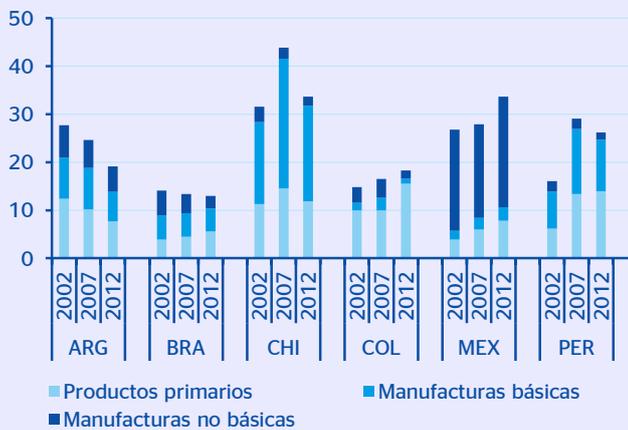
## Recuadro 2. ¿Qué ha pasado con la competitividad de la manufactura en el periodo 2002-2012?

Entre los años 2002 y 2007, las exportaciones ganaron una mayor participación dentro del PIB. Si bien este avance de las exportaciones se explicó principalmente por ventas al exterior de productos primarios (minería y pesca), también fue importante el dinamismo de los productos manufactureros (ver Gráfico R.2.1). De hecho, estos ganaron cuota a nivel global ya que crecieron a un ritmo mayor que el mostrado por productos similares del resto del mundo (ver Gráfico R.2.2).

Los factores que permitieron ganar competitividad en la primera mitad de la década pasada fueron:

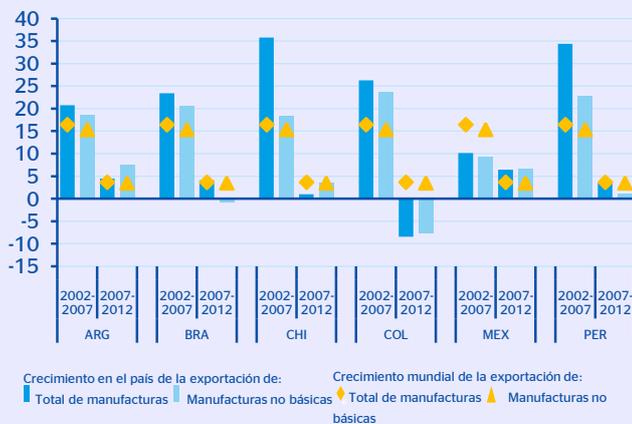
- El crecimiento de la productividad: Entre los años 2002 y 2007, la actividad económica ha crecido a una tasa promedio anual de 6,2%. Poco más del 40% de esta expansión se debió a mejoras en la productividad, la cual, en dicho período, se incrementó a un ritmo anual de alrededor de 2,6%, siendo esta una de las mayores tasas de expansión en LatAm. Dentro del conjunto de principales socios comerciales de Perú, solo en China la productividad laboral creció de manera más rápida. En el sector manufacturero en particular, la mejora de la productividad (medida como el PIB real manufacturero entre el empleo urbano en la industria) observada para el período 2002-2007 ha sido de alrededor de 15% (véase el Gráfico R.2.3). Sin embargo, en términos comparativos con Estados Unidos es aún baja (ver Gráfico R.2.3 y R.2.4).

Gráfico R.2.1  
Exportaciones totales (como % del PIB)



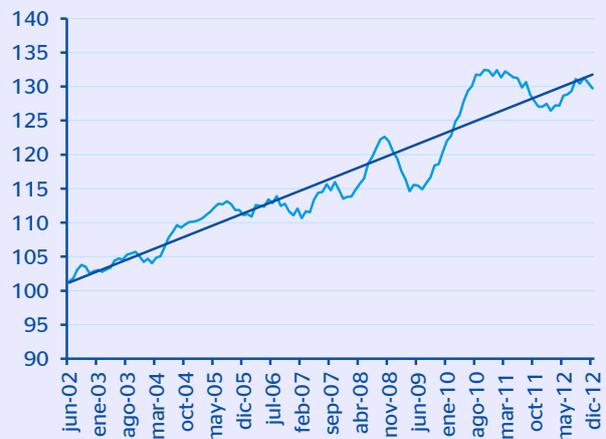
Fuente: WITS, BBVA Research

Gráfico R.2.2  
Crecimiento de los productos exportados (var % promedio anual)



Fuente: WITS, BBVA Research

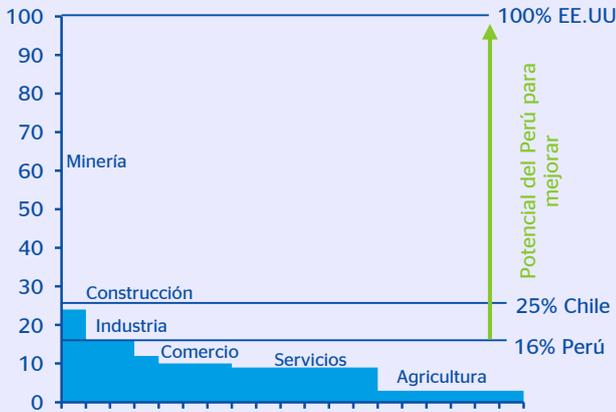
Gráfico R.2.3  
Índice de productividad en las manufacturas (promedio móvil seis meses)



Fuente: BCRP, MTPE y BBVA Research

Los incrementos en los niveles de productividad facilitaron que los costos laborales unitarios se mantengan relativamente estables (ver Gráfico R.2.5) y que las exportaciones de manufacturas sigan creciendo a pesar de la caída del tipo de cambio real (ver Gráfico R.2.6).

Gráfico R.2.4  
Perú: productividad relativa



Fuente: McKinsey (2010). Beyond the Global crises: What's next for Peru?

- Mayor apertura comercial: que abarató los costos de insumos y bienes de capital importados (reducción de aranceles) y la entrada a nuevos mercados en condiciones más ventajosas (tratados comerciales).
- Mejora del clima para hacer negocios, en particular para exportar e importar. Según Doing Business, la exportación de un contenedor estándar de mercancías requiere 6 documentos, cuesta 860 dólares y tarda 12 días, diez menos que en el año 2005. A nivel mundial, Perú se sitúa en el puesto 56 en el ranking de 183 países en la facilidad del comercio transfronterizo. En cuanto a la facilidad para iniciar un negocio en Perú, el informe Doing Business indica que el tiempo necesario se ha reducido a casi la tercera parte en el período 2002-2012 y que el número de procedimientos se encuentra en 5, por debajo del que registran países como México, Brasil, Argentina, Venezuela y Bolivia.

Gráfico R.2.5  
Costo laboral unitario (índice promedio móvil 6 meses)



Fuente: BCR, MTC y BBVA Research

Gráfico R.2.6  
Exportaciones no tradicionales y tipo de cambio real



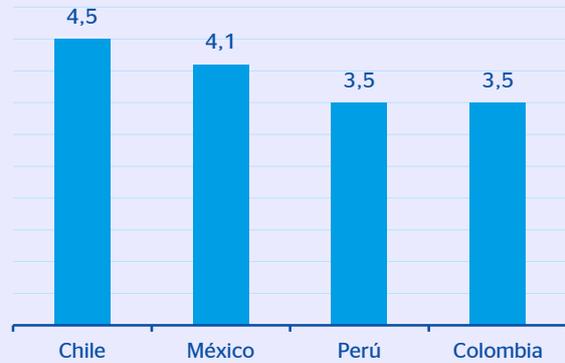
Fuente: BCR

Sin embargo, luego del período de fuerte avance (2002-2007), la competitividad de los productos manufactureros peruanos viene mostrando un declive en los últimos 5 años. Para impulsarla nuevamente es necesario:

- Acelerar las mejoras de infraestructuras: aunque la calidad de la infraestructura parecería haber mejorado en los últimos años, aún está lejos de ser considerada en niveles de desarrollo y eficiencia conforme a estándares internacionales. Entre los países de la Alianza del Pacífico (Chile, México, Colombia y Perú), Perú es el tercero menos desarrollado en cuanto a la calidad de la infraestructura (ver Gráficos R.2.7 y R.2.8). En el caso de las carreteras, por ejemplo, solo el 14% se encuentran pavimentadas, lo que, sumado al tráfico generado por otras deficiencias en las vías, genera significativas pérdidas de tiempo y mayores costes.

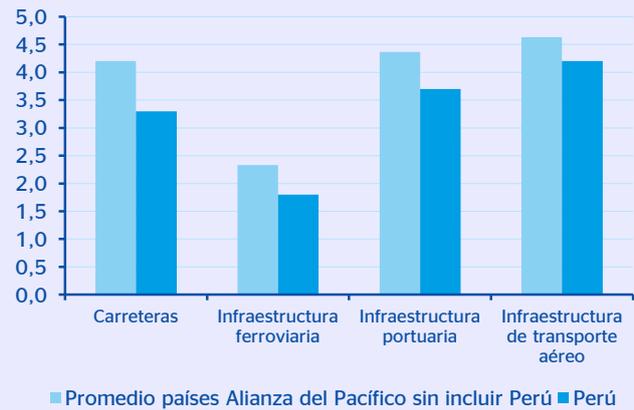
- Elevar la calidad del capital humano: solo alrededor del 25% de la población mayor a 25 años cuenta con educación superior universitaria o técnica, si bien este porcentaje es superior al registrado en años previos aún resulta insuficiente.
- Mayor innovación en procesos y productos: tanto en la medición de 2007 como en la de 2012 del índice global de competitividad, Perú se encuentra muy rezagado en innovación, presentando pobres niveles de gasto en I+D y baja calidad de las instituciones científicas. En este sentido, las exportaciones peruanas de productos de alta, mediana y baja tecnología representan un porcentaje residual dentro del total de exportaciones a lo largo del período analizado.
- Reducir trabas a la inversión y fortalecer las instituciones: el factor que se presenta como el más problemático a la hora de hacer negocios, según el índice global de competitividad, es la corrupción, seguido por la ineficiencia de la burocracia estatal y la regulación tributaria.
- Disminuir los niveles de informalidad: actualmente la economía peruana es una de las más informales de la región y del mundo, con niveles de alrededor de 70%.

Gráfico R.2.7  
**Índice de Competitividad en Infraestructura 2013-2014 (puntaje)**



Fuente: WEF

Gráfico R.2.8  
**Competitividad según tipo de infraestructura (7=mejor)**



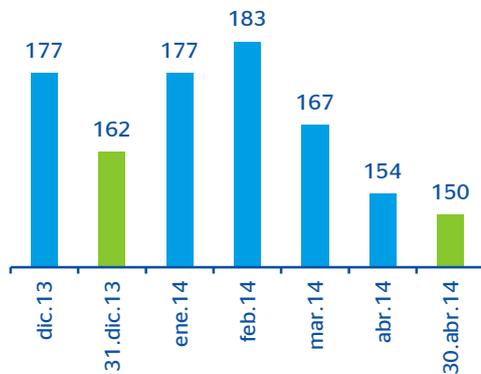
Fuente: WEF

## 4. Distensión en mercados financieros locales luego de un volátil inicio de año

### Indicadores de riesgo y rendimientos exigidos a la deuda pública han corregido a la baja desde mediados de febrero

Luego de la turbulencia en las primeras seis semanas del año, el apetito general por activos de economías emergentes, dentro de las cuales Perú es una de las que mantiene tasas de crecimiento más elevadas, mejores fundamentos macroeconómicos, y un atractivo *carry trade* (incluso ajustado por volumen transado), se ha fortalecido. Como resultado, los mercados financieros locales han tendido a normalizarse. Los indicadores de riesgo, por ejemplo, se ubican actualmente por debajo de sus niveles de cierre de 2013 (Gráfico 4.1). Del lado de los rendimientos exigidos a los bonos soberanos, también se observa una corrección, aunque menos pronunciada (Gráfico 4.2). Ello se ha dado en un contexto en el que el posicionamiento de inversionistas extranjeros en estos títulos se ha estabilizado en niveles altos, de alrededor de 47% de las tenencias totales (56% en noviembre del año pasado), en tanto que los fondos de pensiones y bancos locales han encontrado espacio para incrementar su participación y llevarla a máximos de casi dos años. El mercado se encuentra así ahora algo más balanceado en términos de tenedores de bonos.

Gráfico 4.1  
Riesgo-país: EMBI  
(puntos básicos, promedio del período)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4.2  
Bonos soberanos: rendimientos exigidos (%)



Fuente: Bloomberg

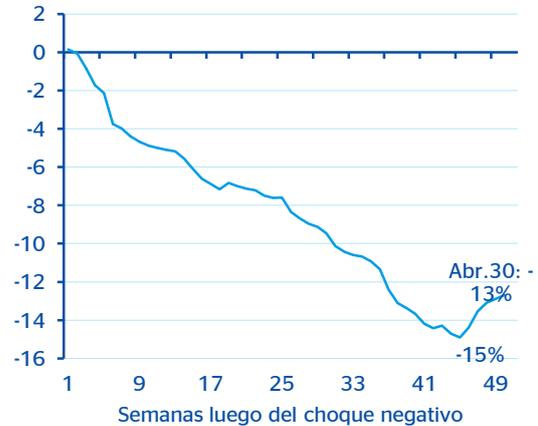
Una figura similar se observa por el lado del mercado bursátil, aunque en este caso la corrección luego del período de turbulencia tardó más en iniciarse (Gráfico 4.3). Ello se debe a que parte importante del índice bursátil se encuentra vinculada con el sector minero (alrededor de 40% de la capitalización total) y el precio del cobre no mostró recuperación alguna hasta pasada la mitad de marzo. A esto se suma que los indicadores de actividad local se mostraron débiles, por debajo de lo esperado, hasta la publicación a mediados de abril de la cifra de crecimiento del PIB de febrero, la que sorprendió positivamente al consenso del mercado. En una perspectiva temporal más amplia, los mercados financieros locales han empezado a beneficiarse de la estabilización de los flujos de portafolios de inversionistas extranjeros luego del continuo recorte de posiciones que siguió al anuncio del *tapering* monetario en Estados Unidos en mayo pasado (Gráfico 4.4).

Gráfico 4.3  
**Mercado bursátil: Índice General de la BVL**  
(29.nov.2013 = 100)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4.4  
**Flujos de portafolio**  
(acumulado; % de los fondos administrados)



Fuente: EPFR y BBVA Research

## La moneda local también se ha fortalecido luego de la turbulencia, pero el panorama cambiario ha sufrido cierto deterioro hacia adelante

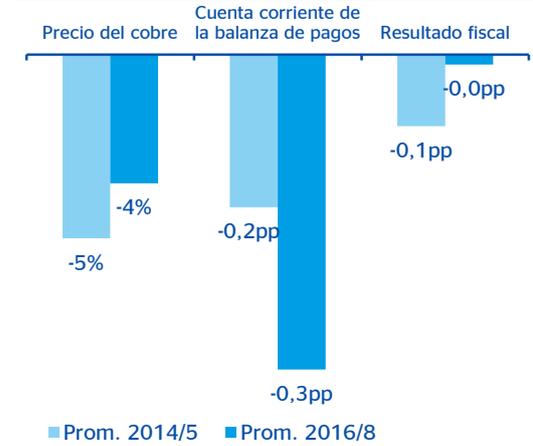
Como los demás activos locales, el sol peruano se apreció desde mediados de febrero (Gráfico 4.5). Sin embargo, este fortalecimiento ha sido relativamente acotado, de 0,6% desde el momento más crítico en 2014. Esto es más claro al considerar dos aspectos. En primer lugar, que durante el período de turbulencia la intervención del Banco Central en el mercado cambiario fue importante y sostenida, con ventas de moneda extranjera y colocaciones de títulos indexados al tipo de cambio que en conjunto sumaron más de USD 3 mil millones en el primer bimestre de 2014. Ello evitó una mayor depreciación en ese momento. Sin embargo, más allá de alrededor de USD 500 millones en títulos indexados al tipo de cambio, el grueso de estas operaciones no se ha revertido después, y a pesar de ello la apreciación del sol peruano ha sido solo modesta. En segundo lugar, que durante la normalización de los mercados locales desde mediados de febrero se ha tenido (i) el período de regularización del pago del impuesto a la renta, el que usualmente genera una demanda adicional de moneda local y la fortalece con respecto al dólar (las empresas exportadoras, por ejemplo, se desprenden de moneda extranjera y adquieren la local para con ella atender la regularización), y (ii) operaciones cambiarias puntuales pero que involucraron un importante aumento de la oferta de dólares en el mercado cambiario, a pesar de lo cual, nuevamente, la apreciación del sol peruano ha sido solo modesta. En síntesis, la tenue corrección del tipo de cambio luego de la turbulencia de inicios de año sugiere que la moneda local se ha debilitado estructuralmente. Este comportamiento es coherente con la revisión de nuestras previsiones. Creemos que la dinámica actual del tipo de cambio está más vinculada con factores fundamentales, a diferencia de lo que se observó el año pasado (mayo y setiembre) con el cambio en la percepción sobre el curso de la política monetaria en Estados Unidos.

Gráfico 4.5  
Tipo de cambio (PEN/USD)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4.6  
Ajuste en previsiones con respecto al ejercicio de enero (en puntos porcentuales del PIB)



Fuente: BBVA Research

Nuestro escenario base revisado considera que el precio del cobre seguirá en adelante una senda descendente algo más pronunciada que la que anticipamos en enero último, y que con ello se estacionará en el medio plazo en un nivel más bajo (Recuadro 1). Como resultado, los términos de intercambio se han ajustado en el mismo sentido y con ello el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos será un poco mayor en el horizonte de previsión (Gráfico 4.6). Adicionalmente, los menores precios del cobre reducirán en alguna medida el atractivo de la inversión minera (y con ello el avance del producto), de manera que el influjo de capitales también se resentirá. Y por el lado de las cuentas públicas, habrá un menor dinamismo en la recaudación por impuesto a la renta, con lo que el déficit fiscal será algo mayor que lo que anticipamos hace tres meses. Es decir, nuestras previsiones para las cuentas externas y fiscales peruanas se han deteriorado.

En este entorno, hemos revisado al alza la previsión para el tipo de cambio (depreciación del sol peruano) hacia un nivel de medio plazo consistente con fundamentos macroeconómicos algo más débiles. Así, esperamos ahora que esta variable tienda a estabilizarse alrededor de 2,90 en 2016. La transición desde su nivel actual de 2,81 será gradual porque el Banco Central probablemente la suavizará, como usualmente ha buscado. Tomando en cuenta la magnitud que se prevé que tendrá el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, será conveniente que la flexibilidad del tipo de cambio para ajustarse sea algo mayor que en el pasado. Nuestra previsión es que a fines de 2014 esta variable se situará alrededor de 2,85, y de 2,88 al cierre de 2015. La paulatina disminución del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos en el horizonte de previsión es coherente con esta senda. Naturalmente, no descartamos que en algunos momentos puedan presentarse episodios de alta volatilidad cambiaria vinculados, por ejemplo, con la disminución del estímulo monetario en Estados Unidos o con turbulencias en algún mercado emergente.

## 5. Panorama más favorables para la inflación en los próximos meses

En los primeros meses del año la inflación interanual se mantuvo por encima del límite superior del rango meta del Banco Central (2%, +/- 1pp) (ver Gráfico 5.1). Asimismo, diversas mediciones de tendencia inflacionaria que tratan de eliminar los choques transitorios sobre los precios se mantienen elevados (ver Tabla 5.1). Por ejemplo, la inflación subyacente lleva 36 meses consecutivos por encima de 3,0%. Este comportamiento está asociado a la existencia de presiones de demanda sobre los precios de algunos servicios, como Comidas Fuera del Hogar, Educación y Salud, consecuencia del incremento de los ingresos de las familias y de las menores holguras en dichos sectores, lo que es consistente con nuestra percepción de que el PIB ha estado convergiendo “desde arriba” hacia su nivel potencial (señal de presiones de demanda).

La mayor demanda por ciertos servicios es una consecuencia de las mejoras en la capacidad adquisitiva que se está reflejando en un cambio en los precios relativos de la economía. En este contexto, cabe preguntarse si el Banco Central debería reaccionar o simplemente facilitar este ajuste permitiendo una inflación más alta en el corto plazo. Desde luego, la aceptación temporal de una inflación mayor puede tener efectos negativos sobre la credibilidad del Banco Central y por lo tanto en su capacidad de anclar las expectativas inflacionarias en el mediano plazo. Al respecto, cabe resaltar que se viene observando que las expectativas a dos años continúan relativamente cerca al límite superior del rango meta. En un entorno con expectativas inflacionarias más altas, la inflación será más elevada incluso en ausencia de presiones de demanda y de choques de oferta.

Gráfico 5.1  
Inflación interanual (%)



Fuente: BCRP

Tabla 5.1  
Diversas medidas de inflación (% interanual)

Inflación	dic-12	dic-13	mar-14
...total	2,6	2,9	3,4
...subyacente	3,3	3,7	3,8
...sin alimentos ni energía	1,9	3,0	2,8
...de no transables	3,2	3,1	3,6
... de no transables sin alimentos	2,0	3,4	3,0
...expectativas para 2014	2,6	2,8	2,8
...expectativas para 2015	2,6*	2,7	2,7

\* dato de feb-13.  
Fuente: BCRP

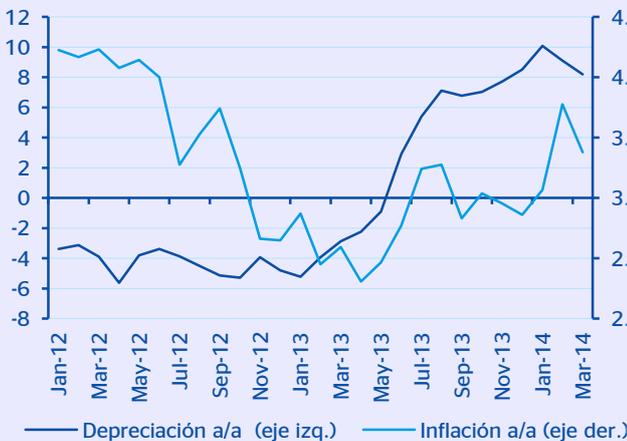
Un elemento que también ha afectado la dinámica de los precios ha sido la depreciación de la moneda que se observó como un fuerte incremento del tipo de cambio durante el año 2013. De acuerdo a nuestras estimaciones, el traspaso de tipo de cambio a precios es de aproximadamente 12% luego de doce meses, por lo que la depreciación del año anterior, asumiendo que todos los otros determinantes de la dinámica de los precios se mantienen constantes, habría agregado hasta un punto porcentual a la inflación interanual (ver Recuadro 3).

### Recuadro 3. Traspaso de tipo de cambio a precios domésticos

La depreciación de la moneda local observada desde el segundo trimestre del año pasado ha llamado la atención sobre los efectos que puede generar sobre la inflación doméstica. Así, el tipo de cambio sol por dólar pasó de 2.60 en abril de 2013 a 2.81 en similar mes del presente año acumulando un incremento cercano al 10%, mientras que en el mismo periodo la inflación interanual pasó de 2.3% a 3.4% (ver Gráfico R.3.1). Cabe preguntarse ¿cuánto del incremento en la inflación se explica por la depreciación de la moneda?

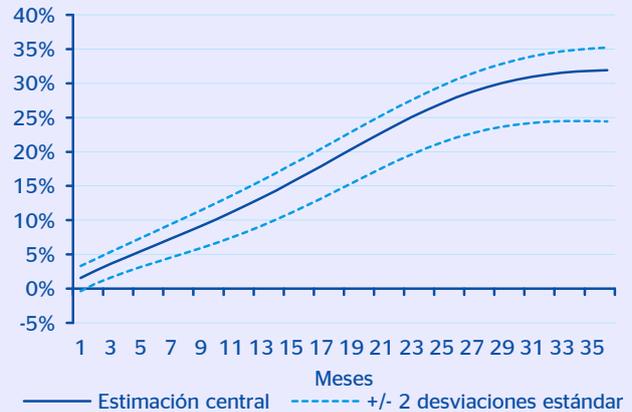
El efecto traspaso del tipo de cambio a precios domésticos se da a través de dos canales: el directo y el indirecto. En el primer caso, un aumento en el tipo de cambio eleva el valor de los bienes de consumo que se expresan en dólares en términos de moneda local, como por ejemplo los alquileres de vivienda y pasajes de avión, y de los artículos importados como los electrodomésticos y autos. En el segundo caso, los bienes de consumo se incrementan al subir el costo de los insumos importados (expresados en dólares) utilizados en la elaboración de estos.

Gráfico R.3.1  
Inflación y depreciación (% interanual)



Fuente: BCRP

Gráfico R.3.2  
Estimación del traspaso de la depreciación del tipo de cambio a la inflación doméstica (% de depreciación)



Fuente: BBVA Research

Con relación a la evidencia empírica, Winkelried (2003, 2012)<sup>3</sup> estima que el efecto traspaso se ubicaría alrededor del 10% y que es asimétrico, es decir, se intensifica en periodos de fuerte crecimiento económico y alta inflación. Nosotros actualizamos nuestros cálculos del efecto traspaso utilizando la metodología de vectores autoregresivos (VAR, por sus siglas en inglés) propuesta por McCarthy (1999)<sup>4</sup> mediante la siguiente estructura de errores del modelo:

$$\begin{aligned} \pi_t^{fa0} &= E_{t-1}(\pi_t^{fa0}) + \varepsilon_t^{fa0} \\ y_t^{gap} &= E_{t-1}(y_t^{gap}) + \alpha_1 \varepsilon_t^{fa0} + \varepsilon_t^y \\ \Delta e_t &= E_{t-1}(\Delta e_t) + \beta_1 \varepsilon_t^{fa0} + \beta_2 \varepsilon_t^y + \varepsilon_t^{\Delta e} \\ \pi_t^m &= E_{t-1}(\pi_t^m) + \delta_1 \varepsilon_t^{fa0} + \delta_2 \varepsilon_t^y + \delta_3 \varepsilon_t^{\Delta e} + \varepsilon_t^m \\ \pi_t^p &= E_{t-1}(\pi_t^p) + \gamma_1 \varepsilon_t^{fa0} + \gamma_2 \varepsilon_t^y + \gamma_3 \varepsilon_t^{\Delta e} + \gamma_4 \varepsilon_t^m + \varepsilon_t^p \\ \pi_t^c &= E_{t-1}(\pi_t^c) + \phi_1 \varepsilon_t^{fa0} + \phi_2 \varepsilon_t^y + \phi_3 \varepsilon_t^{\Delta e} + \phi_4 \varepsilon_t^m + \phi_5 \varepsilon_t^p + \varepsilon_t^c \end{aligned}$$

donde  $\pi_t^e$  es la inflación de precios al consumidor,  $\pi_t^p$  es la inflación de precios al productor (aproximados por los precios al mayorista),  $\pi_t^m$  es la inflación de precios importados,  $\Delta_t^e$  es la variación del tipo de cambio nominal,  $y_t^{gap}$  es la brecha del producto (utilizando el filtro HP) y  $\pi_t^{fa0}$  es la inflación de alimentos a partir del índice de la FAO.

3: Winkelried, D (2003), "Es asimétrico el pass-through en el Perú. Un análisis agregado", Banco Central de Reserva del Perú, Revista Estudios Económicos, 10.

Winkelried, D(2012), "Traspaso del tipo de cambio y metas de inflación en el Perú", Banco Central de Reserva del Perú, Revista Estudios Económicos, 23.

4: McCarthy, Jonathan (1999) "Pass-Through of Exchange Rate and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies", BIS Working Paper N° 79, Bank for International Settlements.

El período de la estimación va desde enero de 2000 hasta diciembre de 2013 y se consideró un rezago de acuerdo con el criterio de información de Schwarz. Los principales supuestos de identificación son: i) los choques de oferta son identificados mediante la dinámica de la inflación mundial de alimentos; ii) los choques de demanda son identificados de la dinámica de la brecha del producto después de tomar en cuenta el efecto contemporáneo del choque de oferta; y iii) los choques externos son identificados de la dinámica de la depreciación de la moneda local luego de tomar en cuenta los efectos contemporáneos de los choques de demanda y oferta. Además, se asume que la inflación importada y la mayorista pueden tener impactos contemporáneos en la inflación al consumidor, pero no al revés, y que el tipo de cambio afecta a todas las medidas de inflación anteriormente mencionadas. Por último, se asume que las expectativas condicionadas en el sistema pueden ser reemplazadas por proyecciones lineales de los rezagos de las variables del sistema. De esta manera, la estimación del VAR

utiliza la descomposición de Cholesky. Finalmente, el coeficiente de traspaso se calcula a partir de las funciones acumuladas de respuesta al impulso.

Los cálculos muestran un traspaso de una depreciación del tipo de cambio a la inflación doméstica de 12% en un año (ver Gráfico R.3.2), lo que sugiere que la depreciación de 10% observada en enero tendría un impacto de alrededor de un punto porcentual en la inflación de fin de año. Cabe señalar, sin embargo, que el efecto podría ser menor debido a que actualmente nos encontramos en una fase de desaceleración en el ciclo económico lo que hace que los productores que utilizan insumos importados sacrifiquen margen para hacer frente a la menor demanda. Hacia adelante, esperamos que el traspaso se vaya diluyendo, lo que ayudaría a que la inflación converja hacia el centro del rango meta (2%, +/- 1pp) en 2015.

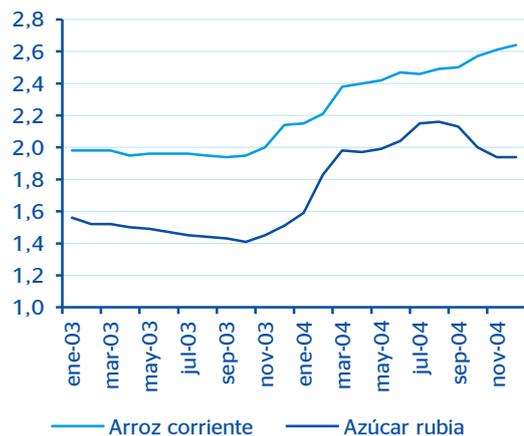
## Hacia adelante, factores de oferta imprimirán cierta inercia al descenso de la inflación

En un contexto en el que el PIB crecerá algo por debajo de su ritmo potencial, las eventuales presiones de demanda se irán diluyendo, lo que se traduciría en un descenso de la inflación subyacente. Asimismo, ya no se esperan incrementos importantes en el tipo de cambio (depreciación de la moneda), dado que la sobre valoración de la moneda local ya se habría corregido en gran medida durante 2013 (depreciación de 9%), por lo que su influencia sobre los precios sería mucho menor al que se habría dado en los meses anteriores.

No obstante, algunos factores de oferta afectarán la dinámica inflacionaria en los siguientes meses. Por el lado externo, una mayor volatilidad en las cotizaciones internacionales de los principales insumos agrícolas (maíz, trigo, soya) podría transmitirse hacia los precios de alimentos domésticos, lo que sería parcialmente contrarrestado por una corrección a la baja en nuestra proyección para el precio del petróleo (ver Recuadro 4). Por el lado local, la ausencia de lluvias en la costa norte del país en el primer trimestre del año podría afectar el cultivo y abastecimiento de algunos alimentos intensivos en el uso de agua como el azúcar y el arroz. De acuerdo con estimados de Apoyo Consultoría, la producción de dichos productos en la costa norte podría caer un 25% este año, lo que llevaría a un incremento en sus precios de más de 20%, como sucedió en un episodio similar en 2004 (ver Gráfico 5.2), y una incidencia inflacionaria de alrededor de 0,5 puntos porcentuales. Estas condiciones de oferta agrícola incluso podrían agravarse aún más en el caso de darse un Fenómeno de El Niño intenso que se prologue hasta las temporadas de lluvias y que lleve a un exceso de estas.

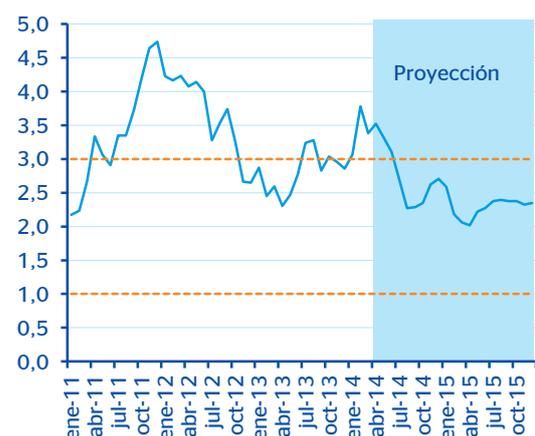
En el balance, estimamos que se retrasará la convergencia de la inflación hacia el centro del rango meta y en los siguientes meses fluctuará alrededor del límite superior del mismo, con lo que el año cerrará en 2,7% (ver Gráfico 5.3). Para 2015, con una brecha del producto nula y ausencia de choques de oferta, la inflación convergerá a 2.3% a fines del año.

Gráfico 5.2  
Precio de arroz corriente y azúcar rubia  
(Soles por Kg.)



Fuente: INEI

Gráfico 5.3  
Inflación interanual (%)



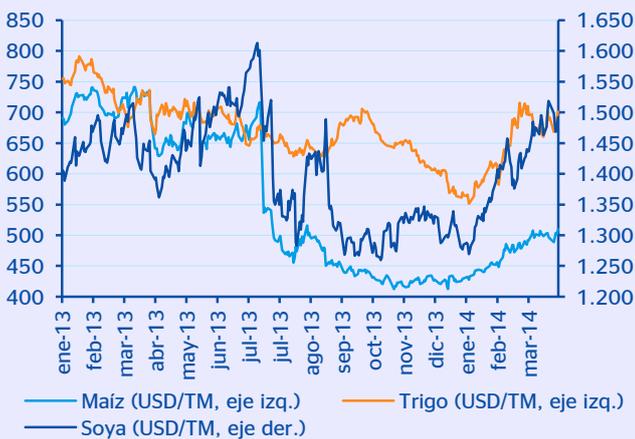
Fuente: BCRP y BBVA Research

**Recuadro 4. Proyección de precios de insumos alimentarios y del petróleo**

Las cotizaciones internacionales de los principales insumos agrícolas (maíz, trigo y soya) se han incrementado en los últimos meses (ver Gráfico R.4.1). Entre los factores que explican estas alzas están: (i) anomalías climáticas en Brasil (sequías y excesos de lluvias) que han reducido las expectativas de cosecha de soya y los efectos sobre los cultivos de trigo de invierno de la prolongada aridez en el centro y sur de Estados Unidos; y (ii) las tensiones políticas en la región del Mar Negro, que representa alrededor del 20% de las exportaciones mundiales de maíz y trigo, en particular la incertidumbre respecto de los cargamentos de cereales provenientes de Ucrania.

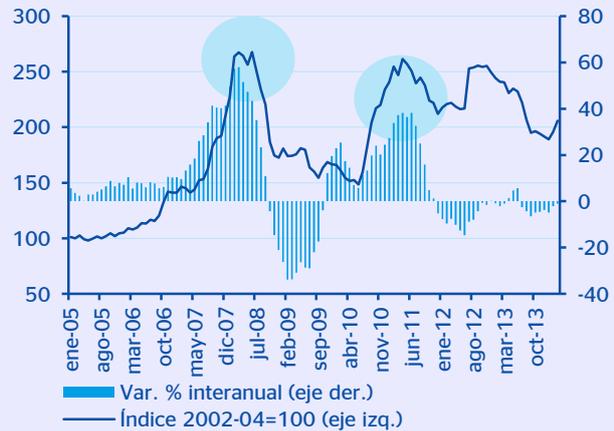
A pesar de estos incrementos, cabe señalar que las alzas en los precios internacionales se dan partiendo de niveles bajos desde una perspectiva histórica. Así, en términos interanuales, los incrementos no se comparan con los observados en 2008 y 2011 (ver Gráfico R.4.2). Hacia adelante, si bien estos aumentos de las cotizaciones elevan nuestros promedios estimados para el año, esperamos que los precios converjan a sus niveles de largo plazo (ver Gráfico R.4.3) debido a que se espera una excelente cosecha en Estados Unidos que entraría al mercado hacia fin de año y el fortalecimiento del USD por la desaceleración de los estímulos monetarios realizados por la FED.

Gráfico R.4.1  
**Cotizaciones internacionales de alimentos**



Fuente: Bloomberg

Gráfico R.4.2  
**Índice de precios de los cereales**

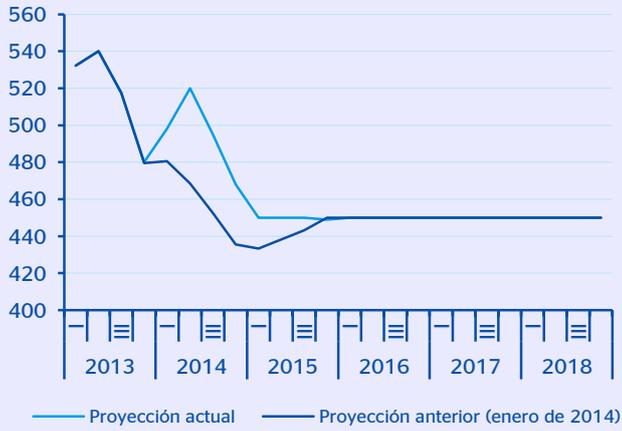


Fuente: FAO

Con relación al precio del petróleo, hemos corregido nuestra previsiones a la baja (ver Gráfico R.4.4) debido a las expectativas de menor crecimiento en China y la consecuente reducción en el consumo de crudo. El ajuste no fue mayor debido a que los elevados costos marginales de los nuevos proyectos petroleros colocarán un piso alrededor de los USD 105 el barril. Sin embargo, no descartamos que a corto plazo haya una mayor volatilidad en los precios vinculada a la continuidad de la crisis en Ucrania. Al respecto se debe recordar que Rusia representa un importante proveedor de petróleo de Europa.

Gráfico R.4.3

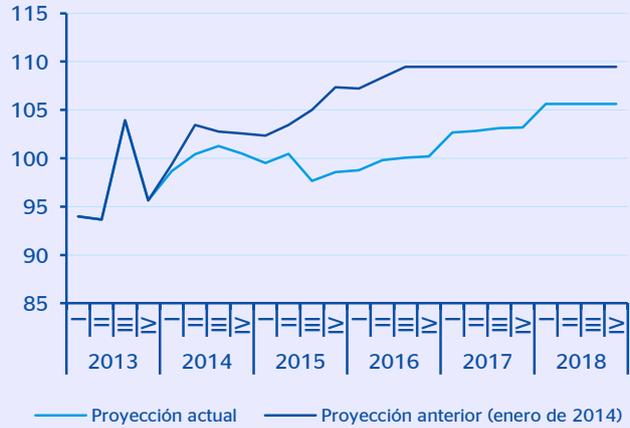
**Cotización internacional de la soya (USD/TM)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.4.4

**Cotización internacional del petróleo (USD/barril)**



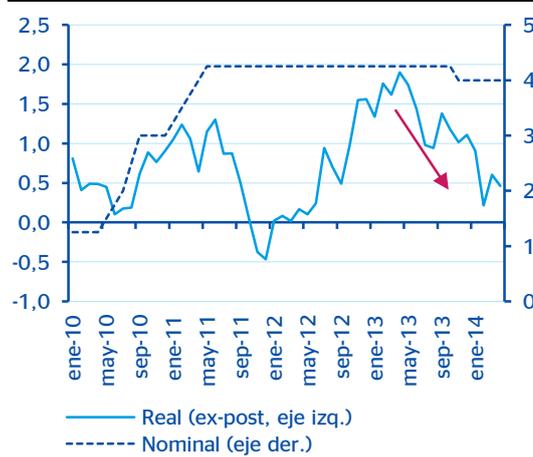
Fuente: BBVA Research

## 6. Política monetaria: escenario macroeconómico se le complica al Banco Central

### La posición de la política monetaria continuó flexibilizándose en los últimos meses...

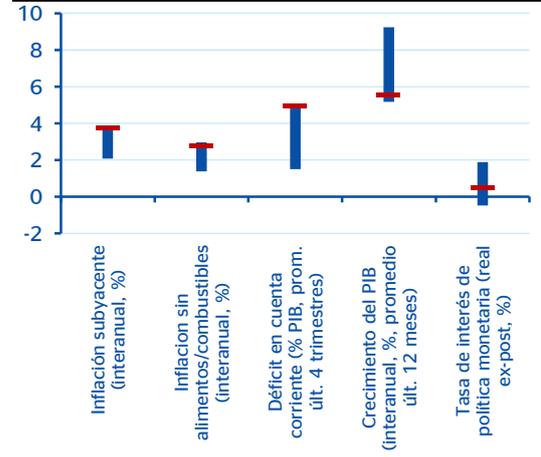
Por el lado de la tasa de interés de referencia, esta se mantuvo en términos nominales en 4,0%, pero lo que se observa en términos reales (ex-post) es una disminución de algo más de 50pb desde fines del año pasado (100pb desde mediados de 2013) hasta su nivel actual de 0,5% (Gráfico 6.1). Por el lado de los requerimientos de encaje, estos han continuado recortándose. La flexibilización monetaria le ha dado soporte al crecimiento del crédito al sector privado. Desde fines del primer semestre del año pasado las colocaciones del sistema financiero se aceleraron en 8pp, y si bien parte de este mayor dinamismo es solo contable, es decir, vinculado con la depreciación de la moneda local (con ello, el equivalente en soles de las colocaciones realizadas en moneda extranjera se incrementa), la tendencia ha sido similar al corregir por este efecto, aunque menos pronunciada (6pp). Además, debido a que la reducción de encajes se ha dado sobre todo por el lado de la moneda local, se ha favorecido la desdolarización del crédito (las colocaciones en soles se aceleraron en 14pp desde mediados del año pasado, mientras que en dólares retrocedieron más de 3pp) y de esta manera se sigue reduciendo la vulnerabilidad de la economía que resulta del descalce de monedas.

Gráfico 6.1  
Tasa de interés de política monetaria (%)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 6.2  
Indicadores macroeconómicos (% , máx. y mín. desde principios de 2011)



Fuente: BCRP y BBVA Research

### ... pero no vemos mucho espacio adicional para seguir haciéndolo

Como se observa en el Gráfico 6.2, las distintas medidas de inflación se encuentran en niveles máximos de los últimos tres años. Algunas de estas medidas se ubican incluso por encima de la meta inflacionaria (la subyacente y la total) y desde hace un buen tiempo (la subyacente). En el caso de la cuenta corriente de la balanza de pagos, el déficit es relativamente alto, próximo al 5% del PIB, un nivel que también se sitúa en máximos de los tres últimos años. Ello sugiere que la economía peruana presenta ciertos desequilibrios internos (inflación por

encima de la meta) y externos (elevado déficit en la cuenta corriente), los que podrían estar vinculados con una brecha del producto que aún es positiva.

El entorno macroeconómico que enfrenta el Banco Central es así complicado. De un lado, la alta inflación y el elevado déficit externo sugieren un ajuste de la tasa de interés de referencia. De otro, el menor dinamismo de la actividad económica (desde fines del año pasado el Banco Central viene mencionando que la actividad avanza a un ritmo por debajo del potencial) favorece recortarla. El dilema que actualmente se presenta para la política monetaria acota su accionar, pues por ejemplo estímulos de demanda adicionales exacerbarían los desbalances interno y externo (ver Recuadro 5).

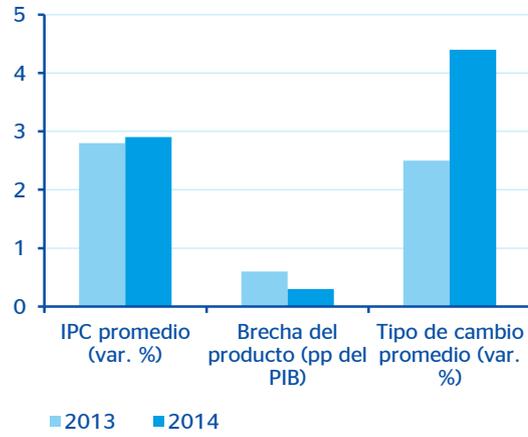
### **En este contexto, prevemos que la tasa de interés de referencia se mantendrá en su nivel actual de 4,0% en lo que resta del año**

Nuestras estimaciones de la brecha del producto apuntan a que esta es aún algo positiva (ver Gráfico 6.3), lo que la inflación fuera de rango y el déficit externo validan. Sin embargo, su tendencia es a cerrarse por la relativa debilidad que viene mostrando el PIB. Como resultado, las presiones de demanda sobre los precios cederán y así la inflación estará desviada de la meta solo de manera transitoria (volverá a ingresar al rango en el tercer trimestre). Percibimos que el Banco Central está dispuesto a tolerar ese desvío temporal. En este entorno, seguimos previendo que la tasa de política se mantendrá inalterada en los próximos meses.

Por el lado de los encajes, estos se han venido empleando para darle soporte al crédito. Las continuas intervenciones cambiarias del Banco Central, en particular durante los dos primeros meses del año, redujeron la oferta de moneda local en el mercado. La flexibilización de los encajes en soles buscó compensar esas operaciones, de manera que el crédito no se viera afectado. Actualmente el Banco Central no está interviniendo en el mercado cambiario, por lo que una disminución de encajes se torna menos necesaria. Además, las colocaciones del sistema financiero al sector privado muestran ya una fuerte aceleración, contexto en el cual la morosidad se ha incrementado (desde 1,75% del total de colocaciones a fines de 2012 hasta 2,33% actualmente) y con ello los bancos podrían adoptar en adelante un comportamiento más cauteloso en la expansión del crédito que haría innecesario proveerles de mayores recursos. En síntesis, la situación ha cambiado y vemos que el espacio para seguir recortando los requerimientos de encajes es menor.

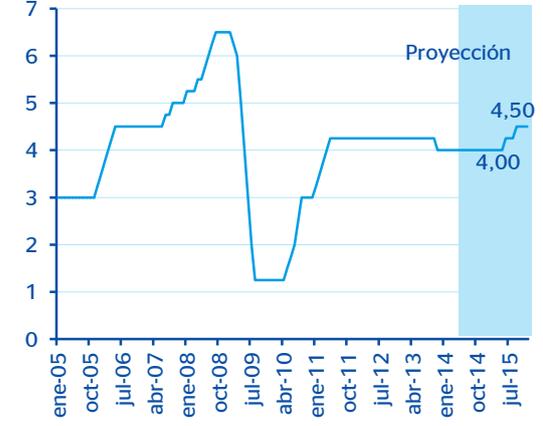
Finalmente, nuestro escenario base para 2015 incorpora un ajuste acumulado de 50pb en la tasa de política monetaria (ver Gráfico 6.4). Ello favorecerá que se consolide el retorno de la inflación al rango meta en un contexto en el que el producto se empezará a acelerar (hasta 5,6% en 2015 y algo más en 2016). Además, el alza de la tasa de interés de referencia ayudará a acotar movimientos bruscos del tipo de cambio cuando las condiciones monetarias en Estados Unidos empiecen a normalizarse ese año a través de alzas en la tasa de fondos federales.

Gráfico 6.3  
**Determinantes de la posición de la política monetaria**



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 6.4  
**Tasa de interés de referencia (%)**



Fuente: BCRP y BBVA Research

## Recuadro 5. Desaceleración económica: ¿son necesarios estímulos por el lado de la demanda?

La desaceleración que ha mostrado la economía peruana en los últimos meses ha coincidido con un deterioro de las condiciones externas relevantes para el país. En primer lugar, el menor crecimiento de China, así como el rebalanceo entre los componentes de su demanda en el que la inversión perderá peso frente al consumo, se reflejarán en una moderación de la demanda global de los metales industriales que Perú exporta y de sus precios (esto último, es algo que ya se viene observando). Un segundo elemento es que hacia adelante los flujos de capitales por inversión directa se ralentizarán debido a las perspectivas menos favorables que enfrentan las corporaciones mineras a nivel global: descenso de los precios de los metales, costos marginales crecientes e incremento de los gastos financieros (en Perú, la inversión en minería es, de lejos, la más importante). Finalmente, el inicio del tapering y la próxima normalización de las tasas de interés en EE.UU. implicarán condiciones financieras externas menos favorables: la época de abundancia de liquidez global, bajas tasas de interés internacionales y amplia disposición de los inversionistas para adquirir activos de economías emergentes va llegando a su fin.

Dada la naturaleza del choque (externo y persistente) que enfrenta la economía peruana, para definir cuál es la relevancia y el margen de maniobra que tienen actualmente las políticas de estímulo por el lado de la demanda, se deben tomar en cuenta dos aspectos cruciales:

1. **La posición del PIB en el ciclo económico.** Si la economía se encuentra por encima del PIB potencial (aquel nivel que es sostenible en el mediano plazo porque no genera desequilibrios macroeconómicos internos o externos, como una inflación más alta que la deseable o un abultado déficit en cuenta corriente), en principio no se requieren estímulos de demanda. En este caso, la desaceleración del crecimiento se explicaría por la desaparición de las condiciones favorables que la impulsaron por encima de su nivel potencial, por lo que podría verse como un proceso de convergencia del PIB (desde "arriba" del potencial) hacia su nivel sostenible. Aquí las políticas de demanda podrían tener cierto espacio para suavizar la transición de la economía hacia un ritmo de crecimiento más moderado, pero saludable, y no deberían ser muy agresivas. En nuestra percepción, la dinámica descrita es la que ha estado presente en Perú. El favorable entorno económico y financiero internacional que tuvo el país hasta el primer trimestre de 2013, permitió una expansión muy rápida de la economía, lo que

se ha reflejado en presiones de demanda sobre los precios (la inflación subyacente se ubica por encima de 3,0% desde hace aproximadamente tres años) y en una ampliación del déficit en cuenta corriente (a fines de este año podría acercarse a niveles de 5,0% del PIB, el más alto desde 1998). Desde luego, es difícil dar una respuesta concluyente acerca del estado del ciclo económico porque se requiere estimar una variable que no es observable: el PIB potencial. Sin embargo, los síntomas de una economía algo sobrecalentada han estado presentes en los últimos dos o tres últimos años.

2. **Los desequilibrios que enfrenta actualmente la economía peruana.** Incluso si la economía peruana estuviera por debajo de su nivel potencial, la presencia de una inflación mayor al objetivo del Banco Central y de un elevado déficit en cuenta corriente imponen restricciones a la intensidad de las políticas de demanda. Estímulos muy agresivos exacerbarían estos desbalances, cuya corrección requeriría un ajuste más intenso de la economía. Ante esta posibilidad, la percepción de fortaleza de la economía peruana podría debilitarse en los mercados internacionales, lo que se traduciría en una reversión de los flujos de capitales y, con ello, se generarían presiones adicionales. Al respecto, cabe señalar que hace poco presenciamos episodios de estrés en diversos mercados emergentes debido a las preocupaciones por sus abultados déficit externos. En general, los mercados reaccionaron al hecho de que estas economías tendrán que tomar medidas de ajuste, políticamente difíciles de implementar, para corregir al mismo tiempo la sobrevaloración de sus monedas y la laxitud de sus políticas monetarias, así como acelerar reformas estructurales en algunos casos.

Los factores mencionados sugieren que los estímulos de demanda que eventualmente se implementen deben ser moderados. La evidencia sugiere que la economía peruana estuvo creciendo en los dos o tres años previos por encima de su nivel sostenible en el mediano plazo, impulsada por condiciones externas y coyunturales muy favorables, pero no por factores estructurales. Hoy el entorno internacional relevante para Perú está cambiando rápidamente y explica en buena parte la desaceleración que viene mostrando su crecimiento. Desde este punto de vista, la moderación en el ritmo de expansión del PIB es un proceso de convergencia hacia su nivel sostenible. En este caso, las políticas de demanda pueden ayudar a suavizar la

transición hacia un ritmo de crecimiento más moderado, pero debe tenerse en cuenta que los desbalances que actualmente exhibe la economía peruana imponen limitaciones a la intensidad de los estímulos de demanda. Dada la desaceleración de las ganancias de productividad y la pérdida de competitividad de Perú en los últimos años (ver Recuadro 2), no se puede descartar que lo que ha faltado (y falta) han sido políticas por el lado de la oferta para acelerar la actividad económica y que tal vez la tasa crecimiento del PIB potencial no esté entre

6,5% y 7,0%, sino entre algo más cercano a 5,0% y 5,5%. Por ello, se debe que tener cuidado con caer en la tentación de implementar políticas de demanda muy agresivas para sostener el "milagro" del crecimiento peruano, cuando no se ha atendido la agenda de reformas estructurales que le dé a la economía un impulso sostenido.

## 7. Riesgos a la baja por el lado externo y doméstico

### China es la principal preocupación

El principal factor de riesgo sobre nuestras proyecciones es una desaceleración más intensa de la economía china debido a las fragilidades financieras que han ido aflorando en dicho país (problemas de liquidez, incremento de la deuda de los gobiernos locales, crecimiento de la banca paralela informal), lo que ha obligado a las autoridades a aceptar tasas de crecimiento más moderadas y a ser más cautelosos con la implementación de eventuales políticas de estímulo.

En este contexto, hemos realizado un ejercicio de sensibilidad sobre nuestras previsiones (escenario base) de un choque negativo proveniente de un menor crecimiento de China desde el segundo semestre de 2014. En este escenario de riesgo, la desaceleración del país asiático estaría vinculada a una caída sensible de la inversión, lo que también tendría impacto sobre el consumo. Como resultado, el crecimiento de la economía china convergería a tasas de 6% en el horizonte de proyección, alrededor de 1 punto porcentual por debajo de nuestro escenario base.

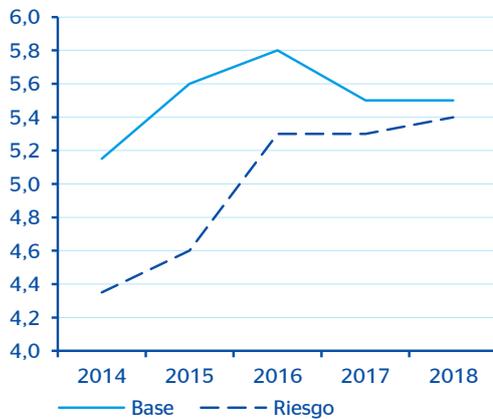
Esta eventualidad constituye un factor de riesgo estructural para el Perú, en la medida que la composición de las exportaciones, el PBI y los ingresos fiscales tiene una dependencia de la minería relativamente alta (55%, 15% y 15%, respectivamente). En este contexto, la transmisión de los efectos hacia la economía peruana se daría a través de tres canales. Primero, la menor demanda externa que tendría impacto sobre los volúmenes exportados. Segundo, los menores términos de intercambio, que afectarían negativamente los precios de exportación, las utilidades de las empresas mineras y la reinversión de las mismas, así como los ingresos fiscales. Tercero, un canal de confianza empresarial, en la medida que este escenario afectaría el clima de negocios y disminuiría el optimismo empresarial, reduciendo la inversión general, lo que, además tendría impacto sobre el empleo y el consumo privado. Cabe señalar, que el ejercicio asume que la confianza tiene una caída y un efecto sobre la inversión de una magnitud 50% más baja que la registrada durante la crisis financiera de 2008-2009. En este ejercicio no se ha considerado el impacto sobre la aversión global al riesgo que induciría una desaceleración más intensa de la economía china, lo que generaría situaciones de estrés en los mercados financieros locales por una salida abrupta de capitales.

En este escenario de riesgo, los fundamentos de Perú se debilitarían por lo que sus impactos serían permanentes. La respuesta de política económica deberá acomodar gradualmente la transición hacia un nuevo equilibrio, con una moneda más depreciada y un crecimiento más bajo. El ejercicio asume que habrá una respuesta de política a través, por ejemplo, de un mayor consumo público y que la magnitud de la misma equivaldría a la mitad del impulso registrado durante la crisis financiera pasada.

Los resultados del ejercicio muestran que los mayores impactos se darían entre 2014 y 2015, con una reducción de la tasa de crecimiento cercana a un punto porcentual. En adelante, los efectos serían menores, convergiendo a una tasa de crecimiento algo menor que la del escenario base, lo que implica una pérdida permanente de producto (ver Gráfico 7.1). En el horizonte de proyección, el crecimiento del PIB sería en promedio 0.5 puntos porcentuales más bajo.

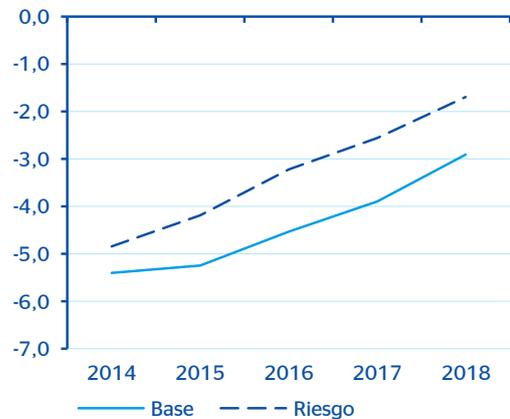
Por el lado de la brecha externa, el efecto neto sería la reducción del déficit (ver Gráfico 7.2). En este caso, el efecto negativo de los menores términos de intercambio sobre la balanza comercial se vería más que compensado por los menores volúmenes de importaciones ante la desaceleración de la inversión y el consumo privado.

Gráfico 7.1  
Crecimiento del PBI (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 7.2  
Cuenta corriente (% del PBI)



Fuente: BBVA Research

## A nivel local, un factor de riesgo es un Fenómeno de El Niño de intensidad mayor a la esperada

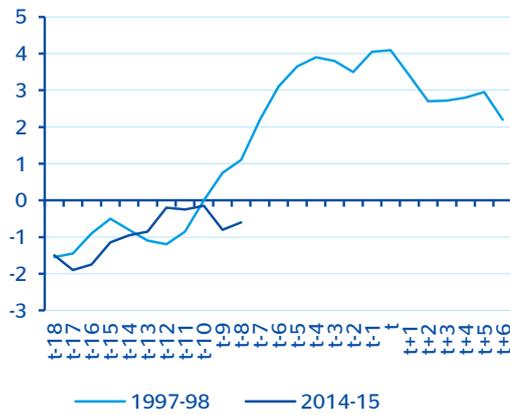
Otro factor de riesgo sobre nuestra previsión está vinculado a la ocurrencia de un Fenómeno de El Niño de magnitud fuerte, similar al observado en 1997-98 (ver Gráfico 7.3). Según la Corporación Andina de Fomento (CAF) las pérdidas ocasionadas por el fenómeno de El Niño en 1997-98 equivaldría a algo más del 6% del PBI (Tabla 7.1).

Entre los sectores que serían afectados está la Pesca debido a la menor disponibilidad de anchoveta ante la migración de los cardúmenes hacia aguas más frías, lo que también reduciría la manufactura de harina de pescado. Así, por ejemplo, en 1998 los volúmenes de exportación de harina y aceite de pescado cayeron 62% y 86% respectivamente. Otro sector que se vería afectado sería la Agroexportación por los menores cultivos de alcachofa, mango y uva, mientras que el sector Retail sería otro de los afectados por el cambio de temperatura asociado a las escasas ventas de ropa de la temporada de invierno. Finalmente, el exceso de lluvias puede causar desastres naturales asociados a huaicos e inundaciones con impactos sobre infraestructura y la Construcción. Estos efectos negativos podrían contrarrestarse solo parcialmente debido a que las mayores temperaturas podrían elevar las ventas del rubro de bebidas.

Al respecto, un estudio de la Universidad del Pacífico estimó para 2010 un impacto económico de alrededor de dos puntos porcentuales del PBI de un Fenómeno de El Niño muy severo, siendo los principales sectores afectados la Agricultura, Vivienda, Transporte y Saneamiento. El impacto podría ser mayor si se considera los efectos ya mencionados sobre la Pesca.

Finalmente, cabe señalar que en el último informe del comité multisectorial encargado del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN) del 15 de abril se mantiene la previsión de un evento El Niño a mediados del año de magnitud entre débil y moderada, por lo que la probabilidad de un escenario extremo es baja.

Gráfico 7.3  
Anomalías de la temperatura superficial del mar  
(grados centígrados)



Fuente: NOAA

Tabla 7.1  
Daños Sectoriales del Fenómeno del Niño  
(millones de dólares de 1998)

	1982-1983	1997-1998
<b>Sectores Sociales</b>	218	485
Vivienda	115	222
Educación	9	228
Salud	94	34
<b>Sectores Productivos</b>	2533	1625
Agropecuario	1064	612
Pesca	174	26
Minería	509	44
Industria	786	675
Comercio		268
<b>Infraestructura</b>	532	1389
Transporte	497	686
Electricidad	32	165
Otros	3	538
<b>Total</b>	<b>3283</b>	<b>3500</b>
<b>% del PBI</b>	<b>12%</b>	<b>6%</b>

\*Incluye gastos de prevención y atención de la emergencia.  
Fuente: Las Lecciones del Niño - Perú. CAF

## 8. Tablas

Tabla 8.1  
Previsiones macroeconómicas anuales

	2013	2014p	2015p	2016p
PIB (% interanual)	5,6	5,2	5,6	5,8
Inflación (% interanual, fdp)	2,9	2,7	2,3	2,2
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2,79	2,85	2,88	2,90
Tasa de interés de política (% fdp)	4,00	4,00	4,50	5,00
Consumo privado (% interanual)	5,2	4,6	4,7	4,8
Consumo público (% interanual)	6,3	6,5	4,0	4,2
Inversión (% interanual)	6,2	6,4	5,9	5,1
Resultado fiscal (% del PIB)	0,9	-0,1	-0,4	-0,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-4,6	-5,1	-5,2	-4,5

Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Tabla 8.2  
Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% interanual)	Inflación (% interanual, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés de política (% fdp)
1T12	6,0	4,2	2,67	4,25
2T12	5,7	4,0	2,67	4,25
3T12	6,8	3,7	2,60	4,25
4T12	5,4	2,6	2,57	4,25
1T13	4,3	2,6	2,59	4,25
2T13	6,1	2,8	2,75	4,25
3T13	5,1	2,8	2,78	4,25
4T13	6,7	2,9	2,79	4,00
1T14	5,2	3,4	2,81	4,00
2T14	4,2	2,8	2,83	4,00
3T14	5,8	2,1	2,84	4,00
4T14	5,4	2,7	2,85	4,00

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Perú:

---

**Economista Jefe Perú**

**Hugo Perea**  
+51 1 2112042  
hperea@bbva.com

**Daniel Barco**  
+51 1 2111548  
daniel.barco@bbva.com

**Francisco Grippa**  
+51 2111035  
fgrippa@bbva.com

**Rosario Sánchez**  
+51 1 2112015  
rdpsanchez@bbva.com

**BBVA Research**

---

**Economista Jefe del Grupo**

**Jorge Sicilia**

**Economías Emergentes:**

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis transversal de Economías Emergentes  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia  
**Xia Le**  
xia.le@bbva.com.hk

México  
**Carlos Serrano**  
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación Latam  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

Chile  
**Jorge Selaive**  
jselaive@bbva.com

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswald\_lopez@bbva.com

**Economías Desarrolladas:**

**Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

**Áreas Globales:**

Escenarios Económicos  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos  
**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

**Sistemas Financieros y Regulación:**

**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución  
**José Carlos Pardo**  
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global  
**Matías Viola**  
matias.viola@bbva.com

**Interesados dirigirse a:**

**BBVA Research Perú**  
Av. República de Panamá 3055  
San Isidro  
Lima 27 - Perú  
Teléfono: + 51 1 2112042  
E-mail: bbvaresearch\_peru@bbva.com  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)