

Situación Perú

Cuarto trimestre de 2014
Unidad de Perú

- La actividad global crecerá 3,2% en 2014, un ritmo similar al del año pasado, y preveemos que se acelerará en 2015 a 3,7%, en lo que contribuirán tanto las economías avanzadas como emergentes
- En Perú, la moderación del crecimiento económico observada en los últimos años, que responde a factores estructurales y a la reversión de las favorables condiciones externas, se intensificó en 2014 debido a elementos coyunturales y a un ajuste cíclico del gasto privado
- En este contexto, preveemos que la actividad avanzará 2,6% en 2014, pero que habrá un rebote el próximo año a 4,8%, apoyado en la mayor producción minera y en el inicio de grandes obras de infraestructura
- La volatilidad se ha incrementado en los mercados financieros globales y en ese entorno la moneda local se ha depreciado. Preveemos que esta tendencia se mantendrá en 2015 y que el tipo de cambio cerrará ese año en 3,05
- La inflación cerrará el año en 3,3%, pero en adelante el panorama será más benigno, recogiendo presiones de demanda sobre los precios más acotadas y el descenso de las cotizaciones internacionales de insumos importados
- La debilidad del producto y del impulso fiscal, y el panorama más benigno que se anticipa para los precios, otorgan espacio para un recorte adicional acotado de la tasa de política. Estimamos probable que se dé una rebaja de 25pb antes de que finalice el año, llevándola así a 3,25%

Índice

1. Resumen	3
2. Internacional	5
3. Perú: Proyectamos crecimiento de 2,6% y 4,8% para 2014 y 2015	7
Recuadro 1: Evolución de la competitividad del país	
Recuadro 2: Multiplicadores Fiscales, la importancia del impulso de la inversión pública	
4. Mercados financieros locales: mayor volatilidad vinculada a la incertidumbre sobre el inicio de ajuste de la FED	27
5. La inflación: panorama más positivo para los siguientes meses	32
6. Política monetaria: se requiere más estímulo monetario	36
7. Factores de riesgo imprimen sesgo a la baja sobre nuestras previsiones de crecimiento para 2014 y 2015	40
8. Tablas	42

Fecha de cierre: 3 de noviembre de 2014

1 Resumen

La actividad global crecerá 3,2% en 2014, un ritmo similar al del año pasado, y prevemos que se acelerará en 2015 a 3,7%. Esta recuperación se dará tanto en las economías avanzadas como emergentes. Estados Unidos, en particular, avanzará 2,0% este año y 2,5% en 2015. Esta perspectiva se apoya en un balance general de los indicadores de actividad, gasto y empleo que apunta a que el dinamismo se va consolidando, y en la prudente actitud que ha adoptado la FED ante esta mejora. Por el lado de las economías emergentes, estimamos que tanto las latinoamericanas como las asiáticas tendrán un mejor desempeño el próximo año. Una de las excepciones será China, en donde el crecimiento seguirá aproximándose hacia tasas más sostenibles y pasará de 7,2% en 2014 a 7,0% en 2015. Ello se dará en un entorno en el que ese país continuará recomponiendo sus fuentes de expansión hacia la demanda doméstica y reduciendo los riesgos en su sistema financiero.

En Perú, la actividad ha continuado sorprendiendo a la baja. La fuerte desaceleración del PIB en 2014 es el reflejo de un conjunto de elementos. Estructuralmente, en los últimos años no se realizaron mayores reformas, lo que debilitó el avance de la productividad y la competitividad, y con ello el crecimiento potencial del producto. La **reversión de las favorables condiciones externas** también ha contribuido en el menor crecimiento del PIB. La corrección a la baja en los precios de los metales y el encarecimiento del financiamiento externo han incidido, por ejemplo, en la fuerte ralentización de la inversión minera, que representa algo menos del 25% del total de la inversión privada. **Además, elementos coyunturales** como los problemas de oferta en dos de los yacimientos cupríferos más grandes del país y la contracción de la inversión pública de los gobiernos subnacionales intensificaron la desaceleración. **Finalmente,** ha habido una **moderación cíclica del gasto privado** en inversión y consumo.

En este contexto, prevemos que la actividad avanzará 2,6% en 2014, pero que registrará un rebote hasta el 4,8% en 2015. Luego de un tercer trimestre en el que los motores que impulsarían el inicio de la recuperación no dieron el soporte que se adelantaba, en concreto una mayor producción minera y un mayor gasto público, algunos primeros indicadores para el cuarto trimestre sugieren que el desempeño será algo mejor. Nuestro escenario base incorpora así una aceleración en los últimos meses del año, la que está condicionada a que el impulso fiscal finalmente se ejecute, a que haya cierta mejora en la producción de cobre, a que el ajuste de inventarios se haya dado principalmente en el tercer trimestre y que su incidencia negativa en el cuarto sea moderada, y a que no se observe un deterioro adicional de la confianza empresarial. Para 2015 seguimos anticipando un rebote vinculado con una mayor producción minera y con el inicio de construcción de la infraestructura que se ha venido concesionando, como por ejemplo la Línea 2 del Metro de Lima, y de la que el Estado se encargará directamente (modernización de la refinería de Talara).

En cuanto a los mercados financieros, la volatilidad se ha incrementado en los últimos meses luego de un período de relativa calma. La mejora de los indicadores de actividad, gasto y empleo en Estados Unidos ha avivado el debate al interior de la FED sobre el momento adecuado para iniciar el ciclo alcista de su tasa de política y el ritmo al que este se realizaría, generando incertidumbre en los mercados. **Localmente, ello ha elevado las presiones al alza sobre el tipo de cambio** (depreciación del sol peruano), en lo que también se ha sumado la posición monetaria más acomodaticia y las perspectivas de que continúe orientándose en ese sentido en un contexto de intensa debilidad del producto. Prevemos así que el tipo de cambio cerrará el año algo por encima del 2,920. En 2015 la moneda local continuará debilitándose. Primero, porque las tasas de interés en dólares aumentarán a nivel global conforme la FED da inicio al ajuste de su posición monetaria, lo que estimamos que ocurrirá a mediados de 2015, y ello reducirá el atractivo de los activos denominados en soles. Segundo, porque el influjo de capitales para financiar la inversión en minería se debilitará debido a la menor rentabilidad de esta actividad (precios de metales más bajos) y a los mayores costos de financiamiento a nivel global. Y tercero, porque en un entorno

en el que la moneda extranjera se fortalecerá, probablemente los depósitos en el sistema financiero local tenderán a dolarizarse. Estimamos que estos elementos llevarán al tipo de cambio a situarse **alrededor de 3,05 a fines de 2015**, una depreciación de la moneda local que es coherente con una gradual disminución del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y que se dará de manera ordenada debido a la probable intervención del Banco Central.

Por el lado de los precios, seguimos previendo un panorama más benigno a partir de 2015. En lo que resta del año la inflación se mantendrá algo por encima del rango meta, cerrando en 3,3%. Desde entonces, la tendencia será a moderarse. Ello se debe a las menores presiones de demanda en un entorno en el que la brecha del producto es negativa y a la disminución que registrarán las cotizaciones internacionales de insumos alimentarios importados. Además, si las empresas petroleras ajustan sus precios de distribución para llevarlos a un nivel similar al que publica como referencia el ente regulador local, que recoge la tendencia a la baja que ha registrado la cotización internacional del petróleo, no solo la inflación cederá más rápido sino también las expectativas inflacionarias (actualmente en 2,8%, cerca del techo del rango meta) y con ello la inercia en el proceso de formación de precios. En este contexto, compensado en parte por el impacto al alza del mayor tipo de cambio sobre los precios de bienes importados y en general sobre los precios de bienes y servicios denominados en moneda extranjera, **estimamos que al cierre de 2015 la inflación se ubicará alrededor de 2,5%.**

La **debilidad del producto y del impulso fiscal, y el panorama más benigno del lado de la inflación, sugieren que es necesario y que hay espacio para algún recorte de la tasa de interés de referencia en el corto plazo**, adicional a las rebajas que por un total de 50pb se han dado desde julio. El Banco Central prevé que el crecimiento económico será de alrededor de 4% interanual en el cuarto trimestre (en términos desestacionalizados, un ritmo de más de 10% intertrimestral anualizado). El nivel actual de la tasa de política es coherente con esa proyección. En BBVA Research estimamos que el PIB avanzará a una velocidad sensiblemente menor. Creemos que al publicarse los nuevos datos de actividad, reflejando que el dinamismo del producto se sitúa por debajo de lo esperado, el Banco Central estará inclinado a recortar nuevamente la tasa de interés de referencia buscando con ello mantener la consistencia en su accionar y apuntalar la actividad. **Esta rebaja posiblemente ocurra antes de que acabe el año y sería acotada, de 25pb**, pues un estímulo monetario más agresivo podría alimentar las presiones al alza sobre el tipo de cambio, sobre todo cuando el déficit en la cuenta corriente es elevado y las condiciones financieras en los mercados internacionales se empiezan a ajustar, y con ello dañar los balances de empresas y familias que tienen un descalce de moneda. En el segundo semestre de 2015, cuando prevemos que el PIB avanzará a un ritmo algo por encima que el del potencial, la tasa de política probablemente empiece a ser orientada hacia un nivel más neutral, cerrando el año en 3,75%. Ello también acotará eventuales episodios de volatilidad cambiaria vinculados con la normalización de la posición monetaria de la FED.

Finalmente, identificamos riesgos sobre nuestro escenario base de crecimiento económico en 2014 y 2015 que le imprimen un sesgo a la baja. Del lado externo, a una desaceleración brusca y prolongada en China y a un eventual adelanto (sorpresivo y poco ordenado) del ciclo alcista de la tasa de política de la FED, agregamos en este reporte uno más: el riesgo geopolítico. Este engloba, por ejemplo, las tensiones en el este de Europa, en Oriente Medio, y las sociales en Asia (Hong Kong). Localmente, mantenemos como riesgo principal el que la confianza empresarial siga débil y prolongue así el período de lento avance del producto. A este suma un elemento adicional: el riesgo de que el inicio de construcción de las grandes obras de infraestructura adjudicadas, uno de los principales motores de crecimiento en los próximos años, continúe dilatándose.

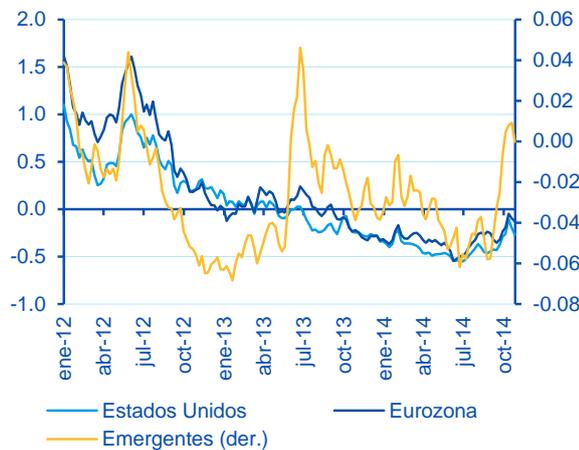
2 Lenta recuperación global, con mayor volatilidad financiera

Sigue aumentando el crecimiento mundial, que cerraría en 3,2% en 2014 y 3,7% en 2015. Pero también aumentan las tensiones financieras y los riesgos geopolíticos

La economía mundial siguió creciendo en el tercer trimestre. Sin embargo, el crecimiento trimestral es muy moderado, especialmente en las economías más desarrolladas y, dentro de estas, más en Japón o la eurozona que en EE.UU.

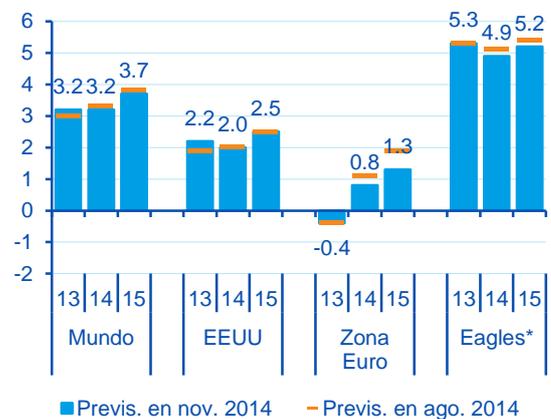
Los indicadores de confianza del mes de septiembre siguen siendo consistentes con la expansión de la actividad manufacturera, aunque hace algunos meses, dejaron de mejorar en las principales áreas económicas. Una señal adicional de la fragilidad de la recuperación cíclica en marcha es que a mediados de setiembre, los indicadores de tensiones en los mercados financieros, en especial de las economías emergentes se han situado en niveles no vistos desde mayo de 2013 (Gráfico 2.1). Ello se dio en un contexto en que el mercado descontó una rápida retirada de los estímulos de la Fed que finalmente no se produjo y que sigue pendiente. Asimismo, en las últimas semanas se multiplican los eventos de riesgo geopolítico y se acumulan las sorpresas negativas sobre el consenso en los indicadores de actividad, especialmente en la eurozona o en América del Sur.

Gráfico 2.1
Índice BBVA Research de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Previsiones de crecimiento del PIB (%)



*EAGLEs es el grupo de economías emergentes que más contribuirán al crecimiento del PIB mundial en los próximos 10 años. Grupo compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Turquía y México. Fuente: BBVA Research

Con todo, lo más probable es que el crecimiento mundial haya mejorado del segundo al tercer trimestre, al pasar de 0,6% trimestral a un 0,8% estimado, respectivamente. Estas cifras tendrían en todo caso un sesgo bajista dado que los indicadores de actividad industrial y del comercio mundial en septiembre aún podrían moderarse y puede que los efectos de la volatilidad financiera sobre la confianza de los agentes sean más persistentes de lo que prevemos. Además, están también los riesgos geopolíticos asociados a la situación en Siria e Irak o al frágil acuerdo entre Ucrania y Rusia, que siguen viviendo entre sanciones que ya impactan la actividad de sectores relevantes como el energético ruso.

En este entorno, la política monetaria sigue orientada al soporte de la actividad, mientras que la política fiscal tendrá un tono menos restrictivo en 2014-15 que en el pasado reciente en EE.UU. y en la eurozona. Incluso en China junto a la consolidación presupuestaria en los gobiernos locales y regionales, se considera que a nivel nacional se pueden implementar medidas adicionales de soporte al crecimiento.

Finalmente, hay que destacar el descenso de los precios del petróleo como factor favorable para las expectativas de crecimiento global —aunque no para los países exportadores— en la medida en la que sea resultado de un choque positivo de oferta.

El crecimiento en EE.UU. se mantiene en línea con lo esperado, siendo previsible que se alcance el 2,5% en 2015

Tras el inesperado y transitorio descenso de la actividad en el 1T14, los indicadores de actividad, gasto y empleo se han ido recuperando de modo que en el segundo semestre del año es previsible un ritmo de aumento del PIB cercano al 2,5%, que permitiría alcanzar el 2% promedio para el conjunto de 2014 (Gráfico 2.2). El papel de la Fed, que enfatiza la cautela, la paciencia antes de actuar ante los signos de mejora de la economía, sigue siendo un soporte del escenario de recuperación cíclica en EE.UU. apoyado por la sólida creación de empleo y el aumento de la riqueza de las familias.

En China se mantienen las perspectivas previas, pero con un sesgo bajista por el entorno externo y medidas de control del sistema bancario en la sombra.

En el tercer trimestre el PIB siguió desacelerándose, hasta el 7,3%, resultado de la moderación de la actividad doméstica, sobre todo en la constructora e inmobiliaria, pero parcialmente compensada por un inesperado e intenso repunte de las exportaciones. Se mantienen las perspectivas de crecimiento de 2014 en el 7,2%. Con todo, los sesgos del escenario de crecimiento en China siguen siendo bajistas a partir de 2015 (7.0%), precisamente por el freno que puede suponer la demanda externa procedente de Europa y por el ajuste en marcha en el sector inmobiliario en un entorno de elevado apalancamiento y de medidas de control del sistema bancario menos regulado.

China se enfrenta a la gestión la desaceleración en marcha mientras reduce los riesgos financieros y recompone el crecimiento hacia la demanda doméstica. En este escenario, las autoridades intervendrían para que la desaceleración no se intensifique por debajo de los objetivos establecidos. Así, es previsible una flexibilización adicional de la política monetaria, una política fiscal expansiva en el gobierno central (aunque con consolidación en gobiernos locales) y la continuidad en la ejecución de reformas estructurales.

En la eurozona la recuperación será aún más lenta de lo previsto

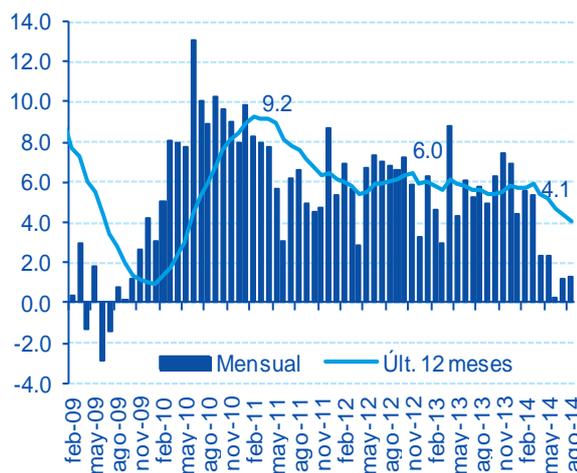
El estancamiento del PIB en el segundo trimestre, con comportamientos más débiles en general en las economías más grandes, ha supuesto la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área para 2014 y 2015 (Gráfico 2.2). El impacto de la crisis entre Ucrania y Rusia se está dejando sentir en el comercio y los indicadores de confianza de las economías del centro de Europa, incluyendo Alemania. El BCE ha seguido actuando, con medidas orientadas a acercar las expectativas de inflación al objetivo de estabilidad de precios, del que se han venido alejando desde 2012. A este objetivo ha de contribuir, en el escenario más probable, la depreciación del euro, consistente con las diferentes expectativas de actuación de la FED y del BCE, con una retirada de estímulos en el primer caso y un aumento de su balance en el segundo.

3. Perú: proyectamos crecimiento de 2,6% y 4,8% para 2014 y 2015

Desaceleración de la economía responde tanto a factores estructurales y externos....

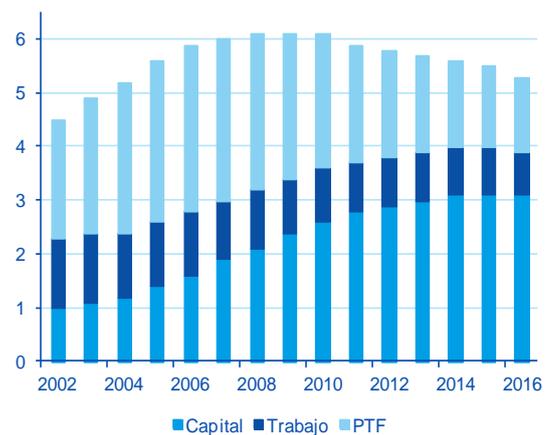
Desde 2011 el ritmo de expansión del PIB empezó a dar señales de fatiga (ver gráfico 3.1), iniciando una gradual convergencia hacia un crecimiento tendencial más lento que en unos años podría ubicarse entre 4,5% y 5,0%. El cambio de las favorables condiciones externas hizo evidente que las tasas de crecimiento de los años previos a 2011 ya no eran sostenibles.

Gráfico 3.1
PIB: crecimiento acumulado últimos doce meses (Var. % anual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.2
Contribución al Crecimiento del PIB potencial (%)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Desde una perspectiva estructural, el menor crecimiento tendencial se explica, principalmente, por un declive de la productividad y de la competitividad, en un contexto en el que durante varios años no se han realizado reformas o tomado medidas para re-impulsarlas. De acuerdo a nuestras estimaciones, el aporte promedio de la productividad al crecimiento potencial se ha reducido de manera sensible desde el año 2011 (ver gráfico 3.2). Al respecto, cabe señalar que la contribución promedio al crecimiento de la productividad pasó de 2,8 puntos porcentuales en el periodo 2003-2010 a 1,9 puntos porcentuales para los años 2011-2014. Esto quiere decir que por menor productividad la economía peruana está creciendo aproximadamente un punto menos. Por el lado de la competitividad, el Índice de Competitividad Global del World Economic Forum (WEF) 2014-2015 muestra que Perú retrocedió cuatro posiciones con relación a la medición del año previo, con lo que el país pasó a ubicarse en el puesto 65 (de un total de 144 países), detrás de Chile (33), Brasil (57) y México (61). Aunque el informe continúa resaltando la buena posición en Ambiente Macroeconómico, componentes como Instituciones, Innovación, Infraestructura y Educación, todos vinculados con el crecimiento de largo plazo, siguen encontrándose muy rezagados y no presentan mejoras en los últimos años. La burocracia estatal, la corrupción y la regulación laboral restrictiva encabezan la lista de los principales problemas para hacer negocios en el país, según el reporte del WEF (ver Recuadro 1).

En cuanto a los aportes de los factores de producción (trabajo y capital) al crecimiento potencial, proyectamos que para el periodo 2015-2018 se mantendrán relativamente estables. Sobre la contribución del trabajo, aún contará con el soporte del bono demográfico por algunos años más, lo que implica que la tasa de participación laboral aumentará ligeramente, aunque su efecto positivo sobre el crecimiento irá declinando de manera gradual.

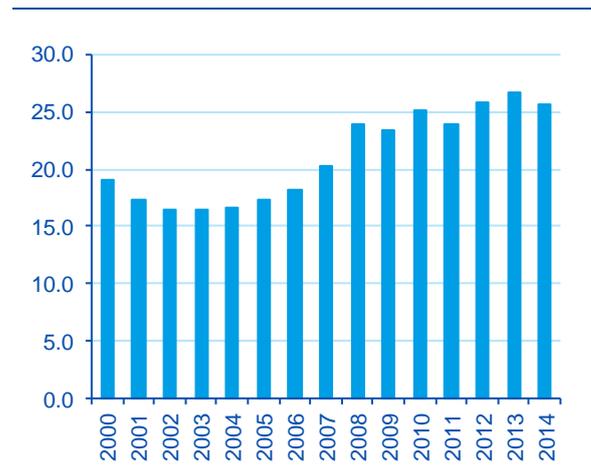
Con respecto a la acumulación del capital, se prevé que se dará a un ritmo más moderado. Hacia adelante se proyecta que la inversión crecerá a tasas de un dígito, lo que contrasta con los crecimientos que mostraba esta variable hace algunos años. Estas previsiones son consistentes con una inversión minera (que representa algo menos del 25% del total de la inversión que realiza el sector privado) que se prevé se ralentizará en los próximos años debido a perspectivas de precios decrecientes de los metales y a los mayores costos operativos y de financiamiento. De hecho, esta tendencia se observa localmente desde hace un par de años (ver gráfico 3.3). Desde luego, esto es un fenómeno global que no sólo afecta la inversión del sector en Perú, sino en todo el mundo.

Gráfico 3.3
Inversión minera (índice)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.4
Inversión bruta fija (como % del PIB)

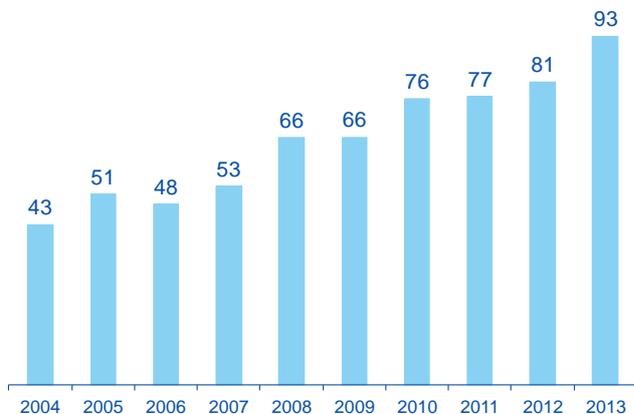


Fuente: BCRP y BBVA Research

Cabe agregar que el ratio de inversión bruta fija (privada más pública) como porcentaje del PIB se ubica actualmente en niveles de 27%, similar a los que registran economías de rápido crecimiento como las del sudeste asiático. Elevar este ratio aún más será complicado porque requerirá de un mayor ahorro interno que no sólo deberá financiar la mayor inversión sino que también deberá ayudar a reducir el elevado nivel de dependencia del ahorro externo (alrededor de 5% del PIB) que actualmente muestra la economía peruana. Nuestras previsiones consideran que la acumulación de capital (privada y pública) crecerá alrededor de 6% entre 2015 y 2018, lo que bastará para mantener el ratio de inversión bruta fija alrededor de 27% del PIB. Finalmente, es importante señalar que la inversión pública enfrenta un tope estructural en la capacidad que tiene el Estado para gestionar un presupuesto cada vez mayor con recursos (cantidad de personal, personal adecuadamente capacitado) limitados (ver gráfico 3.5). Para ilustrar esta situación, notar que entre los años 2004 y 2013 el Presupuesto Inicial de Apertura (PIA) se incrementó a un ritmo promedio anual de 9.8%, mientras que el número de empleados público lo hizo en 2.5%.

Dada la estabilización (o ligera declinación) que se prevé para las contribuciones del trabajo y del capital, retomar ritmos de crecimiento más elevados requiere de reformas en sectores clave (como Educación, Salud e infraestructura) que permitan dinamizar la productividad.

Gráfico 3.5

**Presupuesto Público entre número de empleados públicos
(Miles de Soles)**

*Comprende el PIA entre el número de empleados públicos (PEA). Fuente: MEF, MTPE y BBVA Research

Recuadro 1. Evolución de la competitividad en el país

Según el Índice de Competitividad Global publicado por el World Economic Forum (WEF), el Perú mejoró significativamente su posición competitiva desde el año 2007 hasta la actualidad (ver gráfico R.1.1).

Gráfico R.1.1 Evolución del Índice de competitividad global



Fuente: WEF, BBVA Research

Los componentes del índice que explicaron la mayor parte de este mejor desempeño son la estabilidad macro (en este punto Perú subió 46 ubicaciones, pasando del lugar 67 al 21) y la mayor eficiencia en el mercado laboral (del puesto 75 al 45, ver gráfico R.1.2). Más allá de esta evolución positiva, algunos componentes clave, vinculados con el crecimiento sostenido en el largo plazo, no han mejorado o incluso empeoraron; y si bien en otros se observa una ligera mejora, aún están muy rezagados. Innovación e Instituciones, se encuentran dentro del grupo que empeoran su calificación y, junto con Infraestructura, Educación y Tecnología, son de los más rezagados dentro del índice.

Gráfico R.1.2 Perú. Índice de competitividad global periodo 2008/2012

	2014-2015	2012-2013	2008-2009
Ranking competitividad global	65	61	83
Requerimientos básicos	74	69	94
Instituciones	118	105	101
Infraestructura	88	89	110
Estabilidad macroeconómica	21	21	67
Salud y educación primaria	94	91	95
Eficiencia	62	57	69
Educación secundaria y capacitación	83	80	89
Eficiencia mercado de bienes	53	53	61
Eficiencia mercado laboral	51	45	75
Sofisticación del mercado financiero	40	45	45
Tecnología	92	83	87
Tamaño de mercado	43	45	50
Innovación y sofisticación	99	94	83
Sofisticación de los negocios	72	68	67
Innovación	117	117	110

Fuente: WEF, BBVA Research

A partir del 2012, las mejoras en la posición de Perú en el índice de competitividad global se detuvieron, llegando a descender al puesto 65 en la última medición 2014-2015, ubicándose por debajo de países como México (puesto 61) y Brasil (57) y casi a la par con Colombia (puesto 66).

Los factores más problemáticos para hacer negocios en Perú siguen siendo los mismos que reportaban mediciones anteriores, aunque en distinto orden: ineficiente burocracia estatal, corrupción, regulación laboral restrictiva e inadecuada oferta de infraestructura. En este último punto, 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 calidad de infraestructura (ver gráficos R.1.3 y R.1.4). 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.

Gráfico R.1.3 Competitividad en infraestructura (7=mejor)

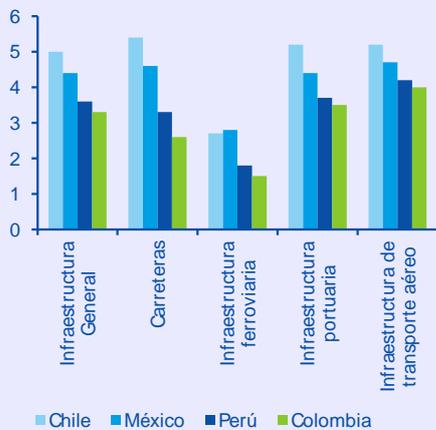


Gráfico R.1.4 Calidad de la infraestructura portuaria y eficiencia conforme estándares internacionales (1=muy precaria; 7=buen desarrollo)



En cuanto a la facilidad para hacer negocios, según el Doing Business 2015, Perú ocupa la posición 35 de un total de 189 países (ocupaba el puesto 58 en la medición del 2008), superando a México (39) y Chile (41) y justo detrás de Colombia (34, ver gráfico R.1.5). Perú ha reducido el tiempo para empezar un negocio de 72 días en el 2008 a 26 actualmente.

Según este mismo reporte, la exportación de un contenedor estándar de mercancías requiere 5 documentos, cuesta 860 dólares y tarda 12 días, doce menos que en el año 2008 (véase el Gráfico R.1.6). A nivel mundial, Perú se sitúa en el puesto 56 en el ranking de 183 países en la facilidad del comercio transfronterizo.

Gráfico R.1.5 Perú. Doing Business 2015

Ranking Doing Business	Posición
Ranking Doing Business	35
Iniciar un negocio	89
Lidiar con permisos de construcción	87
Obtener electricidad	86
Registros de propiedad	26
Acceso a crédito	12
Protección a inversionistas minoritarios	40
Pago de impuestos	57
Comercio transfronterizo	55
Resolución de problemas de insolvencia	76

Fuente: Doing Business, BBVA Research

Gráfico R.1.6 Perú. Tiempo necesario para exportar y para importar

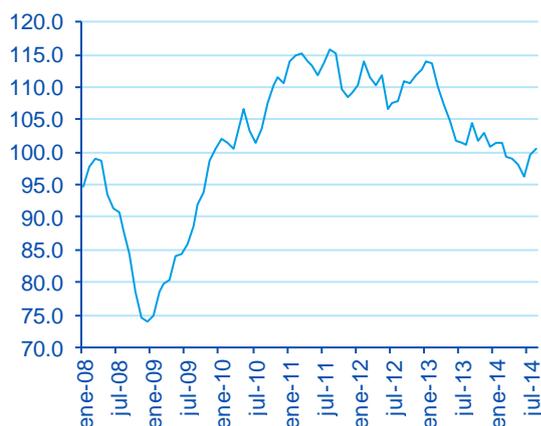


Fuente: Doing Business, BBVA Research

Si bien el país ha mejorado su posición competitiva y es más atractivo ahora para hacer negocios que lo que era en la década previa, aún quedan muchos aspectos por desarrollar. Incrementar el producto potencial a niveles superiores del 6% es una tarea que pasa por atender temas pendientes en competitividad, entre los que destacan las mejoras en infraestructuras y capital humano, el fortalecimiento de las instituciones, mayor innovación en procesos y productos, la reducción de trabas a la inversión, y continuar disminuyendo la informalidad.

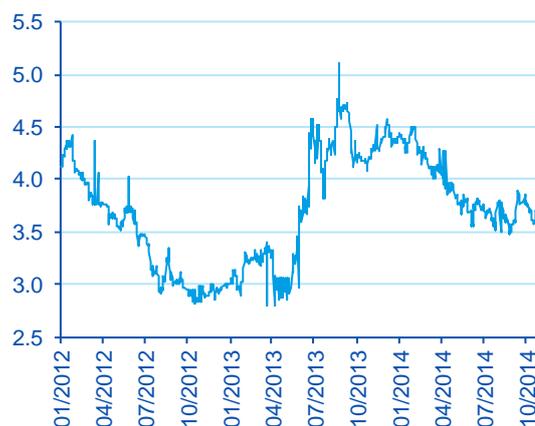
En cuanto al cambio de las condiciones externas, la economía peruana se ha visto afectada por la corrección a la baja en las cotizaciones de metales y al encarecimiento del financiamiento externo. Desde finales de 2012 a agosto de este año, los términos de intercambio acumulan una caída de 10,9%, una contracción similar a la que se registró entre setiembre de 2008 y diciembre de 2009 (12,5%) durante la crisis financiera internacional. En cuanto a las condiciones de financiamiento en los mercados internacionales, cabe señalar que el rendimiento exigido para el bono global 2025 del gobierno peruano se ha elevado unos 70 puntos básicos, desde 3,18% (promedio del primer trimestre de 2013) a 3,88% (promedio en lo que va de este año). El rápido deterioro de las condiciones externas ha puesto en evidencia que el ritmo promedio de expansión anual que mostró la economía peruana en el periodo 2010-2013 (alrededor de 6.7%) no era sostenible en el mediano plazo. Cabe agregar que, en abril de este año, el Fondo Monetario Internacional (FMI), en su reporte *Perspectivas Económicas: Las Américas*, presentó evidencia que señala que el efecto de un aumento en el precio de las materias primas sobre el crecimiento es, por lo general, transitorio. De acuerdo a lo mostrado por el FMI, una vez que la inversión se ajusta al aumento de la rentabilidad de los sectores primarios y el efecto riqueza se materializa, la tasa de expansión del producto retorna a su tendencia previa al boom, incluso si los precios se mantuvieran en niveles elevados.

Gráfico 3.6
Índice de términos de intercambio



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.7
Rendimiento del Bono Global 2025 (%)

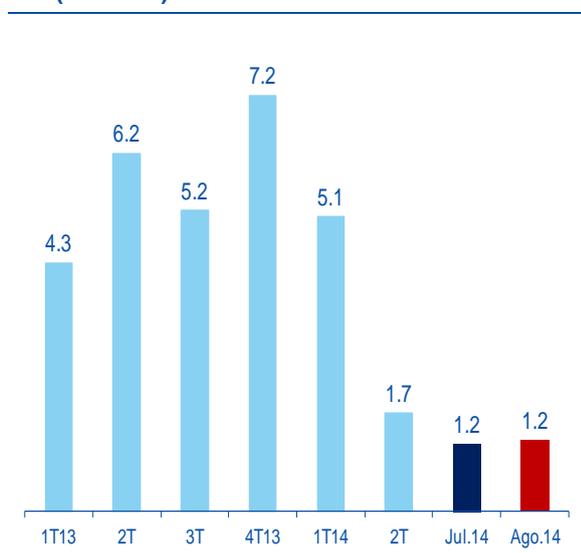


Fuente: Bloomberg y BBVA Research

...como a factores coyunturales y cíclicos que han inducido un debilitamiento más generalizado e intenso de la actividad que lo anticipado inicialmente

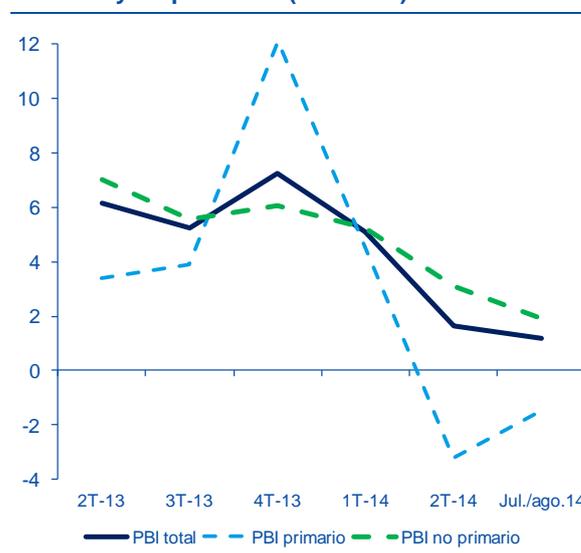
Sobre la moderación del crecimiento potencial y la reversión de las favorables condiciones externas, durante este año la actividad económica se vio afectada por factores coyunturales y cíclicos imprevistos que han acentuado, transitoriamente, la desaceleración del crecimiento. Así, luego de una expansión de 5.1% en el primer trimestre del 2014, la tasa de crecimiento se redujo a 1.7% en el 2T14 (la tasa más baja desde la crisis del 2009) y a 1.2% en julio y agosto respectivamente (ver gráfico 3.8). La debilidad de la actividad económica ha sido pronunciada (las tasas de crecimiento están muy alejadas del ritmo potencial), y no solo se explica por factores de oferta, como inicialmente sí lo fue, sino también por elementos más vinculados con la demanda. En este sentido, tanto los crecimientos de los sectores primarios y no primarios (más vinculados con el gasto doméstico) han mostrado un marcado declive (ver gráfico 3.9).

Gráfico 3.8
PIB (var% a/a)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.9
PIB total y no primarios (var % a/a)



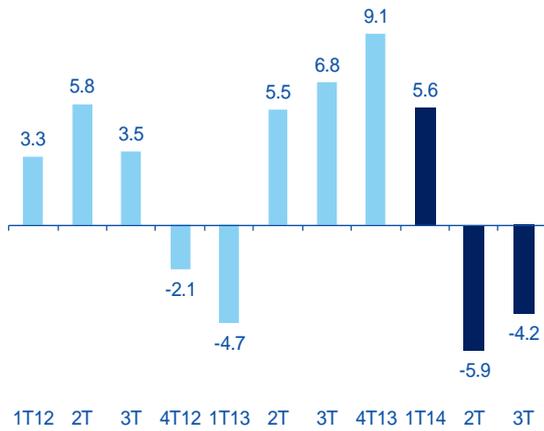
Fuente: BCRP y BBVA Research

Por el lado de los factores coyunturales que han inducido un menor crecimiento cabe señalar: (i) los problemas de oferta que afectaron al sector minero, pero que tenderán a superarse en los próximos meses, y (ii) las dificultades y retrasos en la ejecución de la inversión pública, debido a los problemas que han surgido en los gobiernos subnacionales.

Los problemas de oferta en la minería metálica, que genera alrededor de 8% del PIB peruano y dentro de ella la actividad más importante es la extracción de cobre (un tercio del total), han llevado a que esta actividad se contraiga sensiblemente en lo que va del año (ver gráfico 3.10). En esta evolución destacan dos proyectos cupríferos importantes. Antamina, la mina de cobre más grande en Perú, tiene una producción promedio mensual de aproximadamente 38 mil toneladas métricas finas (TMF 450 mil al año), la que representa más del 30% del total de cobre que se extrae en el país. En lo que va de 2014, sin embargo, Antamina no ha logrado superar en promedio las TMF 31 mil mensuales. Inicialmente ello se debió a labores de mantenimiento en la planta, pero al concluir estas se amplió el tajo que se venía explotando y, como es usual en estos casos, el contenido de mineral decayó transitoriamente. En este contexto, es probable que la máxima capacidad productiva no se recupere sino hasta bien entrado el año 2015. La disminución del cobre extraído por Antamina este año, de 15% en la comparación interanual hasta agosto pero que prevemos que será mayor en los próximos meses, explicaría según nuestros estimados (impacto directo) casi dos décimas de menor crecimiento del PIB en 2014.

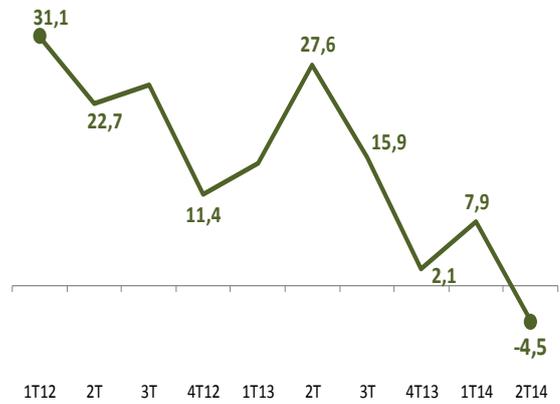
Toromocho es otro proyecto cuprífero grande, que ingresó en su fase productiva a fines del año pasado y planeaba alcanzar su máxima capacidad de operación en 2014, a principios del tercer trimestre, con una extracción promedio mensual de TMF 23 mil de cobre (TMF 275 mil anuales). Pero esto no ha ocurrido (actualmente extrae algo más de TMF 8 mil mensuales) y estamos asumiendo que alcanzará niveles promedio superiores a TMF 20 mil por mes recién a principios de 2015. Al parecer, Toromocho ha tenido dos problemas técnicos: uno vinculado con el arsénico que contienen sus concentrados y el otro con las pruebas de sus concentradoras. De mantener en el resto del año un nivel de producción como el actual, implicaría que se haya dejado de producir (con respecto a su máxima capacidad) TMF 70 mil, es decir, alrededor de 6% de la producción anual de cobre en Perú, equivalente a un impacto directo de cerca de dos décimas de punto porcentual del PIB.

Gráfico 3.10
PIB minero metálico (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

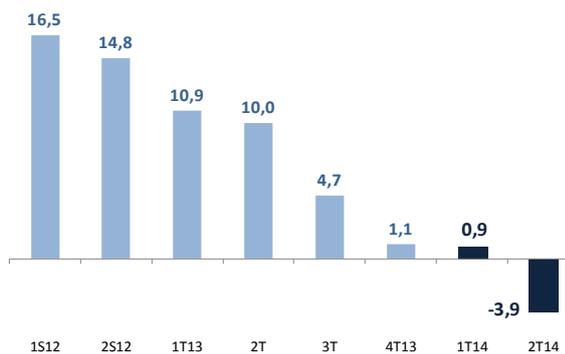
Gráfico 3.11
Inversión pública (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

De otro lado, los cuestionamientos sobre el manejo de los recursos públicos en algunos gobiernos subnacionales (el total de estas entidades controlan aproximadamente las dos terceras partes del gasto de capital del sector público) explican la contracción que muestra la inversión pública en lo que va del presente año (ver gráfico 3.11). Estimamos que la menor ejecución de la inversión pública durante este año, con respecto a lo que se esperaba a inicios del segundo trimestre, restará entre 0,8 y 0,9 puntos porcentuales al crecimiento de 2014.

Gráfico 3.12
Inversión Privada (Var.% interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.13
Confianza empresarial (índice)



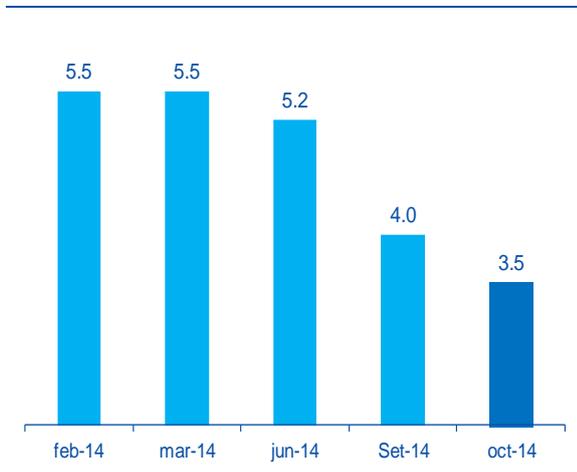
Fuente: BCRP y BBVA Research

Finalmente, la moderación cíclica del gasto privado en inversión y consumo también ha incidido negativamente sobre el crecimiento del año. Del lado de la inversión, esta ya venía moderándose desde hace un par de años pero en el segundo trimestre de 2014 incluso ha registrado una contracción (ver gráfico

3.12), en un contexto de caída de la confianza empresarial (ver gráfico 3.13), afectada por las continuas sorpresas negativas en el ritmo de la actividad económica.

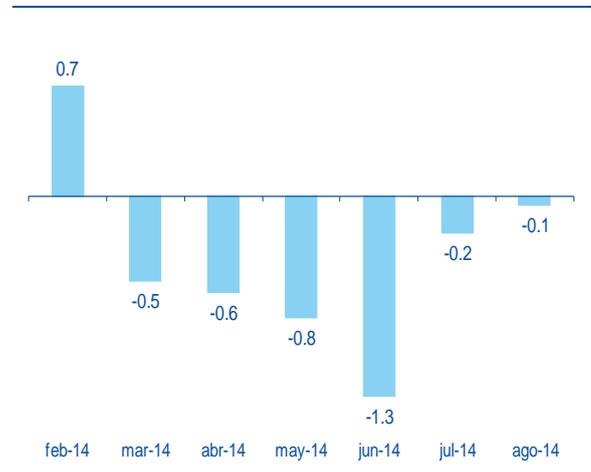
Ello se desprende de las encuestas a los analistas económicos. A principios de año el consenso arrojaba que la economía peruana crecería en 5,5% en el 2014; actualmente esta previsión está más próxima al 3,5% (ver gráfico 3.14), y en BBVA Research incluso estimamos que finalmente se ubicará un punto porcentual por debajo de esta tasa. En horizontes de previsión más cortos también se observa esta sorpresa negativa. En el gráfico 3.15 se presentan las sorpresas mensuales en el ritmo de expansión del producto, es decir, la diferencia entre lo que el consenso de analistas estimaba de crecimiento para un determinado mes y lo que finalmente ocurrió. Lo que se aprecia es que las sorpresas han sido sostenidamente negativas e importantes durante la mayor parte del año. La actividad ha avanzado muy por debajo de lo que se preveía. De aquí se desprende que las ventas de las empresas probablemente también lo han hecho y ello ha afectado el optimismo empresarial.

Gráfico 3.14
PIB: previsiones de crecimiento para 2014
(%, consenso de analistas encuestados)



Fuente: Latin Focus Consensus Forecast, BBVA Research

Gráfico 3.15
PIB: previsiones de crecimiento mensual
(var. % interanual, consenso de analistas)

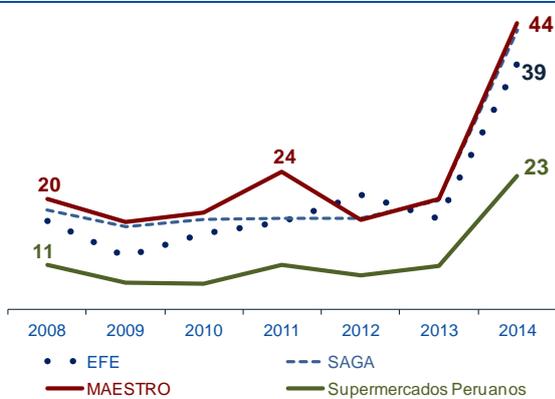


Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Como resultado de las menores ventas en relación con lo inicialmente presupuestado, los inventarios se elevaron durante la primera parte del año (ver gráfico 3.16) de manera no deseada. Para reducir el exceso de existencias, las empresas habrían producido por debajo de sus demandas, lo que habría lastrado el crecimiento del PIB durante el tercer trimestre.

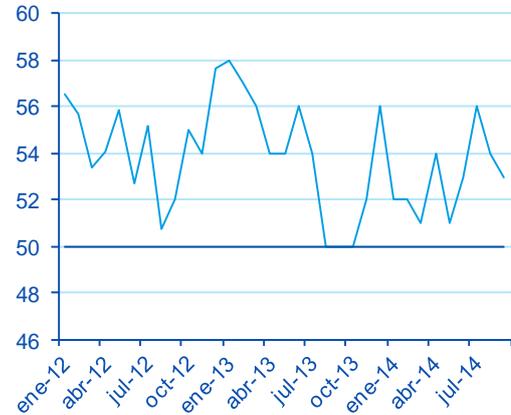
La percepción de falta de efectividad de las medidas anunciadas por el gobierno para mejorar el clima de los negocios y estimular la demanda habría sido otro elemento que ha incidido negativamente sobre la confianza empresarial. En este sentido, además de anunciar las medidas (que fueron bien recibidas por el sector privado) es importante asegurar niveles adecuados de ejecución para mantener el liderazgo sobre las expectativas.

Gráfico 3.16
Saldo de existencias*
(como % de las ventas)



*Al primer semestre del 2014. Se considera para algunas empresas que publican estados financieros. Fuente: SMV y BBVA Research

Gráfico 3.17
Índice de Confianza del consumidor



Fuente: Apoyo Consultoría y BBVA Research

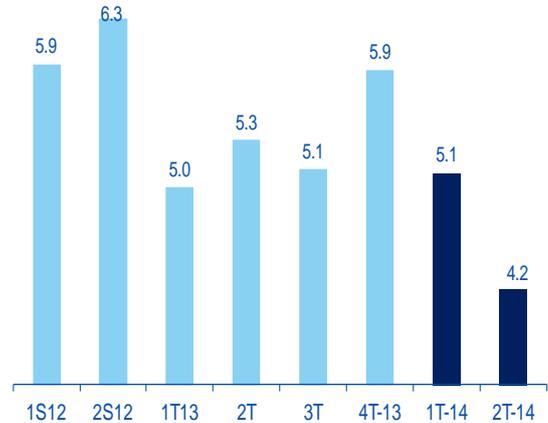
Del lado de las familias, estas se han mostrado algo más cautelosas (ver gráfico 3.17) en el contexto de menor crecimiento del producto y menor dinamismo del mercado laboral (ver gráfico 3.18).

Gráfico 3.18
Crecimiento del empleo urbano en Lima
(var % interanual)



Fuente: BCRP, BBVA Research

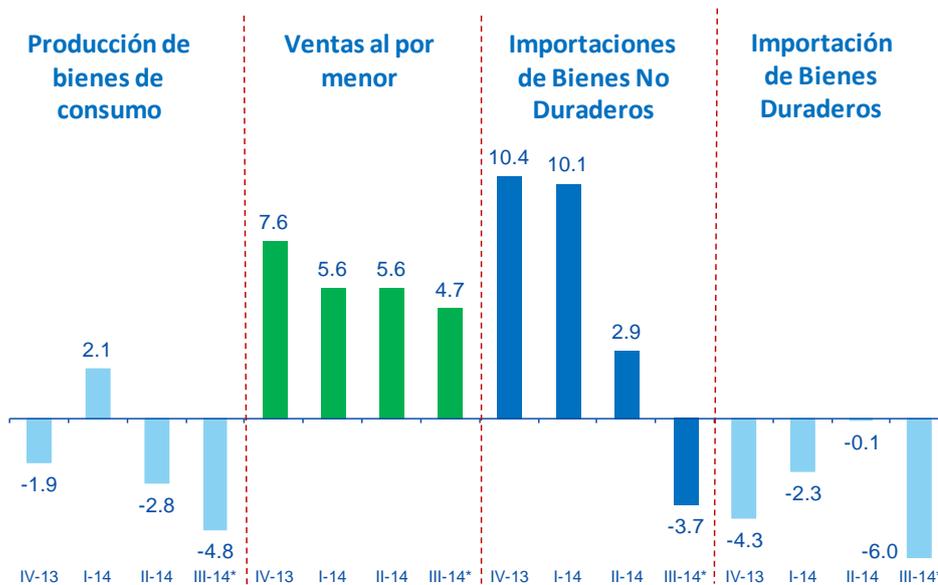
Gráfico 3.19
Consumo privado (var. % interanual)



Fuente: BCR, BBVA Research

Además, según un estudio de la empresa Apoyo, más de un tercio de las familias de ingreso medio/bajo asegura que tiene “muchas dificultades” para pagar sus deudas en este momento, y 40% destina más de un tercio de sus ingresos mensuales a este pago. Como resultado, el consumo privado se ha ido moderando a lo largo del año (ver gráfico 3.19) en tanto que otros indicadores de gastos de las familias muestran un débil desempeño (ver gráfico 3.20).

Gráfico 3.20
Indicadores de gastos de las familias (Var.% anual, puntos)

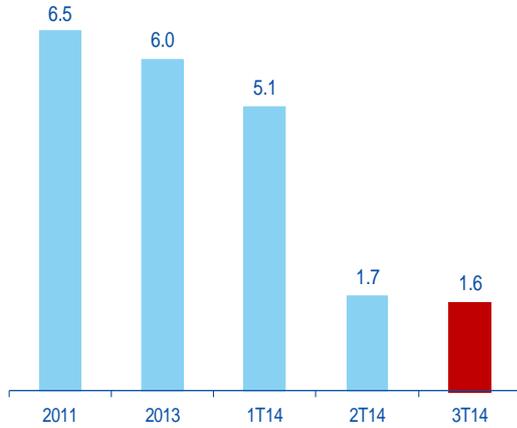


*Julio-agosto. Fuente: BCRP, INEI y BBVA Research

En este contexto, la expansión del PIB será relativamente débil en 2014

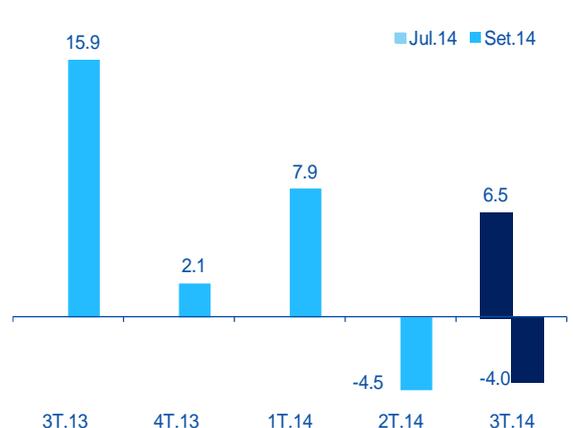
Estimamos que en el tercer trimestre el PIB habría crecido 1,6% en términos interanuales. Esta tasa es similar a la del trimestre previo (ver gráfico 3.21), por lo que no se habría dado el rebote que se anticipaba. Los sectores primarios decepcionaron. En el caso de la minería, proyectos cupríferos grandes como Antamina y Toromocho siguen enfrentando problemas para alcanzar su plena capacidad de producción (incluso en el primero de estos proyectos se ha anunciado una huelga que afectará la producción desde mediados de noviembre de este año). En la actividad pesquera, temperaturas por encima de lo normal dificultaron que se extraiga anchoveta en la cantidad que la cuota estableció para la primera temporada del año (solo se alcanzó a capturar el 68% de esta). Y en el sector agropecuario, la plaga de la roya amarilla ha tenido un impacto negativo más sostenido que el que preveíamos. En conjunto, esto ha incidido en el mismo sentido sobre la industria procesadora de recursos primarios. Además, el impulso fiscal ha sido más débil que el anticipado, en particular el de inversión (ver gráfico 3.22), destacando el bajo nivel de ejecución de los fondos presupuestados para las obras de prevención del Fenómeno de El Niño. Ello ha afectado al sector Construcción y a las actividades manufactureras orientadas a atender los requerimientos del mismo. En síntesis, los motores que impulsarían la recuperación desde el tercer trimestre, en concreto la mayor producción minera (que por el lado del gasto se vería en mayores exportaciones) y el mayor gasto público, no han dado el soporte que se adelantaba, en tanto que la pesca continuó enfrentando dificultades.

Gráfico 3.21
PIB (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

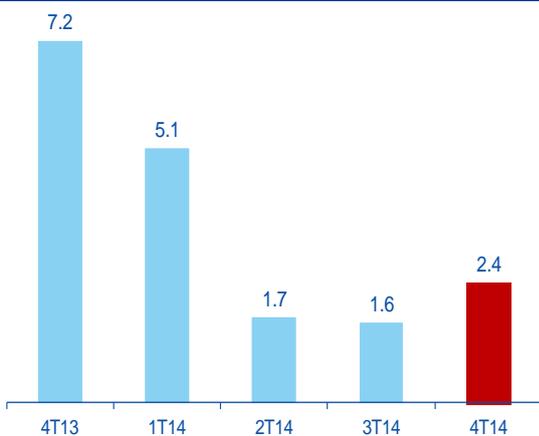
Gráfico 3.22
Inversión pública (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

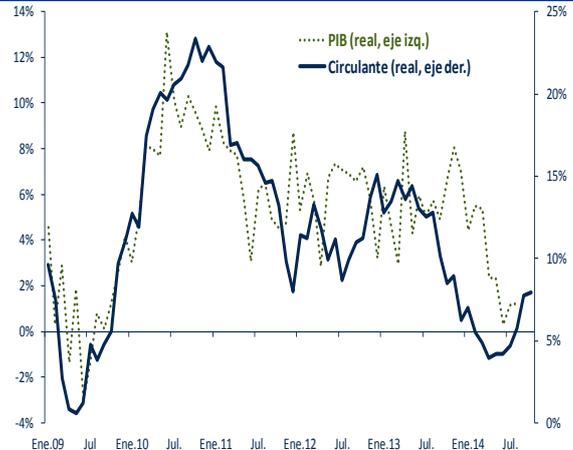
Para el cuarto trimestre tenemos una proyección de crecimiento interanual del PIB de 2,4% (ver gráfico 3.23). Hay algunos primeros indicadores que apuntan que habrá así cierta aceleración del producto con respecto al trimestre anterior. Por ejemplo, la producción de electricidad avanzó en octubre a un ritmo mayor que en el 3T14. Además, la evolución del circulante (dinero en efectivo) ha repuntado desde fines de setiembre, lo que sugiere que las transacciones en la economía se aceleran y así la actividad. En el gráfico 3.24 se observa que la tendencia del circulante es similar a la del producto. En particular, recoge relativamente bien los puntos de inflexión de la actividad: el de mediados de 2009, el del segundo semestre de 2010, y la desaceleración de 2014. El moderado repunte que recientemente ha tenido (en términos interanuales) podría estar anticipando algo similar para el PIB a principios del cuarto trimestre.

Gráfico 3.23
PIB (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.24
Circulante y PIB (var. % interanual)

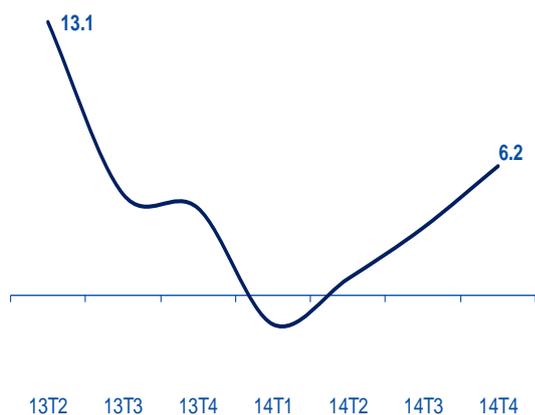


Fuente: BCRP y BBVA Research

Esta expansión interanual que prevemos en el cuarto trimestre (2,4%) implica, en términos desestacionalizados, un crecimiento intertrimestral anualizado superior al 6%, el doble del que se habría dado en 3T14 (ver gráfico 3.25). Visto de esta manera, es una aceleración importante. El rebote que

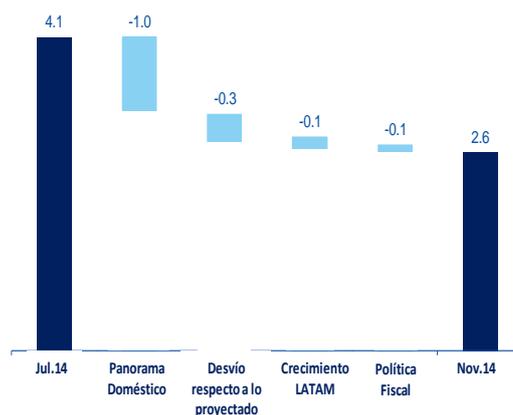
anticipamos está condicionado a cuatro elementos. En primer lugar, a que el impulso fiscal finalmente se ejecute. Segundo, a que haya cierta mejora en los volúmenes de cobre producidos por Antamina y Toromocho. Tercero, a que el ajuste de inventarios se haya dado principalmente en el tercer trimestre y que su incidencia negativa en el cuarto sea moderada. Y finalmente, a que no haya un deterioro adicional de la confianza empresarial. En este escenario, el crecimiento en 2014 cerrará alrededor de 2,6%.

Gráfico 3.25
PIB desestacionalizado (var. % intertrimestral anualizada)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.26
PIB 2014: cambio en previsiones (puntos porcentuales)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Minería e inversión en infraestructura se mantienen como los motores del crecimiento en 2015, pero su impacto será más moderado

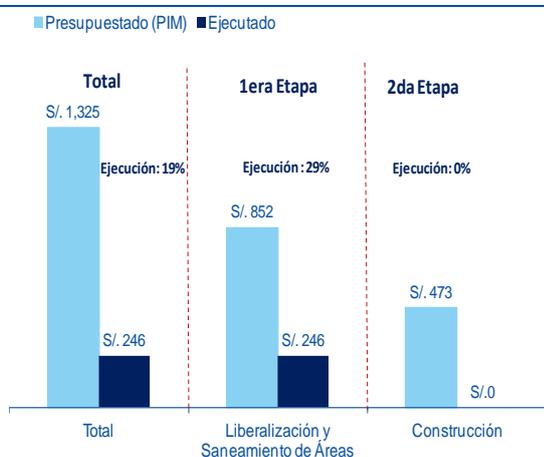
Para 2015 seguimos anticipando un rebote en el ritmo de expansión del producto. Ello se dará en un contexto en el que se incrementará la producción minera. En nuestro escenario base estamos considerando, por ejemplo, que el yacimiento de Toromocho alcanzará su plena capacidad operativa en el primer trimestre de 2015 y que el nuevo yacimiento Constancia irá gradualmente elevando su producción a lo largo del año. Además, empezará la construcción de la infraestructura que se ha venido concesionando, como por ejemplo la Línea 2 del Metro de Lima, o de la que el Estado se encargará directamente (modernización de la refinería de Talara). Estos serán los dos grandes motores del crecimiento del producto el próximo año e incluso en los que siguen. A estos se sumará, del lado externo, la aceleración del crecimiento mundial en medio punto porcentual, lo que favorecerá la demanda de exportaciones.

Con respecto a nuestro reporte de hace tres meses, sin embargo, somos más cautelosos con la intensidad que prevemos para el rebote de la actividad en 2015. En esta oportunidad estimamos que el crecimiento del próximo año se ubicará alrededor de 4,8%, por debajo del 5,9% que adelantamos en nuestro reporte anterior.

La corrección a la baja recoge dos factores. El primero de ellos es que tenemos ahora una visión más conservadora sobre el empuje que darán los dos motores del crecimiento en 2015. En el caso de la producción minera, por ejemplo, los problemas que ha encontrado Antamina en 2014, como lo mencionamos anteriormente, no se solucionarán en el corto plazo. Estamos considerando en nuestro escenario base que ello solo ocurrirá a fines del tercer trimestre, con lo que se dejará de producir en el año (con respecto a las cifras que estimamos hace tres meses) alrededor de TMF 95 mil, es decir, el equivalente

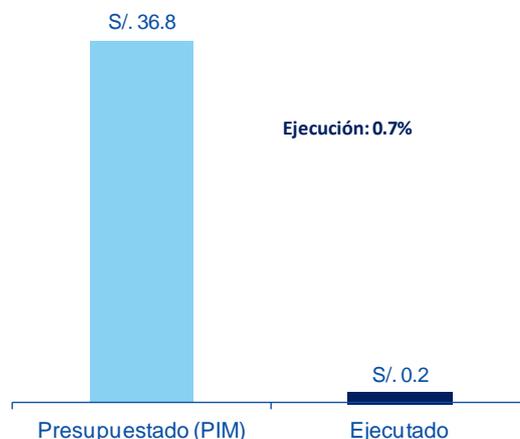
a 8% de la producción anual de cobre en Perú. El impacto directo sobre el PIB es de entre dos y tres décimas de punto porcentual, a lo que se suman los impactos indirectos como por ejemplo el menor procesamiento industrial de metales. En el caso de la construcción de infraestructura concesionada, hemos observado ciertas demoras para cumplir con los hitos establecidos. Al parecer, estos han sido ambiciosos, como también lo ha señalado el Ministro de Transportes y Comunicaciones. Nuestra previsión anterior consideraba que el proyecto avanzaría según los plazos establecidos, sobre todo al tomar en cuenta el entorno de fuerte desaceleración económica, con lo que este gasto actuaría de manera contracíclica. Lo que se ha observado son, sin embargo, demoras. Ello se desprende de las diferencias entre los montos presupuestados y gastados en las obras. Por ejemplo, en el caso de la Línea 2 del Metro de Lima (ver gráfico 3.27), la ejecución del monto presupuestado para 2014 no alcanza el 20% a octubre. Cabe agregar que, de acuerdo con lo manifestado por las autoridades, el nivel de ejecución en este caso no pasará del 50% para este año. Del total presupuestado para 2014, cerca de dos tercios corresponden a la primera fase del proyecto, la de habilitación y saneamiento de terrenos. Hasta el momento se ha ejecutado 30% del monto destinado para esta etapa. Ello implica dos cosas. Primero, dada la estimación oficial, la habilitación y saneamiento de terrenos no concluirá este año. Segundo, que si los terrenos no están habilitados ni saneados, la construcción no puede empezar (debía iniciarse en 2014). Hay otros casos, como el de las autopistas (Longitudinal de la Sierra, por ejemplo), en los que el avance del gasto que debe realizar el Estado en 2014 es prácticamente nulo a la fecha. En este contexto, hemos considerado que el impulso de la construcción de infraestructura de gran tamaño sobre el crecimiento en 2015 será algo menor que el que preveíamos en nuestro reporte anterior.

Gráfico 3.27
2014: Ejecución Presupuestal de la Línea 2 del Metro* (Millones de Soles)



*Será cofinanciada por el Estado Peruano (US\$ 5 701 millones, sin IGV). Suscripción de contrato abril del 2014. Para el 2014, se tenía previsto iniciar obras del primer tramo del proyecto que debería finalizar en el 2016. Para el 2019 se esperaría finalizar todo el proyecto. Las cifras comprenden al 03 de noviembre del 2014. Fuente: MEF (SIAF), Pro Inversión y BBVA Research

Gráfico 3.28
2014: Ejecución Presupuestal de la Longitudinal de la Sierra, Tramo2* (Millones de Soles)

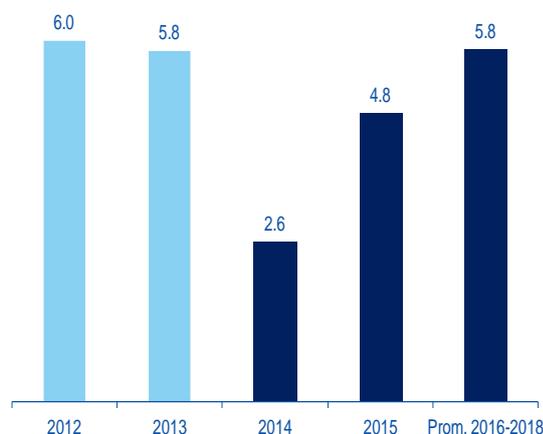


*Modalidad cofinanciada (US\$ 552 millones, sin IGV). Suscripción del contrato mayo 2014. Las cifras comprenden al 03 de noviembre del 2014. Fuente: MEF (SIAF), Pro Inversión y BBVA Research.

El segundo factor que nos lleva a revisar a la baja el ritmo de expansión del producto que prevemos para el próximo año es el menor dinamismo con el que empezará 2015. La actividad finalizará este año avanzando a un ritmo más débil (expansión de 2,4% en el cuarto trimestre) que el que proyectamos tres meses atrás. Ello incidirá en el mismo sentido sobre el dinamismo del producto a principios de 2015. Si bien la economía seguirá recuperándose a inicios del próximo año, como lo adelantamos también en nuestro reporte anterior, esa mejora será más moderada que la que anticipábamos.

Hacia adelante, estimamos que la economía avanzará a un ritmo promedio anual de 5,8% entre 2016 y 2018 (ver gráfico 3.29). Estas tasas de crecimiento se sitúan por encima de la del potencial debido al empuje transitorio del incremento de la producción minera (recuperación de los niveles de producción de Antamina y maduración de diversos proyectos que, entre cosas, permitirán duplicar la oferta de cobre). También se espera que durante este periodo el crecimiento reciba el soporte de la construcción de grandes proyectos de infraestructura (ver tabla 3.2).

Gráfico 3.29
Proyección de PIB (Var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Tabla 3.2
Proyectos de infraestructura (Millones de US\$)

Proyecto*	Inversión ** (Millones de US\$)
Gaseoducto Sur Peruano	5,794
Línea 2 del Metro de Lima	6,727
Modernización de Refinería de Talara	4,130
Nodo Energético del Sur	944
Aeropuerto de Chinchero	634
Longitudinal de la Sierra - Tramo 2	651
Telecabinas Kuélap	21
Terminal Portuaria San Martín	152
LT 220 KV La Planicie industriales	70
LT 220 KV Mollobamba - Iquitos	589
Total	19,713

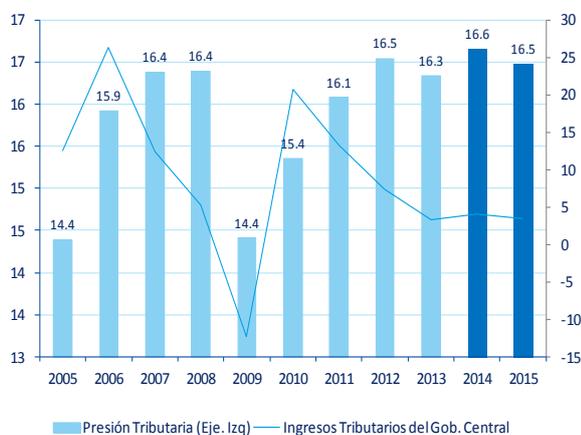
Proyectos concesionados por Pro Inversión, a excepción de la Refinería de Talara, que será llevada adelante por PetroPerú
**Incluye IGV. Fuente: MEF (SIAF), Pro Inversión y BBVA Research.

Posición fiscal es relativamente neutral, lo que revela los problemas de ejecución del gasto público. Hacia adelante, se esperan déficit moderados que no comprometen la sostenibilidad fiscal

Para 2014 estimamos que las cuentas fiscales terminarán con un superávit de 0,3% del PIB. La proyección considera un crecimiento de los ingresos del gobierno general de alrededor 4.0%, en línea con una presión tributaria de 16,6% del PBI (ver gráfico 3.30). También se incorpora la recaudación por el pago extraordinario de impuestos por ganancia de capital de dos operaciones de transferencia de activos de no residentes, que se estima es equivalente en aproximadamente 0,4% del PBI¹. De no considerarse este pago extraordinario la presión tributaria se ubicaría en 16.2% del PBI, por debajo de lo registrado en el 2013 (16.4% del PBI). Este resultado se debería a que la desaceleración de la economía ha incidido en la menor recaudación tributaria (ver gráfico 3.31).

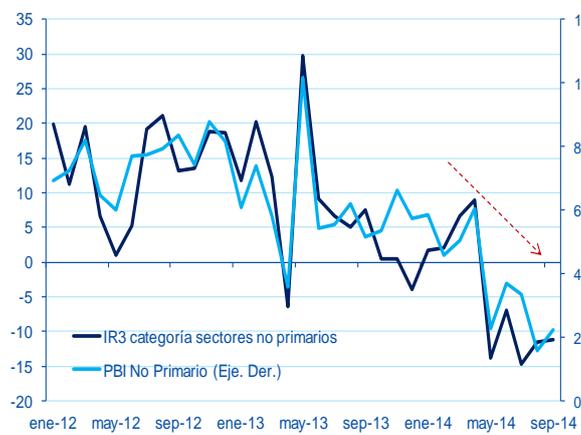
¹ Se registra dentro del rubro de ingresos por Impuesto a la Renta de No Domiciliados.

Gráfico 3.30
Presión Tributaria e Ingresos Tributarios del Gobierno Central
(% del PBI y Var.% interanual)



Fuente: BCRP, SUNAT y BBVA Research.

Gráfico 3.31
Impuesto a la Renta de 3era Categoría y el PBI No Primario
(Var% interanual)

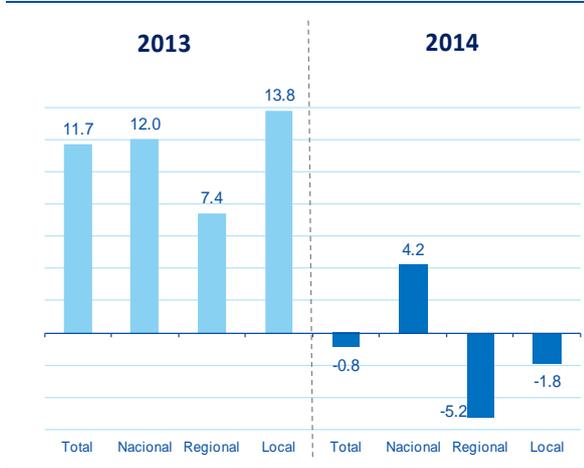


Fuente: BCRP, SUNAT y BBVA Research.

Por el lado de los egresos, se espera un crecimiento del 6.0% del gasto del gobierno general para el 2014, que se explica principalmente por su componente corriente (8.0%) debido a los incrementos remunerativos de las Fuerzas Armadas, aguinaldos extraordinarios para los servidores públicos y el pago de deudas laborales por demandas judiciales, entre otros. En contraste, se espera un pobre desempeño del gasto de inversión (crecimiento nulo en el año) que se debe no solo a la menor ejecución de los gobiernos subnacionales (participación del 70%), si no también a la del gobierno nacional (ver gráfico 3.32). Al mes de octubre, el Gobierno Nacional solo tiene un avance presupuestal del 55% (ver gráfico 3.33 y 3.34), al finalizar el año no llegaría a alcanzar el nivel de ejecución del 2013 (82%). Ejemplo de ello, es la lenta ejecución del Plan de Prevención del Fenómeno del niño (0,5% del PBI), en especial el de inversión (representa cerca del 80% del Plan) de los sectores de vivienda, saneamiento y transportes. Asimismo, para este año se contemplaba gastar S/.1 325 millones² en la construcción de la primera fase la Línea 2 del Metro de Lima, de los cuales 60% sería destinado a la primera etapa de la obra que comprende la liberalización y saneamiento del terreno y el 40% en la construcción (segunda etapa). Al mes de octubre solo se ha ejecutado el 20% de lo presupuestado.

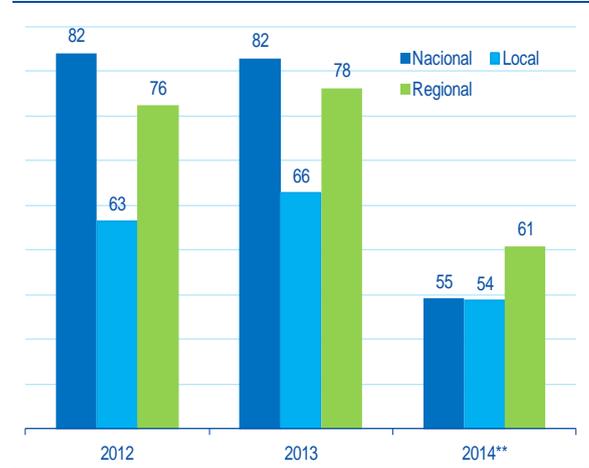
² Corresponde el Presupuesto Institucional Modificado (PIM).

Gráfico 3.32
Crecimiento Acumulado del Gasto de Inversión entre enero - setiembre (Var%)



Fuente: BCRP y BBVA Research.

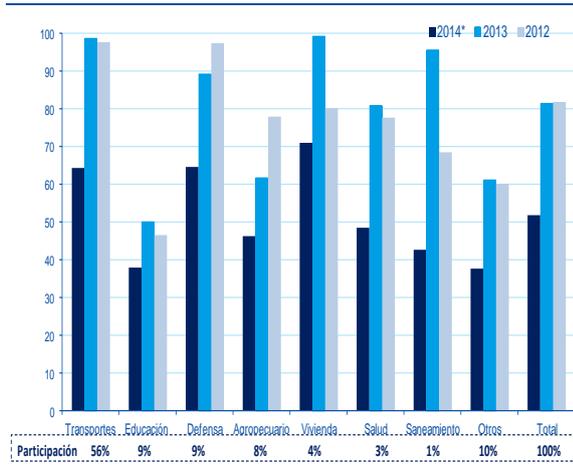
Gráfico 3.33
Ejecución de los Proyectos de Inversión* (%)



*Devengado entre el Presupuestos Institucional Modificado (PIM).
** Al 03 de noviembre. Fuente: BCRP y BBVA Research

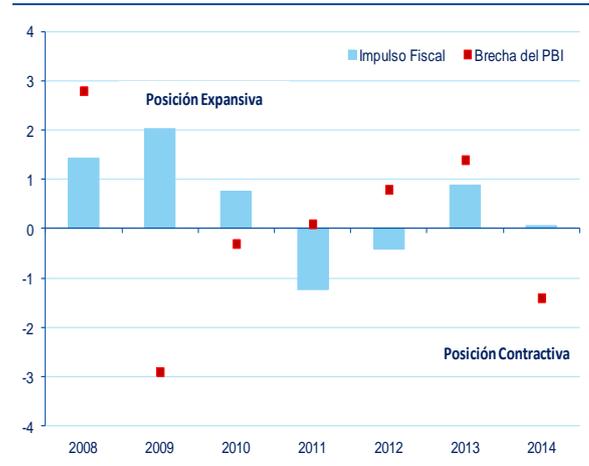
El resultado económico estructural para el presente año será ligeramente negativo, con un impulso fiscal de casi cero (ver gráfico 3.35). Llama la atención este resultado porque en la fase del ciclo (brecha del PBI negativa) que nos encontramos se requiere una política fiscal claramente más expansiva. Esta neutralidad, que entendemos es un resultado no deseado, no es un problema del diseño de la política fiscal, ya que las medidas propuestas para enfrentar la parte cíclica de la desaceleración están bien orientadas. El problema ha sido la falta de capacidad de instrumentalización y ejecución del gasto público, en especial el de inversión.

Gráfico 3.34
Ejecución de Proyectos de Inversión del Gobierno Nacional por Función Presupuestal (%)



*Al 03 de noviembre.
Fuente: BCRP y BBVA Research.

Gráfico 3.35
Impulso Fiscal y Brecha del PBI (% del PBI y % del PBI Potencial)

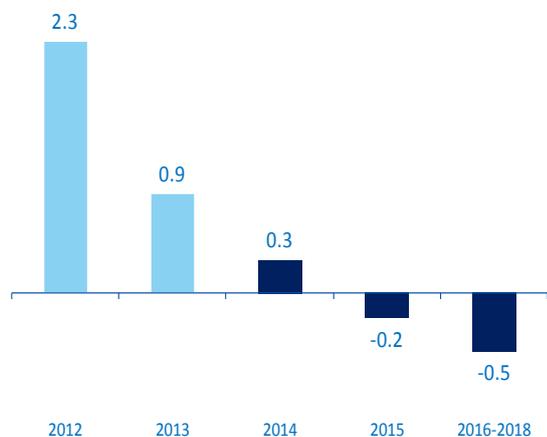


Fuente: BCRP y BBVA Research

Ante la poca celeridad del gasto público de inversión, es necesario alertar de no caer en la tentación de aumentar gasto corriente que es fácil de ejecutar pero difícil de revertir cuando cambia el ciclo económico. Otra alternativa sería ir por el lado de los ingresos. Sin embargo, encontramos evidencia que señala que el efecto multiplicador de medidas por el lado tributario es mucho menor que el del gasto público, en particular que el de la inversión pública (ver recuadro 2 sobre multiplicadores fiscales). Por lo tanto, urge realizar reformas para evitar los grandes rezagos internos que tiene en la ejecución del gasto de inversión.

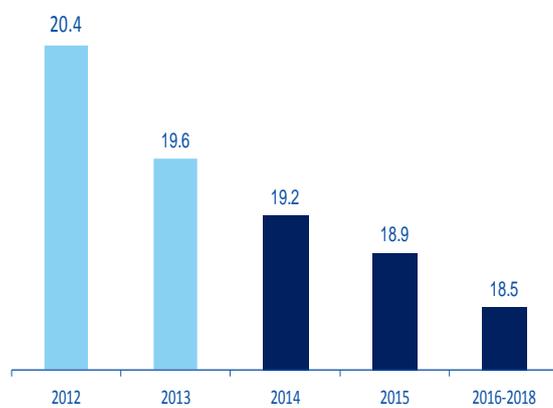
Hacia adelante, seguimos previendo déficit fiscales moderados que no excederán el 0.5% del PIB en el horizonte de proyección. En este contexto, se espera que la deuda pública siga cayendo como porcentaje del PIB hacia niveles alrededor de 18% hacia 2018.

Gráfico 3.36
Resultado Fiscal
(% del PBI)



Fuente: BCRP y BBVA Research.

Gráfico 3.37
Deuda Pública
(% del PBI)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Recuadro 2. Multiplicadores fiscales: la importancia del impulso de la inversión pública

La implementación de la respuesta fiscal contracíclica en el mundo no ha estado libre de controversias, tanto en la magnitud como en su composición. El efecto multiplicador de la política fiscal va a depender de ciertas características de la economía. Así, es más significativo si: (i) la propensión marginal del consumo es alta, (ii) los estabilizadores automáticos son pequeños, (iii) la tasa de interés no se incrementa en respuesta de una expansión fiscal, (iv) el régimen cambiario es fijo, y (v) las cuentas fiscales son sostenibles. (Spilimbergo et al. (2009))³.

Asimismo, el efecto multiplicador de la política fiscal va a depender del instrumento utilizado, es decir si se realiza mediante un incremento del gasto de inversión, del gasto corriente, o mediante una reducción de impuestos.

En esa línea, un reciente estudio elaborado por el Fondo Monetario Internacional⁴ demuestra que el gasto de inversión en infraestructura es un factor importante en el crecimiento de corto y largo plazo. Además genera impactos positivos sobre la inversión privada debido a su complementariedad con los servicios de infraestructura.

Estimación

Con el objetivo de evaluar la efectividad de la política fiscal en la economía peruana. Se estima los multiplicadores por tipo de gasto e impuestos. La metodología utilizada es la de un Modelo Estructural de Vectores Autorregresivos - SVAR. Dentro de la identificación del sistema estructural del modelo SVAR se considera la metodología propuesta por Blanchard y Perotti (1999, 2002)⁵.

Los resultados encontrados muestran que el efecto multiplicador del gasto de inversión es mucho mayor al del gasto corriente. Asimismo, el efecto multiplicador del gasto corriente es

inmediato y no perdura en el largo plazo, mientras que el de inversión se mantiene durante más tiempo (S/. 1,6 en 5 años, ver gráfico R.2.1). Esto se debería a que el gasto de inversión permite incrementar el PBI potencial. Por su parte el multiplicador de impuestos es mucho menor que el del gasto de inversión (ver gráficos R.2.2 y R.2.3).

Gráfico R.2.1 Multiplicador del Gasto de Inversión (Efectos acumulados en S/.)

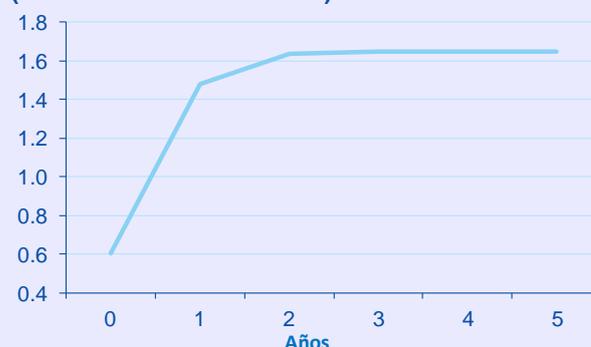


Gráfico R.2.2 Multiplicador del Gasto Corriente (Efectos acumulados en S/.)

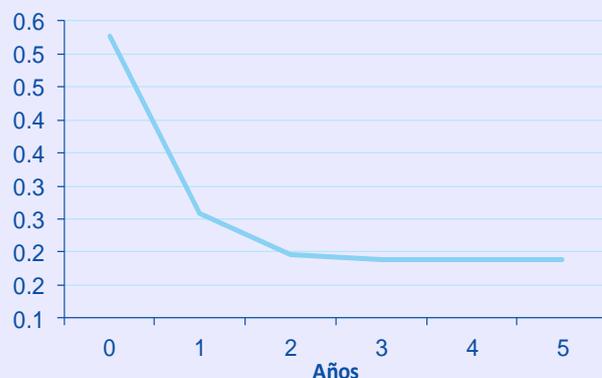
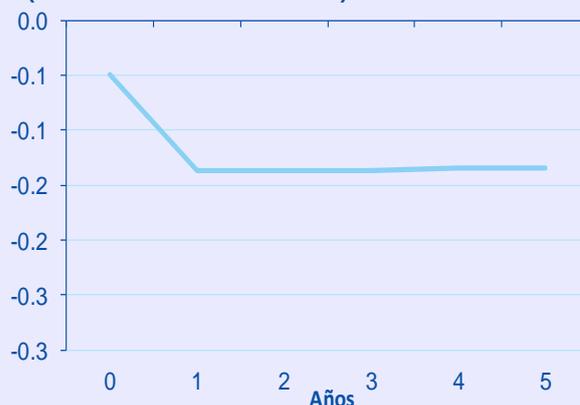


Gráfico R.2.3 Multiplicador de los Impuestos (Efectos acumulados en S/.)



³ Spilimbergo Antonio, Steven Symansky y Martin Schindler. 2009. Fiscal Multipliers. FMI

⁴ ¿Buen momento para dar un impulso a la infraestructura? Los efectos macroeconómicos de la inversión pública. WEO (2014). FMI.

⁵ Blanchard Oliver Perotti Roberto, 1999. An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output. NBER Working Paper 7269. National Bureau of Economic Research.

Cabe señalar que los resultados obtenidos son similares a otros estudios. Un resultado particularmente interesante se encuentra en un trabajo reciente el Banco Central que, considerando en la estimación la posición del ciclo económico, encuentran que los multiplicadores de gasto son mayores en periodos de menor crecimiento⁶. Además, el multiplicador del gasto de inversión es mayor al gasto corriente. En el largo plazo (5 años) el multiplicador llega a ubicarse en S/. 1.42.

Finalmente, sería recomendable mantener una política fiscal contracíclica (en periodos de bajo crecimiento) orientada hacia el gasto en inversión por su efecto dinamizador y reactivador de la economía, tanto en el corto y largo plazo. Por lo tanto, urge realizar reformas para evitar los grandes rezagos internos que tiene en la ejecución del gasto de inversión.

⁶ Reporte de Inflación Diciembre 2012.

4. Mercados financieros locales: mayor volatilidad vinculada a incertidumbre sobre el inicio de ajuste de la FED

Rendimiento de bonos soberanos se reduce

Desde fines de febrero (en que alcanzaron su nivel máximo) a la fecha, los rendimientos exigidos de los bonos soberanos peruanos han mostrado una tendencia decreciente superior a los 100 puntos básicos a lo largo de la curva (ver gráfico 4.1). De otro lado, la volatilidad observada desde el pasado mes de setiembre es reflejo de la incertidumbre sobre la recuperación de la economía de Estados Unidos (después de la publicación de indicadores con resultados mixtos en las primeras semanas de setiembre) y sobre la fecha en la que la FED empezaría a retirar el estímulo monetario.

Aunque la tenencia de bonos en manos de no residentes se ha reducido a lo largo del año (pasando de representar el 49.8% en enero 2014 a 39.4% al cierre de setiembre, ver gráfico 4.2), aún siguen siendo los que mayor participación tienen en estos instrumentos. Inversionistas institucionales locales como AFP y bancos han incrementado su participación en el mercado de bonos soberanos, alcanzando el 35.6% y 11.9% respectivamente.

Gráfico 4.1
Rendimiento de bonos soberanos peruanos (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4.2
Tenencias de bonos soberanos por parte de no residentes (%)



Fuente: MEF y BBVA Research

A fines de octubre del 2014, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) realizó la mayor operación integral de deuda en soles y dólares por un monto total de S/.8 860 millones, que haya llevado a cabo a través de: (i) una oferta internacional de nuevos bonos en moneda local, con vencimiento en el año 2024 (por un monto aproximado de S/. 7 410 millones, a una tasa de cupón de 5,70%). La emisión se realizó en el marco de una operación de administración de deuda bajo la modalidad de recompra y/o intercambio de los Bonos Globales 2015, 2016 y 2019 así como de los Bonos Soberanos 2015 y 2020, por un monto de S/. 5 688 millones y S/. 1 440 millones para obtener recursos que financien las necesidades de financiamiento del año 2015. (ii) La reapertura de su Bono Global 2050 por un monto de US\$ 500 millones (S/. 1 457 millones) a una tasa de rendimiento de 4,90%, que significó una prima por nueva emisión de alrededor de 8 pbs, lo cual demuestra la confianza de los inversionistas en los fundamentos de la economía peruana, al demandar un

bono de largo plazo de más de 30 años. Los recursos provenientes de esta emisión se destinarán exclusivamente a cubrir el prefinanciamiento del año 2015.

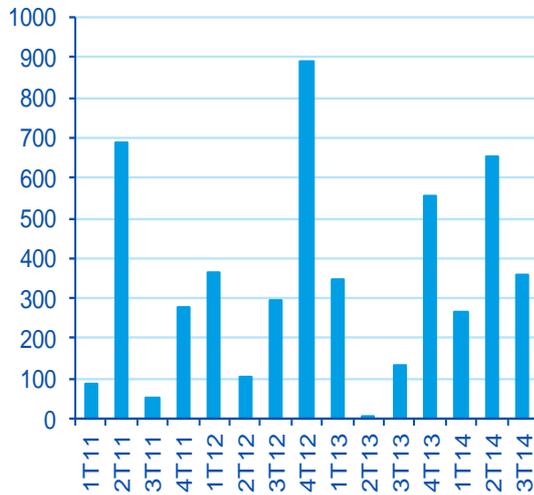
Con esta operación, el MEF busca mejorar el perfil de deuda pública, incrementando la participación de la moneda local dentro del portafolio de pasivos y aumentando la vida media de éstos. Finalmente cabe mencionar que el bono 2024 se convierte en la nueva referencia a 10 años para la curva de rendimientos. Esta operación se suma a la emisión del Bono Soberano 2055 realizada en julio de este año, que extendió el plazo máximo de la curva de rendimiento en nuevos soles a 40 años, y convirtió al Perú en el país latinoamericano con la emisión de bonos de más largo plazo en moneda local.

Con esta operación, el MEF busca mejorar el perfil de deuda pública, incrementando la participación de la moneda local dentro del portafolio de pasivos y aumentando la vida media de éstos. Finalmente cabe mencionar que el bono 2024 se convierte en la nueva referencia a 10 años para la curva de rendimientos. Esta operación se suma a la emisión del Bono Soberano 2055 realizada en julio de este año, que extendió el plazo máximo de la curva de rendimiento en nuevos soles a 40 años, y convirtió al Perú en el país latinoamericano con la emisión de bonos de más largo plazo en moneda local.

Emisiones de bonos corporativos fueron menores en el tercer trimestre del 2014

Durante el tercer trimestre del año, las emisiones de deuda corporativa totalizaron S/.858 millones, monto 16.4% por debajo de lo observado en el trimestre anterior y menores en 40.5% a similar trimestre del año previo. Las empresas no financieras realizaron el 41.8% de las operaciones (ver gráfico 4.3) destacando las operaciones de Gloria (S/.150 millones), Luz del Sur (S/.143 millones), Edelnor (S/.129 millones) y los Portales (S/.13 millones), así como la emisión en dólares de Red de Energía del Perú por USD 20 millones. Los plazos variaron desde los 180 días hasta los 15 años en el caso de Luz del Sur. El menor dinamismo de las emisiones de deuda corporativa se da en un entorno de ralentización del PIB en que las necesidades del financiamiento de inversiones son menores. Por otro lado, algunas empresas han continuado buscando financiamiento en el exterior, en un entorno de tasas de interés aún bajas en los mercados internacionales y de una favorable percepción que se tiene del Perú y de las empresas peruanas en el extranjero (ver Tabla 4.1). Las emisiones en el mercado internacional entre julio y setiembre totalizaron USD1125 millones, superior al USD1306 millones registrado en el trimestre previo. Los plazos varían entre los 4 y 15 años y la tasa cupón entre 2.75% y 5.25%. Aún así las colocaciones de empresas peruanas representan una parte muy pequeña comparando con las colocaciones de la región en el 2014 (alrededor del 4%), mientras que Brasil concentra el 38%, México el 27%, Chile el 8% y Colombia el 6%.

Gráfico 4.3
Emisiones de bonos de empresas no financieras
(millones de soles)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Tabla 4.1
Emisiones de deuda en el mercado internacional
enero-setiembre 2014

Empresa	Monto (USD millones)	Plazo (años)	Tasa
Compañía minera Ares	350	7	7.75%
Banco de Crédito	200	13	6.13%
Minsur	450	10	6.25%
Interbank	300	15	6.63%
Fondo MiVivienda	300	5	3.38%
Abengoa Transmisión Sur	432	29	6.88%
Camposol	75	3	9.88%
Fondo MiVivienda 1/	279	4	1.25%
Rutas de Lima 2/	370	22	8.38%
Rutas de Lima 3/	150	25	5.25%
Banco de Crédito	225	4	2.75%
InRetail Shopping Mall	350	7	6.50%
COFIDE	300	5	3.25%
COFIDE	300	15	5.25%
BBVA Continental	300	15	5.25%

1/ Emisión en Francos suizos

2/ Emisión en nuevos soles

3/ Emisión en soles VAC

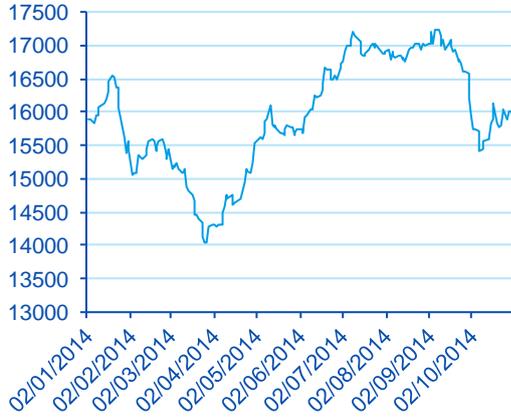
Fuente: BCRP y BBVA Research

Bolsa peruana retrocedió en setiembre

Al cierre de octubre, el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) registró una variación cercana a cero (+0.14%, ver gráfico 4.4). Si bien entre fines del primer trimestre hasta agosto de este año, el IGBVL había mostrado una tendencia creciente (impulsado por acciones del sector minero y bancario), en setiembre se recortaron las ganancias de los tres meses previos. Así, las empresas mineras acumularon un rendimiento positivo de 10.62% en el periodo enero-octubre, seguido del sector bancario con 13.64% (ver gráfico 4.5). El sector industrial fue el de peor desempeño, acumulando una caída de 24.24% en lo que va del año.

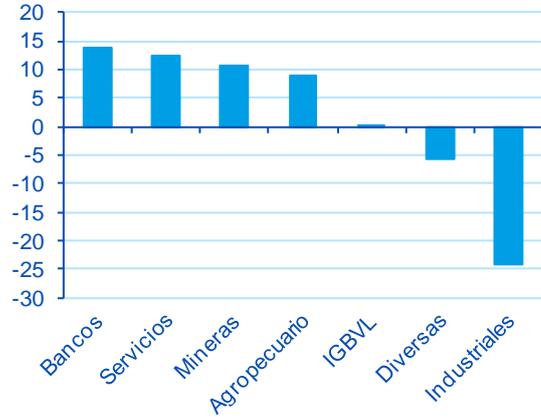
El comportamiento del IGBVL se vio afectado por la publicación, en las primeras semanas de setiembre, de datos mixtos de la economía de Estados Unidos que generaron incertidumbre sobre la fecha del retiro del estímulo monetario por parte de la FED, a esto se sumó la caída en los precios de los metales básicos por mayor preocupación sobre la economía China.

Gráfico 4.4
Índice General de la Bolsa de Valores de Lima



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4.5
Rendimientos acumulados de los índices sectoriales en lo que va del año, al 30 de octubre (%)



Fuente: BVL y BBVA Research

Tipo de cambio: tendencia alcista en los próximos meses

El nuevo sol se depreció en los últimos meses, pasando de un nivel de S/.2.79 por dólar al cierre de julio a S/.2.92 por dólar a fines de octubre (lo que equivale a una variación de 4.6%), con una mayor volatilidad en la cotización de la moneda (ver gráfico 4.6) y adelantándose así al nivel que preveíamos para fines de año. La moneda peruana se ha visto presionada a la baja en un contexto de elevado déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (7,3% del PIB en el segundo trimestre de este año), la posibilidad de una mayor flexibilización de la política monetaria en Perú para dar soporte a la demanda interna, y una mayor percepción de que el inicio del ciclo de alzas de la tasa de política de la FED podría adelantarse. La mayor demanda de dólares ha sido principalmente de agentes no residentes quienes pasaron de ser ofertantes en el segundo trimestre a demandantes en el tercero (ver gráfico 4.7).

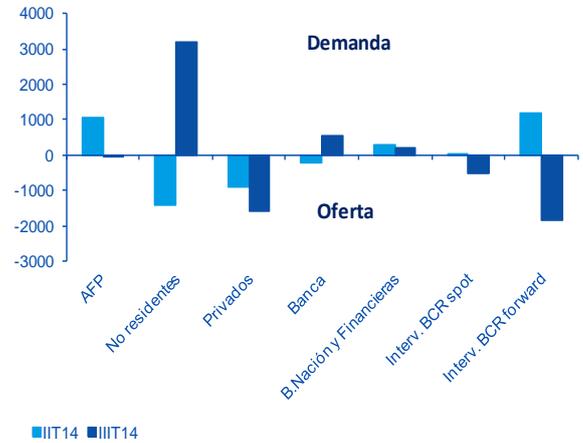
En este contexto, estimamos que el tipo de cambio cerrará el 2014 en niveles algo por encima de S/. 2.920 por dólar y que seguirá subiendo en el 2015 hasta S/. 3.050 por USD. Entre los factores detrás de esta proyección se encuentra: una política monetaria más laxa en un entorno de desaceleración de la actividad económica, el inicio del ciclo alcista de la tasa de la FED (que reduce el atractivo de los activos locales), los menores flujos de capitales para inversión minera (producto de mayores costos de financiamiento y reducción del precio de los metales) así como la mayor dolarización de activos de agentes económicos en general. La transición hacia un mayor tipo de cambio será gradual, debido a que el Banco Central suavizará la trayectoria con sus intervenciones. No obstante, consideramos que una mayor flexibilidad cambiaria sería deseable como mecanismo de absorción de choques externos y de corrección del déficit en cuenta corriente. En el medio plazo se estacionará en un nivel más cercano a S/. 3.10 por dólar. Ello es consistente con el deterioro de los activos externos netos producto de un déficit en la cuenta corriente más abultado en todo el horizonte de proyección.

Gráfico 4.6
Tipo de cambio soles por dólar



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4.7
Flujos en el mercado cambiario spot y forward (millones de USD)



Fuente: BCRP y BBVA Research

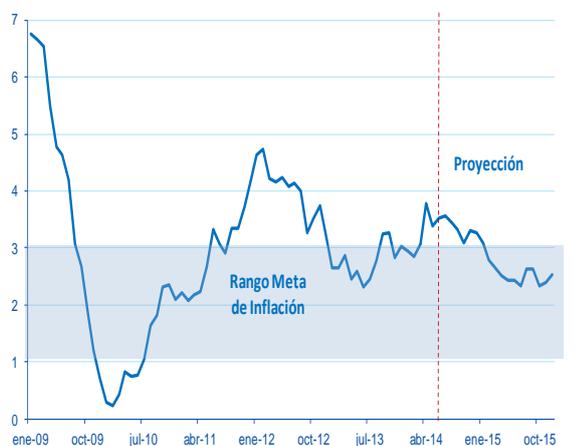
En setiembre el Banco Central creó un nuevo instrumento cambiario, swap cambiario. A partir de octubre se empezó a utilizar el swap cambiario venta. Con este instrumento el Banco Central se compromete a pagar una tasa de interés fija sobre un monto nominal en dólares, el que al vencimiento se transforma a soles al tipo de cambio de ese momento, mientras que la entidad participante se compromete a pagar una tasa de interés variable sobre el nominal en soles. Finalmente el intercambio es el neto de estas dos posiciones. La ventaja de este instrumento de intervención cambiaria es que reduce las presiones sobre la tasa de interés interbancaria en soles y permite que se mantenga alineada con la de referencia establecida por el BCR.

5. Perú: Inflación: panorama más positivo en los siguientes meses

Durante el presente año, la inflación interanual ha tendido a mantenerse por encima del límite superior del rango meta (2,0% +/- 1 punto porcentual), registrando un máximo de 3,8% en febrero de este año, pero mostrando una tendencia a moderarse desde el tercer trimestre. El comportamiento de la inflación en lo que va de 2014 ha estado asociado a choques de oferta que han afectado los precios de los alimentos, presiones de demanda sobre los precios de ciertos servicios (por ejemplo de los rubros de Comidas Fuera del Hogar, Educación y Salud, en donde los incrementos interanuales de precios han venido registrado tasas superiores al 4% en los últimos meses) y un traspaso del incremento del tipo de cambio (depreciación de la moneda local) hacia los precios de bienes transables. En este contexto, prevemos que la inflación cerrará este año en 3,3%, pero para 2015 anticipamos que esta variable se consolidará en el interior del rango meta (ver gráfico 5.1) debido a:

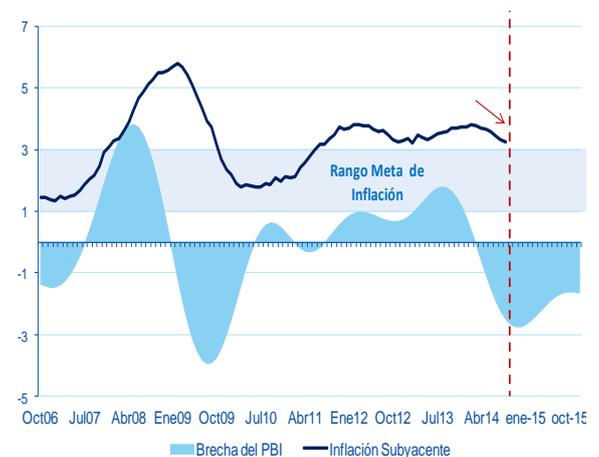
- **La moderación de la actividad económica**, lo que reducirá las presiones de demanda que se han venido observando en los precios de ciertos servicios cuya oferta no se ha expandido rápidamente. De hecho, en el contexto de menor expansión de la demanda interna y de brecha negativa del producto (ver gráfico 5.2), desde el pasado mes de junio diversos indicadores de la tendencia inflacionaria (inflación sin alimentos, inflación sin alimentos ni combustibles, y la inflación subyacente) vienen mostrando una tendencia decreciente por una desaceleración de sus variaciones mensuales.

Gráfico 5.1
Inflación Interanual(%)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 5.2
Brecha del Producto (% del PBI Potencial e Inflación Subyacente Interanual (%))



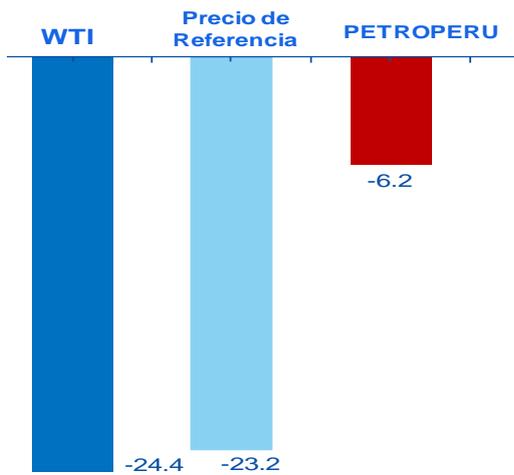
Fuente: BCRP y BBVA Research

- **Reducción de la cotización internacional del petróleo, lo que deberá reflejarse en menores precios locales de los combustibles.** No obstante, cabe señalar que el reciente y pronunciado descenso del precio del petróleo no se transmitido localmente de manera significativa. La razón es que los precios de distribución que fija Petroperú están más de 60% por encima del precio de referencia que fija el regulador del mercado de energía (Osinergmin)⁷. Es interesante señalar las diferencias en la transmisión de los descensos de los precios internacionales del petróleo sobre los combustibles locales entre lo que viene

⁷ <http://www2.osinerg.gob.pe/PubPreciosReferencia/DocPublicaciones/2014/octubre/PrecioReferencia20102014.pdf> y <http://www.petroperu.com.pe/PortalWeb/UpLoad/UpLoaded/PDF/COMB-44-2014.pdf>

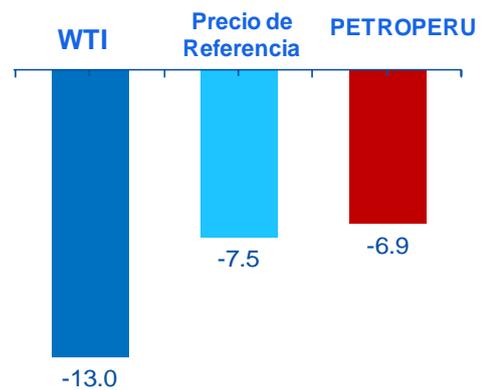
ocurriendo este año y un contexto similar a fines de 2012 (ver gráficos 5.3 y 5.4). De hecho, la menor transmisión actual resalta más si se tiene en cuenta que la caída del precio internacional del petróleo en 2014 ha sido significativamente mayor. En nuestras previsiones estamos asumiendo que habrá un mayor alineamiento con la evolución de la cotización internacional; es decir, un escenario más parecido a lo que se registró en 2012, con lo que se evitará la carga que se está trasladando hacia el sector privado.

Gráfico 5.3
2014: Precio de Referencia del Gasol 84 vs. Precio de PETROPERU (Var. %)



* Comprende la variación: 24/10/2014 vs 23/07/2014.
Fuente: OSINERGMIN, BCRP, PetroPerú y BBVA Research

Gráfico 5.4
2012: Precio de Referencia del Gasol 84 vs. Precio de PETROPERU (Var. % Interanual)

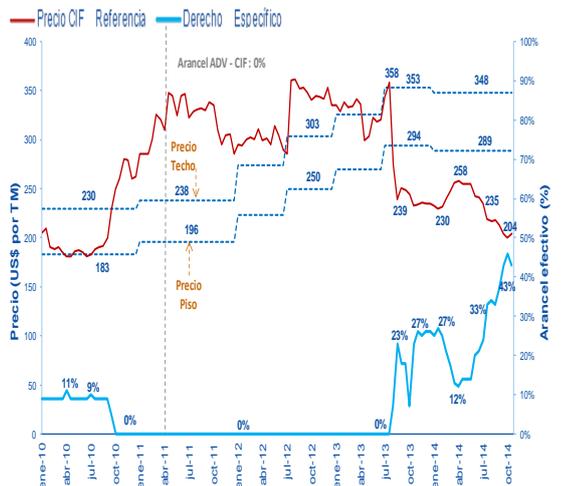


** Comprende la variación: 12/11/2012 vs 13/09/2012.
Fuente: OSINERGMIN, BCRP, PetroPerú y BBVA Research

Algo similar también se observa en la sobre tasa para productos agrícolas, lo que ha acotado el descenso de los precios internacionales de granos y cereales. Actualmente, el precio de importación (CIF) del maíz amarillo duro se encuentra debajo de la franja de precios (ver gráfico 5.5). Como consecuencia los importadores están asumiendo mayores costos debido a que están pagando un derecho adicional (sobre tasa) al arancel (valor fijo) lo que imprime cierta resistencia a la baja en los precios al consumidor de los bienes utilizados como insumos, es el caso de los productos avícolas. En lo que va del año el precio de importación CIF ha caído 25%, mientras que el precio CIF más la sobretasa, ha aumentado en 0.3% (ver gráfico 5.6). Cabe mencionar que las importaciones de maíz amarillo vienen pagando una sobretasa de manera permanente desde agosto del 2013⁸.

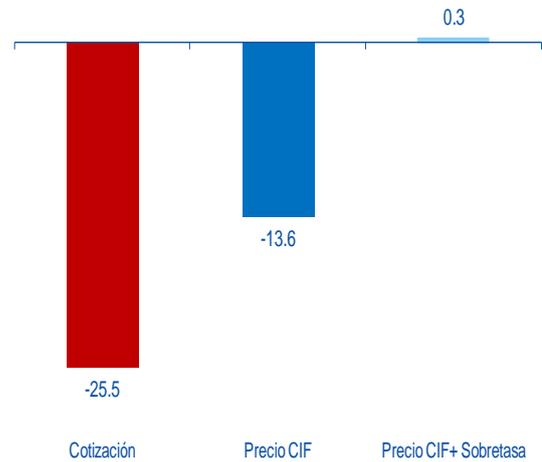
⁸ <http://www.minag.gob.pe/portal/herramientas/boletines/franja-de-precios/analisis-quincenal#>

Gráfico 5.5
Arancel aplicado a las importaciones de Maíz Amarillo Duro bajo el Sistema de Franja de Precios (Var.% Interanual)



Fuente: MINAG y BBVA Research

Gráfico 5.6
2014: Maíz Amarillo Duro: Cotización, Precio CIF y Precio con sobretasa* (Var. % Interanual)

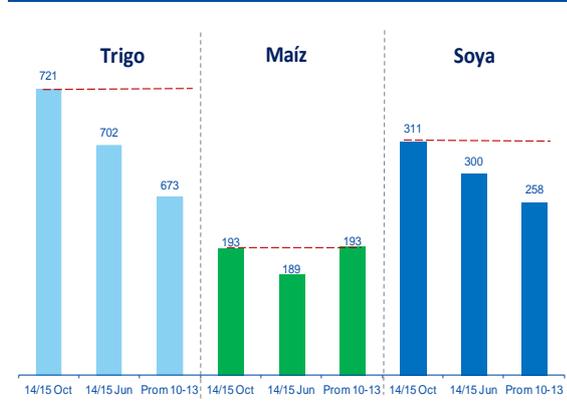


*Es la variación oct14 vs ene 14.
Fuente: MINAG y BBVA Research

Es importante que estos precios (combustibles y agrícolas) se alineen para permitir un descenso más rápido de la inflación, lo que le daría más espacio al Banco Central para flexibilizar la posición de la política monetaria.

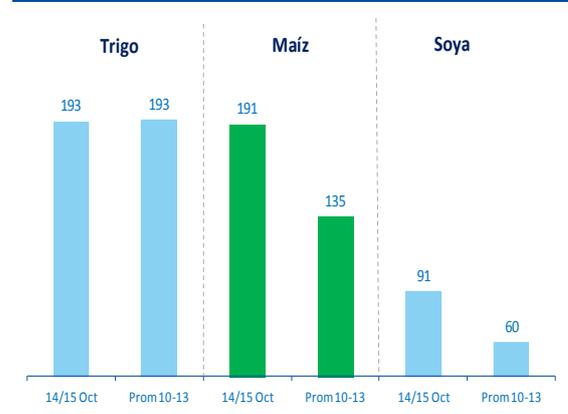
- **Fuerte caída esperada en las cotizaciones de los commodities agrícolas**, debido a la revisión al alza de la cosecha mundial de los commodities agrícolas. Entre junio y octubre, el Departamento de Agricultura de Estados Unidos ha revisado al alza la proyección de la cosecha 2014/2015 del trigo, maíz y soya, que se explica por las buenas condiciones climatológicas y los mejores rendimientos agrícolas en Estados Unidos (ver gráfico 5.7 y 5.8). Desde luego, la magnitud de la transmisión de los menores precios internacionales de los productos agrícolas sobre los precios locales dependerá de forma en la que se establezca la sobre tasa (ver párrafo anterior).

Gráfico 5.7
Producción Mundial de Commodities Agrícolas (Millones de TM)



Fuente: USDA y BBVA Research

Gráfico 5.8
Inventarios de los Commodities Agrícolas (Millones de TM)



Fuente: USDA y BBVA Research

Los factores antes mencionados serán parcialmente compensados por: (i) el incremento del tipo de cambio y su transmisión hacia los precios de los bienes transables o hacia aquellos que se cotizan en dólares, y (ii) la inercia que imprimirán las expectativas de inflación que se encuentran en el tramo superior del rango meta (ente 2,5% y 3,0%). Por ello, prevemos que el descenso de la inflación será gradual y que cerrará el 2015 en 2,5%.

6. Política monetaria: se requiere más estímulo

Flexibilización en lo que va del año ha sido acotada considerando la intensidad de la desaceleración del producto, mayor que la esperada

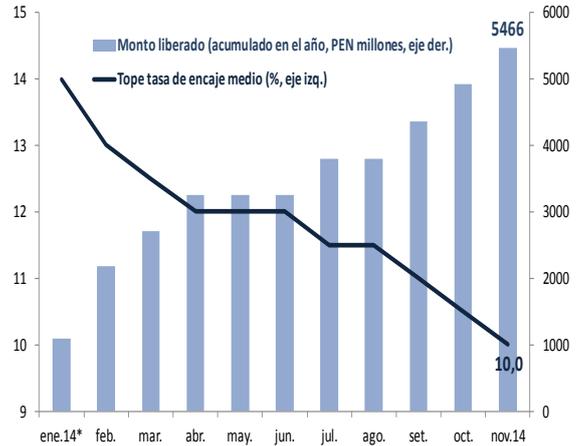
En lo que va del año, el Banco Central ha respondido al debilitamiento de la demanda agregada recortando su tasa de política en dos oportunidades (25 puntos básicos en cada ocasión). Como resultado, esta ha pasado a ubicarse en 3,50%. En términos reales también se observa una posición más acomodaticia: desde diciembre del año pasado, la tasa de interés de referencia real ex ante ha cedido 0,5pp (ver gráfico 6.1).

Gráfico 6.1
Tasa de interés de referencia (%)



Fuente: BCR, BBVA Research

Gráfico 6.2
Encajes en moneda local (% PEN millones)



*: en enero el tope a la tasa de encaje medio se redujo en 1pp, de 15% a 14%. Fuente: BCR, BBVA Research

El Banco Central también ha venido empleando otros instrumentos a lo largo del año. Uno de ellos es el encaje. La reducción del tope a la tasa de encaje medio en moneda local, por ejemplo, liberó más de PEN 5 mil millones en lo que va de 2014 (ver gráfico 6.2). Ello ha sido importante en un contexto en el que se han observado dos cosas. Primero, el dinamismo de los créditos es bastante mayor en moneda local que en moneda extranjera, todo lo contrario a lo que ha ocurrido por el lado de los depósitos, esto último sobre todo en los primeros meses del año. Segundo, desde agosto el Banco Central ha intervenido de manera importante en el mercado cambiario a través de la colocación de CDRBCRP (títulos denominados en moneda local pero indizados al tipo de cambio) y venta de moneda extranjera. En este contexto, la liquidez en soles, necesaria para atender la expansión de la demanda de crédito en la misma moneda, ha estado ajustada. La rebaja del requerimiento de encaje en soles, entonces, más que flexibilizar las condiciones crediticias, ha favorecido que estas no se estrechen. Así, ha actuado como un complemento del recorte de la tasa de política monetaria, facilitando que este efectivamente pueda reflejarse en el mercado.

La flexibilización que se ha implementado en la política monetaria durante los últimos meses, de 50pb en total, ha sido acotada considerando lo intensa que ha sido la desaceleración del PIB, más de lo que se esperaba. Ello se ha debido a las restricciones que ha enfrentado el Banco Central a lo largo del año. En primer lugar, la inflación se ha ubicado persistentemente por encima del rango meta, y si bien descendió en los últimos meses, aún se sitúa alrededor del techo del mismo. A ello se suma un abultado déficit en la

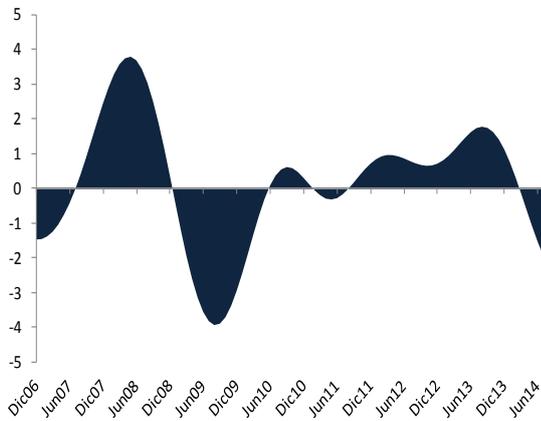
cuenta corriente de la balanza de pagos: un impulso a la inversión privada podría estimular las importaciones y deteriorarlo aún más, algo poco deseable cuando las condiciones financieras a nivel global empiezan a apretarse. Finalmente, se ha incrementado la volatilidad en los mercados financieros internacionales debido a la incertidumbre sobre el inicio del ciclo alcista de la tasa de política de la FED, lo que se ha traducido en períodos de presiones a la baja sobre la moneda local (depreciación). Un estímulo monetario agresivo alimentaría esas presiones y eventualmente podría tener impactos reales en las empresas (la mitad del crédito que estas reciben está denominado en dólares) y familias con descalce de moneda en sus balances.

A pesar de restricciones que han limitado un estímulo más agresivo, vemos espacio y necesidad para algún recorte adicional de la tasa en el corto plazo

Como mencionamos en la sección anterior, el panorama inflacionario es más benigno en adelante, sobre todo a partir de 2015. Este se podría ver incluso reforzado si las empresas petroleras ajustan sus precios de distribución para llevarlos a un nivel similar al que publica como referencia el ente regulador local, que recoge la tendencia a la baja que ha registrado la cotización internacional del petróleo. Cabe mencionar que de acuerdo con cifras del Banco Central, un alineamiento como este reduciría el gasto del sector privado en combustibles en más de S/. 550 millones (equivalente a poco menos de 0,1% del PIB), lo que funcionaría como una medida contracíclica porque liberaría recursos que podrían destinarse al gasto en otros bienes. El ajuste de los precios locales de los combustibles para reflejar más de cerca el comportamiento del precio internacional del petróleo no solo contribuiría a que la inflación descienda más rápido, sino también a que las expectativas inflacionarias, actualmente en 2,8% (cerca del techo del rango meta), lo hagan. En cualquier caso, mirando hacia adelante, las presiones inflacionarias tenderán en poco tiempo a ceder y eso abre el espacio para un estímulo monetario adicional en el corto plazo.

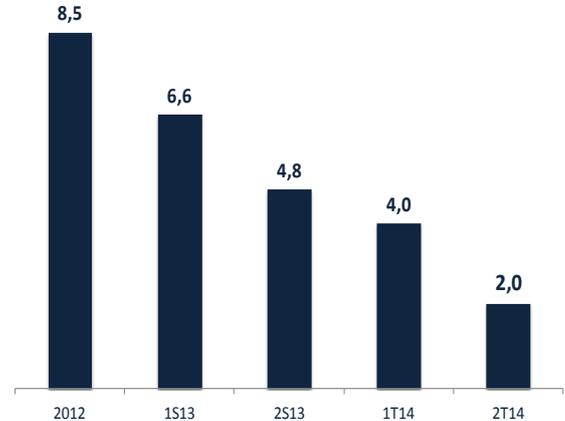
Por otro lado, actualmente la brecha del producto es marcadamente negativa según nuestras estimaciones, como se observa en el gráfico 6.3, y prevemos que continuará en esos niveles durante el primer semestre de 2015. En ello han incidido no solo los problemas transitorios de oferta, como es el caso de las exportaciones, y la escasa capacidad del Estado para gestionar adecuadamente la inversión pública, sino también la ralentización del gasto privado (ver gráfico 6.4). Este contexto sugiere que la demanda agregada requiere de un mayor estímulo. La política fiscal tiene dificultades para implementarlo. El rol estabilizador del producto recae entonces sobre la política monetaria. Al espacio para rebajar la tasa de política se suma así la necesidad de hacerlo.

Gráfico 6.3
Brecha del producto
(desvío del PIB con respecto a su nivel natural, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6.4
Gasto privado
(excl. acumulación de inventarios, var. % interanual)



Fuente: BCR, BBVA Research

Más aún, de acuerdo con el Reporte de Inflación que acaba de publicar el Banco Central, las autoridades anticipan un importante rebote de la actividad en lo que resta del año. En términos interanuales, el Banco Central espera un crecimiento de alrededor de 4% en el cuarto trimestre de 2014, lo que implica una expansión intertrimestral anualizada del producto (desestacionalizada) por encima del 10%. El nivel actual de la tasa de política es compatible con ese escenario. En BBVA Research prevemos que el PIB avanzará a un ritmo sensiblemente menor en el último trimestre del año. Al publicarse los nuevos datos de actividad, reflejando que el dinamismo del PIB es menor que el esperado, estimamos que el Banco Central estará inclinado a recortar nuevamente la tasa de interés de referencia buscando con ello mantener la consistencia en su accionar. Esta rebaja posiblemente ocurra antes de que acabe el año y sería acotada, de 25pb, pues un estímulo monetario más agresivo podría alimentar las presiones al alza sobre el tipo de cambio (depreciación de la moneda local), sobre todo cuando el déficit en la cuenta corriente es elevado y las condiciones financieras en los mercados internacionales se empiezan a ajustar, y con ello dañar los balances de las empresas y familias que tienen un descalce de moneda.

Posición de la política monetaria empezará a normalizarse en el segundo semestre de 2015, cuando el crecimiento de la actividad sea más robusto

Nuestra previsión es que en la segunda mitad de 2015 la actividad avanzará a un ritmo del 5,5%, algo por encima del crecimiento potencial. La brecha negativa del producto empezará así a cerrarse y la preocupación por la actividad irá disminuyendo. En este contexto, será menos necesaria una posición monetaria tan flexible, por lo que proyectamos que la tasa de interés de referencia empezará a orientarse hacia un nivel más neutral desde el tercer trimestre del próximo año. Estimamos que habrá dos alzas antes de que concluya 2015, de 25pb cada una, con lo que la tasa de política alcanzará el 3,75%. Eso implica que en términos reales llegará a ubicarse alrededor del 1,3%. Este nivel es similar al promedio de los últimos tres años y aún será favorable para que la brecha negativa del producto continúe cerrándose, pero también permitirá atajar de mejor manera las mayores presiones de demanda que se desprendan de ello. Además, al coincidir prácticamente con el inicio del ciclo alcista de la tasa de fondos federales de Estados Unidos, se atenuarán eventuales episodios de volatilidad cambiaria vinculados con la normalización de la política monetaria en EEUU.

Es importante mencionar, finalmente, que nuestro escenario base considera que la economía peruana puede digerir sin grandes sobresaltos el inicio de un ordenado ciclo alcista de tasas en EEUU como el que prevemos. El papel del BCR será importante en ese contexto. El proceso de normalización monetaria en EEUU implicará, por ejemplo, mayores presiones de depreciación sobre la moneda local. No prevemos que estas presiones sean excesivas pues el tipo de cambio se encontrará en ese momento próximo al nivel que los fundamentos indican. En todo caso, el aumento previsto en la tasa de política las moderará. A ello se suma que el Banco Central tiene un elevado nivel de reservas internacionales que le permite intervenir con holgura en el mercado cambiario para ordenar la transición hacia una moneda más depreciada. Se acota así el impacto que una depreciación brusca y significativa pueda tener sobre los balances de los agentes económicos con descalce de monedas.

7. Riesgos imprimen un sesgo a la baja a nuestras previsiones de crecimiento económico

Del lado externo, a China y la FED se suma un riesgo más: el geopolítico

Mantenemos dentro de la lista de principales riesgos los dos que mencionamos en nuestro reporte anterior: una desaceleración brusca y prolongada en China, y un inicio del ciclo alcista de la tasa de política monetaria de la FED que pudiera ser adelantado de manera sorpresiva o llevado a cabo de forma desordenada.

En el primer caso, la economía peruana se vería afectada a través de la menor demanda externa, disminución de los precios de metales que Perú exporta (lo que incidiría negativamente sobre las utilidades de las empresas mineras y la reinversión de las mismas, así como sobre los ingresos fiscales), y una mayor aversión global al riesgo que debilitaría el influjo de capitales hacia los países emergentes. Además, los fundamentos de la economía peruana se deteriorarían. En el segundo, es importante mencionar que nuestro escenario base considera que el ciclo alcista de la tasa de política de la FED empezará a mediados de 2015 y que se realizará de manera ordenada. Si se adelantara sorpresivamente, lo que podría responder, por ejemplo, a que la actividad y el mercado laboral en EEUU muestren un mejor desempeño que el esperado, o si este proceso se llevara a cabo de manera desordenada, entonces se elevaría globalmente la aversión al riesgo y se incrementarían los EMBIs y los costos de financiación. Además, habría una reversión de los flujos de capitales hacia las economías emergentes, en particular en aquellas con elevados déficit en cuenta corriente como en el caso de la economía peruana, y presiones al alza sobre el tipo de cambio (depreciación de la moneda local). Estos dos factores de riesgo le imprimen un sesgo a la baja a las previsiones de crecimiento económico que presentamos en nuestro escenario base.

En este reporte añadimos un tercer elemento de riesgo externo: el geopolítico. Este engloba, por ejemplo, las tensiones entre Ucrania y Rusia, en Oriente Medio y las tensiones sociales en Asia (Hong Kong). En general, una intensificación de estos problemas dañaría la confianza de los agentes económicos en las zonas más afectadas (Europa, Asia), lo que tendría un impacto negativo sobre su ritmo de expansión. Además, se incrementaría la aversión global al riesgo. Así, las mayores tensiones geopolíticas también le imprimen un sesgo a la baja a la previsión de crecimiento económico que tenemos en nuestro escenario base.

Localmente, el principal riesgo es que la confianza empresarial siga débil y prolongue así el período de lento crecimiento

Del lado local, seguimos identificando como riesgo a la débil confianza empresarial. Esta no mostró mejoría en el tercer trimestre y su bajo nivel podría llevar a que se prolongue el bache en el que ha caído la economía peruana. El menor optimismo empresarial se da en un entorno en el que han ocurrido varias cosas. Primero, han continuado apareciendo sorpresas negativas en la expansión de la actividad (junio, julio, y agosto). No se percibe una recuperación como la que se anticipaba. Segundo, si bien las actividades más afectadas fueron inicialmente las primarias, ahora esto se ha generalizado. La Manufactura no primaria y la Construcción llevan algunos meses contrayéndose, en tanto que Comercio y Servicios avanzan cada vez a un ritmo más lento. A ello se suma que las autoridades han venido recortando con frecuencia sus previsiones de crecimiento (en algunas ocasiones con intervalos de pocos días), lo que genera cierta zozobra en el empresariado. Finalmente, el impulso fiscal contracíclico no logra tener un impacto

significativo en el producto, en parte debido a la escasa capacidad que parece tener el Estado para gestionar un mayor volumen de gasto de inversión. Algunas de las medidas fiscales no pasan así de ser solo anuncios, lo que menoscaba el liderazgo que las autoridades intentan asumir para levantar el optimismo empresarial.

Las proyecciones oficiales de crecimiento para 2014, de algo más de 3%, implican una fuerte recuperación en el cuarto trimestre, de alrededor de 4% en términos interanuales. En cifras desestacionalizadas (anualizadas), ello significa que la actividad avanzaría, en comparación con el 3T14, a un ritmo de dos dígitos en lo que resta del año. Estimamos que esto es poco probable. No vemos *drivers* que puedan empujar el crecimiento a esa velocidad, de manera que lo más probable es que el producto (y las ventas) avance a un menor ritmo que el que prevén las autoridades. En este contexto, existe el riesgo de que el optimismo empresarial nuevamente se vea afectado y que con ello se mantenga la debilidad de la inversión privada. Si este riesgo se materializa, el crecimiento económico en 2014 y a inicios de 2015 sería menor que el que prevemos en nuestro escenario base, prolongándose así el bache transitorio en el que ha caído el producto.

Dos elementos adicionales podrían llevar a que el crecimiento económico se desvíe de nuestro escenario base, sobre todo desde 2015. Uno de ellos es el resultado de las elecciones regionales y municipales. Estas se llevaron a cabo a principios de octubre último y en algunos casos habrá en las próximas semanas una segunda vuelta con los dos candidatos que recibieron el mayor respaldo en las urnas. El riesgo es que algunas regiones clave, como por ejemplo aquellas con proyectos mineros importantes, pasen a ser administradas desde enero por personas que se han manifestado en contra de la inversión privada, dificultándola. El otro riesgo adicional es que el inicio de construcción de las grandes obras de infraestructura adjudicadas, uno de los principales motores del crecimiento en los próximos años, continúe dilatándose. Si esto ocurriera, el avance de la inversión sería menor que el que prevemos y con ello también el ritmo al que crecerá el producto.

En síntesis, identificamos en este reporte algunos riesgos adicionales a los que teníamos hace tres meses. En conjunto, ello le imprime un sesgo a la baja a las previsiones de crecimiento económico de nuestro escenario base.

8. Tablas

	2013	2014p	2015p	2016p
PBI (% interanual)	5.8	2.6	4.8	5.8
Inflación (% interanual, fdp)	2.9	3.3	2.5	2.2
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2.79	2.92	3.05	3.10
Tasa de interés de política (% fdp)	4.00	3.25	3.75	4.50
Consumo privado (% interanual)	5.3	4.3	4.7	4.9
Consumo público (% interanual)	6.7	7.9	5.0	5.5
Inversión (% interanual)	7.5	-1.3	4.1	6.6
Resultado fiscal (% del PBI)	0.9	0.3	-0.2	-0.5
Cuenta corriente (% del PBI)	-4.5	-5.5	-5.2	-4.8

	PBI (% 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	6.2	2.8	2.75	4.25
3T13	5.2	2.8	2.78	4.25
4T13	7.2	2.9	2.79	4.00
1T14	5.1	3.4	2.81	4.00
2T14	1.7	3.4	2.80	4.00
3T14	1.6	2.7	2.86	3.50
4T14	2.4	3.3	2.92	3.25
1T15	3.8	2.7	2.94	3.25
2T15	4.0	2.4	2.97	3.25
3T15	5.5	2.6	3.00	3.75
4T15	5.6	2.5	3.05	3.75

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 / 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

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Francisco Grippa
fgrippa@bbva.com

Rosario Sánchez
rdpsanchez@bbva.com

Yalina Crispin
yalina.crispin@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas
Rafael Doménech Vilariño
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jimenez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes
Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan M. Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

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

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sanchez-Caro
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 – 7ª planta
28046 Madrid
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com