

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Perú | Gasto privado se mantuvo débil en el segundo trimestre

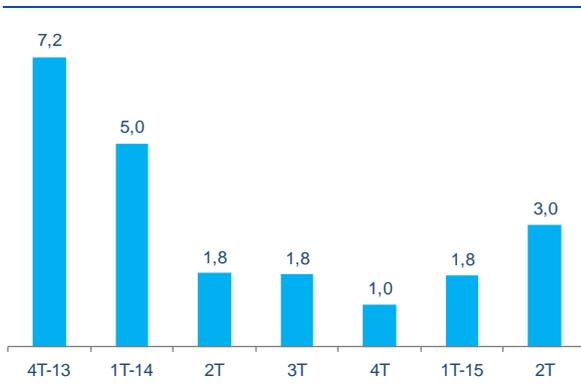
Ismael Mendoza

- En el segundo trimestre el PIB creció 3,0% apoyado principalmente por los sectores primarios. Sin embargo, la demanda del sector privado excluyendo inventarios no creció.
- En este contexto, se observó una fuerte acumulación de inventarios y es muy probable que en los siguientes dos o tres trimestres la normalización del nivel de inventarios lastre el crecimiento.

El PIB mantuvo un ritmo de expansión creciente y avanzó 3,0% en el segundo trimestre, su mejor resultado en 5 trimestres (Gráfico 1). A nivel sectorial, la aceleración estuvo asociada al desempeño del PIB primario (crecimiento de 7,2%, Gráfico 2), destacando los avances en Minería Metálica y Pesca (36,6% y 13,5%, respectivamente) que contribuyeron en conjunto con 1,2 puntos porcentuales de crecimiento. En contraste, el PIB no Primario mantuvo una discreta expansión en el trimestre, afectado por los retrocesos en la Construcción (-8,7%) y la Manufactura No Primaria (-4,0%).

Gráfico 1

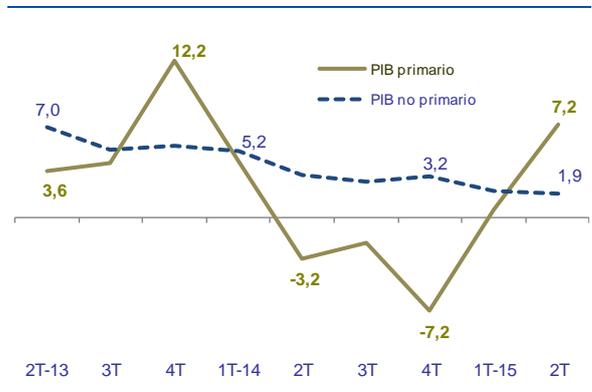
PIB Total (var. % interanual)



Fuente: INEI, BCRP y BBVA Research.

Gráfico 2

PIB Primario y No Primario (var. % interanual)



Fuente: INEI, BCRP y BBVA Research.

Por el lado del gasto, sin embargo, la situación no fue tan auspiciosa. En el segundo trimestre, la demanda del sector privado excluyendo inventarios (consumo e inversión privada sin existencias) no creció respecto a similar periodo del año pasado y mostró el peor resultado en 23 trimestres.

La inversión privada registró una fuerte contracción (-9,0%, Gráfico 3), la mayor caída desde el 3T09, por menores inversiones particularmente del sector minero. Según el MINEM, las inversiones del sector minero (aproximadamente 20% de la inversión privada total) ascendieron a US\$ 1 854 millones en el segundo trimestre, lo que representó una reducción de 13,0% respecto a similar período del año previo¹. Por su parte, la contracción de la inversión privada habría continuado a inicios de este trimestre pues estimamos que habría retrocedido alrededor de 4,5% en julio.

¹ Data oficial a mayo y estimado para junio. La inversión minera abril-mayo según data oficial cayó -19,8%.

En cuanto al consumo privado, registró una ligera desaceleración con respecto a los primeros tres meses del año (3,3% frente a 3,4% del 1T15), a pesar del sensible enfriamiento del mercado laboral y de la caída de la inversión. Cabe señalar que, en el segundo trimestre la creación de empleo urbano a nivel nacional en empresas privadas de 10 a más trabajadores se ralentizó y avanzó solo 0,5%, el menor resultado en 22 trimestres (Gráfico 4). En este contexto de debilidad de la generación de empleo, el gasto de las familias habría sido apuntalado por la expansión de los créditos de consumo. Por ejemplo, en el segundo trimestre los créditos de consumo de la banca al sector privado aumentaron 17,7%, marcando la mayor expansión en 11 trimestres; mientras que, el uso promedio de las tarjetas de crédito siguió avanzando a niveles record (Gráfico 5). Sin embargo, la sostenibilidad de este financiamiento vía endeudamiento se puede comprometer si se prolonga la baja generación de empleo. Esto llevaría a un ajuste más marcado en el consumo de los hogares en los próximos trimestres (tal como se evidencia en países de la región como Chile donde el consumo privado viene creciendo a tasas de 1,8%²).

Gráfico 3

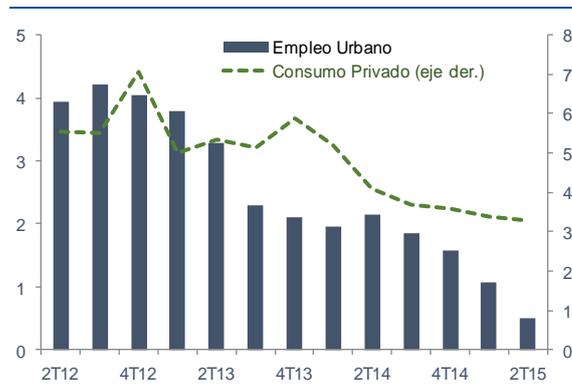
Inversión Privada (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research.

Gráfico 4

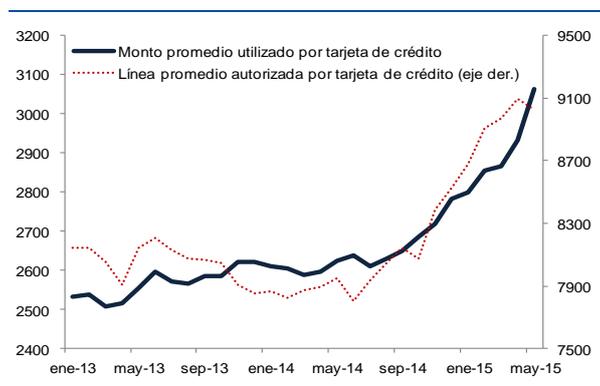
Empleo Urbano a Nivel Nacional* y Consumo Privado (var. % interanual)



*Índice del empleo en empresas privadas de 10 a más trabajadores. Fuente: BCRP, MINTRA y BBVA Research.

Gráfico 5

Uso de tarjetas de crédito para financiar consumo (empresas bancarias, S/.)



Fuente: ASBANC y BBVA Research.

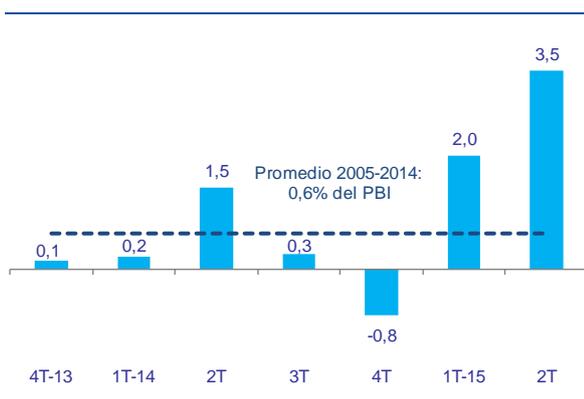
Tal vez, uno de los aspectos más resaltantes del segundo trimestre es que, nuevamente se observó una fuerte acumulación de inventarios; equivalente a 3,5% del PIB (Gráfico 6), el nivel más alto en 16

² Según el Banco Central de Chile, el consumo privado creció 1,9% en el 1T15 y 1,6% en el 2T15.

trimestres y superior en cerca de 3 puntos porcentuales del PIB respecto a su nivel promedio de los últimos 10 años. Así, el incremento de las existencias explicó 2,3 puntos porcentuales del crecimiento de 3,0% del trimestre, es decir, alrededor de 75% de la expansión del PIB del trimestre pasado se explicó por una acumulación de existencias. Lo significativo de este incremento, y de la evidencia que señala que la demanda efectiva continuó siendo menor a la anticipada por los empresarios, es que apunta a que esta acumulación ha sido un evento no deseado por los productores (Gráfico 7).

Gráfico 6

Variación de Inventarios (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research.

Gráfico 7

Demanda con Respecto a lo Esperado (puntos)



Fuente: BCRP y BBVA Research.

En este contexto, es muy probable que en los siguientes dos o tres trimestres la normalización del nivel de inventarios lastre el ritmo de crecimiento ya que para poder reducirlo la producción deberá mantenerse por debajo de la demanda. Este elemento se adiciona a otros factores de riesgo tanto externos (una desaceleración más intensa del crecimiento en China y un ajuste más agresivo de las condiciones monetarias por parte de la FED) como internos (un mayor deterioro de la confianza empresarial y un fenómeno de El Niño más intenso). Estimamos que un proceso de ajuste que permita llevar a las existencias a sus niveles usuales en este año restaría en torno a 1 punto porcentual de crecimiento en el segundo semestre.

Este también es un factor que reduce el espacio para el ajuste monetario pues deja entender que no hay exceso de demanda que contener, sino por el contrario, demanda que estimular. De esta manera, es riesgoso subir la tasa de política porque se podría ahogar aún más al gasto del sector privado.

Con todo, aún existen algunas luces positivas con las cuales se espera una aceleración del crecimiento en el corto plazo. Hacia el segundo semestre la actividad económica presentaría un mayor dinamismo gracias: (i) al continuo impulso de los sectores primarios, (ii) el mayor gasto público, y (iii) el inicio de construcción de importantes proyectos de infraestructura (Gráfico 8):

- **Impulso de los sectores primarios.**

- Mayor avance en minería metálica, en especial cobre por mayor producción de Constancia y de Toromocho. Además, se tiene un efecto base positivo (1S2014: -0,5%; 2S2014: -3,6%).
- Se espera que el sector pesca siga creciendo gracias a la captura de anchoveta durante la segunda temporada (noviembre-diciembre) y a un efecto base positivo (2S2014: -46,2%), dado que no hubo segunda temporada de pesca de anchoveta en el 2014.

- **Mayor gasto público.** Principalmente la inversión pública se dinamizará en un contexto de aprendizaje de las nuevas autoridades de los gobiernos subnacionales³. Por ejemplo, en julio la formación bruta de capital real de los gobiernos subnacionales cayó -13,9%, menor que la caída en el primer semestre (-37,1%).
- **Inicio de construcción de importantes proyectos de infraestructura,** que generará un mayor flujo de inversión. Tras el retraso en la ejecución en la primera mitad del año, se espera que en el 2S2015 se acelere la inversión en proyectos de infraestructura como la Línea 2 del Metro de Lima, el gasoducto en el sur de Perú y la modernización de la refinería de Talara. Asimismo, estos proyectos impactarían en mayor medida en el 2016 y contribuirían con alrededor de 1 punto porcentual de crecimiento en ese año.

De esta manera, si bien se mantiene nuestro escenario base de lenta recuperación de la economía, con una expansión del PIB que estimamos se ubicará en 2,5% este año; es necesario precisar que también los factores de riesgo se están intensificando.

Gráfico 8

Drivers de Crecimiento (2S2015 y 2016)

	2S15	2016
1	Proyectos de infraestructura	Proyectos de infraestructura
2	Producción de cobre (+20%)	Producción de cobre (+22%)
3	Segunda temporada de anchoveta (Estimado: TM 1 millón)	

Fuente: BBVA Research.

³ Según el BCRP, en el 2011 (primer año de administración de autoridades regionales y locales del ciclo previo) la formación bruta de capital subnacional cayó -38,7% en términos reales en el primer semestre y solo -3,4% en el segundo semestre (con un 4T2011 creciendo 16,7%).

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.