

Situación Perú

Tercer trimestre de 2015
Unidad de Perú

- Crecimiento mundial será de 3,4% en 2015, similar al del año anterior, y de 3,8% en 2016. La atención, sobre todo de los países emergentes exportadores de materias primas, se centrará en el próximo ajuste monetario de la FED y en el desempeño de la economía china.
- Preveamos que la economía peruana crecerá 2,5% en 2015 y 3,8% en 2016. La mayor producción cuprífera y la construcción de grandes obras de infraestructura serán los principales soportes para la expansión del PIB.
- La moneda local seguirá depreciándose. Incertidumbre por ajuste de la FED, China, bajos precios de materias primas y, de manera más estructural, mayor debilidad de fundamentos, inducirán que continúe el alza del tipo de cambio.
- La inflación se mantendrá por encima del rango meta hasta el primer semestre de 2016. Impactos opuestos por tipo de cambio y debilidad de la demanda.
- Banco Central la tiene complicada. Balance entre crecimiento, por un lado, y tipo de cambio e inflación, por otro. No preveamos cambios en la tasa de política hasta fines de 2016.
- La economía peruana enfrentará diversos riesgos los próximos meses. Por el lado externo, China y el próximo ajuste de la FED podrían complicar el panorama. También se perciben elementos de riesgo por el lado local: mayor deterioro de la confianza empresarial y un Fenómeno de El Niño más intenso.

Índice

1. Resumen	3
2. Moderación del crecimiento mundial y desaceleración de las economías emergentes	6
3. Perú: crecimiento se ubicará alrededor de 2,5% en 2015, tasa similar a la del año pasado, y de 3,8% en 2016	8
Recuadro 1. Precio de materias primas: cobre, oro y petróleo	
4. Mercados financieros siguen a la baja y hacia adelante prevemos una mayor depreciación de la moneda peruana	23
5. La inflación se mantendrá por encima del rango meta hasta el primer semestre de 2016	27
Recuadro 2. ¿Ha aumentado el <i>pass-through</i> de tipo de cambio a precios en Perú?	
6. Política monetaria: entorno macro se ha seguido complicado para el Banco Central	31
7. La economía enfrentará diversos riesgos en los próximos meses	35
8. Tablas	37

Fecha de cierre: 30 de julio de 2015

1. Resumen

El contexto global se ha caracterizado en los últimos meses por la materialización de algunos de los riesgos que se preveían, entre ellos una mayor debilidad de la economía china. En este entorno, y junto con la incertidumbre sobre los próximos movimientos de la tasa de política de la FED, se han elevado las tensiones financieras a escala global, sobre todo bajo la forma de mayor volatilidad en los mercados bursátiles y de divisas, y se han resentido los precios de las materias primas. Las economías emergentes han sido las más afectadas. **Nuestro escenario base de proyección incorpora este contexto externo inicial y, hacia adelante, toma en cuenta un crecimiento mundial de 3,4% en 2015, similar al del año previo, y de 3,8% en 2016.** Ello es coherente con (i) una expansión de EEUU de 2,5% en 2015, no muy distinta a la del año anterior, y más cercana al 3% en 2016, (ii) una moderación adicional del dinamismo de China, que avanzará por debajo de 7% en 2015 y solo algo por encima de 6% en 2016, (iii) el virtual estancamiento de América Latina en 2015 y mejora el próximo año hasta algo por encima de 1%, y (iv) perspectivas algo más positivas para los precios de las materias primas que son más relevantes para la economía peruana, lo que implicará que si bien habrá un descenso de los términos de intercambio en 2015 (en términos promedio), desde el próximo año estos se mantendrán relativamente estables.

Con estos elementos exógenos desde el lado externo, **proyectamos que la actividad económica en Perú crecerá alrededor de 2,5% en 2015**, mostrando una mejora en el segundo semestre con un ritmo de expansión más cercano al 3% (entre 2% y 2,5% en la primera mitad del año). Sectorialmente, el empuje adicional provendrá de Construcción y Pesca. En el primer caso, tendrá avances más sustanciales la construcción de grandes obras de infraestructura como la Línea 2 del Metro de Lima, el Gasoducto Sur Peruano, y el Nodo Energético, a lo que se sumará la aceleración del gasto en la modernización de la refinería de Talara y una mayor ejecución de los recursos que tienen presupuestados los gobiernos subnacionales pues las nuevas autoridades habrán tenido más tiempo para acomodarse y gestionar así con mayor agilidad el gasto de capital. Por el lado de la Pesca, nuestro escenario base incorpora un Fenómeno de El Niño de intensidad entre moderada y fuerte que no tendrá impactos tan severos sobre la actividad (no solo pesquera, sino también agrícola, comercial, y de construcción). En ese contexto, se abrirá una segunda temporada de captura de anchoveta durante el cuarto trimestre del año, lo que comparará favorablemente con la veda del año pasado en ese mismo período, aunque con una cuota de desembarque de solo la mitad que en años anteriores. Es importante también mencionar que la Minería metálica continuará dándole soporte al crecimiento, en particular la mayor producción de cobre, que estimamos aumentará en más de 20% interanual en el segundo semestre. Por el lado del gasto, todo esto se reflejará en mayor inversión bruta fija y exportaciones.

Algunos de los principales motores que impulsarán el crecimiento económico en la segunda mitad de 2015 continuarán siéndolo en 2016, en particular la mayor producción cuprífera y la construcción de grandes proyectos de infraestructura. En el caso del cobre, prevemos que en 2016 la extracción aumentará en 22%. En ello incidirá el ingreso en fase de producción de Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde, en tanto que Toromocho y Antamina operarán a plena capacidad. Por el lado de la construcción de infraestructura, se incrementarán los desembolsos para proyectos como la Línea 2 del Metro de Lima, el Gasoducto Sur Peruano, y la refinería de Talara. En conjunto, el aumento de la producción cuprífera y los mayores trabajos de construcción de grandes proyectos de infraestructura explicarán alrededor de dos puntos porcentuales del crecimiento de la economía el próximo año. Como resultado, **anticipamos que en 2016 el PIB avanzará 3,8%, acelerándose con respecto a 2015 aunque aún por debajo de la tasa de crecimiento potencial** (que estimamos alrededor de 4,5%). Por el lado de la demanda, este escenario

previsto es coherente con una recuperación de las exportaciones (mineras, pesqueras, de productos no tradicionales debido al mayor crecimiento de la región y del mundo) y de la inversión pública y privada, con lo que estas volverán a crecer luego del retroceso en 2015. Este entorno y la probable mejora de la confianza de los agentes económicos -luego de que el ruido político local disminuya al finalizar el proceso de electoral de 2016- favorecerán la generación de empleo y así un incremento paulatino en el dinamismo del consumo privado a lo largo del próximo año, sobre todo en el segundo semestre.

Por el lado de las **cuentas fiscales**, estimamos que estas **se deteriorarán desde 2015** debido principalmente al recorte permanente de las tasas impositivas a la renta, modificaciones en el sistema de retenciones, percepciones y detracciones, menores precios de las materias primas (impacta negativamente sobre los beneficios empresariales), y a la debilidad cíclica de la economía. Los mayores déficit fiscales, que en nuestro escenario base prevemos que en adelante se ubicarán entre 2% y 2,5% del PIB, **inducirán una senda creciente, aunque manejable, de la deuda pública como proporción del PIB.**

En el mercado cambiario continúan las presiones de depreciación sobre la moneda local, las que no cederán en lo que resta del año. La incertidumbre sobre el próximo ajuste monetario en EEUU, la debilidad de la economía china, y los menores precios de las materias primas explican la depreciación esperada. De manera más estructural, los fundamentos de la economía peruana se han debilitado, lo que se refleja en el valor de su moneda: los términos de intercambio han descendido más de 15% en los últimos tres años y no se recuperarán en adelante, la posición fiscal es menos favorable, y el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se ha ampliado. En este contexto, proyectamos que hacia el cierre de este año el tipo de cambio se ubicará alrededor de S/. 3,30 por USD, y en torno a S/. 3,35 por USD a fines de 2016 (probablemente algo más alto durante el primer semestre de ese año recogiendo la incertidumbre electoral). Esta previsión toma en cuenta que la transición hacia un tipo de cambio más alto será relativamente gradual debido a que el Banco Central continuará suavizando los movimientos de esta variable con sus intervenciones cambiarias.

En cuanto a los precios, la inflación se ubica actualmente en 3,6% y estimamos que seguirá en los próximos meses por encima del rango meta, cerrando el año en 3,7%. La depreciación de la moneda local continuará transmitiéndose a los precios; a ello se sumará el aumento previsto del precio del petróleo y la inercia que las elevadas expectativas inflacionarias (cerca de 3% a un año vista) le imprimen al proceso de formación de precios, compensándose así el impacto a la baja de la debilidad cíclica de la economía. Para 2016 proyectamos que la depreciación del sol peruano será más acotada y que el producto continuará avanzando por debajo de su ritmo potencial, lo que favorecerá el retorno de la inflación al interior del rango meta, en particular desde el segundo semestre.

El Banco Central continúa enfrentando un entorno macroeconómico complicado, en el que el gasto del sector privado está débil pero por otro lado se tienen importantes presiones de depreciación sobre la moneda local y una inflación nuevamente desviada por encima del rango meta. Ello limita el accionar de la política monetaria, incluso más al tomar en cuenta que la dolarización de los créditos, en descenso pero todavía en niveles elevados, conlleva el riesgo de que una fuerte depreciación del sol peruano (inducida por un recorte de tasa) complique aún más el gasto del sector privado. En este contexto, **no prevemos cambios en la tasa de interés de referencia en lo que resta de 2015 ni en 2016**, ni hacia abajo buscando favorecer el gasto, ni hacia arriba con el fin de contener la debilidad de la moneda local y la inflación.

Finalmente, la economía peruana enfrentará desafíos en los próximos meses, tanto del lado externo como local. Los principales son, en el primer caso, el **menor crecimiento de China** y el proceso de **ajuste monetario en EEUU**; localmente, el Fenómeno de **El Niño** (podría ser incluso más intenso que lo previsto, de grado fuerte) y el **deterioro de la confianza empresarial** (por la debilidad económica y el mayor ruido

político). Nuestro escenario base considera una determinada evolución para cada uno de estos. Eventuales desvíos implicarán un panorama macroeconómico que puede ser más o menos favorable que el descrito.

2. Moderación del crecimiento mundial y desaceleración pronunciada de las economías emergentes

El crecimiento mundial se revisa a la baja en 2015, al 3,4%. Este se recuperaría en 2016 hasta el 3,8%

Luego del bache del primer trimestre, el PIB mundial parece mostrar un mayor dinamismo en el segundo trimestre al hilo de la recuperación de EE.UU., la fortaleza del área euro y el mantenimiento del crecimiento chino en el 7% anual. Con todo, el PIB mundial habría crecido por debajo del 3% anual en el primer semestre del año, justificando la revisión a la baja de nuestro pronóstico de crecimiento para el conjunto de 2015 (3,4%, una décima menos que el contemplado en abril). En 2016, la economía mundial podría acelerar su ritmo de avance hasta alcanzar un crecimiento del 3,8% (ver gráfico 2.1).

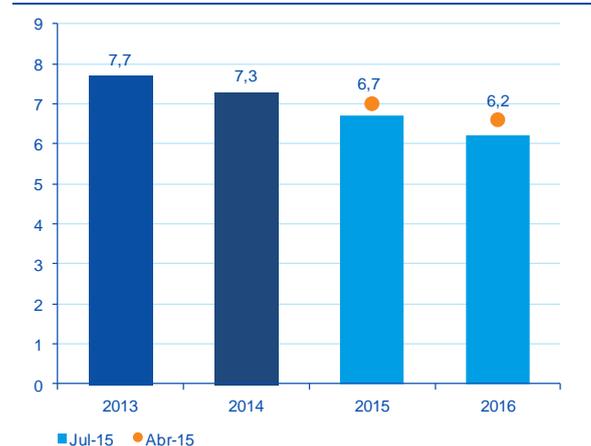
El bloque de economías desarrolladas continúa compartiendo expectativas de crecimiento favorables, contribuyendo a limitar el impacto que la desaceleración de las emergentes de mayor relevancia está teniendo en la actividad y en el comercio mundial. De hecho, mientras que el primer grupo podría crecer en 2015 a su ritmo más elevado desde 2010, superando ligeramente el 2% anual, el segundo volvería a moderar su crecimiento por quinto año consecutivo.

Gráfico 2.1
PIB mundial: crecimiento anual (%). Previsiones 2015-16



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 2.2
China, crecimiento del PIB, % a/a



Fuente: BBVA Research

Además de la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico, el contexto global se ha caracterizado en el último trimestre por la materialización de algunos de los eventos de riesgo señalados hace tres meses y cuya agudización podría frenar la recuperación mundial. El primero de ellos reside en el episodio de inestabilidad financiera en China ocasionado por la fuerte corrección de su bolsa de valores, en un escenario de moderación tendencial del crecimiento, muy intensivo en el recurso al endeudamiento, y un

proceso de liberalización financiera en marcha. El segundo, e igualmente relevante, es la crisis griega y las dificultades existentes para alcanzar un acuerdo que asegure, en el corto plazo, el cumplimiento de los compromisos financieros del país y, a más largo plazo, la sostenibilidad de su deuda mediante reformas que aumenten la capacidad de crecimiento económico. La combinación de ambos eventos de riesgo, a la vez que se acerca la primera subida de tipos de interés de la FED (que seguimos situando en septiembre), ha elevado las tensiones financieras a escala global, en particular, en forma de mayor volatilidad en los mercados bursátiles y de divisas, y con una intensidad superior en el área del euro y Asia.

El bache de crecimiento en el primer semestre justifica una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento en EEUU en 2015...

En EEUU, el PIB se contrajo en el primer trimestre y mostró un avance modesto en el segundo a tenor de la lectura de los indicadores disponibles de actividad y confianza. Esto justifica la revisión a la baja de la previsión de crecimiento para el conjunto de 2015, pudiendo situarse en el 2,5%, cuatro décimas inferior a la contemplada en abril. La incertidumbre sobre el comportamiento del ciclo económico en los próximos trimestres es ahora mayor teniendo en cuenta el impacto de la apreciación persistente del dólar sobre las exportaciones, la debilidad de la inversión privada y el deterioro del contexto global. Aun así, el PIB estadounidense podría crecer al 2,8% en 2016.

... al tiempo que la volatilidad financiera en China también reduce las previsiones de su crecimiento en 2015 y 2016

En China, es previsible que el ritmo de crecimiento económico se ralentice en los dos próximos trimestres debido al impacto del episodio reciente de tensiones financieras. Además del efecto negativo en la confianza de los agentes privados, también se puede dar un potencial retraimiento de las decisiones de consumo como consecuencia del descenso de la riqueza de los hogares. Pero, sobre todo, es previsible un deterioro de las condiciones de financiación empresarial, vinculado tanto a la suspensión de nuevas ofertas de acciones en el mercado bursátil como a la pérdida de valor del colateral en la obtención de préstamos bancarios. Es en estos factores en los que se sustenta la revisión a la baja del pronóstico de crecimiento de China para 2015 y 2016, hasta situarse en el 6,7% y 6,2% respectivamente (tres y cuatro décimas menos que en el escenario de abril, ver gráfico 2.2). La batería de medidas de estímulo adoptadas por las autoridades del país para evitar que el contagio al ciclo de actividad sea mayor explica que no se contemple un ajuste más intenso de la senda de crecimiento.

La eurozona sigue recuperando el crecimiento, a pesar de la crisis griega

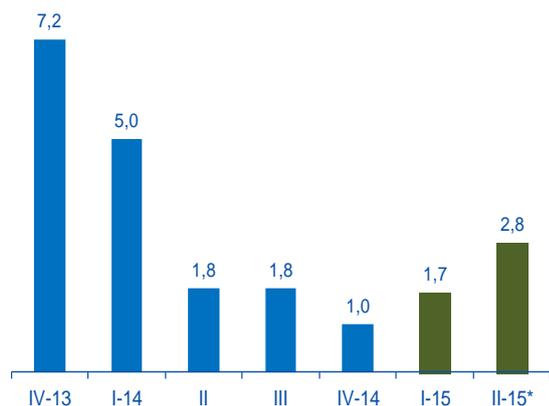
La eurozona sigue mostrando un patrón de recuperación sostenida, con tasas de crecimiento trimestral del PIB del orden del 0,4% en los dos primeros trimestres del año. El mayor dinamismo de Francia e Italia se une a la fortaleza de Alemania y al avance del PIB español a ritmos próximos al 1% trimestral. La emergencia de algunos focos de riesgo con impacto diferencial en la región puede reducir ligeramente el crecimiento esperado para 2015 y 2016 pero, incluso así, los pronósticos siguen siendo positivos (+1,4% en 2015 y +1,9% en 2016, una y tres décimas inferiores a los de abril). Con todo, el reto más significativo reside en evitar cualquier duda sobre la irreversibilidad del proyecto de unión monetaria.

3. Perú: crecimiento se ubicará alrededor de 2,5% en 2015, tasa similar a la del año pasado, y de 3,8% en 2016

El empuje de los sectores extractivos, principal motor de la expansión del producto que se prevé para este año, se fortaleció en el segundo trimestre...

En nuestros informes anteriores señalamos que la reversión de los choques de oferta negativos que afectaron en 2014 a las actividades extractivas como Pesca y Minería metálica sería uno de los principales soportes del crecimiento en 2015. Esta reversión, que empezó tímidamente en el primer trimestre del año, se hizo más notoria en el segundo y con ello la expansión del PIB en este período se habría ubicado alrededor de 2,8% interanual (ver gráfico 3.1).

Gráfico 3.1
PIB
(var. % interanual)



* Estimado propio.
Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.2
PIB primario* y no primario
(var. % interanual)

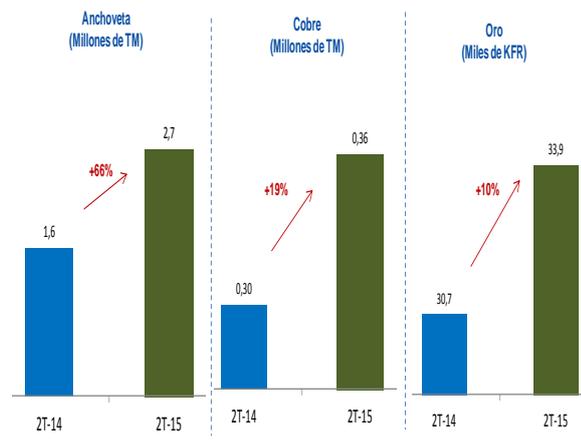


* Incluye a los sectores Agropecuario, Pesca, Minería e Hidrocarburos, y Manufactura primaria (la industria que procesa los recursos extraídos en las tres actividades anteriores). ** Estimado propio.
Fuente: BCRP y BBVA Research

El avance del conjunto de actividades extractivas habría sido mayor que 6,5% en el segundo trimestre (ver gráfico 3.2) y con ello el crecimiento económico habría pasado a ser liderado por los sectores primarios. Pesca y Minería metálica fueron los más destacados. En el primer caso, si bien la cuota fijada para la primera temporada de captura de anchoveta en el año (que usualmente va de abril a julio) fue relativamente similar a la de 2014, en esta oportunidad se alcanzó a extraerla casi completamente durante el segundo trimestre, mientras que el año pasado solo se desembarcó alrededor de 60% en ese período (y al finalizar la temporada solo se logró desembarcar el 70% de la cuota fijada). En ello incidió positivamente el adelanto en quince días del inicio de la primera temporada de captura, que buscó así mitigar el riesgo de un mayor calentamiento del mar. La Minería metálica, por su parte, también mostró un desempeño positivo, expandiéndose 13,5% en el segundo trimestre. Ello reflejó la consolidación de los niveles de extracción de cobre de Toromocho y Constancia y una recuperación de los de Antamina, como resultado de lo cual la producción de ese metal aumentó 19% en el 2T15 (ver gráfico 3.3). El buen desempeño de la Pesca y la Minería metálica incidió favorablemente en la industria que procesa los recursos que extraen esas dos

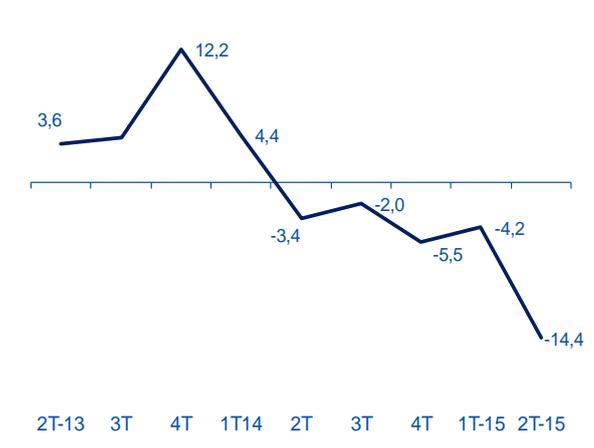
actividades, la que estimamos habría crecido cerca de 9% en el trimestre, su primer resultado positivo en más de un año.

Gráfico 3.3
Extracción de anchoveta, cobre y oro
(en TM millones y TMF miles)



Fuente: BCRP, INEI, MINEM, PERUPETRO y BBVA Research

Gráfico 3.4
Producción de hidrocarburos
(var. % interanual)



Fuente: BCRP, INEI y BBVA Research

Cabe mencionar que dentro de las actividades extractivas la nota negativa la puso Hidrocarburos, subsector que en el segundo trimestre acentuó su retroceso (ver gráfico 3.4). En particular, se debilitó la producción de petróleo. El lote 192, por ejemplo, disminuyó su extracción en más de 20% interanual en el segundo trimestre, tendencia a la baja que en realidad ya se observa desde mediados del año pasado pues este pozo requiere de mayor inversión para ampliar su capacidad operativa pero los incentivos para hacerlo son bajos en un contexto en el que el contrato de explotación entre el Estado peruano y la empresa operadora está a punto de vencerse. El lote 67, por otro lado, recortó su producción de manera significativa debido a que el actual precio internacional del crudo es poco atractivo. A la menor extracción de petróleo se sumó la de gas natural en los lotes 56 y 88, que en abril y mayo (hubo una recuperación en junio) se vio afectada por problemas para transportar el hidrocarburo hacia los mercados de consumo: rotura del ducto para transportar líquidos de gas natural, proceso de mantenimiento del ducto de reinyección del campo de San Martín, y fuerte oleaje en el litoral peruano que dificultó el transporte marítimo hacia la capital del país.

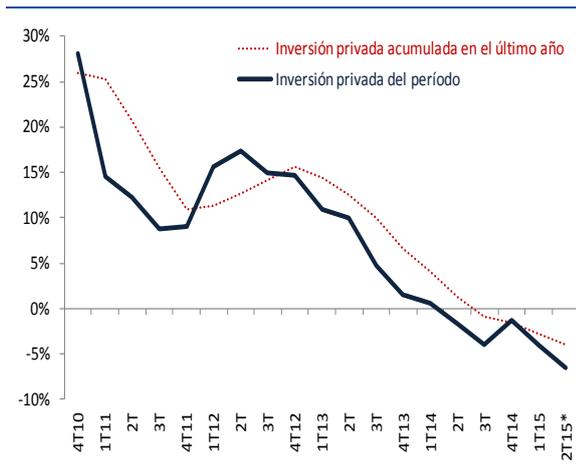
... pero las actividades productivas más vinculadas con la demanda interna siguieron débiles

En cuanto a los sectores no primarios de la actividad económica, es decir, aquellos que no están vinculados con la extracción de recursos naturales sino que más bien siguen de cerca la evolución de la demanda interna, su avance se mantuvo débil, por debajo del 2% interanual (ver gráfico 3.2). Actividades que son clave para la generación de empleo registraron incluso retrocesos importantes. Por ejemplo, la Construcción descendió alrededor de 11% en el período abril-mayo (y estimamos que haya sido de cerca de 9% en el segundo trimestre) debido a la baja ejecución de la inversión pública, a la mayor cautela que se observa en mercados como el inmobiliario, y a que va llegando a su fin la etapa de construcción de algunos de los proyectos mineros más grandes. También fue significativo el descenso de la Manufactura no primaria, de más de 5% interanual en abril-mayo. Ello recoge tanto la debilidad de la demanda interna como las menores ventas al exterior, en particular a la región, el principal mercado de exportación de productos manufacturados peruanos (con una participación de aproximadamente 40% del total).

Por el lado de la demanda, en el segundo trimestre se acentuó el deterioro de la inversión privada...

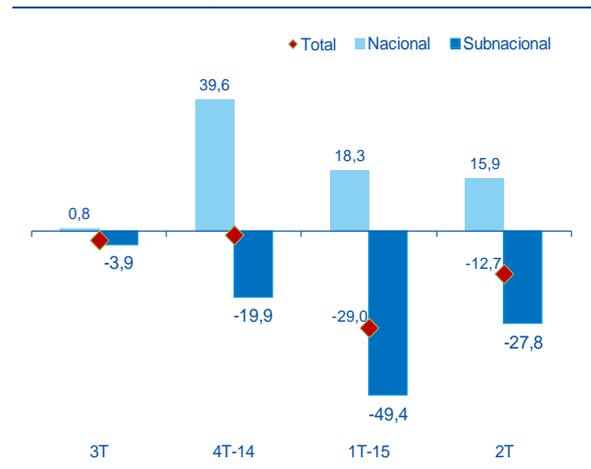
Luego de haber retrocedido cerca de 4% en el primer trimestre, estimamos que la inversión privada se contrajo más de 6% interanual en el segundo (ver gráfico 3.5). El deterioro de la confianza empresarial, que tocó mínimos en el segundo trimestre en un contexto de volatilidad en los mercados internacionales, decepcionantes datos de la actividad local, e incremento del ruido político, incidió en ese comportamiento. Además de la menor confianza, la dinámica de la inversión privada se vio nuevamente ralentizada por la sostenida contracción de la inversión en el sector minero (en los últimos años esta ha representado alrededor del 20% de la inversión privada total y en el segundo trimestre venía registrando una caída interanual de más de 13%). El descenso de la inversión minera no es un fenómeno que tenga un origen exclusivamente local, sino que también obedece a la moderación en el desarrollo de nuevos proyectos que a nivel global exhiben las grandes corporaciones mineras debido a perspectivas de precios de metales menos atractivos.

Gráfico 3.5
Inversión privada
(var. % interanual)



* Estimado propio.
Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.6
Inversión pública del Gobierno General
(var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

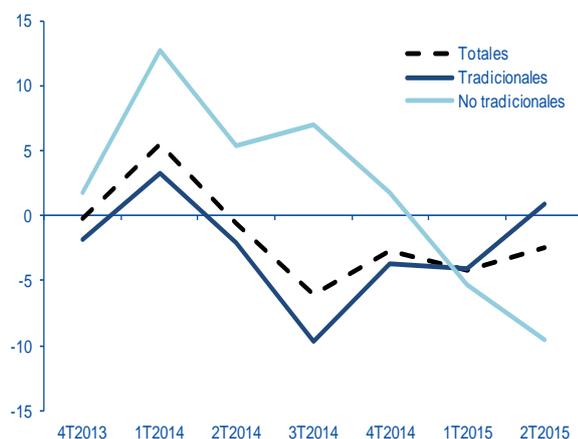
... en tanto que la inversión pública y las exportaciones continuaron descendiendo, aunque de manera más moderada que a principios de año

Además de la inversión que realiza el sector privado, la inversión pública también mostró un pobre desempeño en el segundo trimestre en un contexto en el que los gobiernos subnacionales continuaron registrando problemas de ejecución del gasto, en particular de capital. Así, la inversión pública se habría retraído nuevamente (ver gráfico 3.6), aunque esta vez a un ritmo más moderado que el observado en los tres primeros meses del año (descenso de más de 26%), lo que apunta a que las autoridades regionales y municipales empiezan a acomodarse mejor en las posiciones que asumieron en enero último y torna más probable que la ejecución del gasto a este nivel de gobierno tenga un desempeño favorable en la segunda mitad del año.

Finalmente, estimamos que los volúmenes exportados habrían continuado retrocediendo en el segundo trimestre (ver gráfico 3.7), luego de hacerlo en algo más de 3% en el primero. Parece contradictorio que por un lado se observe un fuerte dinamismo de las actividades primarias (Pesca y Minería metálica), orientadas

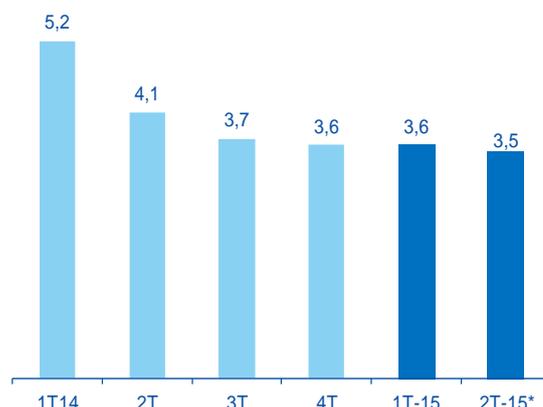
al mercado externo, y que por otro las exportaciones hayan descendido (las exportaciones tradicionales tienen una participación de 75% en el total). Ello se explica en parte por el desfase natural que existe entre el momento en el que se extrae el recurso natural y su posterior despacho al exterior. En el caso de la Pesca, por ejemplo, el desembarque de anchoveta (con diferencia, la pesquería más importante en Perú) se procesa luego para elaborar harina y aceite de pescado, desfase que puede ser de entre dos o tres meses. En otras palabras, el fuerte dinamismo de las actividades primarias aún no se ha reflejado totalmente en las exportaciones tradicionales. Un segundo elemento que explica el retroceso de las exportaciones en el segundo trimestre es el menor dinamismo de los países de la región, que afectó a las exportaciones no tradicionales, como antes se mencionó. Por ejemplo, las exportaciones de textiles a Venezuela, mercado que en 2014 representaba el 15% de los envíos totales, disminuyeron en más de 70% en el segundo trimestre, en tanto que a Brasil (en 2014 participaba con el 7% de las exportaciones totales de textiles) cayeron en cerca de 30%.

Gráfico 3.7
Exportaciones
(var. % interanual)



* Estimado propio.
Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.8
Consumo privado
(var. % interanual)

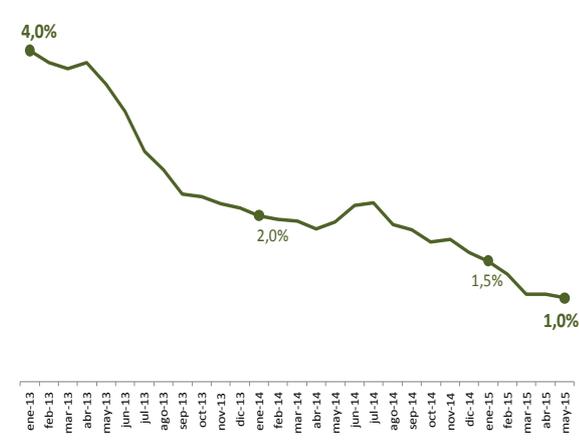


* Estimado propio.
Fuente: BCRP y BBVA Research

Lo positivo por el lado de la demanda fue la expansión que sostuvieron el consumo privado y público

Lo positivo en el segundo trimestre fue la expansión del consumo: la aceleración del que realiza el sector público y la resiliencia del que realizan las familias (ver gráfico 3.8). En este último caso, estimamos que se habría mantenido un ritmo de crecimiento similar al de los dos trimestres anteriores, a pesar de que el mercado laboral ha continuado enfriándose (ver gráfico 3.9). Consideramos que un elemento que ha dado soporte al gasto de las familias ha sido el mayor endeudamiento bancario. Los créditos de consumo han sostenido tasas de crecimiento superiores al 12% desde inicios de 2014 y se han acelerado en lo que va del año hasta cerca de 15%, lo que es interesante dado el entorno de debilidad cíclica de la economía. No obstante, prevemos que este ritmo de expansión de los créditos de consumo tenderá a moderarse en los próximos meses porque hay evidencia de que ha estado vinculado con un uso más intensivo de las tarjetas de crédito (ver gráfico 3.10) y porque diversas encuestas señalan que un porcentaje no despreciable de familias declara tener problemas para pagar sus deudas.

Gráfico 3.9
Generación de empleo urbano (índice promedio móvil últimos tres meses, var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.10
Uso de tarjetas de crédito para financiar consumo (corresponde a empresas bancarias, en S/.)



Fuente: Asbanc y BBVA Research

Finalmente, estimamos que la acumulación de inventarios, que en el primer trimestre del año contribuyó con cerca de 2 puntos porcentuales al crecimiento económico en ese período (1,7%, de manera que sin la mayor acumulación de existencias la expansión interanual del producto habría sido prácticamente nula), habría tenido una contribución positiva bastante más acotada en el segundo trimestre. Preveamos que en los próximos trimestres los inventarios tenderán a normalizarse (desacumulación), lo que en alguna medida lastrará el crecimiento del PIB.

La economía tendrá un mejor desempeño desde el segundo semestre, con lo que el PIB avanzará alrededor de 2,5% en 2015 y de 3,8% en 2016

Nuestro escenario base de proyección incorpora los siguientes elementos exógenos para los próximos trimestres:

1. del lado externo, (i) incertidumbre sobre los próximos movimientos de la tasa de política de la FED (cuándo se iniciará y, sobre todo, qué tan agresiva será la senda de ajuste); (ii) crecimiento de China inferior al 7% para este año y solo algo por encima de 6% en 2016, cifras que implican un recorte con respecto a nuestra previsión de hace tres meses; y (iii) términos de intercambio que en promedio descenderán en 2015 pero que se mantendrán relativamente estables desde el próximo año (ver Recuadro 3.1 sobre precios de materias primas).
2. del lado local, (i) un Fenómeno de El Niño de intensidad entre moderada y fuerte, que no tendrá impactos muy severos sobre actividades económicas como Pesca, Agricultura, Comercio (infraestructura vial), o Construcción; (ii) relacionado con el punto anterior, una segunda temporada de captura de anchoveta con una cuota de TM 1 millón; (iii) producción minera que mantendrá un dinamismo importante, en particular la de cobre en los próximos dos años; (iv) obras de infraestructura que tendrán un impacto más sensible desde el segundo semestre de este año y que se intensificará en los siguientes dos años; (v) confianza empresarial que no sufrirá mayor deterioro adicional, con tendencia a recuperarse luego de las elecciones generales del primer semestre de 2016; y (vi) gradual ajuste de inventarios.

En este contexto, preveemos que la actividad económica tendrá un mejor desempeño en el segundo semestre, acelerándose en algo más de medio punto porcentual en comparación con la primera mitad del año hasta cerca del 3%. Sectorialmente, el empuje adicional provendrá de Construcción y Pesca, en tanto que la Minería metálica continuará dando un soporte importante, en particular la producción de cobre. Por el lado del gasto, esto se reflejará en mayor inversión bruta fija y exportaciones, con lo que ambas variables volverán a mostrar una tasa positiva de crecimiento luego de haberse contraído en el primer semestre.

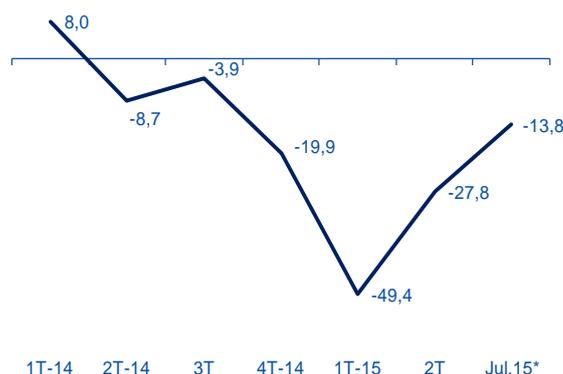
En el caso del sector Construcción, este tendrá un desempeño más favorable en el segundo semestre vinculado con las grandes obras de infraestructura. La Línea 2 del Metro de Lima, el Gasoducto Sur Peruano, y el Nodo Energético (Arequipa), proyectos en los que en total se invertirá USD 11 mil millones (ver Tabla 3.1), tendrán avances más sustanciales en su construcción desde la segunda mitad del año. Por el lado del gasto esto le dará impulso a la inversión pública y privada. Un segundo elemento que incidirá positivamente sobre el sector Construcción será la aceleración del gasto en la modernización de la refinería de Talara. Según el Marco Macroeconómico Multianual (MMM) que elabora el Ministerio de Economía y Finanzas, en 2015 se desembolsarán S/. 2 mil millones para este proyecto. Nuestro escenario base de proyección incorpora una ejecución de alrededor de 80% de este monto. Las obras están avanzando y estimamos que el grueso de los desembolsos para construcción se dará en el segundo semestre. Por el lado del gasto, la modernización de la refinería de Talara se reflejará en mayor inversión pública. Finalmente, preveemos una mayor ejecución del gasto de capital de los gobiernos subnacionales pues las nuevas autoridades habrán tenido tiempo suficiente para acomodarse y empezar a gestionar con mayor agilidad los recursos con los que cuentan. Las primeras cifras del tercer trimestre (julio) de inversión pública a este nivel de gobierno apuntan a que la situación empieza a mejorar (ver gráfico 3.11). Cabe mencionar que el mayor dinamismo del sector Construcción tendrá un impacto positivo sobre la Manufactura no primaria, en particular sobre la industria que atiende la demanda de materiales para esa actividad.

Tabla 3.1
Grandes obras de infraestructura que empezarán a construirse en 2015 y 2016 (Millones de USD)

Proyecto	Modalidad de Financiamiento	Monto de Inversión	Participación	
			Público	Privada
Longitudinal de la Sierra - Tramo 2	Cofinanciada	552	552	
Nodo Energético del Sur	Autosostenible	900		900
Talara	Cofinanciada	3500	2700	800
Línea 2 del Metro	Cofinanciada	5658	4000	1658
Aeropuerto Chincheros	Cofinanciada	658	264	394
Terminal Portuario San Martín	Autosostenible	182		182
Gasoducto	Autosostenible	4300		4300
TOTAL		15750	7516	8234

Fuente: Apoyo y BBVA Research

Gráfico 3.11
Inversión pública de gobiernos subnacionales (var. % interanual)



*Según SIAF- MEF.
Fuente: BCRP, MEF y BBVA Research

En cuanto a la Pesca, el impacto de El Niño será entre moderado y fuerte en nuestro escenario base. En este contexto, hemos considerado que habrá un desembarque de anchoveta de alrededor de TM 1 millón en lo que resta de 2015, lo que comparará favorablemente con la veda en el mismo período del año pasado. Como referencia, en los cuatro años anteriores a 2014 la cuota promedio para la zona centro-norte durante la segunda temporada anual de captura de anchoveta fue cercana a TM 2 millones. La Pesca le dará así un impulso adicional a la actividad económica en el segundo semestre, que estimamos que tenga una

incidencia de algo menos de cinco décimas de punto porcentual en la tasa de crecimiento del PIB de ese período al considerar también el impacto positivo sobre la industria que elabora harina y aceite de pescado. Por el lado del gasto, esto se reflejará posteriormente en mayores exportaciones.

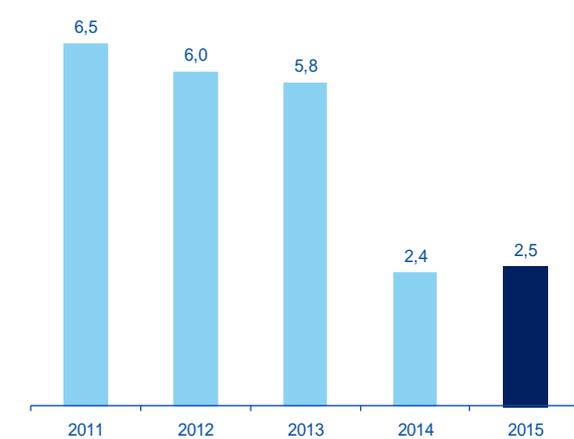
Finalmente, para la segunda mitad de 2015 estamos considerando un mayor ritmo de extracción de cobre, que aumentará 21% interanual en ese período (9% en el primer semestre). Estimamos, por ejemplo, que Antamina incrementará gradualmente su producción en los próximos meses y que hacia fines de año recuperará su plena capacidad operativa, de manera que en el segundo semestre extraerá cerca de 20% más de cobre que en el mismo período de 2014. Ello implica que producirá algo más de TMF 34 mil como promedio mensual en lo que resta del año (en el primer semestre fue de TMF 30 mil y en junio alcanzó un pico de TMF 35 mil). Constancia, por su parte, ya alcanzó su plena capacidad de producción y la mantendrá en adelante, en tanto que Toromocho estará cerca de alcanzarla hacia fines de año según nuestro escenario base (la extracción aumentará sostenidamente en los próximos meses luego de ubicarse, como promedio mensual, cerca de las TMF 14 mil en el primer semestre). La incidencia de este mayor dinamismo de la producción cuprífera, que por el lado del gasto se reflejará en mayores exportaciones, será de 1,2 puntos porcentuales sobre la tasa de crecimiento del PIB en el segundo semestre. Sin embargo, como sector Minería e Hidrocarburos, el impacto será más acotado (solo poco más de la cuarta parte) porque si bien prevemos que la extracción de molibdeno y hierro tendrá también un interesante incremento interanual en la segunda mitad del año, no ocurrirá lo mismo con la de oro (el aumento porcentual en el primer semestre respondió principalmente a que la base de comparación interanual era baja, pero los niveles de producción han ido descendiendo en los últimos meses), zinc, plomo, plata, estaño, e hidrocarburos (ver gráfico 3.12).

Gráfico 3.12
Producción de cobre, oro y petróleo
(en TMF miles y barriles miles)



Fuente: BCRP, MINEM, INEI, Perú Petro y BBVA Research

Gráfico 3.13
PIB
(var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Bajo este escenario para el segundo semestre, el crecimiento en el año 2015 se ubicará alrededor de 2,5% (ver gráfico 3.13), una tasa de expansión similar a la del año pasado pero que esconde una evolución semestral que apunta a una gradual recuperación del dinamismo del producto.

Algunos de los principales motores del crecimiento en lo que resta de 2015 continuarán siéndolo el próximo año, en particular la mayor producción cuprífera y la construcción de grandes proyectos de infraestructura. En el caso del cobre, prevemos que en 2016 la extracción aumentará en 22% luego de haberse incrementado en 15% durante 2015. Tres cuartas partes de esta alza se explica por el ingreso en fase de producción de los proyectos Las Bambas y ampliación de Cerro Verde, en tanto que Toromocho y Antamina

operarán a plena capacidad. Por el lado de la construcción de infraestructura, habrá mayores desembolsos para proyectos como la Línea 2 del Metro de Lima, el Gasoducto Sur Peruano, y la refinería de Talara. Para el Metro, por ejemplo, el MMM considera que, en comparación con 2015, el gasto de capital se incrementará en USD 700 millones, a lo que probablemente se sumará una aceleración de la contraparte privada de inversión, de modo que en conjunto estos montos representarán cuatro décimas de punto porcentual del PIB. Nuestro escenario base incorpora también aumentos importantes en los gastos de capital privado y público en los casos del gasoducto y de la refinería de Talara. La mayor producción cuprífera y los mayores trabajos de construcción de grandes proyectos de infraestructura explican alrededor de dos puntos porcentuales del crecimiento de la economía el próximo año. Como resultado, anticipamos que en 2016 el PIB avanzará 3,8%, acelerándose con respecto a 2015 aunque aún por debajo de la tasa de crecimiento potencial (que estimamos alrededor de 4,5%).

Por el lado de la demanda, esta previsión para 2016 es coherente con una recuperación de las exportaciones, vinculada principalmente con la mayor producción minera y pesquera y con mayores envíos al exterior de productos no tradicionales en un entorno en el que el crecimiento de la región y del mundo será más alto. También es consistente con una recuperación de la inversión pública y privada, la que recoge la construcción de los grandes proyectos de infraestructura antes descritos. Es importante mencionar aquí que al interior de la inversión privada estamos considerando que seguirá el declive, aunque algo más acotado, de la que se orienta al sector minero (este tipo de inversión tuvo en los últimos años una participación de 20% dentro del total). El fin de la construcción de Las Bambas y de la ampliación de Cerro Verde y un entorno en el que los precios de los metales se mantendrán bajos y los costos de financiación en los mercados internacionales subirán sustentan esta previsión; por el contrario, para el resto de la inversión privada proyectamos una tendencia a acelerarse conforme el ruido político ceda (lo que probablemente ocurrirá luego de las elecciones generales en el segundo trimestre de 2016), la confianza empresarial tienda a recuperarse como resultado de ello, y la construcción de los proyectos de infraestructura gane tracción. En resumen, luego del retroceso en 2015, las exportaciones y la inversión pública y privada volverán a crecer el próximo año. En este entorno, es probable que la generación de empleo también muestre un comportamiento más positivo, lo que favorecerá un incremento paulatino en el dinamismo del consumo privado a lo largo de 2016, sobre todo en el segundo semestre.

Luego de 2016, la economía crecerá a un ritmo promedio anual de alrededor de 4,5%, en línea con el del PIB potencial

La desaceleración que viene afectando a la economía peruana ha puesto en relieve la necesidad de implementar medidas que le permitan retomar una senda de crecimiento acelerada. Con un ritmo de expansión más lento será más difícil lograr reducciones sostenibles de la pobreza y crear empleo de calidad.

En concreto, Perú ha dejado de ser una economía de rápido crecimiento, de tasas anuales cercanas a 6,5% en promedio. Estimamos que en el medio plazo la actividad se expandirá a un ritmo promedio anual más moderado, de alrededor de 4,5%, similar al del potencial, como resultado de no haber implementado suficientes acciones para evitar declives en la productividad y competitividad del país.

Según nuestras estimaciones, el PIB potencial de Perú creció a una tasa promedio de 5,5% entre los años 2003 y 2012. Fue un periodo de rápido y sostenido avance de la economía peruana, que se tradujo en un fuerte descenso de la pobreza, engrosamiento de las clases medias, mejoras de ingresos familiares, creación de empleo de calidad, entre otros. Al realizar una descomposición de este crecimiento del PIB potencial entre lo que contribuyeron los factores de producción capital y trabajo y la productividad total de

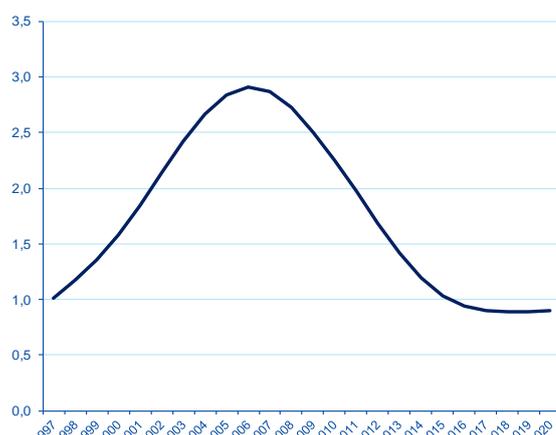
factores (PTF)¹, encontramos que el mayor aporte provino, en promedio, de este último elemento, que explicó poco más de 40% de la expansión (ver gráfico 3.14). Fue destacable también el aporte del factor de producción capital, lo que refleja las altas tasas de inversión que se registraron durante la mayor parte de la década pasada. A partir del año 2013, sin embargo, observamos un descenso en el ritmo de crecimiento potencial, el que estimamos se ubicará en torno a 4,5% como promedio anual en los próximos cinco años. La descomposición del crecimiento revela que la pérdida de impulso se explicará principalmente por una moderación del aporte de la PTF de entre 1 y 1,5 puntos porcentuales (ver gráfico 3.15). Nuestras estimaciones también muestran que en los próximos años la contribución conjunta del capital y del trabajo al crecimiento potencial no tendrá una corrección sustancial a la baja. Por lo tanto, la desaceleración tendencial de la economía peruana, que se percibe de manera más clara desde 2012, es de algo más de 1 punto porcentual y recoge prácticamente en su totalidad una menor contribución de la PTF. Este menor crecimiento potencial implicará que en adelante la mejora en calidad de vida de la población peruana será más lenta que antes; algo similar ocurrirá con el ritmo al que se irá reduciendo la pobreza.

Gráfico 3.14
PIB potencial y aportes a su crecimiento
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.15
Aporte de la productividad total de factores al crecimiento potencial
(puntos porcentuales)



Fuente: BCRP y BBVA Research

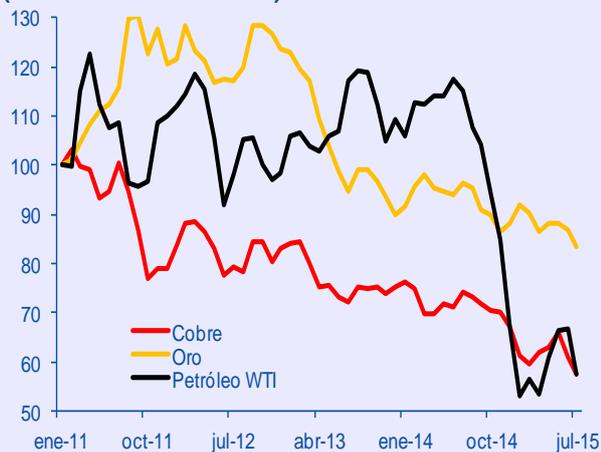
En este contexto, el Estado podría implementar políticas para fomentar el avance de la productividad total de factores. Por ejemplo, promover la innovación y los programas de investigación, lo cual ya empieza a hacerse con el plan nacional de diversificación productiva. También será importante fortalecer el marco institucional, aquel que define los incentivos para los agentes económicos, de manera que estos aseguren la promoción de la iniciativa empresarial privada. Por ejemplo, un sistema judicial que garantice el cumplimiento de los contratos y los derechos de propiedad, transparencia de la información, evitar la sobrerregulación de los mercados de manera que no se afecte el normal funcionamiento de estos, combatir efectivamente la corrupción y la inseguridad ciudadana (ambas recortan el beneficio esperado de los emprendimientos), flexibilización del mercado laboral, entre otros. También hay espacio para fomentar una mayor contribución de los factores de producción trabajo y capital. En el primer caso ello puede lograrse a través del impulso a la educación y a la salud y de la provisión de información sobre las habilidades y capacidades que demanda el mercado laboral peruano, lo cual ya ha empezado a hacerse. En el segundo, es importante que se sostenga la acumulación de capital mediante la inversión en infraestructura (el país tiene un déficit significativo en este aspecto) y el desarrollo de los mercados financieros.

¹ La PTF abarca aspectos como el avance tecnológico, la innovación en procesos y en productos, el desarrollo de las instituciones, etc., los que ayudan a incrementar la eficiencia del uso de los factores de producción como capital y trabajo.

Recuadro 1. Precio de materias primas: cobre, oro y petróleo

En el actual entorno internacional asociado a la expectativa de alza de la tasa de la FED, incertidumbre sobre China y Europa, entre otros, se están observando ajustes significativos en los precios de las materias primas. Por ejemplo, en lo que va del año se han registrado fuertes contracciones acumuladas en la cotización promedio de cobre, petróleo y oro (ver gráfico R.1.1).

Gráfico R.1.1
Cotización internacional del cobre, oro y petróleo
(Índice enero 2011 = 100)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Cobre

En el segundo trimestre el precio del cobre tocó mínimos no vistos desde la intensificación de la crisis financiera internacional de 2008-2009. Este retroceso se dio en un contexto de las turbulencias en los mercados bursátiles de China y de expectativas alrededor del próximo inicio del proceso de normalización de la tasa de política monetaria de la FED y de apreciación del dólar (el fortalecimiento de la moneda norteamericana se mueve de manera inversa con el precio de los metales). A inicios del tercer trimestre, el precio del metal rojo parece haberse estabilizado alrededor de USD/lb 2,40 debido al soporte que ha encontrado en algunos choques de oferta que anticipan una menor producción con respecto a la prevista para el resto del año (problemas energéticos en Zambia, una paralización de

actividades por una huelga en la minera estatal chilena Codelco que podría implicar un recorte de la producción en 10 mil TM y, finalmente, también en Chile la minera Antofagasta ha recortado su previsión de producción anual en 30 mil TM por retrasos en uno de sus proyectos).

Hacia adelante, desde una perspectiva más tendencial, proyectamos una recuperación gradual de la cotización del cobre que la acercará a su nivel de largo plazo que actualmente estimamos es de USD/lb 2,70. Esta evolución reflejaría un mejor balance entre la menor demanda (principalmente de China) y la oferta. Sobre esta última prevemos que se ralentizará en un contexto en el que algunas de las principales compañías mineras cupríferas están deslizándose la posibilidad de recortes en la producción para reducir costos y preservar recursos frente a una probable mejora de las condiciones del mercado en el futuro. Así, en un contexto de precios bajos al punto en el que las compañías mineras más grandes están considerando una disminución de sus niveles de producción y de gastos futuros, así como de un número de interrupciones de las actividades extractivas en el corto plazo inusualmente elevado, podríamos ver en los próximos trimestres periodos en los que la oferta será inferior temporalmente a la demanda (lo inducirá una reducción de los inventarios) y, con ello, una recuperación de la cotización del cobre.

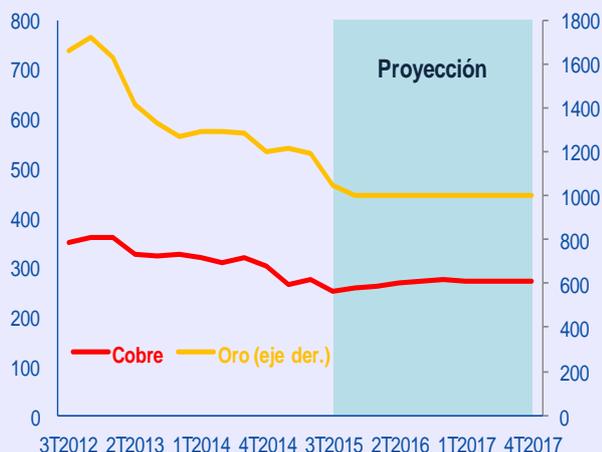
Oro

En lo que va del año, se ha observado una clara tendencia a la baja en la cotización del oro, desde USD/oz.tr. 1 249 en enero a USD/oz.tr. 1 133 en julio. Entre las razones que explican este comportamiento tenemos: (i) menor demanda de China, (ii) incertidumbre por ajuste monetario de la FED, (iii) bajas tasas de inflación mundial, entre otras.

A pesar de que existen factores que compensan en parte este panorama, como la incertidumbre en Europa, todo apunta a que la tendencia a la baja se mantendrá, en línea con la persistencia de los factores mencionados anteriormente. En este escenario, esperamos que el precio converja a los USD/oz.tr. 1 000 en un entorno

caracterizado por el fortalecimiento del dólar y menor necesidad de refugio seguro en el oro (ver gráfico R.1.2)

Gráfico R.1.2
Cotización internacional del cobre y oro
(¢USD/lb y USD/oz.tr)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Petróleo

El precio del petróleo mostró una tendencia creciente en el segundo trimestre del año, avanzando desde USD/bar 48 en marzo a USD/bar 60 en junio (WTI). Esto se relacionó con factores de oferta (menor producción y bajos niveles de inventarios en EE.UU) y mayores perspectivas de demanda mundial. Sin embargo, recientemente los precios del crudo han revertido esa tendencia en un contexto de mayores riesgos de desaceleración en China (crisis en el mercado de valores local) y la crisis griega. Además, la eventual finalización de las sanciones a Irán hace prever una expansión de la oferta (un incremento de entre 200 y 800 MBD según diversos analistas). Como resultado, en julio la cotización descendió hasta USD/bar 51.

Prevedemos que el precio se recuperará en adelante. Hay temores crecientes de corte de suministro en Medio Oriente y el norte de África debido a los conflictos geopolíticos (y los que se podrían derivar del acuerdo con Irán). Además, hay incertidumbre en cuanto a las previsiones sobre las reservas globales. Desde una perspectiva de largo plazo, el balance de todos estos factores nos llevan a estimar una trayectoria de precios conservadora, donde prevedemos que el

precio del crudo se mantiene en niveles bajos (en relación a años anteriores) pero con crecimiento gradual (ver gráfico R.1.3).

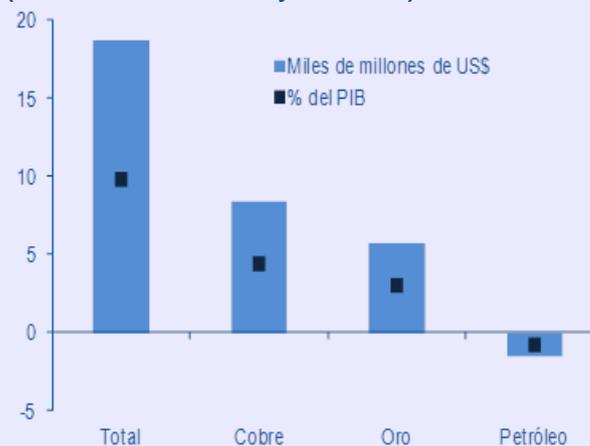
Gráfico R.1.3
Cotización internacional petróleo
(USD/bar)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Si bien, este escenario de precios bajos, especialmente de oro y cobre, ya se asume en nuestras previsiones, un mayor deterioro del entorno internacional indudablemente imprime sesgos a nuestras proyecciones. Esto, debido a que Perú está expuesto a los cambios en la evolución de la economía mundial por ser una economía pequeña, abierta y exportadora neta de materias primas (10% del PIB, ver gráfico R.1.2).

Gráfico R.1.4
2014: Exportaciones netas de materias primas
(Miles millones de USD y % del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Se prevé un deterioro de las cuentas públicas que inducirá una senda creciente del ratio de deuda pública sobre PIB hacia adelante

En el primer semestre de este año, la recaudación tributaria registró una caída de 8,2% en términos reales debido, principalmente, a los menores ingresos por impuesto a la renta (-10,8%), ver tabla 3.2. Al primer semestre la caída de los ingresos tributarios por este concepto ha sido acentuada (estimamos que en el primer semestre habría sido equivalente a 0,6% del PIB) debido a los recortes en las tasas impositivas que entraron en vigencia a partir de este año, a la debilidad cíclica de la economía y a los menores precios de las materias primas que Perú exporta (precios más bajos impactan negativamente sobre los resultados financieros de las corporaciones mineras). Cabe agregar que la recaudación también se vio afectada por los cambios en el sistema de retenciones, percepciones y detracciones, así como por mayores devoluciones de impuestos.

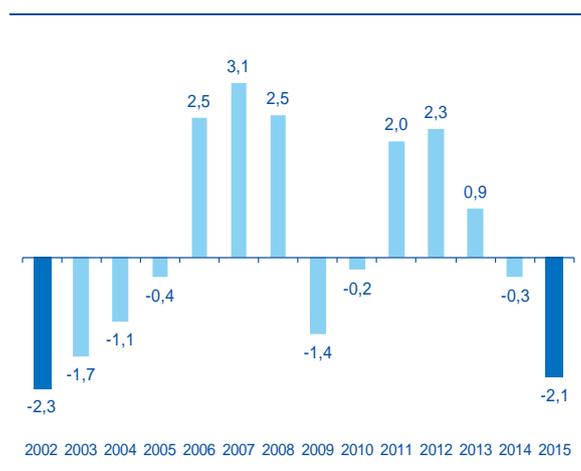
Dadas nuestras previsiones de ingresos y gastos del sector público para lo que resta del año, estimamos que el resultado fiscal registrará un déficit equivalente al 2,1% del PIB en 2015 (ver gráfico 3.16), el más alto desde el año 2002 (2,3% del PIB).

Tabla 3.2
Ingresos Tributarios del Gobierno Central

	Millones de Nuevos Soles			Var.% real 2015/2014
	Ene-Jun 2014	2015	Diferencia 2015-2014	
Ingresos Tributarios	48 328	45 740	-2 588	-8,2
Impuesto a la renta	21 179	19 473	-1 705	-10,8
- Personas Naturales	5 968	5 906	-61	-4,0
- Personas Jurídicas	11 712	10 437	-1 275	-13,6
- Regularización	3 499	3 130	-370	-13,3
Aranceles	816	814	-2	-3,3
IGV	25 055	25 300	245	-2,1
ISC	2 602	2 699	97	0,6
Otros ingresos tributarios	3 809	3 382	-427	-13,9
Devoluciones de impuestos	-5 133	-5 927	-795	12,0

Fuente: BCRP, SUNAT y BBVA Research.

Gráfico 3.16
Resultado Fiscal (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Para el periodo 2016-2019, proyectamos que la presión tributaria se caerá aún más, pasando de 15,0% a 14,6% del PIB. Esta evolución considera las reducciones adicionales en la tasa para el impuesto a la renta aplicable a empresas, las que continuarán hasta el año 2019 (una vez finalizado este proceso, la tasa habrá pasado de 30% en 2014 a 26% en 2019), lo que estimamos que tendrá un costo anual promedio de 0,7% del PIB.

Para proyectar el gasto público, en un primer ejercicio (escenario inicial) se tomó en cuenta la trayectoria de los déficit estructurales anunciada por el gobierno a inicios de este año: 2,0% para 2016, 1,5% para 2017 y 1,0% para 2018 (un retorno gradual hacia el límite del déficit estructural establecido por la regla fiscal vigente). Asimismo, para el cálculo de los ingresos estructurales del sector público, en este ejercicio se asumió el ajuste por ingresos de recursos naturales (RRNN) proyectado por el gobierno en el último Marco Macroeconómico Multianual (MMM) publicado el pasado mes abril (de acuerdo a este ajuste los ingresos estructurales por RRNN son menores que los convencionales). Para el ajuste de los ingresos por ciclo económico hemos considerado nuestras propias previsiones (aunque en general, las diferencias en este

ajuste con respecto a los cálculos oficiales son menores). Finalmente, se asume que la proporción entre gasto corriente y de inversión del gobierno es la misma que la prevista en el MMM.

Tabla 3.3
Gasto del Gobierno General
(Var.% real interanual)

	Prom. 2013-2015	Escenario Inicial *	Escenario Base**
		Prom. 2016-2018	Prom. 2016-2018
Gasto total	6,5	1,1	3,6
Corriente	8,2	0,7	3,4
Remuneraciones	11,0	3,7	3,7
Bienes y Servicios	6,9	0,6	3,1
Transferencias	5,9	-5,4	3,5
Inversión	1,6	3,3	5,5

* Considera los déficit estructurales del último MMM. Asimismo, para el cálculo de los ingresos estructurales del sector público, se asumió el ajuste por ingresos de recursos naturales (RRNN) en el MMM. Para el ajuste de los ingresos por ciclo económico hemos considerado nuestras propias previsiones. Finalmente, se asume que la proporción entre gasto corriente y de inversión del gobierno es la misma que la prevista en el MMM. **La diferencia respecto al escenario previo es que se considera un déficit estructural de 2,5% del PBI constante a partir del 2016. Los demás supuestos se mantienen. Fuente: BCRP, MEF y BBVA Research.

Así, dados el tamaño del déficit estructural y de los ingresos estructurales, se tiene por diferencia los topes para el gasto público bajo este ejercicio (en estricto, el tope es para el gasto del gobierno general, definición de gobierno que no incluye a las empresas públicas). Como resultado, encontramos que el gasto del gobierno tendría que expandirse a tasas muy bajas en los próximos años (ver tabla 3.3).

Por el lado del gasto corriente, esta evolución resulta difícil de conciliar con la reforma de la administración pública en curso (la que implica un esfuerzo importante en términos de gasto en remuneraciones para los próximos años), a menos que el gasto en bienes y servicios, así como en transferencias (las que consideran los programas sociales) se mantenga bastante contenido. De hecho, esta situación se observa en las cifras oficiales, algo más optimistas, del último MMM en donde, como promedio para el periodo 2016-2018, el gasto en remuneraciones crece 4,7% en términos reales, pero el gasto en bienes y servicios y en transferencias prácticamente se mantiene estacando (ver tabla 3.5).

Tabla 3.4
Gasto de Consumo e Inversión del Gobierno General
(% del PBI)

	Prom. 2013-2015	Escenario Inicial	Escenario Base
		Prom. 2016-2018	Prom. 2016-2018
Gasto de Consumo *	11,8	11,8	12,1
Gasto de Inversión	5,4	5,1	5,3

*Se considera el gasto en remuneraciones y bienes y servicios. Fuente: BCRP y BBVA Research.

Tabla 3.5
Gasto del Gobierno General del Marco Macroeconómico
Multianual 2016-2018
(Var.% real interanual)

	Prom. 2013-2015	MMM* Prom. 2016-2018
Gasto total	7,5	2,7
Corriente	8,3	2,0
Remuneraciones	11,1	4,7
Bienes y Servicios	7,2	0,4
Transferencias	6,0	-0,3
Inversión	4,6	5,1

*Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018 (publicado el 28 de abril).
Fuente: MEF y BBVA Research.

Por el lado de la inversión del gobierno general, bajo este ejercicio (escenario inicial) observamos que este indicador declinaría en los próximos años, lo que podría colisionar con el objetivo de mejorar rápidamente la infraestructura del país.

De manera alternativa, en nuestro escenario base asumimos una expansión del gasto fiscal que permita mantener los niveles actuales de los ratios de consumo e inversión pública como porcentaje del PIB. Esto implicaría que el déficit estructural (como lo calcula actualmente el gobierno) se mantendría en 2,5% del PIB entre 2016 y 2019. Sin embargo, es probable que este déficit sea menor ya que estimamos que la metodología oficial para la medición del ajuste de ingresos por RRNN penaliza excesivamente los precios estructurales de los metales y los deja por debajo de los observados (esto reduce ingresos estructurales del gobierno y, dado el tamaño del gasto, eleva el déficit estructural estimado). Cabe señalar que la estimación oficial de los precios estructurales de los RRNN considera una extrapolación hacia adelante de los “super ciclos” de los commodities observados en el pasado, los que en la fase descendente han mostrado caídas persistentes que han durado varios años. El problema con esta metodología es que no recoge los cambios estructurales (por el lado de la oferta y la demanda) que en los próximos años podrían darle soporte al precio de las materias primas (de hecho, nuestras previsiones consideran una leve recuperación de los precios de metales como el cobre. Ver Recuadro 1).

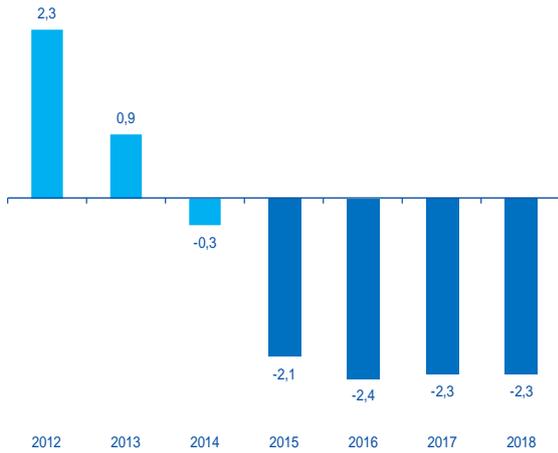
Así, para mantener ritmos de expansión del gasto público consistentes en los próximos años es probable que se requiera de una mayor flexibilización de la regla estructural. También será importante revisar la metodología para el cálculo de los ingresos estructurales.

Finalmente, cabe mencionar que en nuestro escenario base, los déficit convencionales se mantendrán por encima del 2,0% del PIB, lo que induce una trayectoria ligeramente creciente para el ratio de deuda pública sobre PIB (esta proyección contrasta con la trayectoria descendente que preveíamos hace un año, antes de las reducciones del impuesto a la renta y de la desaceleración más intensa de la economía). Si este ratio efectivamente muestra una tendencia creciente en los próximos años, será más difícil mejorar la calificación crediticia de la deuda del gobierno (ver gráfico 3.18).

Desde luego, se podría optar por iniciar un proceso de consolidación fiscal que implique una desaceleración del ritmo de expansión del gasto público (con presupuestos más conservadores hacia adelante), con lo que se evitaría que el ratio de la deuda del gobierno sobre el PIB se eleve. Bajo esta opción las autoridades

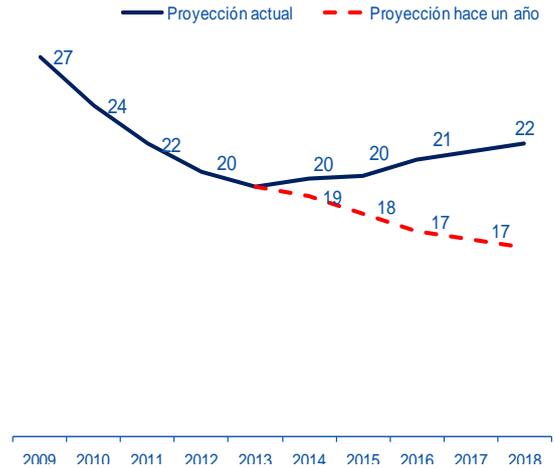
tendrán que definir qué rubros del gasto público deberán acotarse: ¿remuneraciones?, ¿inversión? ¿programas sociales?. Es muy probable que estas disyuntivas las tenga que enfrentar la nueva administración que iniciará el próximo año.

Gráfico 3.17
Resultado fiscal
(% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.18
Deuda pública bruta
(% del PIB)

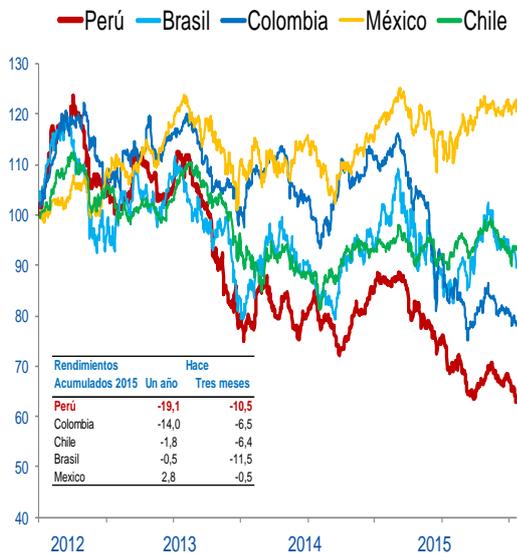


Fuente: BCRP y BVA Research

4. Mercados financieros siguen a la baja y hacia adelante prevemos una mayor depreciación de la moneda peruana

En los últimos tres meses, desde el cierre de abril y hasta julio, la Bolsa de Valores de Lima retrocedió en 10,5% (ver gráfico 4.1). En particular, la caída se acentuó en el mes de julio (-8,7%) con deterioro generalizado del precio de las acciones de todos los sectores debido al débil desempeño de la actividad económica y los bajos precios de los metales (ver gráfico 4.2).

Gráfico 4.1
Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (100= ene 2012)



Fuente: BVL y BBVA Research

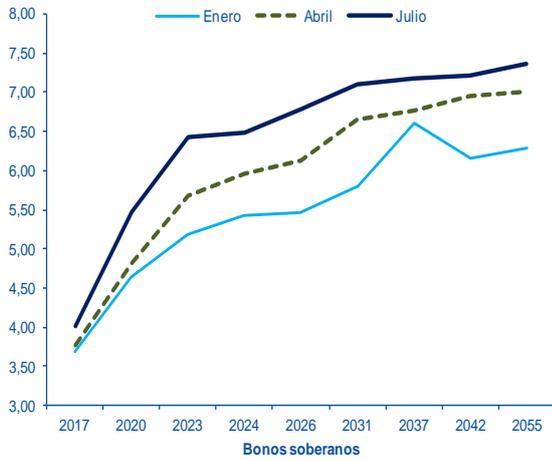
Gráfico 4.2
Índices sectoriales del mes de julio (var. % intermensual)



*Corresponden a las variaciones de los índices del 30 de julio vs el 30 de junio. Fuente: BVL y BBVA Research

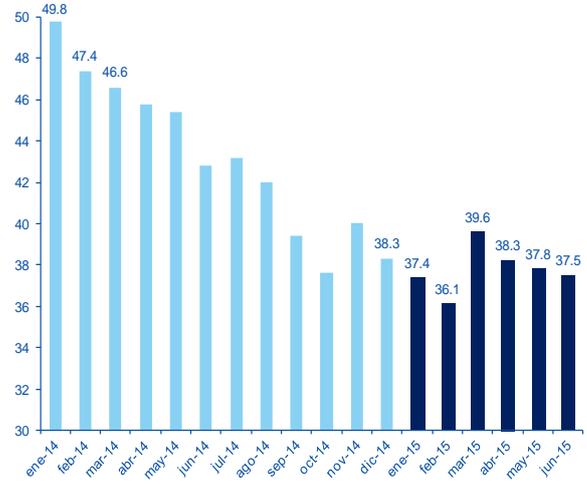
La curva de rendimientos de bonos soberanos, por otra parte, mantuvo una tendencia al alza en los últimos tres meses, sobre todo en el medio y largo (ver gráfico 4.3). Así, entre abril y julio se incrementó en 70 puntos básicos el rendimiento exigido a los bonos soberanos 2023 y 2026. Esto es reflejo del reacomodo de los portafolios a nivel global y del incremento del tipo de cambio, el que recorta el rendimiento expresado en moneda extranjera. La percepción de riesgo de títulos peruanos se ha incrementado, en el caso del EMBI en 13% entre abril y julio, y en el caso del CDS a 5 años en 5,0%. En este contexto, la tenencia de bonos soberanos por parte de no residentes viene disminuyendo, desde cerca de 40% en marzo a 37,5% al cierre de junio (ver gráfico 4.4).

Gráfico 4.3
Rendimientos de bonos soberanos peruanos (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4.4
Tenencia de bonos soberanos por no residentes (% del total)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

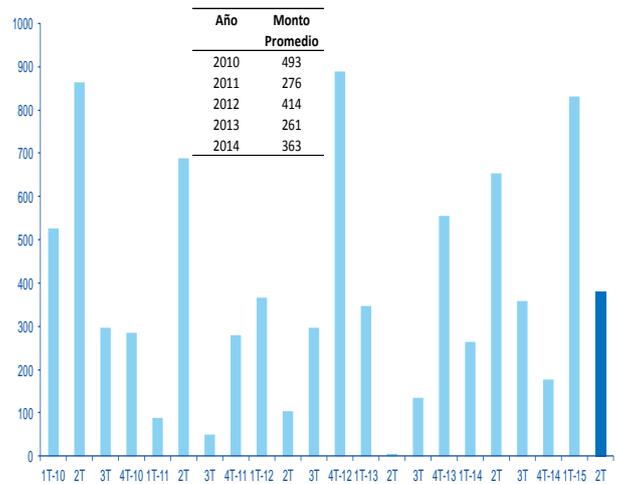
En cuanto al financiamiento de las empresas no financieras en el mercado local de bonos, el dinamismo fue acotado. Durante el segundo trimestre se emitieron bonos por S/. 380 millones (ver gráfico 4.5), menor en S/. 450 millones respecto al trimestre previo en un contexto de debilidad de la actividad económica. Por el contrario, hubo mayor dinamismo en el financiamiento a las empresas financieras, las que en el segundo trimestre emitieron bonos por S/. 1 395 millones, monto superior en S/. 949 millones respecto al trimestre previo. Es importante señalar que la volatilidad en el mercado cambiario ha motivado que las empresas emitan deuda en moneda local. Así, en el segundo trimestre alrededor de 70% del total de valores emitidos corresponde a bonos en moneda local.

Tabla 4.1
Emisión de bonos de empresas en el 2T15

EMISOR	Monto Colocado		Tasa de Interés	Plazos Años		
	Mill. S/.	US\$ total Mill. S/.				
I. Empresas Financieras						
14-abr-15	Financiera Uno	12	0	12	5,2	1,0
15-abr-15	Fideicomiso Redesur-Transur	0	70	219	5,0	15,0
16-abr-15	Fideicomiso Redesur-Transur	0	40	125	5,8	28,0
16-abr-15	BIF	63	0	63	4,7	1,0
21-abr-15	Andino Investment Holding	0	8	25	3,0	1,0
24-abr-15	Financiera Confianza	37	0	37	5,5	1,0
24-abr-15	Patrimonio de Tic Tiana	0	31	96	-	2,0
24-abr-15	Patrimonio de Tic Tiana	0	15	46	-	3,6
28-abr-15	Banco Ripley	43	0	43	6,5	2,5
29-abr-15	COFIDE	50	0	50	4,9	1,0
07-may-15	Leasing Total	10	10	32	5,0	5,0
13-may-15	Edpyme Inversiones La Cruz	4	0	4	6,0	0,8
21-may-15	Scotiabank	536	0	536	7,4	10,0
02-jun-15	Edpyme Inversiones La Cruz	9	0	9	6,3	1,0
11-jun-15	BIF	26	0	26	5,3	10,0
16-jun-15	Banco Ripley	34	0	34	5,3	1,0
24-jun-15	Patrimonio de Tic Tiana	0	13	40	-	3,5
Total Empresas Financieras		812	186	1 395		
II. Empresas No Financieras						
17-abr-15	Los Portales	0	6	19	2,9	1,0
28-abr-15	Agrícola y Ganadería Chavin de Huantar	0	1	2	5,0	0,7
05-may-15	Yura	200	0	200	7,9	25,0
28-may-15	Tekton Corp	0	1	2	4,5	0,8
12-jun-15	Tekton Corp	0	1	2	4,9	0,8
16-jun-15	A. Jaime Rojas Representaciones Genera	0	1	3	5,0	1,0
24-jun-15	Gloria	153	0	153	6,6	5,0
Total Empresas No Financieras		353	9	360		
(HII) Total de Instrumentos Colocados		1 165	194	1 775		

Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 4.5
Emisiones de bonos de empresas no financieras (En millones de nuevos soles)



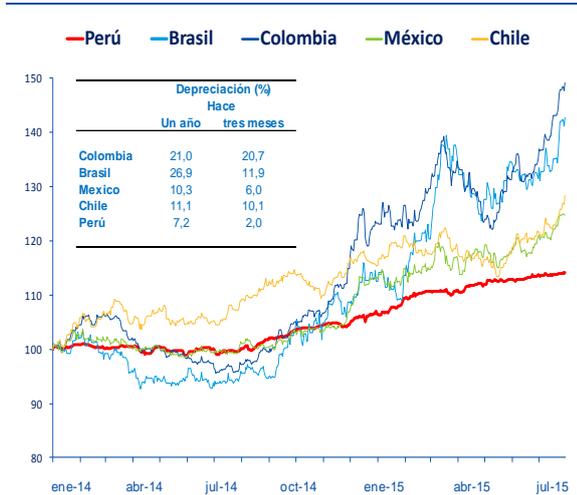
Fuente: BCRP y BBVA Research

Por otro lado, las emisiones en el mercado internacional totalizaron USD 3 155 millones durante el segundo trimestre, incrementándose en comparación con los más de USD 2 600 millones del trimestre previo. Se destaca la emisión de USD 1 500 millones de Southern Peru Copper Corporation a un plazo de 30 años y a una tasa de 5,88% y de USD 1 155 millones del Consorcio Nuevo Metro de Lima para financiar la Línea 2 del Metro de Lima, uno de los grandes proyectos de infraestructura que le dará soporte al crecimiento en los próximos trimestres.

El sol peruano aún está sobrevalorado y estimamos que las presiones cambiarias seguirán en los próximos meses en un contexto de mayor debilidad de fundamentos, con episodios de fuerte volatilidad por factores externos

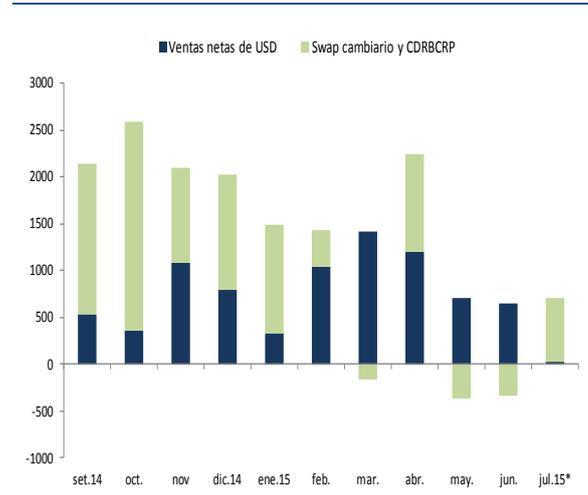
El tipo de cambio continuó subiendo en los últimos tres meses (el PEN se depreció alrededor de 2%). El retroceso de la moneda peruana ha estado asociado a factores externos como la incertidumbre sobre el proceso de normalización de la tasa de política monetaria (cuándo se iniciará y qué tan agresivo será el proceso de ajuste), la desaceleración y turbulencias financieras de la economía china, y la caída más pronunciada de los precios de los metales (cobre y oro) que Perú exporta. En este contexto, el Banco Central (BCR) se mantuvo activo en el mercado cambiario interviniendo con ventas de dólares en el mercado *spot* y ofreciendo instrumentos de cobertura en dólares como los *swaps* cambiarios y, en menor medida, los certificados de depósitos indizados al tipo de cambio. En este sentido, en lo que va del año las ventas de dólares por parte del BCR ascienden a más de USD 5,3 mil millones, monto que ha superado las ventas realizadas en todo el año 2014 (USD 4,2 mil millones) y que llega a representar más de 18% de la posición de cambio del Banco Central y 9% de la reservas internacionales netas.

Gráfico 4.6
Tipo de cambio
(índice ene. 2014 = 100)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4.7
Intervenciones cambiarias del Banco Central
(USD millones)



*Al 30 de julio.
Fuente: BCRP y BBVA Research

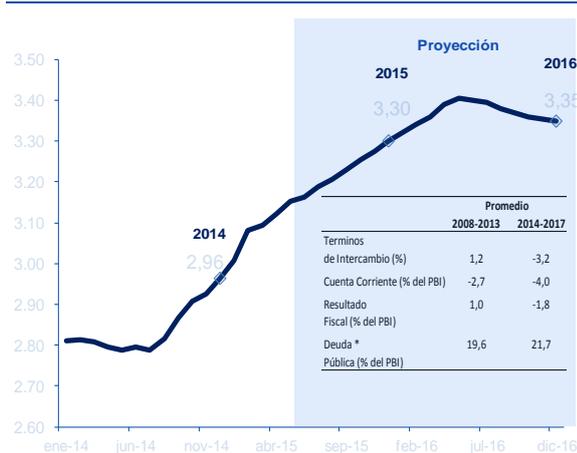
Hacia adelante veremos más depreciación del PEN

De acuerdo con nuestros estimados a través de un modelo de determinación del tipo de cambio de equilibrio (aquel que lleva a que en el medio plazo se mantenga constante el ratio de pasivos externos como porcentaje del PIB), el PEN se encuentra aún sobrevalorado, entre 4,5% y 8,5%. La sobrevaloración también se verifica comparando el promedio móvil de los últimos 10 años del tipo de cambio real efectivo (que aproxima el nivel de equilibrio) con el nivel observado. La moneda peruana, sin embargo, ha corregido menos que otras de la región desde fines de mayo de 2013 (cuando se anunció el inicio del *tapering*), lo que sugiere que tiene un retraso que puede traducirse en una pérdida de competitividad externa.

El mayor debilitamiento que anticipamos para el sol peruano en los próximos meses es consistente con el deterioro de los fundamentos de la economía: (i) un déficit en cuenta corriente que se mantendrá relativamente elevado y que no podrá ser financiado en su totalidad por entradas de capitales privados de largo plazo en los próximos dos años, (ii) bajos precios de exportación, (iii) una menor fortaleza de la posición fiscal, y (iv) menores ganancias de productividad. Además de estos elementos tendenciales, el tipo de cambio continuará siendo presionado al alza por los mismos factores externos que lo han venido afectando en los últimos meses (ajuste de la FED y China). A ello se sumará durante la primera mitad de 2016 el proceso de elecciones generales que estará en su recta final, lo que posiblemente acentúe transitoriamente la volatilidad cambiaria. Finalmente, se percibe que el Banco Central está permitiendo que el tipo de cambio “corra” más en un contexto en el que la dolarización del crédito está bajando rápidamente y para que las tasas de interés no se vean presionadas al alza (incoherente en un entorno de debilidad del producto).

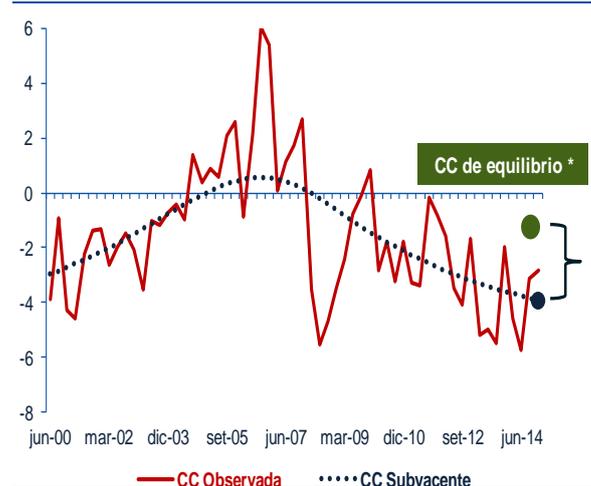
En este escenario, proyectamos que el tipo de cambio cerrará este año alrededor de S/. 3,30 por USD, y que podría llegar a un máximo de S/. 3,40 durante el primer semestre del próximo año.

Gráfico 4.8
Tipo de cambio
(S/. por USD)



*Se considera el ratio de la deuda pública para el año 2013 vs la del año 2017.
Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 4.9
Medidas de la Cuenta corriente*
(% del PIB)

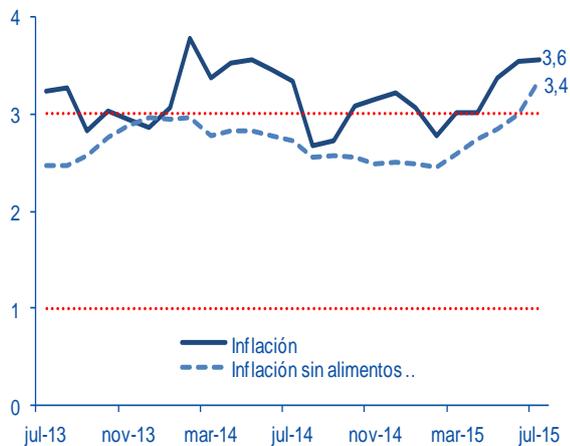


*CC de equilibrio es aquel nivel de la CC que estabiliza los pasivos externos netos de la economía en su nivel actual. La CC subyacente se encuentra por debajo de ese escenario, lo que sugiere la necesidad de una depreciación de la moneda local.
Fuente: BCRP y BBVA Research

5. Inflación se mantendrá por encima del rango meta hasta el primer semestre de 2016

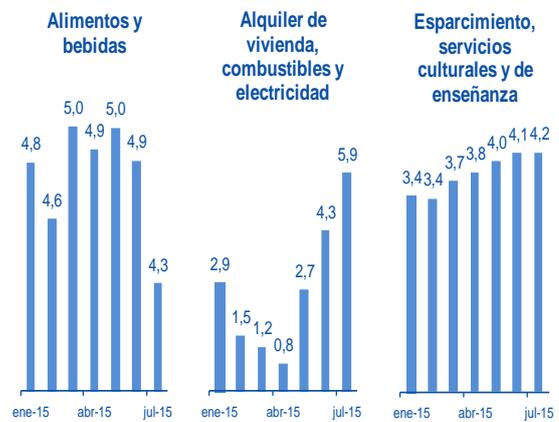
Al cierre de julio, la inflación interanual se ubicó en 3,6% (ver gráfico 5.1). Los precios de los alimentos y de ciertos servicios como por ejemplo comidas fuera del hogar, educación y salud, que siguen mostrando una tendencia al alza (ver gráfico 5.2), han incidido en esta evolución.

Gráfico 5.1
Inflación
(Var.% interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 5.2
Inflación por principales grupos de consumo
(Var.% anual)



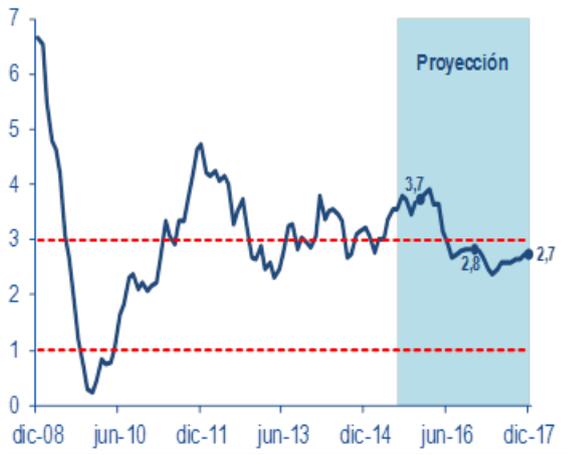
Fuente: BCRP y BBVA Research

Sin embargo, el principal elemento que ha dificultado mantener la inflación interanual dentro del rango meta (en los últimos 24 meses la inflación ha estado dentro de este rango en 6 ocasiones, y nunca más de dos meses consecutivos), a pesar de la ausencia de presiones de demanda, fue la depreciación de la moneda local (14% en el último año). Al respecto, el equipo de BBVA Research, ha encontrado evidencia de que el traspaso de un mayor tipo de cambio hacia los precios se ubica entre 10% y 20% (ver Recuadro 2 sobre *pass-through* de tipo de cambio a precios).

Para lo que resta del año proyectamos que la inflación se mantendrá por encima del límite superior del rango meta, a pesar de la debilidad cíclica de la economía (ver gráfico 5.3). La depreciación de la moneda seguirá imprimiendo una tendencia al alza en los precios de los bienes transables o de los que se cotizan directamente en dólares, a ello se sumará el aumento previsto del precio del petróleo ².

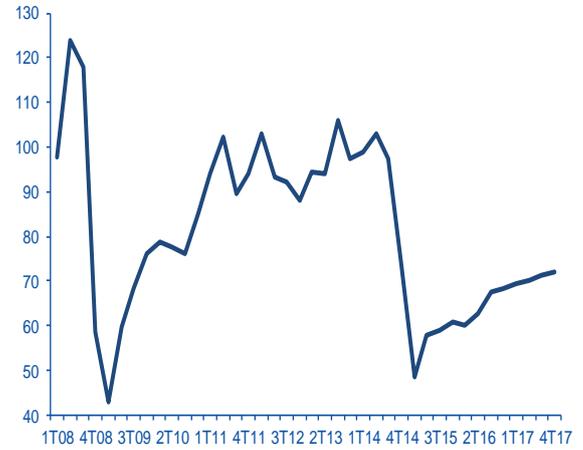
² Nuestra previsión también incorpora la reversión de choques de oferta negativos, en especial en los alimentos.

Gráfico 5.3
Inflación
(var. % anual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 5.4
Precio del petróleo WTI: proyección
(USD/barril)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

La ausencia de presiones de demanda (proyectamos que la brecha del producto se mantendrá negativa durante 2015 y 2016) debería favorecer el retorno de la inflación hacia el interior del rango meta. Sin embargo, las expectativas de inflación, que se mantienen cerca de 3% a un año vista, harán que el descenso de la inflación sea muy gradual, por lo que recién a partir del segundo semestre del próximo año veremos una tendencia más clara hacia a la baja³.

³ Cabe mencionar que existen factores que pueden retrasar esta convergencia, entre ellos un aumento en la intensidad del Fenómeno de El Niño, mayor depreciación cambiaria, o una recuperación más rápida del precio del petróleo.

Recuadro 2. ¿Ha aumentado el *pass-through* de tipo de cambio a precios en Perú?¹

En los últimos meses, la inflación en Perú ha sorprendido al alza, a pesar de la debilidad cíclica que viene mostrando la actividad económica. De hecho, la inflación interanual al cierre del segundo trimestre de 2015 estuvo por encima de lo esperado un año antes, y, contrariamente, a lo anticipado, se ha mantenido por encima del rango meta del Banco Central (2,0% +/- 1 punto porcentual) la mayor parte del tiempo (en los últimos 24 meses, la inflación interanual ha estado dentro de este rango en 6 ocasiones, y nunca por más de dos meses consecutivos).

Una parte de las mayores presiones inflacionarias se explica por choques de oferta que han venido afectando los precios de los alimentos, así como a la dinámica de los precios de ciertos servicios, como Educación y Salud, que vienen mostrando desde hace algún tiempo incrementos interanuales de alrededor de 5,0% que, contrariamente a lo esperado, no han cedido (esto es resultado de un fuerte incremento estructural de la demanda que se ha dado en los últimos años debido al engrosamiento de la clase media y que no ha sido acompañado por una expansión similar de la oferta).

Más allá de los factores mencionados en el párrafo anterior, el desvío de la inflación realizada con respecto a la proyectada hace un año también podría explicarse, a través de dos canales, a la evolución que en los últimos dos años ha venido mostrando el tipo de cambio. El primero, una depreciación de la moneda mayor a la anticipada. El segundo, por un aumento del traspaso a los precios internos de una determinada depreciación del tipo de cambio (*pass-through*). ¿Por qué habría aumentado este traspaso? Una probable explicación es que en un entorno en el que se espera que la depreciación sea fuerte y sostenida, las empresas corrigen de manera más agresiva sus precios para evitar que sus márgenes de ganancias caigan debido a que sus costos aumentan por el encarecimiento de los insumos importados (valorados en moneda local). Desde luego, este poder de corrección de los precios de la estructura del mercado (mientras menos competitivo, la corrección de precios será mayor).

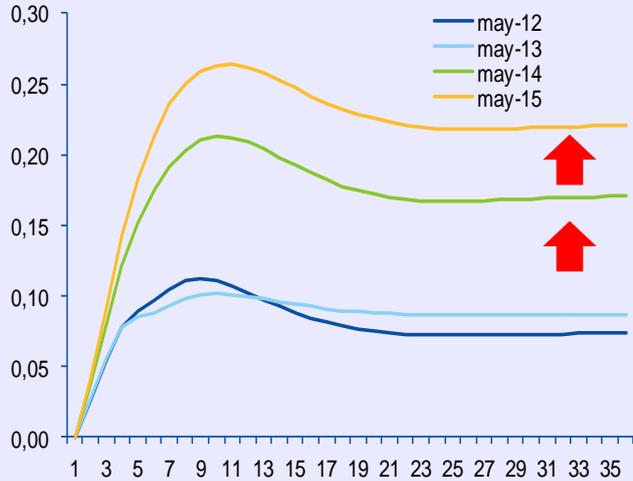
Con el objetivo de analizar cuál es la contribución del tipo de cambio a las sorpresas recientes de inflación y contrastar empíricamente si se ha producido un aumento reciente del coeficiente de *pass-through*, nuestro equipo de BBVA Research Latam estimó un modelo de vectores autorregresivos (VAR) con coeficientes variantes (TVC-VAR por sus siglas en inglés) para el periodo de enero de 2000 a mayo de 2015 con datos mensuales². Se comparan las estimaciones con datos hasta mayo de 2015 frente a estimaciones un año antes, a mayo de 2014. Los resultados señalan que la respuesta de inflación anual a depreciación ha aumentado en el último año en Perú (Gráfico R.2.1), aunque el cambio no es estadísticamente significativo. No obstante, las diferencias si son marcadas con los valores de coeficientes de *pass-through* estimados con muestras hasta los años 2012 y 2013³. De otro lado, una actualización del modelo de McCarthy (1999)⁴ para Perú señala que en el último año este coeficiente se ha mantenido relativamente estable, alrededor de 10%.

1/ Este recuadro es una síntesis de los resultados para Perú del análisis realizado por el equipo de BBVA Research Latam. Un recuadro con un análisis similar para otros países de la región se encuentra en nuestra publicación Situación Latam Tercer Trimestre 2015.

2/Se incluyen como variables endógenas las siguientes: un índice de actividad económica, tasa de interés de referencia, el tipo de cambio de la moneda local frente al dólar, y el índice general de precios. Como variables exógenas se incluyen el indicador de producción industrial estadounidense, la tasa de interés de la FED, el índice de precios del consumidor estadounidense, así como el índice de precios internacionales de las materias primas que calcula el FMI. La razón para hacer la estimación por medio de un VAR con coeficientes variantes (TVC-VAR por sus siglas en inglés) es que este método estima en cada momento del tiempo los coeficientes que mejor ajustan al modelo en cada momento del tiempo, y no en promedio de la muestra como es un VAR tradicional. El TVC-VAR permite que los coeficientes estimados cambien en el tiempo; la idea que subyace detrás de este método de estimación es que las economías verifican cambios que afectan la estructura de la relación de las series. El efecto de traspaso se calcula como la respuesta acumulada en el primer año de inflación a una variación de TCN de 1%.

3/Cabe agregar que mediante esta estimación se encontró una relación positiva entre los coeficientes de traslado y el tamaño de la depreciación del tipo de cambio en ese periodo, lo que apunta a asimetrías en el *pass-through* de tipo de cambio a precios en Perú (mayor en momentos de depreciación que con apreciaciones del tipo de cambio).

Gráfico R.2.1
Coeficiente de traspaso de tipo de cambio a precios
(coef.variantes)



Conclusiones

De las dos estimaciones descritas, concluimos que actualmente el coeficiente de pass-through de tipo de cambio a precios se ubicaría entre 10% y 20%. Se concluye también que existe escasa evidencia de un cambio en el valor de este coeficiente en el último año, aunque es probable que haya aumentado con respecto a los valores que mostraba hace un par de años. Dada esta evidencia, las sorpresas en inflación no están determinadas por un aumento del traslado de variaciones en el tipo de cambio sobre los precios, sino a una mayor depreciación con respecto a lo esperado, de choques de oferta sobre los precios de los alimentos y una inflación en los precios de Educación y Salud que sorpresivamente no desciende (se mantiene a ritmo de 5,0% interanual), elementos que son atenuados por la caída más acentuada en la cotización del petróleo y la debilidad cíclica más intensa.

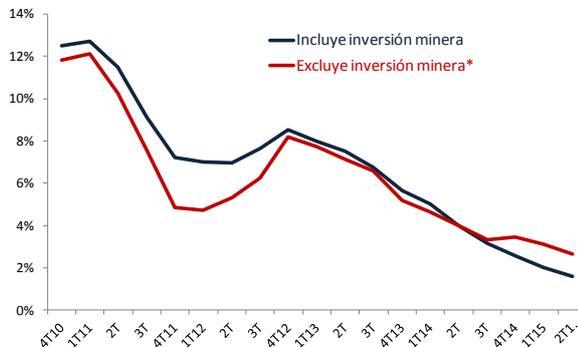
4/ McCarthy (1999): Pass-Through of Exchange Rate and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies”, BIS Working Paper N° 79, Bank for International Settlements. Este mismo artículo sirve de base para Winkelried (2012), “Traspaso del tipo de cambio y metas de inflación” en el Perú. Revista de Estudios Económicos N° 23,9-2. Banco Central de Reserva del Perú. Este trabajo, demuestra que la adopción del régimen de metas de inflación habría contribuido significativamente con la reducción del efecto traspaso, pasando de 60% en la década de los noventa a cerca de 10% al final de la muestra (2011).

6. Política monetaria: el entorno macro se ha seguido complicando para el Banco Central

El gasto del sector privado continúa debilitándose...

El foco de atención de la política monetaria durante los últimos meses ha estado, en nuestra opinión, en tres variables: el gasto del sector privado, el tipo de cambio, y la inflación. La primera de estas variables continuó ralentizándose en 2015: hace un año avanzaba a un ritmo de 4% interanual (alrededor de 7,5% a mediados de 2013) y ahora lo hace solo algo por encima de 1,5% (ver gráfico 6.1). La tendencia es similar si se descuenta la inversión privada en la actividad minera, sobre la cual la política monetaria no tiene incidencia. El bajo dinamismo de la demanda en general, y la de empresas y familias en particular, es coherente con el deterioro de distintos indicadores de gasto, tanto contemporáneos como adelantados (optimismo empresarial y de consumidores), y ha sido incluso más acentuado que el previsto, según se desprende de las encuestas que realiza mensualmente el Banco Central (ver gráfico 6.2). Este panorama sugiere la necesidad de rebajar la tasa de política monetaria. Sin embargo, desde principios de año ello no se ha hecho. ¿Por qué no?

Gráfico 6.1
Gasto del sector privado, excluyendo inventarios
(acumulado en último año; var. % interanual)



* Estimado propio.
Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 6.2
Nivel de demanda con respecto a lo esperado por las empresas (índice)

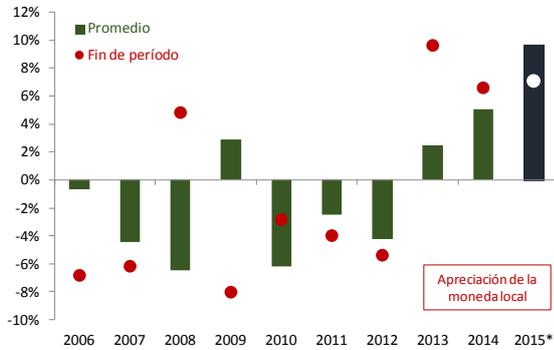


Fuente: BCRP y BBVA Research

... pero persisten las presiones cambiarias...

El principal factor que ha evitado un recorte de la tasa de política ha sido el tipo de cambio. En lo que va del año la moneda local se depreció 7% (ver gráfico 6.3), y en términos interanuales lo hizo en algo más del doble. El alza del tipo de cambio se dio a pesar de que el Banco Central intervino con más de USD 7 mil millones en el mercado a través de sus distintos instrumentos (ventas de dólares, *swaps* cambiarios, títulos cuyo rendimiento está vinculado con la depreciación del PEN), como resultado de lo cual la posición de cambio de la autoridad monetaria se redujo en cerca de 20%. En otras palabras, el Banco Central está preocupado por la depreciación de la moneda local.

Gráfico 6.3
Tipo de cambio
(PEN/USD, var. % interanual)



* Compara la cifra a/de julio de 2015 con la de 2014.
Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 6.4
Dolarización de las colocaciones de la banca
(% de las colocaciones denominado en USD)



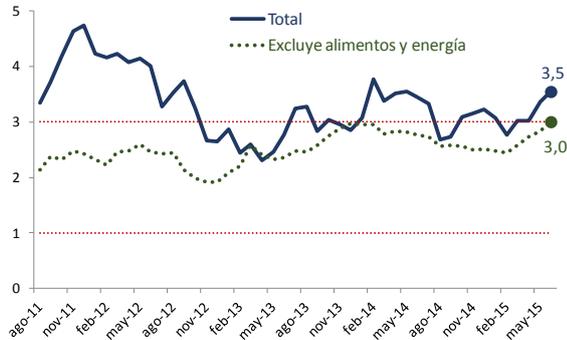
Fuente: Asbanc y BBVA Research

Esto es algo razonable considerando que la dolarización del crédito a empresas y familias aún es elevada (ver gráfico 6.4): el descalce de monedas en los balances conlleva un riesgo cambiario, de manera que una depreciación fuerte y abrupta puede tener impacto sistémico y dañar la actividad. La preocupación por las presiones cambiarias, sin embargo, le recorta el espacio a la política monetaria para actuar contracíclicamente. Si el BCR rebaja la tasa de política para impulsar el gasto del sector privado (a través de la transmisión hacia las demás tasas de interés del sistema financiero, sobre todo a las de plazos más cortos y de menor riesgo), alimentará las presiones cambiarias. Podría utilizar entonces las abundantes reservas internacionales netas con las que cuenta para acotar la depreciación, como lo ha hecho desde mediados del año pasado, pero estas intervenciones cambiarias drenarán soles del sistema y se elevarán las tasas de interés (algo de esto se observó en algunos meses del año). Ello es incoherente con el deseo inicial de implementar un impulso contracíclico. Es en este contexto que desde enero el Banco Central no ha efectuado recortes adicionales de la tasa de política.

... y la inflación excede la meta del Banco Central...

La inflación se ubica actualmente por encima del rango meta (1% a 3%) y su tendencia en los últimos meses ha sido al alza, desde 2,8% en febrero a 3,5% en junio. Este no es en realidad un problema reciente sino que ha sido una preocupación constante en los últimos cuatro años (ver gráfico 6.5). En ese período (salvo por el primer semestre de 2013) no ha habido más de dos meses seguidos en los que la inflación haya estado dentro del rango meta, y en el 70% de los meses se ubicó por encima de este. Como resultado, la inflación en términos interanuales fue en promedio de 3,3% en ese período. Si bien es cierto que en algunos casos los desvíos estuvieron vinculados con choques de oferta, estos tienden a revertir en horizontes temporales largos (como por ejemplo cuatro años), de manera que en promedio la inflación debió situarse alrededor del centro del rango meta. No ocurrió así. Incluso al descontar alimentos y energía de la inflación total, lo que se observa es que desde 2011 la tendencia ha sido creciente: 2,0% en promedio en 2011, 2,3% en 2012, 2,5% en 2013, 2,7% en 2014, y la lectura más reciente (junio de 2015) es 3,0%.

Gráfico 6.5
Inflación
(var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 6.6
Tasa de interés de referencia
(%)



Fuente: BCRP y BBVA Research

¿Por qué se ha complicado el panorama de precios en los últimos meses si la actividad económica avanza muy por debajo de su ritmo potencial desde hace más de un año y el precio del petróleo descendió 10% en lo que va de 2015 (y más de 50% interanual, que en parte fue trasladado a los precios domésticos)? Principalmente por el mayor tipo de cambio. En el último año la moneda local se depreció 14%. Según nuestras estimaciones, la transmisión de tipo de cambio a precios es de alrededor de 15% en ese horizonte temporal, de manera que la incidencia cambiaria sobre la inflación fue de algo más de 2 puntos porcentuales en los últimos doce meses. Es decir, si el tipo de cambio se hubiese mantenido relativamente estable, la inflación se situaría incluso por debajo de la meta (2%), reflejando así la debilidad cíclica del producto y la menor cotización internacional del petróleo. El panorama de precios probablemente seguirá complicado en lo que resta del año y en la primera mitad de 2016: esperamos una depreciación adicional de la moneda local de alrededor de 3,5% hasta fin de año (y de 3% en el primer semestre de 2016) y un incremento del precio del petróleo de más de 5% en ese mismo período (3% adicional en la primera mitad del próximo año). Además, las expectativas inflacionarias de empresarios y analistas (económicos y del sistema financiero) para los próximos dos años están muy cerca del techo del rango meta. El único factor que en los siguientes meses incidirá a la baja sobre el ritmo al que avanzan los precios será la brecha negativa del producto. Y a todo ello hay que sumarle el riesgo latente de que el Fenómeno de El Niño tenga una intensidad más severa que la prevista. En suma, la inflación tampoco da espacio para un recorte de tasa.

En este contexto, ¿qué hará el Banco Central con la tasa de interés de referencia en los próximos meses?

Prevedemos que la tasa de política monetaria se mantendrá estable en lo que resta de 2015 y en la primera mitad de 2016 (ver gráfico 6.6). De un lado, las presiones cambiarias (en conjunto con la aún elevada dolarización de créditos) y la inflación por encima de la meta (en conjunto con expectativas inflacionarias cerca del techo del rango y con tendencia al alza) no permiten que se recorte la tasa. La probabilidad de una rebaja es aún menor al considerar que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se ampliará en 2015 (hasta 4,3% del PIB) y continuará siendo alto (4,0% del PIB) en 2016 en un contexto en el que la FED apretará las condiciones de financiamiento a nivel global. De otro lado, la creciente debilidad del gasto del sector privado, que avanza a un ritmo muy por debajo del potencial, torna poco probable un

incremento de la tasa de política monetaria que busque darle algún soporte a la moneda local y moderar las presiones sobre los precios. En primer lugar, porque el mismo Banco Central está dejando que el tipo de cambio suba (interviene solo tímidamente). Y en segundo lugar, porque las presiones al alza sobre los precios no se originan en un exceso de demanda. En este contexto, tiene poco sentido complicar la frágil recuperación de la actividad que se prevé para el segundo semestre con un incremento de tasa.

Más adelante, desde el segundo semestre de 2016, en un entorno en el que las elecciones generales habrán concluido y el ruido político tenderá a disminuir (lo que le dará soporte al gasto del sector privado), y en el que el despegue de la producción minera será más claro, poco a poco se irá abriendo el espacio para empezar a orientar la tasa de interés de referencia hacia un nivel más neutral. Estimamos que este ajuste se iniciará a principios de 2017, lo que también favorecerá que se moderen las presiones cambiarias e inflacionarias.

7. La economía peruana enfrentará diversos riesgos en los próximos meses

Desvíos en la evolución considerada en nuestro escenario base para diversas variables claves por el lado externo y local podrían configurar un entorno más desafiante para la economía peruana en los próximos meses. No obstante, es importante señalar que Perú cuenta con fortalezas para acotar los potenciales impactos de escenarios más adversos.

Por el lado externo, China y el próximo ajuste de la FED podrían complicar el panorama

Tal como hemos venido mencionando en nuestros dos reportes anteriores, una desaceleración más intensa del crecimiento en China tendría impactos negativos sobre la actividad en Perú. Cabe señalar que el debilitamiento tendencial de la economía china ha continuado, a pesar de las medidas de estímulo monetario que ha implementado el Banco Central de China en los últimos meses. Actualmente, el riesgo de una mayor ralentización del crecimiento este país se vincula a la fuerte corrección del mercado bursátil y sus efectos sobre el sector real de la economía: (i) deterioro de las condiciones de financiamiento de las empresas por la suspensión de emisión de acciones y pérdida del valor del colateral (caída del precio de las acciones), y (ii) un efecto riqueza negativo que puede afectar el consumo. Un crecimiento más bajo de China incidiría negativamente sobre la economía peruana porque implicaría una demanda externa más débil, menores precios de los metales que Perú exporta (lo que afectaría las utilidades de las empresas mineras y la reinversión de las mismas, así como los ingresos fiscales), y un incremento de la aversión global al riesgo que debilitaría el apetito por inversiones en economías emergentes como la peruana.

El segundo elemento de riesgo por el lado externo es un ajuste más agresivo de las condiciones monetarias por parte de la FED. Un incremento más rápido de la tasa de los fondos federales, que no esté descontado, inducirá un nuevo reacomodo de los portafolios a nivel global, en los que se favorecerá las tenencias de activos en dólares. Bajo este escenario se esperaría mayores presiones al alza sobre el tipo de cambio (presiones que podrían ser particularmente intensas sobre la moneda peruana dado que mantiene un déficit en cuenta corriente relativamente abultado), así como un incremento de las primas por riesgo, por lo tanto, de los costos de financiación. También, bajo este escenario no se descarta un mayor fortalecimiento del dólar que genere una presión a la baja adicional, de corto plazo, sobre los precios de las materias primas.

También se perciben elementos de riesgo por el lado local: mayor deterioro de la confianza empresarial y un Fenómeno de El Niño más intenso

La confianza empresarial se mantenido en niveles bajos, habiendo alcanzado mínimos en años, dentro de la zona de pesimismo, de 45 puntos en el mes de mayo (el dato más bajo anterior fue en abril de 2009, con un registro de 39, durante el periodo más complicado de la crisis financiera internacional), para rebotar a 51 en junio. La debilidad de la confianza empresarial de los últimos meses ha estado vinculada a datos decepcionantes de actividad y al mayor ruido político. Nuestro escenario base asume que la confianza empresarial se mantendrá en lo que resta de este año y durante buena parte de 2016 alrededor de la lectura de junio, ligeramente dentro de terreno de optimismo. Sin embargo, una exacerbación del escenario político o aumento de la incertidumbre proveniente del exterior podría resentir la confianza empresarial, lo que afectaría el gasto de inversión del sector privado y, por lo tanto, la creación de empleo y el consumo de las familias. Como resultado la recuperación cíclica de la economía peruana sería más lenta.

También por el lado local, un factor de riesgo es que el Fenómeno de El Niño (FEN) tenga una intensidad mayor que la anticipada. Nuestro escenario base considera que esta será moderada, con impactos no muy severos sobre los sectores pesca y agricultura, y sin mayores daños sobre infraestructura. Sin embargo, la probabilidad de un FEN de intensidad fuerte se ha elevado en las últimas semanas, por lo que existe el riesgo de que sus impactos negativos sobre la actividad económica sean más sensibles que los previstos en el escenario base.

Los factores de riesgo que imprimen un sesgo a la baja: (i) una desaceleración más intensa de China y los efectos que ello puede tener sobre los precios de los metales que Perú exporta, (ii) un mayor deterioro de la confianza empresarial, y (iii) un Fenómeno de El Niño de mayor intensidad y con impactos más sensibles sobre actividades como la pesca y agricultura y daños sobre la infraestructura. Estos factores son compensados por: (i) retraso en el inicio de subidas de la tasa de política de la FED y mayor gradualidad, y (ii) un mayor crecimiento de la producción minera.

8. Tablas

	2013	2014	2015p	2016p
PIB (% , interanual)	5,8	2,4	2,5	3,8
Inflación (% , interanual, fdp)	2,9	3,2	3,7	2,8
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2,79	2,96	3,30	3,35
Tasa de interés de política (% , fdp)	4,00	3,50	3,25	3,25
Consumo privado (% , interanual)	5,3	4,1	3,5	3,7
Consumo público (% , interanual)	6,7	6,4	6,6	2,2
Inversión (% , interanual)	7,4	-1,8	-3,4	3,3
Resultado Fiscal (% del PBI)	0,9	-0,3	-2,1	-2,4
Cuenta Corriente (% del PBI)	-4,2	-4,0	-4,3	-4,1

	PIB (% , interanual)	Inflación (% , interanual, fdp)	Tipo de Cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés de política (% , fdp)
1T13	4,4	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	5,0	3,4	2,81	4,00
2T14	1,8	3,4	2,80	4,00
3T14	1,8	2,7	2,87	3,50
4T14	1,0	3,2	2,96	3,50
1T15	1,7	3,0	3,09	3,25
2T15	2,8	3,5	3,16	3,25
3T15	2,8	3,7	3,23	3,25
4T15	2,8	3,7	3,30	3,25
1T16	3,4	3,6	3,36	3,25
2T16	3,9	2,9	3,40	3,25
3T16	4,0	2,8	3,37	3,25
4T16	4,0	2,8	3,35	3,25

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

Yalina Crispin
Yalina.crispin@bbva.com

Marlon Broncano
Marlon.broncano@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