

# Situación Perú

2º TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE PERÚ



01  
La economía crecerá 3,6% en 2016 y algo por encima de 4% el próximo año apoyada en el impulso de la mayor producción minera y el gasto en infraestructura

02  
Moneda local continuará depreciándose, aunque a un ritmo más acotado, y concluirá el año entre 3,45 y 3,50

03  
Inflación seguirá cediendo en los próximos meses y convergerá al rango meta hacia fines de año

04  
Balance de riesgos neutral sobre la proyección de crecimiento

## Índice

<b>1</b>	Editorial	<b>3</b>
<b>2</b>	Crecimiento global frágil y supeditado a China	<b>5</b>
<b>3</b>	Perú: mantenemos proyecciones de crecimiento para 2016 y 2017 en 3,6% y 4,3%	<b>7</b>
	Recuadro 1. Una actualización del crecimiento potencial de la economía peruana	<b>22</b>
<b>4</b>	Mercados financieros locales: revaloración de activos y moneda solo es transitoria	<b>30</b>
<b>5</b>	Inflación empezó a ceder y se ubicará dentro del rango meta hacia fines de año	<b>33</b>
<b>6</b>	Política monetaria: estimamos que el Banco Central no hará más ajustes de tasa en lo que resta del año	<b>35</b>
<b>7</b>	Riesgos balanceados sobre nuestras previsiones de crecimiento 2016-2017	<b>37</b>
<b>8</b>	Tablas	<b>39</b>

**Fecha de cierre: 1 de mayo de 2016**

# 1 Editorial

**La actividad económica inició el año con un dinamismo interesante.** La tasa de crecimiento se mantiene algo por encima del 4% interanual. El conjunto de actividades primarias (extractivas) es el que le da impulso al producto, en particular la Minería metálica, y la extracción de cobre dentro de ella porque han iniciado operaciones dos minas grandes. La producción de este metal aumentó en términos interanuales más de 50% en el primer trimestre y de esa manera contribuyó, según nuestros estimados, con cerca de dos puntos porcentuales al crecimiento del PIB en ese período. El impulso minero se está reflejando, por el lado de la demanda, en mayores exportaciones. El resto de sectores de la economía, por el contrario, mantiene un bajo dinamismo. Ello recoge de manera más cercana lo que ocurre con la demanda interna, sobre la que si bien aún no se publican datos oficiales, los indicadores disponibles apuntan a que continúa avanzando débilmente. La finalización de la etapa de construcción de esas dos minas grandes, la mayor cautela para gastar que es natural en un contexto de elecciones generales y de anomalías climatológicas como el fenómeno El Niño, la lenta generación de empleo formal, y la relativamente elevada inflación que erosiona el poder adquisitivo son algunas de las razones por las que el gasto de empresas y familias aún no muestra mayor recuperación. En lo positivo para la demanda interna, sin embargo, ya se empieza a notar un mejor desempeño de la inversión pública de los gobiernos subnacionales luego de dos años en retroceso.

Tomando esto como punto de partida, prevemos que, luego de haberse expandido 3,3% en 2015, **la economía peruana avanzará 3,6% en 2016 y 4,3% el próximo año.** Los **motores de este crecimiento serán la mayor producción minera**, en particular la de cobre, que continuará beneficiándose del ingreso en etapa de producción de minas grandes (alcanzan su máxima capacidad operativa de manera paulatina), **y el mayor gasto público y privado en obras de infraestructura** como por ejemplo la Línea 2 del Metro de Lima y la línea de transmisión eléctrica Mantaro-Marcona-Socabaya-Montalvo en 2016, a las que se sumarán otras en 2017. En conjunto, la mayor producción cuprífera y los proyectos de infraestructura contribuirán con cerca de dos puntos porcentuales al crecimiento del PIB este año y con algo más que eso el próximo. Por el lado del gasto, esto favorecerá que se mantenga el fuerte dinamismo de las exportaciones y que el desempeño de la inversión pública y privada mejore. Las previsiones son consistentes con un gasto fiscal que implica mantener un déficit estructural equivalente a 2% del PIB potencial; con una gradual mejora de la confianza de empresarios y consumidores en la medida que los efectos del fenómeno El Niño se disipan, el proceso electoral concluye, la expansión de la demanda interna gana tracción, la inflación y la depreciación de la moneda local se moderan, y en general el ruido externo está algo más contenido; y con una reversión en 2017 de los impactos que tuvo El Niño el año previo.

Por el lado fiscal, el déficit estructural de 2% del PIB potencial que hemos considerado a lo largo de todo el horizonte de proyección implica que el crecimiento del gasto público en términos reales no será mayor que 4% en promedio por año en el período 2017/19. De aquí se desprenden dos cosas. Primero, que **la deuda pública bruta seguirá una tendencia al alza en adelante** y llegará a ubicarse hacia el año 2020 en 27,5% del PIB. Estimamos incluso que hay una probabilidad de 26% que escale por encima del 30% del PIB. Esta tendencia y el nivel que pronto alcanzaría la deuda pública bruta podrían eventualmente comprometer la calificación crediticia del país, pues la actual calificación se apoya en mucho sobre la salud de las finanzas públicas peruanas. Lo segundo que se desprende es que **no hay mucho espacio para financiar una expansión fiscal en el corto plazo, ya sea mediante incremento del gasto o reducción de impuestos, o las reformas estructurales que el país requiere.** Este escenario es retador considerando que solo con reformas estructurales el país logrará sostener un ritmo de crecimiento que permita continuar absorbiendo en condiciones adecuadas a las personas que se vayan incorporando al mercado laboral, reduciendo la

pobreza y la pobreza extrema, y engrosando la clase media. Por lo tanto, la administración gubernamental entrante tendrá que buscar incrementar la recaudación de manera estructural, y aquí será esencial reducir la informalidad. Los recursos con los que se cuente tendrán que emplearse de manera eficiente, con una clara priorización de los sectores en donde la rentabilidad social sea mayor.

En el mercado cambiario, **la moneda local se fortaleció recientemente**, algo que también ocurrió con las monedas de otras economías emergentes y en general con activos percibidos como de mayor riesgo. Estimamos que **ello es transitorio** y que **pronto el tipo de cambio USDPEN retomará su tendencia alcista**. Primero, porque nuestra visión sobre lo que ocurrirá con algunos de los factores importantes que inciden sobre la trayectoria del tipo de cambio en el corto plazo es algo distinta a la del consenso del mercado. Por ejemplo, nosotros estamos previendo que la FED elevará su tasa en lo que resta del año pues el mercado laboral se mantiene robusto, las presiones inflacionarias bajistas empiezan a ceder, y las tensiones financieras a nivel global han retrocedido, mientras que el consenso del mercado anticipa que no lo hará. La sorpresa que estimamos que se llevará el mercado generará presiones al alza sobre el tipo. Y segundo, porque hay factores estructurales que apoyan una tendencia depreciatoria de la moneda local. El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos aún es significativo, incluso luego de tomar en cuenta el auge de la producción y exportación minera. Además, el flujo de capitales hacia los sectores transables de la economía, como por ejemplo el minero, está disminuyendo y continuará haciéndolo en un entorno en el que no prevemos una recuperación importante en los precios de las materias primas, sobre todo en los de metales, y en el que las condiciones crediticias a nivel global irán poco a poco apretándose. **El tipo de cambio cerrará así el año entre 3,45 y 3,50 y se ubicará más cerca de 3,65 a fines de 2017.**

En cuanto al panorama de precios, la **inflación interanual** se ha mantenido alta y por encima del rango meta desde hace varios meses. Sin embargo, **ha empezado a ceder** en un entorno en el que la moneda local se ha apreciado y el avance de los precios de los alimentos tiende a moderarse (se disipa El Niño). Estimamos que **en lo que resta del año la inflación continuará disminuyendo**. Dos elementos le dan soporte a esta previsión: las anomalías climatológicas seguirán disipándose, con lo que el avance de los precios de los alimentos se moderará aún más; y el ritmo de depreciación interanual de la moneda local estará más contenido. Con ello prevemos que la inflación **convergerá al rango meta hacia fines de este año** y que se mantendrá no muy alejada del techo de este en 2017.

Con el descenso de la inflación en los últimos meses, las expectativas inflacionarias han empezado a seguir un comportamiento similar. En ese contexto, y **luego de haber incrementado su tasa de interés de referencia en 100pb desde setiembre, el Banco Central se ha inclinado por ubicarla en 4,25% desde febrero. Estimamos que en los próximos meses se mantendrá en ese nivel.** Hay pocas razones para continuar elevándola. De un lado, no hay presiones de demanda: el gasto del sector privado aún se encuentra débil y en lo que resta del año continuará avanzando a un ritmo por debajo del 2% interanual. De otro, si bien es cierto que la inflación y sus distintas medidas, así como las expectativas inflacionarias, aún están desviadas del rango meta y probablemente seguirán estándolo durante la mayor parte del año, también es cierto que ya han empezado a descender y continuarán haciéndolo en los próximos meses. En este contexto, no parece muy conveniente forzar (con ajustes adicionales de la tasa de política) a que la mejora en el entorno de precios se dé con mayor prisa.

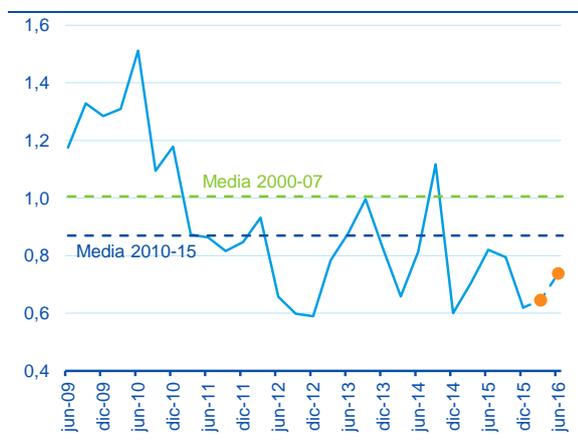
Finalmente, **los riesgos sobre nuestras proyecciones de crecimiento para 2016/17 están balanceados.** Son riesgos bajistas China y eventuales retrasos en la ejecución de las grandes obras de infraestructura. Pero estos son compensados por el riesgo al alza que proviene del choque positivo que la administración gubernamental entrante pueda generar sobre la confianza de empresas y familias, con un efecto dinamizador sobre la actividad económica más acentuado que el contemplado en nuestro escenario base.

## 2 Crecimiento global frágil y supeditado a China

Los datos disponibles para el primer trimestre de 2016 confirman nuestros pronósticos de estabilización del crecimiento de la economía mundial en tasas reducidas pero ligeramente superiores a las de finales de 2015. El indicador BBVA-GAIN<sup>1</sup> cifra el aumento trimestral del PIB mundial en 0,6% (2,6% en tasa anualizada), bien por debajo del promedio registrado entre 2010 y 2015 (Gráfico 2.1). Un ritmo de crecimiento que podría acelerarse ligeramente en el segundo trimestre si se consolidan las señales de menor deterioro que arrojan los indicadores disponibles de producción, comercio y confianza empresarial, pero que todavía resulta insuficiente para que el avance anual de la economía mundial se sitúe en torno al 3,2% (nuestra previsión para el conjunto de 2016).

El fuerte aumento de la volatilidad financiera observado entre diciembre de 2015 y febrero de 2016, además de responder a la propia desaceleración de la actividad global, amenazaba con acentuarla si persistía con la misma intensidad y terminaba por traducirse en una contracción de las decisiones de gasto. El balance mejor de lo esperado de los indicadores económicos de China, junto con las menores presiones bajistas sobre la cotización del yuan, la recuperación de los precios de las materias primas y la moderación de las expectativas de subidas de tipos de interés por parte de la Fed, ha sido clave en la remisión de las tensiones financieras a partir de entonces y en la reducción, a su vez, de la probabilidad de ocurrencia de un escenario de estrés de dimensión global a corto plazo.

Gráfico 2.1  
**PIB mundial, % t/t. Previsiones 1T y 2T para 2016 en base a BBVA-GAIN**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
**Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)**



Fuente: BBVA Research y Haver

### China: menores riesgos a corto plazo, pero más dudas a largo plazo

El refuerzo de las políticas de estímulo, tanto monetario como fiscal, por parte de las autoridades chinas ha contribuido a suavizar los efectos del reajuste del sector manufacturero sobre la producción agregada y, por tanto, sobre los flujos comerciales del país con el resto del mundo. A corto plazo, la implementación de medidas contra-cíclicas puede facilitar una desaceleración de la economía más gradual de lo esperado; sin embargo, si ello trae aparejado un retraso en la corrección de desequilibrios fundamentales como el elevado apalancamiento del sector corporativo o el exceso de oferta en algunas ramas de la industria y la construcción, la vulnerabilidad financiera de China ante *shocks* como el observado en el verano de 2015 se estaría incrementando y, con ello, su potencial desestabilizador sobre el resto del mundo. Tomado en

1: Véase <https://www.bbvarsearch.com/en/publicaciones/global-gdp-growth-remains-stuck-at-2-6-yoy-in-q1-less-cloudy-outlook-but-the-same-risks/>

conjunto, estos factores nos llevan a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento en China en 2016, hasta el 6,4% en 2016, y mantener un crecimiento de 5,8% en 2017.

## El entorno internacional condiciona las decisiones de la Fed y contribuye a aliviar las presiones sobre los emergentes

El peso otorgado por los agentes al deterioro del entorno internacional en la función de reacción de la Fed explica el retraso en las expectativas sobre la próxima subida de tipos de interés. Frente a los dos aumentos que pronostican los miembros del FOMC para 2016, el mercado ha trasladado el siguiente incremento a principios de 2017. La respuesta del dólar, depreciándose pese al buen comportamiento relativo que sigue exhibiendo la demanda doméstica de EE.UU., y la relajación de los tramos largos de la curva dólar han contribuido a aliviar las restricciones de financiación del bloque emergente, como refleja: (i) el índice BBVA de tensiones financieras para esta región, que ha corregido todo el repunte observado en los primeros meses de 2016 (Gráfico 2.2), y (ii) la reactivación de las entradas de capital extranjero, en donde se ha producido entradas netas de capital en los países emergentes desde mediados de febrero debido, en parte, a la relocalización de flujos de inversión hacia instrumentos con mayor rentabilidad.

Además, en la medida en que los bancos centrales desarrollados mantengan la dirección de política monetaria de los últimos meses (refuerzo o mantenimiento de los estímulos en el caso del BCE y el Banco de Japón; prudencia en la normalización de tipos de interés por parte de la Fed), las autoridades emergentes dispondrán de mayor margen de maniobra para priorizar, entre sus objetivos, la recuperación económica. La gradualidad esperada para la Fed (factor de soporte a los flujos de capital hacia la región) y la recuperación reciente de las divisas (contención del posible aumento de la inflación por encarecimiento de los bienes importados) limitan la necesidad de acometer subidas agresivas de tipos de interés.

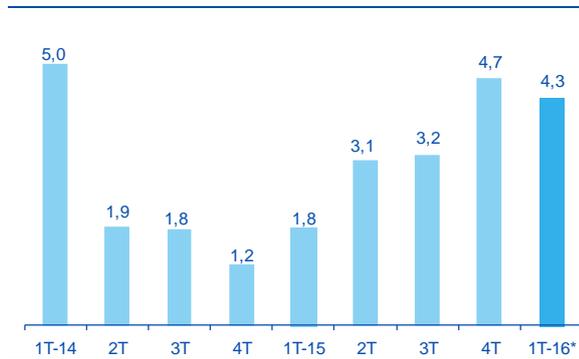
Con todo, la mejora relativa del escenario económico global en el último trimestre continúa siendo frágil y supeditada, a corto plazo, tanto a la evolución de la economía china como a la resolución de los focos de inestabilidad geopolítica presentes en Europa. En cualquier caso, no es descartable que se repitan episodios de volatilidad financiera como el de principios de este año (de mayor o menor intensidad), en un contexto de incertidumbre elevada sobre la capacidad del bloque emergente para sortear su desaceleración y de los bancos centrales desarrollados para relanzar el crecimiento.

### 3 Perú: mantenemos proyecciones de crecimiento para 2016 y 2017 en 3,6% y 4,3%

#### ¿Cómo vino la actividad en los primeros meses del año?

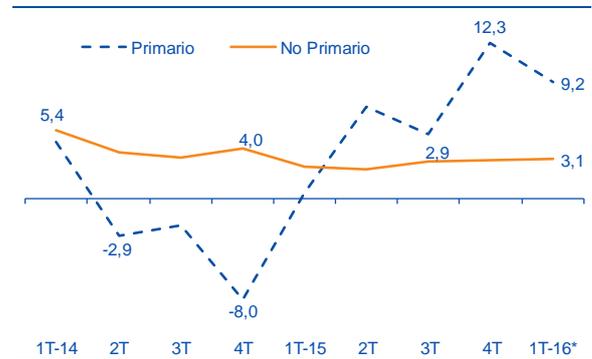
En general, el PIB mantiene un ritmo de expansión interanual por encima del 4% en este momento (ver Gráfico 3.1). El principal impulso continúa proviniendo del conjunto de sectores extractivos de la economía (ver Gráfico 3.2), en particular de la minería metálica.

Gráfico 3.1  
**PIB**  
(var. % interanual)



\*Estimado.  
Fuente: INEI y BBVA Research

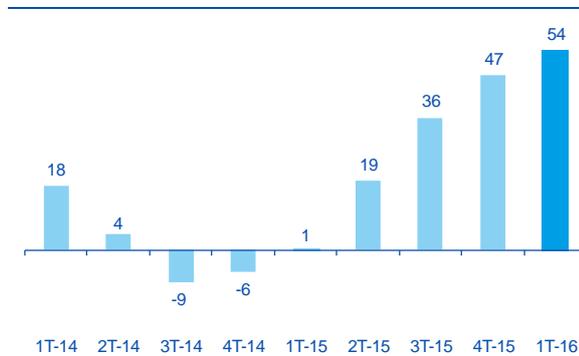
Gráfico 3.2  
**PIB: componente primario (extractivo) y no primario (var. % interanual)**



\*Estimado. PIB no primario excluye derechos de importación.  
Fuente: INEI y BBVA Research

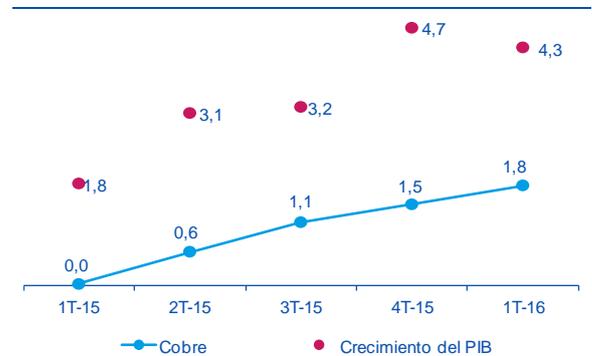
Dentro de la minería metálica, el soporte más importante sigue siendo la extracción de cobre. La mayor producción de Cerro Verde (ampliación), la normalización de los niveles de Antamina, y el ingreso en etapa productiva de Las Bambas explicaron el aumento de más de 50% interanual en la extracción de cobre durante el primer trimestre (ver Gráfico 3.3). Con ello, la producción de este metal explicó cerca de la mitad del crecimiento económico en el trimestre (ver Gráfico 3.4). Estimamos que este impulso continuará siendo muy importante en adelante, aunque irá moderándose.

Gráfico 3.3  
**Producción de cobre**  
(var. % interanual)



Fuente: INEI, MINEM y BBVA Research

Gráfico 3.4  
**Producción de cobre: contribución al crecimiento (puntos porcentuales)**



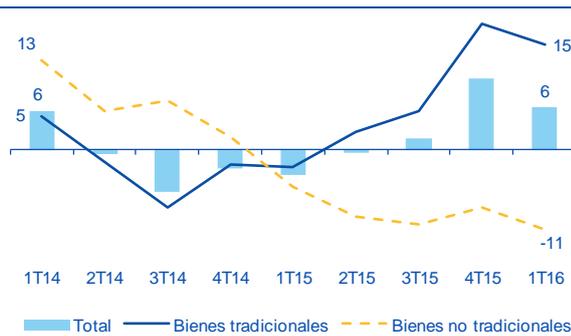
Fuente: INEI, MINEM y BBVA Research

En cuanto al conjunto de sectores no primarios, el avance continuó siendo moderado, aunque hubo cierta mejora. Construcción, por ejemplo, que venía negativo desde enero 2015, empieza a mostrar cifras positivas principalmente por un mayor gasto de inversión de los gobiernos subnacionales; y Servicios, se

mantiene ante la continuidad del dinamismo de actividades vinculadas al sector financiero, de telecomunicación y administración pública. En lo negativo, sin embargo, Comercio empieza a mostrar cierta fatiga en un contexto en el que el gasto de las familias se modera debido a que la generación de empleo formal está débil, la inflación sigue alta, y el crédito de consumo ha dejado de acelerarse y, la Manufactura no primaria sigue débil, reflejando en particular una demanda externa muy contenida (LatAm se contrae) y quizás cierta normalización de inventarios acumulados el año pasado.

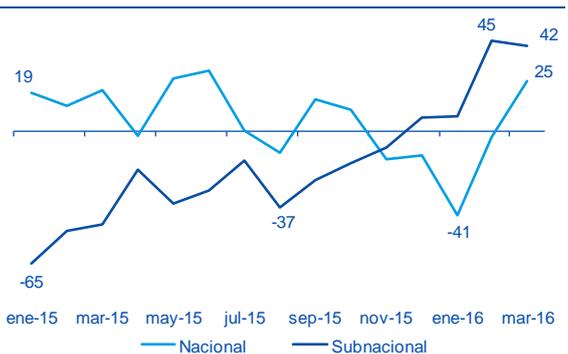
Por el lado del gasto, aún no se publican las cifras oficiales del primer trimestre. Sin embargo, los indicadores disponibles apuntan a que los componentes más dinámicos son, las exportaciones debido al fuerte crecimiento de la minería metálica, y la inversión pública por la recuperación de gasto de capital de gobiernos subnacionales. En efecto, las exportaciones en términos reales habrían mostrado una evolución favorable al registrar un avance de 6% en el primer trimestre, lo que básicamente reflejó el boom de la producción de cobre. Los envíos de productos no tradicionales se contrajeron (ver Gráfico 3.5). En tanto, el mejor desempeño de la inversión pública en los primeros tres meses del año reflejó en particular un mejor resultado de los gobiernos subnacionales en un contexto donde las autoridades ya han tenido tiempo suficiente para adquirir conocimiento en la gestión de este tipo de gasto (ver Gráfico 3.6).

Gráfico 3.5  
**Exportaciones reales de bienes**  
(var. % interanual)



Fuente: BCRP, SUNAT y BBVA Research

Gráfico 3.6  
**Inversión pública**  
(var. % interanual)



Fuente: BCRP, MEF y BBVA Research

Los indicadores de gasto privado, sin embargo, sugieren que este aún siguió débil en el primer trimestre. Nuestros estimados de inversión privada apuntan a que siguió retrocediendo en un contexto de menor inversión minera (a febrero acumuló una contracción nominal anual de 17%, ver Gráfico 3.7), holguras que se desprenden de niveles relativamente elevados de inventarios y sorpresas negativas por el lado de la demanda de las empresas (ver Gráfico 3.8), y cierta cautela por las elecciones generales.

Gráfico 3.7  
**Inversión minera<sup>1/</sup>**  
(en USD, acum. en último año, var. % interanual)



1/ Representa alrededor de 20% de la inversión privada total.  
Fuente: MINEM y BBVA Research

Gráfico 3.8  
**Nivel de demanda respecto a lo esperado**  
(en puntos)



Fuente: BCRP y BBVA Research

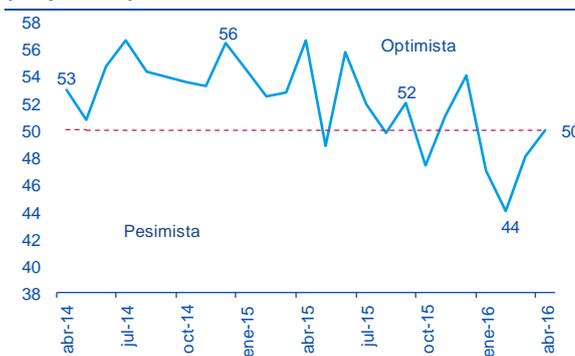
Por el lado del consumo, la debilidad de la generación formal de empleo (ver Gráfico 3.9) y la relativamente elevada inflación, que erosiona el poder adquisitivo del ingreso, no han favorecido la situación económica de las familias (ver Gráfico 3.10), las cuales en este contexto habrían incrementado su gasto de manera más acotada que en trimestres previos (avance más cercano al 3%).

Gráfico 3.9  
**Empleo urbano formal**  
(var. % interanual, promedio móvil seis meses)



Fuente: INEI y BBVA Research

Gráfico 3.10  
**Situación familiar presente**  
(en puntos)



Fuente: Apoyo Consultoría y BBVA Research

## Escenario base de proyección para la economía peruana en 2016/17: principales factores exógenos considerados

Nuestro escenario base de proyección para la economía peruana es consistente con elementos exógenos tanto por el lado externo como local. Algunos de los principales se describen a continuación.

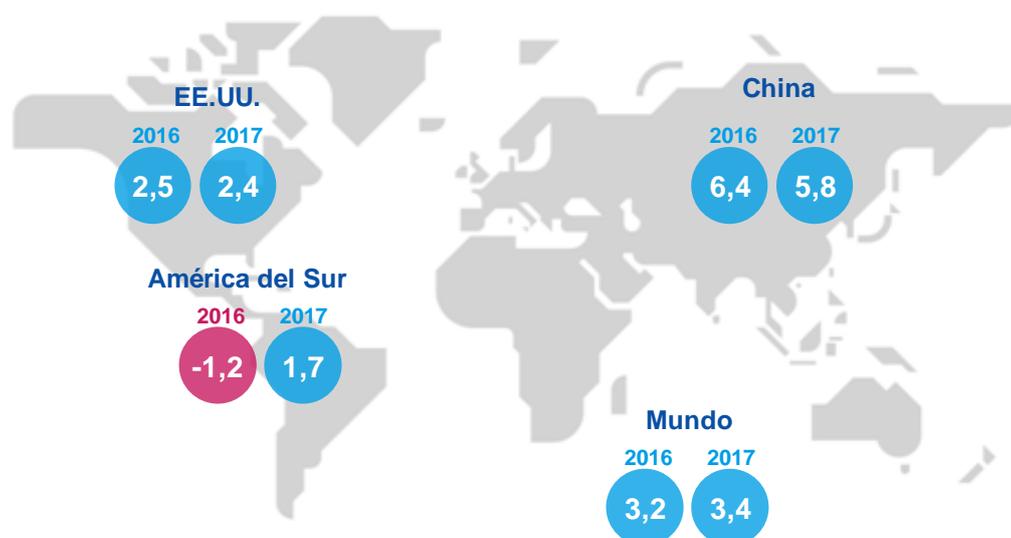
Por el lado externo,

1. **La actividad económica global avanzará en 2016 a un ritmo similar al del año pasado** (3,2%, ver Gráfico 3.11), para luego ir en adelante mejorando gradualmente. Al interior, el conjunto de economías avanzadas crecerá 2,0% en 2016, y en el caso particular de EEUU, a un ritmo de 2,5%, no muy distinto al que concluyó el 2015. El principal soporte de la expansión norteamericana será el consumo privado, apoyado en la fortaleza del mercado laboral y en un entorno de precios favorable, los que darán soporte al incremento del ingreso disponible de las familias y más que compensarán la incertidumbre económica y política (a nivel doméstico como internacional). La previsión de crecimiento para EEUU también considera que habrá un escaso aumento del gasto en capital fijo, recogiendo así el ajuste de la inversión en el sector energético (debido al disminuido precio del petróleo) pero también una paulatina mejora de la actividad residencial; y que las exportaciones serán débiles en respuesta tanto a la apreciación del dólar como, en menor medida, a la desaceleración del comercio mundial.

Por otro lado, las economías emergentes se expandirán alrededor de 4% en 2016, una tasa similar a la del año anterior pero que esconde un avance más moderado de China y un mayor retroceso de LatAm. En el caso de China, el dinamismo de la actividad continuará descendiendo, pero el ajuste no será pronunciado, como tampoco lo ha sido hasta ahora. Para ello, las autoridades económicas chinas continuarán implementando medidas expansivas por el lado de la demanda y buscarán así alcanzar su objetivo de crecimiento del PIB de entre 6,5% y 7,0% para el año. El reto no es menor y tampoco hay mucho espacio para cometer errores de política. En este entorno, nuestro escenario base considera que China avanzará a un ritmo de 6,4% en 2016, una cifra no muy distinta de la meta gubernamental fijada. Y en cuanto a LatAm, la mayoría de las economías más grandes ralentizarán

su crecimiento en comparación con el año previo reflejando la debilidad de los precios de las materias primas, factores idiosincráticos en algunos casos, y en ese contexto, una menor confianza de empresarios y consumidores. Así, el conjunto de países de la Alianza del Pacífico se expandirá entre 2,0% y 2,5% en 2016, algo por debajo del año anterior, mientras que la contracción del Mercosur se acentuará y sobrepasará el 3,5%.

Gráfico 3.11  
**Crecimiento mundial**  
(var. % interanual)



Fuente: BBVA Research

El **crecimiento mundial será algo mayor en 2017**, de 3,4%. Por áreas económicas, LatAm y la Eurozona serán los dos principales soportes de esta mejora (ver Gráfico 3.11), mientras que EEUU se expandirá a una tasa no muy distinta a la del año previo y el dinamismo de China mantendrá su tendencia a moderarse.

- Los términos de intercambio volverán a disminuir en 2016** (en promedio, algo más de 3%), luego de haber retrocedido cerca de 20% de manera acumulada durante los cuatro años anteriores. En promedio, los precios de las exportaciones volverán a ajustarse a la baja, esta vez alrededor de 8%, mientras que los precios de las importaciones también volverán a disminuir, ahora poco más de 5%. Estimamos que en general los precios de las materias primas habrían alcanzado sus mínimos en el primer trimestre del año. Luego de ello han mejorado en un contexto de recortes de producción (por los bajos precios), bancos centrales en economías desarrolladas que están prolongando o incluso intensificando el tono expansivo de sus políticas monetarias (FED más *dovish*, lo que debilita al dólar), y datos de actividad en las distintas áreas económicas del mundo que si bien apuntan a que la recuperación es lenta (o a que el crecimiento se modera, como en el caso de China), están básicamente en línea con lo anticipado, lo que ha alejado el temor de que se materialice un escenario de riesgo. Creemos, sin embargo, que parte de ese rebote en los precios de las materias primas no se sostendrá en lo que resta del año porque no corresponde a los fundamentos de la economía global.

En este contexto, y para el caso concreto del **precio del cobre**, metal que actualmente representa cerca del 25% del valor que Perú exporta en bienes, **el escenario base incorpora un nivel promedio de USD/libra 2,20 para 2016**. Desde su nivel actual en torno a USD/libra 2,25, nuestra previsión es que la cotización del cobre se ubicará alrededor de USD/libra 2,22 al cierre del año. Más adelante, conforme algunos proyectos cupríferos menos rentables a nivel global recortan su producción y se hace más evidente que el crecimiento mundial se encuentra en una senda de gradual recuperación -China en particular mantiene un “aterrizaje suave”-, el precio del cobre irá incrementándose paulatinamente (en promedio alrededor de USD/libra 2,28 en 2017 y más cerca de USD/libra 2,45 en un horizonte de medio plazo).

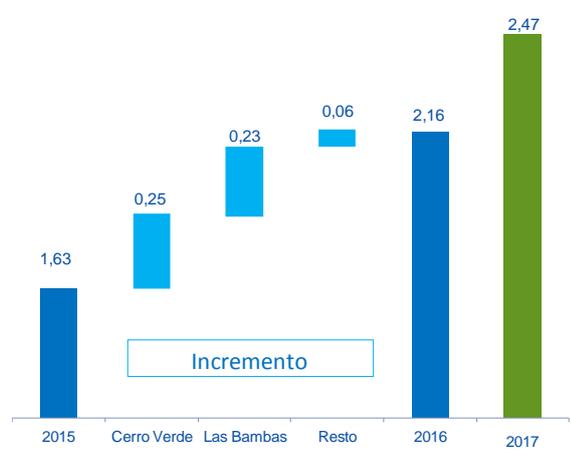
**En cuanto al precio del petróleo WTI, el escenario base incorpora un nivel promedio de USD/barril 35 para 2016**. Anticipamos que desde su nivel actual por encima de los USD/barril 40, la cotización del petróleo WTI tendrá cierto retroceso en el corto plazo (los factores generales antes mencionados implican tanto sobreoferta como inventarios elevados en este mercado), cerrando el año alrededor de los USD/barril 37. Más adelante, el impacto rezagado del actual menor gasto de capital en el sector petrolero (por el sostenido bajo precio del crudo) e incluso la quiebra de algunas empresas norteamericanas contendrán la expansión de la oferta global y rebajarán los inventarios, lo que le dará soporte al precio (se ubicará en promedio alrededor de USD/barril 44 en 2017 y más cerca de USD/barril 58 en un horizonte de medio plazo).

3. **El ciclo de normalización de la tasa de política de la FED continuará en 2016** debido a la fortaleza del mercado laboral, a que las presiones a la baja sobre la inflación están cediendo, y al espacio que otorga el descenso de las tensiones financieras a nivel global (estuvieron muy elevadas en el primer trimestre del año). Sin embargo, **el ajuste será gradual** porque la inflación continuará por debajo del objetivo de 2% en un entorno en el que no habrá una reactivación sustancial del gasto privado (más allá del consumo y el empleo). Preveemos que **como máximo habrá dos incrementos de la tasa de política en 2016, de 25pb cada uno**, hasta 1,0%. Eso nos aleja del consenso del mercado, que considera que la FED no ajustará su tasa en lo que resta del año. La sorpresa que en nuestra opinión se llevará tendrá un impacto a la baja sobre los precios de los activos de mayor riesgo, como por ejemplo los de países emergentes, entre ellos Perú. La gradual normalización de la posición monetaria en EEUU proseguirá en 2017 y estimamos que la tasa de la FED cerrará ese año en 2,0%.

Por el lado local, nuestro escenario base de proyección es consistente con:

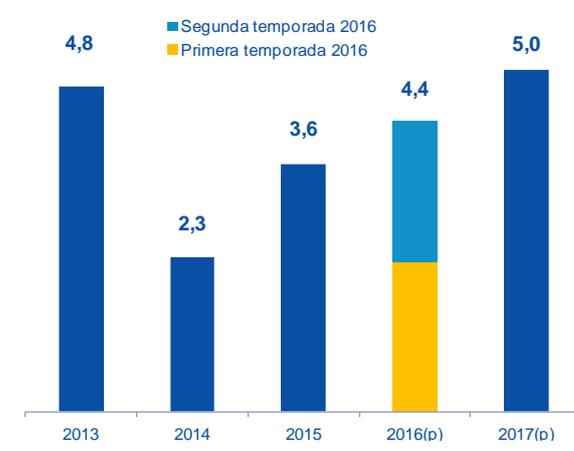
4. **Una significativa expansión de las actividades primarias**. La extracción de cobre continuará avanzando de manera significativa en 2016 (ver Gráfico 3.12). La ampliación de Cerro Verde incrementará su ritmo de producción a lo largo del año y alcanzará su máxima capacidad operativa a fines de 2016. Las Bambas, por su parte, irá elevando gradualmente su extracción y aún más en 2017. Como resultado, la producción cuprífera peruana, que culminó en 2015 en TM 1,6 millones, aumentará 33% en 2016 y 14% en 2017. Cabe mencionar que la mayoría de estos proyectos tienen *cash-costs* relativamente bajos, de entre USD/libra 0,90 y 1,10, de manera que son rentables aún con precios deprimidos como los que preveemos para 2016 (antes que recortar la oferta de estos proyectos se recortaría la de minas en el resto del mundo, lo que le imprimiría resistencia a un descenso adicional de la cotización de la libra de cobre).

Gráfico 3.12  
Producción de cobre  
(TM millones)



Fuente: MINEM y BBVA Research

Gráfico 3.13  
Extracción de anchoveta  
(TM millones)

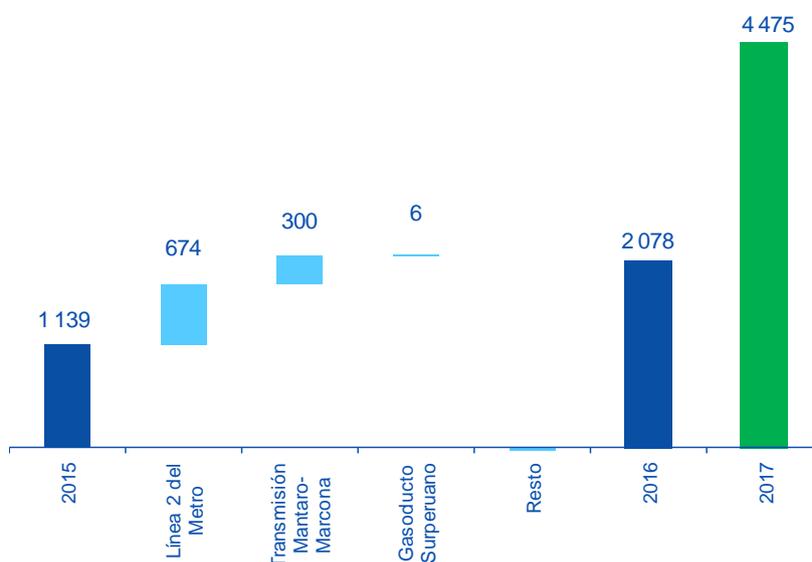


Fuente: INEI, PRODUCE y BBVA Research

Por otra parte, el escenario base considera que la extracción de anchoveta mejorará en 2016 debido a que las anomalías en la temperatura del mar (El Niño de intensidad moderada) no habrían afectado el proceso reproductivo de la anchoveta. Como resultado, se ha incorporado un desembarque de TM 1,9 millones durante la primera temporada de captura, que suena conservador si tomamos en cuenta declaraciones que hizo el Ministro del sector a principios de año en las que señala que la cuota de captura será “grande” (fue TM 2,8 millones el año pasado), y TM 2,4 millones para la segunda temporada. En 2017 la captura será aún mejor en un entorno en el que no se prevén mayores anomalías climatológicas, de manera que la extracción de anchoveta podría ubicarse más de cerca de los TM 5 millones (ver Gráfico 3.13).

5. **La aceleración de las inversiones vinculadas con grandes proyectos de infraestructura**, en particular la Línea 2 del Metro de Lima y la línea de transmisión eléctrica Mantaro-Marcona-Socabaya-Montalvo en el sur de Perú durante 2016. En conjunto, estos dos proyectos implican un mayor gasto que el año pasado en inversión privada y pública que se aproxima a los USD 1 000 millones (ver Gráfico 3.14), lo que equivale a siete décimas de punto porcentual del PIB en términos reales. De manera general, la aceleración que prevemos en la construcción de grandes proyectos de infraestructura incorpora ya algunos retrasos que puedan ocurrir (o que ya están ocurriendo) debido a liberaciones de interferencias, mayor tiempo para concluir con expropiaciones de terrenos, o dificultades para terminar de conseguir el financiamiento que permita continuar con las obras. Es por ello que no hemos considerado para 2016 una aceleración en el gasto de inversión en obras como el gasoducto en el sur de Perú o la modernización de la refinería de Talara.

Gráfico 3.14

Proyectos de infraestructura seleccionados<sup>1/</sup> (USD millones)

1/ Recoge cinco grandes proyectos de infraestructura: los tres indicados en el gráfico, la modernización de la refinería de Talara, y la construcción del aeropuerto de Chinchero en Cusco.  
Fuente: BCRP y BBVA Research

En 2017 volverá a incrementarse el gasto en la construcción de la Línea 2 del Metro de Lima, y a este se sumarán, entre otras razones porque ya se habrá asegurado el financiamiento para continuar obras, la modernización de la refinería de Talara, el gasoducto surperuano, y el aeropuerto de Chinchero. El incremento en la inversión privada y pública vinculada con este conjunto de proyectos será de más de USD 2 000 millones en 2017, que equivale a una contribución porcentual al crecimiento económico de ese año de más de un punto y medio. El desarrollo de infraestructura continuará dándole así soporte a la actividad económica en 2017.

6. **Una paulatina normalización de los inventarios acumulados en 2015.** Parte de las existencias que se acumularon a fines del año pasado, en particular las de cobre y anchoveta (con la que luego se elabora harina y aceite de pescado), se colocarán en los mercados internacionales en el primer semestre de 2016. Otra parte fue importada y no tiene mucha competencia local, dentro de la que están bienes como los automóviles, los electrodomésticos y alguna maquinaria y equipos, de manera que su desacumulación no implicará mayor lastre para el crecimiento económico. Para lo restante estamos considerando que si bien habrá competencia con (y desplazamiento de) nueva producción doméstica, el proceso de digerir las existencias acumuladas durante el año pasado será paulatino y ordenado, de manera que poco a poco se vaya completando el proceso, lo que tendrá por ejemplo un impacto negativo pero medido sobre el comportamiento de la industria local en el presente año, y que será poco significativo en 2017.
7. **Un déficit fiscal estructural de 2% del PIB potencial en el horizonte de proyección.** Si bien la administración gubernamental saliente plasmó la intención de ir en adelante recortando este déficit en medio punto porcentual por año, ello restringiría de manera importante el gasto que podría realizar la administración entrante. Por lo tanto, es poco probable que ese ajuste se implemente, menos aún si tomamos en cuenta que los dos candidatos presidenciales que se encuentran en la segunda vuelta del proceso electoral han mostrado su intención de incrementar el gasto público en el corto plazo e incluso uno de ellos propone reducir tasas impositivas de manera permanente. En este contexto,

nuestro escenario base de proyección para la economía peruana considera como supuesto de trabajo un gasto público consistente con un déficit fiscal estructural que se estaciona en un nivel de 2% del PIB potencial a lo largo de todo el horizonte de proyección. Un mayor debilitamiento de las cuentas públicas podría darle un impulso adicional temporal a la actividad económica por el lado fiscal, pero también elevar las primas de riesgo, lo que generaría un impacto negativo sobre el gasto del sector privado, compensando así por lo menos parte del estímulo.

Más allá del gasto público, pero vinculado con lo que hará la administración entrante desde el tercer trimestre de este año, nuestras proyecciones no incorporan reformas económicas sustanciales, las que no solo le darían soporte al crecimiento del PIB en el medio plazo sino que también acentuarían la mejora de la confianza empresarial que anticipamos para el corto. El escenario base de proyección es conservador en ese sentido, a la espera de definiciones por parte del candidato presidencial que resulte ganador el 5 de junio.

8. **Una reversión en 2017 de los impactos que tuvo el fenómeno El Niño el año previo.** El Niño ha impactado este año negativamente, por ejemplo, sobre la producción de alimentos, tanto de los orientados al consumo interno como los exportables. En 2017, cuando las condiciones climatológicas serán más normales, la comparación interanual de crecimiento en actividades productivas como la agrícola se verá entonces favorecida.

Los principales factores exógenos considerados en nuestro escenario base de proyección para la economía peruana en el período 2016/17 se resumen en la Tabla 3.1.

Tabla 3.1.

**Escenario base: principales factores exógenos considerados**

	2014	2015	2016	2017
<b>Supuestos Externos</b>				
<b>Crecimiento (Var % interanual)</b>				
<b>Mundo</b>	3,4	3,1	3,2	3,4
<b>Avanzadas</b>	1,8	1,9	2,0	2,0
EE.UU.	2,4	2,4	2,5	2,4
<b>Emergentes</b>	4,6	4,0	4,1	4,5
China	7,3	6,9	6,4	5,8
Latam-7 <sup>1</sup>	0,8	-0,5	-1,2	1,7
Alianza del Pacífico	2,6	2,7	2,3	2,8
Mercosur	-0,5	-2,9	-3,7	0,8
<b>Precios de materias primas</b>				
Términos de intercambio (var% a/a)	-5,4	-6,3	-3,6	-3,6
Cobre (LME, USD/lb., promedio)	3,11	2,50	2,20	2,28
Petróleo (WTI, USD/bar., promedio)	93	49	35	44
<b>Tasas</b>				
Tasa de FED (fdp)	0,25	0,50	1,00	2,00
<b>Supuestos Internos</b>				
Inventarios	-	-	Desacumulación gradual	-
Fenómeno El Niño (intensidad)	-	-	Moderada	Reversión positiva
Inversión en proy. Infraestructura (millones US\$) <sup>2</sup>	563	1 139	2 078	4 475
Extracción de cobre (millones TM)	1,3	1,6	2,2	2,5
Extracción de anchoveta (millones TM)	2,3	3,6	4,4	5,0

1/ Incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, y Venezuela.

2/ Incluye los proyectos de infraestructura Línea 2 del Metro de Lima, gasoducto en el sur de Perú, línea de transmisión eléctrica Mantaro-Montalvo, modernización de la refinería de Talara, y aeropuerto de Chinchero.

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

## En este contexto, continuamos previendo que la actividad crecerá 3,6% en 2016 por mayor producción de cobre y gasto en infraestructura

Sectorialmente, el principal soporte del PIB en 2016 continuará siendo el conjunto de actividades primarias, que se acelerará hasta cerca de 8% (ver Tabla 3.2). Su dinamismo será más acentuado en el primer trimestre del año.

Tabla 3.2  
**PIB por el lado sectorial**  
(var. % interanual)

	2013	2014	2015	2016(p)	2017(p)
Agropecuaria	1,6	1,4	2,8	0,2	3,2
Pesca	24,1	-27,9	15,8	5,0	4,2
Minería e hidrocarburos	4,9	-0,8	9,3	12,5	8,3
Minería metálica	4,3	-2,1	15,5	15,5	8,5
Hidrocarburos	7,2	4,0	-11,6	-0,9	7,3
Manufactura	5,0	-3,3	-1,7	-1,5	2,7
Primaria	15,3	-9,7	1,3	3,0	4,1
No primaria	2,0	-1,0	-2,6	-3,0	2,2
Electricidad y agua	5,5	4,9	6,2	7,6	6,3
Construcción	8,9	1,7	-5,9	-0,3	3,4
Comercio	5,9	4,4	3,9	3,1	3,5
Otros servicios	6,4	5,8	5,1	4,2	4,3
<b>PIB Global</b>	<b>5,8</b>	<b>2,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>
PIB primario	5,9	-2,3	6,6	7,9	6,5
PIB no primario*	5,8	4,1	2,7	2,7	3,9

\* PIB no primario excluye impuestos y derechos de importación.  
Fuente: BCRP, INEI y BBVA Research

El sector estrella dentro del conjunto de actividades primarias será la Minería metálica, y al interior de ella, la producción de cobre. El aumento que esta tendrá, de 33% en el año, contribuirá con cerca de dos puntos porcentuales a la tasa de crecimiento del PIB en 2016. Por el contrario, nuestras previsiones están asumiendo que la extracción de zinc y oro tenderán a disminuir en el año debido al agotamiento de algunas minas o la intención de alargar la vida útil de otras (y esperar así precios más altos en el futuro). La Pesca, por su parte, crecerá 5% en 2016, apoyada en la mayor extracción de anchoveta de algo más de 20% en el año, lo que también se recogerá en el desempeño de la Manufactura primaria.

Por el contrario, la producción agropecuaria estará lastrada por las anomalías climatológicas de El Niño (sequía en algunas zonas del país, por ejemplo), no solo porque habrá cosechas que se malograrán sino también porque habrá siembras que no se harán durante la primera mitad del año, las que se suman a las siembras que no se hicieron en el segundo semestre de 2015 porque se anticipaba en ese momento que El Niño sería de mayor intensidad que la que finalmente tuvo.

En cuanto al conjunto de sectores no primarios, este no registrará mejora en 2016, reflejando así lo que ocurrirá por el lado de la demanda. Por componentes, Servicios y Comercio sostendrán tasas de crecimiento de entre 3,5% y 4,5%, que si bien son menores que las del año pasado, de manera coherente con cierta fatiga transitoria del gasto de las familias, aún le darán un importante soporte al producto.

En el caso de la Construcción, recogerá en lo positivo el impulso de las grandes obras de infraestructura que antes se detalló y la recuperación de la inversión pública a nivel de gobiernos subnacionales (luego de contraerse por dos años consecutivos). Por otro lado, sin embargo, habrá tres elementos que no favorecerán el crecimiento de la Construcción en 2016. El primero de ellos, un mercado inmobiliario que seguirá lento este año. El segundo, la inversión minera, que seguirá contrayéndose (en un monto estimado en USD 2 100 millones) debido a que se perderá el sostén de las últimas minas grandes en fase de construcción como la ampliación de Cerro Verde y Las Bambas, que habrán pasado a su etapa de producción, y a que la reinversión en minas existentes se debilitará porque las utilidades de las empresas

de este sector serán en conjunto menores dado que los precios de los metales básicos seguirán en niveles bajos. Y el tercero, una inversión en el sector de hidrocarburos (en exploración y explotación) que continuará deprimida en un entorno en que el nivel que estimamos para el precio del petróleo no la hace muy atractiva. En el balance, la Construcción no mostrará recuperación en 2016 (luego de un pronunciado retroceso cercano al 6% el año pasado) y su aporte al crecimiento será nulo.

Finalmente, la Manufactura no primaria será la actividad de más pobre desempeño. Las ventas al exterior de bienes con mayor contenido manufacturado (exportaciones no tradicionales) seguirán disminuyendo en 2016 pues el principal comprador, LatAm, se contraerá incluso algo más que el año pasado y el sector tendrá que digerir paulatinamente la acumulación de existencias que se dio en 2015. La contracción que se anticipa será sin embargo contenida por la fortaleza del gasto de las familias en EEUU, que en alguna medida moderará la menor demanda de LatAm de exportaciones no tradicionales peruanas, y por la ausencia de la carga que el retroceso de la demanda desde el sector Construcción significó para la Manufactura no primaria el año pasado.

### Por el lado de la demanda, mayor producción minera se reflejará en exportaciones, mientras que gasto en infraestructura le dará soporte a la inversión pública y privada

Las exportaciones continuarán siendo las de mejor desempeño por el lado del gasto (ver Tabla 3.3). Esto básicamente reflejará el boom de la producción de cobre, mientras que las ventas de productos no tradicionales y los servicios tendrán un comportamiento discreto.

Tabla 3.3  
PIB por el lado del gasto  
(Var.% interanual)

	2015	2016(p)	2017(p)	2018(p)	2019(p)	2020(p)
1. Demanda Interna	3,0	1,7	3,0	3,6	3,8	3,7
a. Consumo privado	3,4	3,1	3,4	3,5	3,7	3,7
b. Consumo público	9,3	2,4	3,0	2,5	2,9	3,3
c. Inversión bruta interna	-0,5	-1,9	1,9	4,3	4,3	3,8
Inversión bruta fija	-4,9	-0,5	4,6	4,1	4,7	4,7
- Privada	-4,3	-2,2	3,7	3,8	4,6	4,6
- Pública	-7,5	6,5	7,7	5,0	5,0	5,0
2. Exportaciones	3,3	5,7	6,3	3,0	2,1	2,1
3. <b>PBI</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>
4. Importaciones	2,4	-1,7	1,1	2,4	2,5	2,5

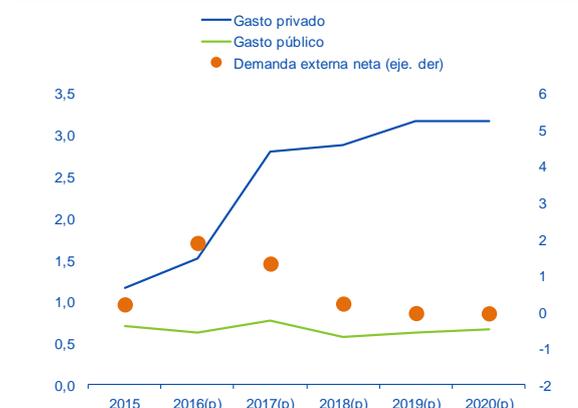
Nota:

Gasto privado (excl. inventarios) 1,4 1,8 3,5 3,6 4,0 4,0

Demanda interna (excl. inventarios) 1,9 2,1 3,6 3,5 3,9 3,9

Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.15  
PIB por el lado del gasto  
(contribución al crecimiento)



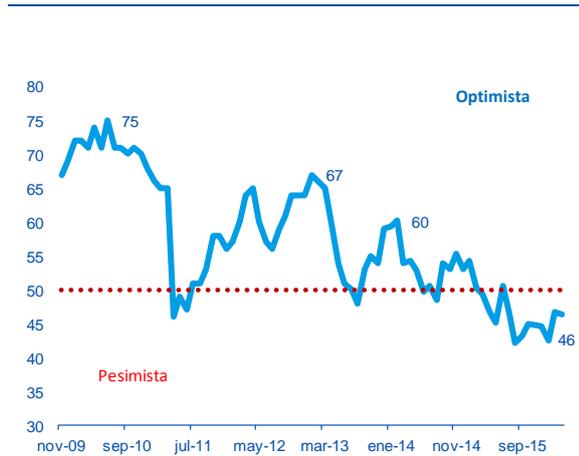
Fuente: BCRP y BBVA Research

La inversión bruta fija, por su parte, que se contrajo en los dos años anteriores por la debilidad tanto del componente público como privado, volverá a hacerlo en 2016, aunque de manera muy contenida. Al interior, la inversión pública y la privada tendrán un desempeño muy distinto. La pública avanzará entre 6% y 7%. Se apoyará en el mayor gasto para infraestructura, en donde destacarán los mayores desembolsos para la Línea 2 del Metro de Lima, y en la recuperación de la inversión que realizan los gobiernos subnacionales, algo que ya se empezó a observar a principios de 2016 luego de varios meses en los que este gasto estuvo muy deprimido (sus autoridades, nuevas desde inicios de 2015, necesitaron tiempo para ordenarse en la administración del gasto de inversión).

La inversión privada, por el contrario, se contraerá más de 2% y seguirá así en terreno negativo por tercer año consecutivo, aunque según nuestras estimaciones será la última vez que lo hará en el horizonte de proyección. En lo positivo hay dos elementos: la mayor construcción de infraestructura y la mejora de la

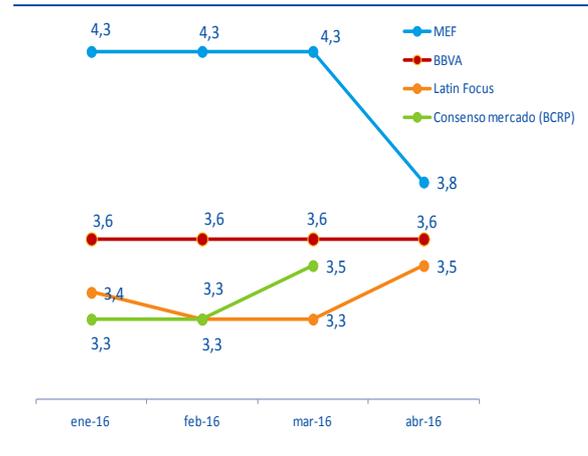
confianza empresarial desde el segundo trimestre. De un lado, en 2016 habrá más inversión del sector privado en infraestructura y los proyectos más grandes en los que se incrementarán los desembolsos en comparación con el año pasado serán la línea de transmisión eléctrica Mantaro-Marcona-Socabaya-Montalvo y la Línea 2 del Metro de Lima. De otro, la confianza de los empresarios tenderá a mejorar luego de varios meses en los que su comportamiento recogió el bajo dinamismo de la actividad, la natural incertidumbre que conlleva un proceso electoral, el riesgo de un fenómeno El Niño que inicialmente se anticipó que sería de fuerte intensidad (y que por lo tanto tendría impactos importantes en la economía), la depreciación de la moneda local (que aprieta el gasto de capital de las empresas con descalce de monedas), el deterioro de los precios de las materias primas, y el ruido externo en general (ver Gráfico 3.16). Las cifras de crecimiento han mejorado últimamente, sorprendiendo positivamente al consenso del mercado. Eso favorece la confianza empresarial. Ya se observa un incremento en las expectativas que tienen los empresarios sobre la expansión que tendrá el producto en 2016 (ver Gráfico 3.17). Las menores tensiones financieras a nivel global, reflejadas en la recuperación de los precios de las materias primas y en la apreciación de la moneda local, el resultado del proceso electoral (que hasta ahora ha sido tomado positivamente), y la declinación del fenómeno El Niño también favorecen la confianza de los empresarios. En este contexto, habrá mayor soporte para la inversión privada en maquinaria y equipo, en tanto que la ampliación de las planillas se verá reforzada.

Gráfico 3.16  
Confianza empresarial  
(Puntos)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.17  
Previsiones de crecimiento del PIB para 2016  
(Var.% interanual)



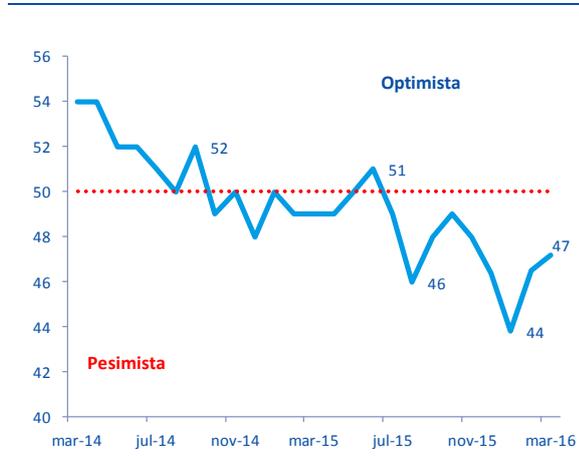
Fuente: MEF, Latin Focus, BCRP y BBVA Research

En lo negativo para la inversión privada, el mercado inmobiliario continuará lento, las empresas irán normalizando las existencias acumuladas el año pasado y eso desincentivará nueva producción y por lo tanto el gasto en capital, las tasas de interés en moneda local para las empresas serán mayores en comparación con las del año pasado reflejando el ajuste monetario del Banco Central, y finalmente la inversión minera seguirá contrayéndose (descenso estimado de USD 2 100 millones) debido a que se perderá el sostén de las últimas minas grandes en fase de construcción que han avanzado recientemente a la siguiente etapa de su ciclo de vida (producción).

Para finalizar, el dinamismo de la masa salarial continuará débil, por lo menos en el primer semestre. Las perspectivas de contratación de personal en los próximos tres meses no son aún favorables (ver Gráfico 3.18), de manera que la generación de empleo formal será acotada en el corto plazo. Sin embargo, también es cierto que hacia adelante estas expectativas, tanto de empresarios como de consumidores, son más positivas (ver Gráfico 3.19). Conforme la inflación continúa cediendo (ver sección 5), se modera el ruido local (se disipa El Niño, el proceso electoral concluye y se define lo que hará el candidato elegido), no hay

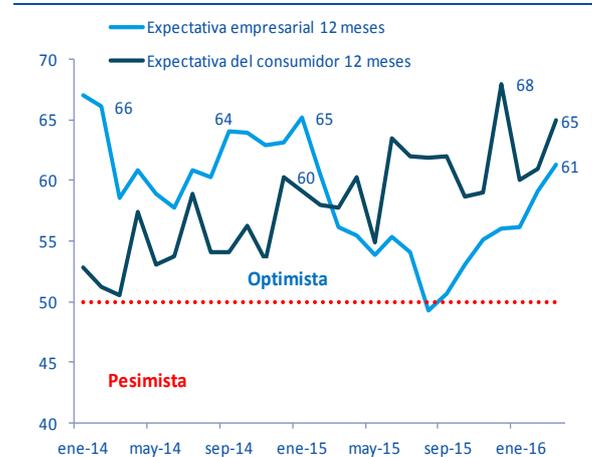
grandes sobresaltos en el panorama internacional (que incide, por ejemplo, sobre los precios de las materias primas y el tipo de cambio, un termómetro para algunos hogares sobre cómo van las cosas; ver sección 4), y las cifras de crecimiento económico se consolidan alrededor del 3,5% (más cerca del crecimiento potencial), estas expectativas se reforzarán. En ese contexto, las planillas tenderán poco a poco a incrementarse. Mientras tanto, es probable que las familias continúen inclinadas a mantener el ritmo de mejora en sus patrones de consumo a través del financiamiento con la banca. Nuestro balance entre un aún débil mercado laboral en el corto plazo, de un lado, y confianza en que la situación mejorará, menor inflación, y acceso a financiamiento, de otro, es que el consumo privado crecerá este año menos que en 2015, pero no mucho menos, sino algo por encima del 3%.

Gráfico 3.18  
**Perspectivas de contratación en los tres meses (Puntos)**



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.19  
**Expectativas de empresarios y consumidores para los doce meses (Puntos)**



Fuente: BCRP, Apoyo Consultoría y BBVA Research

## Impulso minero y de infraestructura continuará el próximo año y a este se sumarán otros elementos, con lo que el crecimiento en 2017 se ubicará entre 4,0% y 4,5%

El próximo año la economía mundial, y en particular los socios comerciales en LatAm, tendrán un mejor desempeño. Localmente, habrá una reversión positiva de los impactos que El Niño ha tenido en 2016 y el ambiente para familias y empresas será más favorable pues el mismo fenómeno El Niño y el ruido electoral estarán ausentes, la inflación y la depreciación de la moneda local estarán más contenidas, y buena parte del exceso de inventarios se habrá digerido. Estos elementos y el impulso que continuarán dando la mayor producción minera (cobre) y el mayor gasto en infraestructura, que en conjunto contribuirán con cerca de dos y medio puntos porcentuales al crecimiento del PIB, llevarán a que la actividad se acelere transitoriamente hasta cerca del 4,5%.

Por el lado sectorial, la reversión de los impactos de El Niño favorecerá al agro y la pesca, y con ello a la industria primaria. La Construcción se acelerará por el mayor gasto en infraestructura (y porque la inversión minera dejará de contraerse de manera tan significativa y, por el contrario, tenderá a estabilizarse) y la Manufactura no primaria volverá a expandirse debido, por ejemplo, a la mejora en la demanda del sector construcción y de exportaciones no tradicionales (LatAm). Finalmente, Comercio y Servicios tendrán algún rebote vinculado con el mejor desempeño del gasto del sector privado.

Por el lado del gasto, las exportaciones continuarán liderando el crecimiento, apoyadas en la producción minera y en las mayores ventas al exterior de productos no tradicionales. Los mayores desembolsos para

construir infraestructura favorecerán a la inversión privada, en la que también incidirá positivamente la mejora en la confianza empresarial. En este contexto, la generación de empleo se dinamizará, y junto con el retroceso de la inflación le dará soporte a los ingresos de las familias y así al consumo privado, que prevemos registrará sin embargo solo una aceleración moderada en 2017 porque habrá cierto desapalancamiento de los hogares (deudas que se tomaron en 2015 y 2016 para sostener el consumo). Finalmente, habrá también un mayor gasto del sector público, acelerándose por ejemplo los trabajos en la modernización de la refinería de Talara y en la construcción de la Línea 2 del Metro de Lima, pero que como estamos suponiendo en nuestro escenario base guardará consistencia con un déficit fiscal estructural en niveles sostenibles (2% del PIB potencial).

### ...sin reformas, a mediano plazo el crecimiento se ubicará alrededor de 3,5%

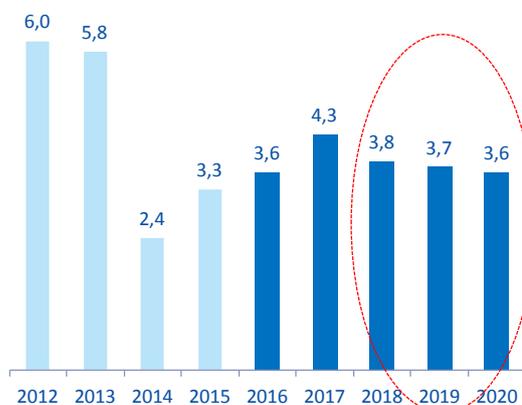
Dos elementos condicionan el panorama para nuestras previsiones de crecimiento de mediano plazo (2018-2020). El primero, es el agotamiento del impulso minero por la mayor producción de cobre: Las Bambas y Cerro Verde habrán llegado a sus máximos niveles operativos hacia fines del próximo año y no existen proyectos en ejecución que tomen la posta. Así, entre 2014 y 2017 la producción de cobre casi se habrá duplicado al pasar de 1,3 millones de TM a alrededor de 2,5 millones de TM., pero a partir de 2018, dada la información disponible en este momento, no se anticipan variaciones importantes en la extracción de este metal.

El segundo factor condicionante es la revisión a la baja de nuestras previsiones de crecimiento para China en el mediano plazo, desde un promedio de 6,0% proyectado hace tres meses para el periodo 2018-2020 a uno de 5,0%. Como mencionáramos en nuestra sección 2 en la que analizamos el crecimiento global, las medidas de estímulo por el lado monetario, fiscal y crediticio parecen haber funcionado para contener el riesgo de un “aterrizaje forzoso” en el corto plazo. Pero, estas medidas de estímulo, por un lado, tendrán que irse retirando para evitar exacerbar las fragilidades financieras, y de otro, implican que se posponen la corrección de los desequilibrios y la implementación de reformas, por lo que se reducen las perspectivas de crecimiento de China a mediano plazo. Una expansión más moderada de este país, tiene un impacto negativo sobre las cotizaciones de los precios de los metales, lo que no favorece las perspectivas de crecimiento de Perú para 2018-2020.

Tomando en cuenta los dos factores mencionados, y bajo un escenario en el que no se implementan reformas económicas importantes, proyectamos que el crecimiento de la economía peruana se desacelerará hacia niveles entre 3,5% y 4,0% (ver Gráfico 3.20).

Gráfico 3.20

#### PIB (var. % interanual)



#### Desaceleración por:

Menor acumulación de capital

Menor ganancia de productividad

Fuente: BCRP y BBVA Research

Esta proyección considera un análisis del crecimiento del PIB potencial para Perú proyectado para los próximos años, que es consistente con nuestras previsiones de inversión y de creación de empleo (ver Recuadro 1). En concreto, el análisis muestra que detrás de esta desaceleración tendencial de la economía peruana hay factores estructurales. Así, bajo un escenario pasivo en el que se asume que no se implementan reformas económicas sustanciales, el aporte de la productividad al crecimiento del PIB potencial se estancará en los bajos niveles que se registran actualmente, en tanto que el aporte del capital declinará.

Es importante que Perú retome tasas de crecimiento más elevadas. De acuerdo a nuestros estimados de la elasticidad entre el crecimiento del producto y el crecimiento del empleo, la economía peruana requiere expandirse a un ritmo de entre 4,0% y 4,5% para absorber a los nuevos entrantes a la fuerza laboral que se registra cada año (unos 250 mil nuevos trabajadores). A tasas inferiores, la creación de empleo no será suficiente y lo que habrá es aumento de la tasa estructural del desempleo o un incremento de los niveles de informalidad y subempleo. Además, si bien se ha avanzado bastante en términos de reducción de la pobreza (cuya incidencia se ubica actualmente en 22%), hacia adelante la tarea será más difícil si el crecimiento es bajo y si se tiene en cuenta que ahora se deberá atender al núcleo más duro de la pobreza.

Dado que el entorno internacional ya no será un factor de impulso en los próximos años, la administración que asumirá funciones desde finales de julio de este año enfrentará un entorno más retador para acelerar el crecimiento. Pero más allá de buscar una recuperación cíclica de la economía, que es un asunto de carácter transitorio, las medidas o reformas estructurales que eventualmente se adopten deberán enfocarse hacia elementos que fortalezcan el crecimiento sostenible en el mediano plazo. El análisis del crecimiento potencial da una pauta. Si la desaceleración de la economía peruana se explica por los declives de los aportes del capital y de la productividad al crecimiento, las reformas deberían enfocarse para revertir estas tendencias.

Por el lado de la acumulación de capital, las reformas deberían incluir:

- Acelerar el desarrollo de la infraestructura.
- Impulsar la capacidad de ejecución del gasto de capital del sector público.
- Mejorar el clima para los negocios, lo que, entre otros elementos, debe incluir el destrabe de los trámites burocráticos que han introducido fricciones a las decisiones de inversión en los últimos años (eliminación de la “tramitología”).
- Mayor desarrollo del mercado de capitales y de la intermediación financiera para canalizar recursos de manera eficiente hacia la acumulación de capital.
- Mayor competencia en los mercados de factores y bienes (hacer que estos funcionen mejor y de manera eficiente).

En cuanto a la productividad, algunas de las medidas a considerar son:

- Flexibilización del mercado laboral, lo que ayudará a reducir los aún elevados niveles de informalidad, en donde un vasto grupo de personas viene realizando labores de baja productividad. La idea es mover trabajadores hacia la formalidad, en donde existen condiciones laborales más adecuadas y mejor equipamiento, lo que debería elevar la productividad media de la economía y traer otros beneficios asociados como un incremento de la base tributaria
- Elevar la calidad del servicio de la administración pública.
- Mejora de la calidad de la educación.
- Incentivos para fomentar la investigación y la innovación
- Mayor desarrollo institucional, de tal forma que se asegure que el marco legal bajo el que opera la economía apoye las iniciativas privadas (refuerzo del sistema judicial para hacer cumplir los

contratos, lucha efectiva contra la corrupción, límites a la burocracia, asegurar transparencia de la información, etc.).

Lo positivo es que algunas de estas sugerencias ya se vienen trabajando y otras son parte de la discusión actual. Y desde luego, se debe tener en cuenta que su implementación requiere un elevado número de detalles a nivel micro y un amplio apoyo político, y que su impacto sobre la economía tardará algo de tiempo. La siguiente administración deberá continuarlas, mejorarlas, ajustarlas y profundizarlas donde sea necesario, y, eventualmente, proponer otras.

## Recuadro 1. Una actualización del crecimiento potencial de la economía peruana

El producto potencial se define como el nivel de producción que una economía puede elaborar cuando está empleando sus recursos a plena capacidad y sin que se generen desequilibrios macroeconómicos.

Una característica de esta variable es que no es directamente observable. Estimar el PIB potencial, por lo tanto, requiere de la aplicación de diversos métodos que de manera general pueden clasificarse en estadísticos y económicos.

Los métodos estadísticos utilizan principalmente filtros para aislar el componente tendencial o de largo plazo (Hodrick y Prescott<sup>2</sup>, Baxter y King<sup>3</sup>, entre otros). Los métodos basados en modelos económicos tienen una interpretación más intuitiva al utilizar un marco analítico en el cual el producto potencial es una variable endógena que se relaciona con otras variables. Uno de los métodos de esta última categoría es “la función de producción”, mediante el cual se estima el PIB potencial a partir de sus factores determinantes (esencialmente, la productividad, el trabajo y el capital).

### Función de producción

En este caso, se usa una función de producción Cobb-Douglas con rendimientos constantes a escala y ajustada por capital humano (García-Fuentes y Lynn, 2009<sup>4</sup>, y Hofman y Tapia, 2003<sup>5</sup>):

$$Y_t = A_t K_t^\alpha (h_t L_t)^{1-\alpha}$$

donde,  $Y_t$  es el producto bruto interno,  $A_t$  es la productividad,  $K_t$  es el stock de capital físico,  $h_t$  es un factor de nivel de capital humano y  $L_t$  es el número de trabajadores. Todas las variables tienen una frecuencia anual. Asimismo,  $\alpha$  es la participación del capital físico en el producto, mientras que  $1 - \alpha$  representa la participación del trabajo y del capital humano.

<sup>2</sup> Hodrick, R. y Prescott, E. (1997), “Postwar U. S. Business Cycles: An Empirical Investigation”, *Journal of Money, Credit And Banking*, Vol. 29, No. 1.

<sup>3</sup> Baxter, M. y King, R. (1995), “Measuring Business Cycles Approximate Band-Pass Filters For The Economic Time Series”, National Bureau Of Economic Research, Working Paper No. 5022.

<sup>4</sup> García-Fuentes, P. y Lynn, P. (2009), “Remittances and Economic Growth in Latin America and the Caribbean: The Impact of Human Capital Development”.

<sup>5</sup> Hofman, A. y Tapia, H (2003) “Potential output in Latin America: a standard approach for the 1950-2002 period”, *Serie Estudios estadísticos y prospectivos No25*, CEPAL.

Las variables relevantes para la estimación se calculan como sigue:

**a. Stock de capital:** Al no existir una medición directa del stock de capital físico ( $K_t$ ), se optó por generar una serie histórica desde 1950, mediante el método del inventario perpetuo:

- La acumulación de capital convencional:  $K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + I_t$ ; donde  $I_t$  es el nivel de inversión y  $\delta$  es una tasa de depreciación. Se asume una función de depreciación lineal, y que la vida útil del capital es de 30 años.
- Para definir el stock de capital inicial ( $K_0$ ) se asume un escenario de estado estacionario en 1950:  $K_0 = \frac{I^*}{g+d}$ 
  - donde,  $I^*$  es promedio del ratio Inversión/PIB entre 1950-1980 y el PIB de 1950.
  - Por otro lado,  $g$  es el promedio de la tasa de crecimiento del PIB entre 1950-1980.

**b. Elasticidad capital-producto:** Se toma un valor de  $\alpha = 0,50$ , en concordancia con el promedio determinado en diversas estimaciones para Perú (por ejemplo, Vega-Centeno (1989)<sup>6</sup>, Seminario y Beltrán (1998)<sup>7</sup>, Carranza, Fernández-Baca y Morón (2002)<sup>8</sup> y el Instituto Peruano de Economía (2003)<sup>9</sup>).

**Capital humano:** Como en el caso del stock de capital, no existe una medición directa del

**a. capital humano ( $h_t$ ).** Para la generación de esta variable se usa la siguiente ecuación:

$$h_t = \exp \left[ \left( \frac{\theta}{1 - \psi} \right) s_t^{1-\psi} \right]$$

donde,  $s_t$  representa los años de escolaridad promedio de la población mayor de 15 años, mientras que  $\theta$  y  $\psi$  son parámetros de sensibilidad y curvatura de la función que toman valores de 0,32 y 0,58,

<sup>6</sup> Vega-Centeno, M. (1989), “Inversiones y cambio técnico en el crecimiento de la economía peruana”.

<sup>7</sup> Seminario, B. y Beltrán, A. (1998), “Crecimiento económico en el Perú 1896-1995: Nuevas evidencias estadísticas”.

<sup>8</sup> Carranza, E., Fernández-Baca, J. y Morón, E. (2003), “Peru: markets, governments and the sources of growth”.

<sup>9</sup> Instituto Peruano de Economía (2003), “La Brecha en Infraestructura, Servicios Públicos, Productividad y Crecimiento en Perú”.

respectivamente de acuerdo a lo que proponen Bils y Klenow (2000)<sup>10</sup>.

**b. Fuerza laboral:** Se considera como fuerza laboral ( $L_t$ ) a la PEA Ocupada.

**c. Productividad Total de Factores (PTF):** La PTF se obtiene por residuo:

$$A_t = \exp[\log Y_t - \alpha \log K_t - (1 - \alpha) \log h_t - (1 - \alpha) \log L_t]$$

Finalmente, para construir la serie del producto potencial  $Y_t^*$  se procede de la siguiente manera, tal como muestran Sosa et al. (2013):

$$Y_t^* = A_t^* K_t^{*\alpha} (h_t^* L_t^*)^{1-\alpha}$$

$A_t^*$ ,  $h_t^*$ ,  $k_t^*$  y  $L_t^*$  son las tendencias de la productividad, capital humano y trabajo obtenidas mediante el filtro Hodrick-Prescott.

#### Principales resultados

Una mirada al crecimiento potencial revela que la expansión de la economía durante la época de boom no solo fue un fenómeno coyuntural o cíclico. La Tabla 1, que contiene la descomposición del crecimiento del PIB potencial entre los factores de producción y la productividad, muestra el protagonismo que tuvieron esta última variable (controlando por capital humano) y la acumulación de capital dentro del proceso de crecimiento acelerado de la economía peruana entre 2002 y 2013. En concreto, encontramos que estas dos variables explicaron el 43% y el 42% del crecimiento promedio anual del periodo, respectivamente.

Asimismo, este mismo enfoque muestra que detrás de la desaceleración de los años recientes no solo hay factores de corto plazo. Por ejemplo, se observa que hay un declive significativo del aporte de la productividad, lo que sugiere que detrás de esta tendencia del crecimiento hay factores estructurales que están moviendo la economía hacia ritmos de expansión más lentos de manera permanente (ver Tabla R.1.1).

Tabla R.1.1  
PIB potencial (var. % anual, puntos porcentuales)

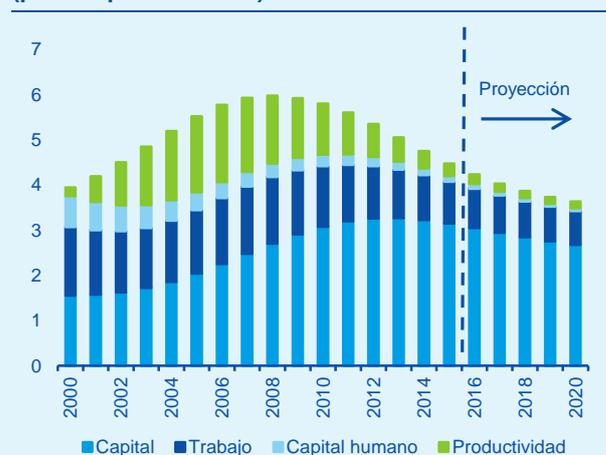
	Crecimiento potencial	Contribución al crecimiento			
		A	K	h	L
1980-1990	0,5	-3,7	1,6	0,7	1,9
1991-2001	2,9	-1,1	1,4	0,7	1,9
2002-2013	5,5	1,2	2,5	0,3	1,3
2014-2015	4,6	0,3	3,2	0,1	1,0
2016-2020	3,9	0,2	2,8	0,1	0,8

Donde, A: Productividad, K: Capital físico, h: Capital humano, L: Trabajo.

Fuente: BCRP, Banco Mundial y BBVA Research

Para los próximos años, y consistente con nuestras proyecciones macroeconómicas, se estima que el aporte de la productividad al crecimiento del PIB potencial se estancaría en los bajos niveles que se registran actualmente y que tanto que el aporte del capital (vinculado a la inversión) como del trabajo (por las restricciones que impone sobre la creación de empleo un mercado laboral rígido y, eventualmente, por las tendencias demográficas) empezarían a declinar. Así, como resultado de estas tendencias proyectadas se estima que el crecimiento sostenible de la economía peruana declinará en los próximos años y se ubicará por debajo de 4,0% (ver Gráfico R.1.1).

Gráfico R.1.1  
PIB potencial: aporte al crecimiento (puntos porcentuales)



Fuente: BCRP, Banco Mundial y BBVA Research

<sup>10</sup> Bils, M. y Klenow, P. (2000), "Does Schooling Cause Growth? ".

## Política fiscal: Los objetivos de seguir mejorando el rating crediticio y de implementar reformas sugieren que el margen para flexibilizar la posición fiscal es acotado

El Marco Macroeconómico Multianual (MMM) que publicó el gobierno a fines del pasado mes de abril considera un proceso de consolidación fiscal para los próximos tres años<sup>11</sup>. En concreto, en este documento se establece que el déficit estructural del sector público no financiero seguirá una trayectoria decreciente, al pasar de 2,0% del PIB potencial en 2016 a 1,0% en 2018 (ver Gráfico 3.21). Consistente con este escenario de consolidación, el gobierno proyecta una fuerte desaceleración, en términos reales (ajustado por inflación), del gasto público para el periodo 2017-2019 (ver Tabla 3.4). En particular, las previsiones oficiales muestran una contracción del consumo público para el próximo año y un crecimiento nulo para 2018. Como resultado de esta dinámica, el ratio gasto público sobre PIB declinará en los próximos años. Sin embargo, a pesar de este esfuerzo de consolidación, las autoridades anticipan un incremento de la deuda pública de 2,1 puntos porcentuales entre 2015 y 2019.

Gráfico 3.21  
**Resultado Fiscal del MMM<sup>1/2/</sup>**  
(% del PIB)



\*Ratio del resultado estructural es sobre el PIB potencial.  
1/ SPNF: Sector Público No Financiero.  
2/ Proyecciones del Marco Macroeconómico (abril 2016).  
Fuente: MEF.

Tabla 3.4  
**Gasto del gobierno y deuda pública del MMM<sup>1/</sup>**  
(Var.% real y % del PIB)

	Prom. 2012-2015	2016	2017	2018	2019	Prom. 2017-2019
<b>Var.% real</b>						
<b>Gasto Total</b>	7,5	5,2	1,0	1,4	3,3	1,9
Consumo	8,6	4,3	-1,2	0,0	3,0	0,6
Inversión	5,3	7,4	6,7	4,6	4,1	5,1
<b>% del PIB</b>						
<b>Gasto Total</b>	17,1	18,4	17,9	17,5	17,4	17,6
Consumo	11,7	13,1	12,5	12,1	11,9	12,2
Inversión	5,3	5,2	5,4	5,4	5,4	5,4
<b>Deuda Pública</b>	20,8	25,2	25,9	25,9	25,4	25,7

1/ MMM: Marco Macroeconómico Multianual abril 2016.  
Fuente: BCRP y MEF.

El escenario fiscal del MMM, que se percibe como restrictivo, debe considerarse como referencial, ya que la siguiente administración, que asumirá funciones a partir de fines de julio de este año, podría definir una secuencia para el déficit estructural diferente. De hecho, lo que han venido adelantando representantes de los dos partidos que definirán la presidencia de la república en la segunda vuelta electoral, la que se llevará a cabo el próximo 5 de junio, sugiere que habrá una expansión fiscal, posiblemente durante los próximos tres años, vía mayor gasto y/o recortes tributarios. Bajo este escenario, percibimos que la probabilidad de que ocurra una consolidación fiscal es baja.

Por lo tanto, a la espera de mayores definiciones por parte de la nueva administración sobre la política fiscal a seguir en los próximos años, como supuesto de trabajo para la elaboración de nuestras previsiones bajo el escenario base, hemos asumido que el déficit estructural se mantendrá en 2% del PIB a lo largo del horizonte de previsión 2017-2020. Bajo este escenario, estimamos que los déficits observados se ubicarán,

<sup>11</sup> Según la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal estipula la elaboración anual de un Marco Macroeconómico Multianual (MMM), el cual incluirá las proyecciones macroeconómicas del año para el cual se está elaborando el presupuesto y dos años siguientes. Asimismo, en el MMM se establece el techo de gasto no financiero considerando una guía ex ante del resultado económico estructural de 1% del PIB potencial.

en promedio, alrededor de 2,2% del PIB por año, y un crecimiento del gasto público promedio anual de 3,7% (ver Gráfico 3.22 y Tabla 3.5).

Gráfico 3.22  
Resultado Fiscal BBVA Research\*  
(% del PIB)



\*Ratio del resultado estructural es sobre el PIB Potencial.  
Fuente: BBVA Research.

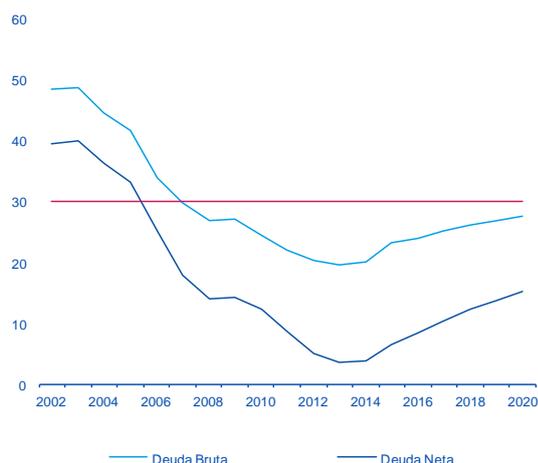
Tabla 3.5  
Gasto del gobierno y deuda pública BBVA  
Research  
(Var.% real y % del PIB)

	Prom. 2012-2015	2016	2017	2018	2019	2020	Prom. 2017-2020
<b>Var.% real</b>							
<b>Gasto Total</b>	7,5	3,6	4,4	3,2	3,5	3,8	3,7
Consumo	8,6	2,4	3,0	2,5	2,9	3,3	2,9
Inversión	5,3	6,5	7,7	5,0	5,0	5,0	5,7
<b>% del PIB</b>							
<b>Gasto Total</b>	17,1	18,1	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3
Consumo	11,7	12,9	12,9	12,8	12,7	12,6	12,8
Inversión	5,3	5,2	5,4	5,5	5,6	5,6	5,5
<b>Deuda Pública</b>	20,8	24,1	25,2	26,2	26,9	27,5	26,4

Fuente: BCRP y BBVA Research.

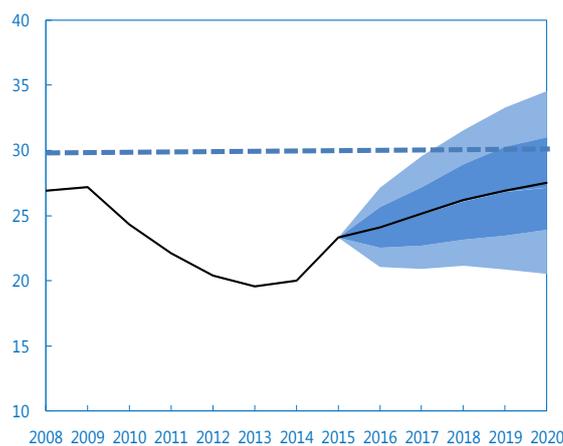
En cuanto al ratio de deuda pública sobre PIB, proyectamos que seguirá una trayectoria ascendente y se ubicará en 27,5% del PIB hacia fines de 2020 (ver Gráfico 3.23). Cabe agregar que un análisis de sensibilidad que hemos realizado para esta variable asigna una probabilidad de 26% de que excederá el nivel de 30% del PIB hacia el año 2020<sup>12</sup> (ver Gráfico 3.24). También proyectamos que la deuda neta (pasivos menos activos del gobierno) mantendrá una tendencia creciente y que se ubicará en 15% del PIB hacia fines de 2020.

Gráfico 3.23  
Deuda Pública Bruta y Neta  
(% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research.

Gráfico 3.24  
Análisis de sensibilidad de la Deuda Pública  
(% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research.

<sup>12</sup> La Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF) establece que si el gobierno estima que existe la posibilidad de que la deuda sobrepase el 30% del PIB, entonces deberá tomar medidas, de manera anticipada, para evitar rebasar este nivel. Alternativamente, el gobierno podría modificar la LRTF, pero esto podría tener costos en términos de la credibilidad de la regla fiscal.

Si bien nuestras proyecciones muestran que el ratio de deuda pública sobre PIB se mantendrá en niveles relativamente bajos en los próximos años, algunos elementos llaman la atención. En primer lugar, cabe mencionar que para el análisis de la dinámica de la deuda pública no se han considerados los pasivos contingentes explícitos del gobierno, los que de acuerdo al MMM equivalen a 8,2% del PIB<sup>13</sup>. Desde luego, si una parte de estos se materializan en los próximos años, el escenario para la trayectoria de la deuda pública sería más complicado. Un segundo elemento, es la tendencia creciente que proyectamos mostrará la deuda pública a lo largo del horizonte de proyección, lo que sugiere que para estabilizar esta variable se requerirá implementar algún tipo de ajuste, el cual será más intenso si se implementa una política fiscal más flexible que la considerada en nuestro escenario base<sup>14</sup>.

Un tema adicional, es que una tendencia creciente, persistente por varios años, del ratio de deuda pública sobre PIB debilitaría una de las fortalezas macroeconómicas de Perú. Precisamente, dentro de los países con grado de inversión, la calificación crediticia del gobierno peruano se ha visto favorecida por las variables relacionadas con el desempeño macroeconómico y las finanzas públicas (en tanto que no destaca mucho dentro del grupo de variables vinculadas con las finanzas externas y, en particular, con las de características estructurales). Bajo un escenario de deterioro relativo de las cuentas fiscales, que hasta ahora ha sido una fortaleza, será difícil que la calificación crediticia del gobierno peruano continúe mejorando.

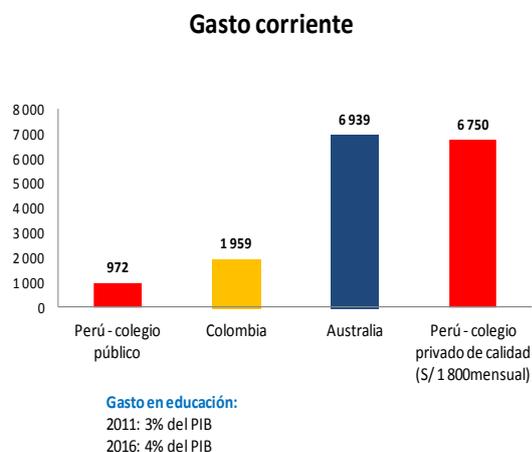
Finalmente, como se ha mencionado, Perú requiere implementar reformas estructurales para impulsar la productividad y el crecimiento sostenido. Pero estas reformas demandarán, en algunos casos, un mayor esfuerzo por parte del gobierno. Por ejemplo, la reforma de la administración pública, que considera incrementos salariales en función al desempeño y capacitación, implicará un incremento de la planilla del Estado. También acelerar los avances logrados en la educación pública (en donde Perú aún se encuentra rezagado en términos de gasto por estudiante; ver Gráfico 3.25) y en la reducción de la brecha de infraestructura inducirá una elevación del gasto público.

En síntesis, teniendo en cuenta los objetivos de seguir mejorando el rating crediticio del gobierno y la implementación de reformas estructurales, nuestras previsiones sugieren que no existe mucho espacio para una mayor flexibilización fiscal. Si bien se sostiene que el gobierno cuenta con un nivel elevado de ahorro (ver Tabla 3.6), es importante señalar que no todos estos recursos son de libre disponibilidad, y que, eventualmente, para poder hacer uso de ellos se requiere hacer cambios sustanciales en el marco legal vigente. Así, bajo este escenario, el próximo gobierno tendrá que priorizar el uso de los recursos, mejorar su capacidad de gasto, y asegurar que el nivel de ingresos tributarios permita financiar los gastos adicionales vinculados a las reformas.

<sup>13</sup> De acuerdo a las estimaciones del Marco Macroeconómico Multianual, los pasivos contingentes consideran demandas judiciales (4,2% del PIB), controversias internacionales en temas de inversión (0,8%), garantías otorgadas en los contratos de APP (2,7%), y otras garantías, avales y similares otorgados a entidades del sector público (0,5%).

<sup>14</sup> Como se ha mencionado, en el Marco Macroeconómico Multianual se considera una fuerte desaceleración del gasto público, lo que finalmente permite estabilizar el ratio de deuda pública en las proyecciones presentadas por el gobierno.

Gráfico 3.25  
**Gasto anual por alumno  
(% del PIB)**



Fuente: MINEDU.

Tabla 3.6  
**Activos del sector público  
(% del PIB)**

FEF	4,4
Gastos presupuestales <sup>1/</sup>	4,0
Otros <sup>2/</sup>	2,5
Fondo Consolidado de Reserva <sup>3/</sup>	2,3
Recursos Determinados <sup>4/</sup>	1,4
Recursos Directamente Recaudados <sup>5/</sup>	1,2
FONAFE	0,7
ESSALUD	0,6
Donaciones y Transferencias	0,5
ONP	0,2
<b>Total</b>	<b>17,8</b>

1/ Destinados a gastos del presupuesto, los recursos provienen principalmente de la recaudación tributaria.  
2/ Destinados hacia fondos de inversión pública, contingentes, entre otros fines específicos.  
3/ Tiene como finalidad respaldar las obligaciones de los regímenes pensionarios a cargo de la ONP.  
4/ Proviene del canon, regalías destinados a financiar gastos en inversión en los gobiernos subnacionales.  
5/ Proviene de los ingresos de las entidades públicas y administradas directamente por éstas.  
Fuente: MEF.

## El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos empezará a cerrarse

Durante el primer trimestre, el déficit comercial se situó en cerca de USD 780 millones (-1,8% del PIB, ver Gráfico 3.26). Este resultado se explicó por el retroceso del valor exportado (-8%), lo que fue atenuado por la caída de las importaciones (-10%).

La caída de las exportaciones totales fue explicada, principalmente, por los precios que continuaron en terreno negativo (ver Tabla 3.7), especialmente en productos tradicionales como los metales (cobre, zinc, etc.). Esto fue compensando, en parte, por la expansión del volumen de exportación en un entorno de mayores envíos de bienes tradicionales (como cobre y harina de pescado), a pesar de los menores embarques de bienes no tradicionales por la menor demanda de los países de región.

La contracción de las importaciones totales, por otra parte, reflejó el retroceso tanto de los precios de importación como de los volúmenes de importación. A nivel de grupos de productos, se registraron menores compras de insumos y bienes de capital, lo que refleja la debilidad de la demanda interna, en particular de la inversión. Las compras de bienes de consumo descendieron levemente (ver Tabla 3.7).

Gráfico 3.26

### Balanza Comercial (miles de millones de USD)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Tabla 3.7

### Balanza comercial (millones de USD)

	Part. %	1er trimestre		Var. %
	2015	2015	2016	
Exportaciones (X)	100	8.164	7.544	-7,6
Tradicionales	68	5.392	5.096	-5,5
No tradicionales	32	2.752	2.428	-11,8
Importaciones (M)	100	9.256	8.325	-10,1
B. consumo	24	2.119	2.044	-3,5
Insumos	43	4.001	3.446	-13,9
B. capital	32	2.945	2.745	-6,8
Balanza comercial	-	1.093	-781	-
Nota				
Precios de X		-13,4	-12,6	
Volumen de X		-3,6	5,7	
Precios de M		-8,5	-6,8	
Volumen de M		1,5	-3,5	

Fuente: BCRP y BBVA Research

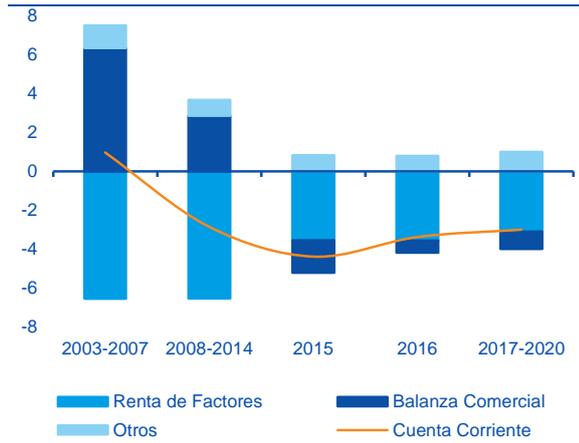
Para los próximos trimestres anticipamos un déficit comercial y externo (cuenta corriente) más acotado, y al finalizar el presente año se situaría alrededor de -0,6% y -3,4% del PIB, respectivamente (ver Gráfico 3.27). Esto, debido, principalmente, al incremento de los volúmenes exportados por el impulso de la mayor producción minera esperada; además, en el mismo sentido incidirá el bajo precio de petróleo en este año (Perú es importador neto). Sin embargo, el escenario internacional todavía de precios bajos de materias primas continuará afectando el desempeño de las exportaciones. Las exportaciones no tradicionales y de servicios, por su parte, seguirán débiles como resultado de las menores ventas a la región, que actualmente atraviesa un periodo de debilidad cíclica.

Para el periodo 2017-2020 proyectamos una disminución del déficit en cuenta corriente hacia niveles en torno a 2,7% del PIB, y que reflejará principalmente una mayor producción primaria transable (principalmente minera) y mejora en el crecimiento de nuestros socios comerciales, principalmente Latam.

Finalmente, en el horizonte de proyección prevemos que las fuentes de financiamiento, tanto privadas como públicas, se ubiquen en línea, o excedan en algunos años, las necesidades de divisas de la cuenta corriente. En ese sentido, los flujos de capital privados de largo plazo (IED y préstamos de largo plazo) cubrirán en promedio cerca del 90% del déficit externo decreciente en el periodo 2016-2020. Cabe indicar que, los flujos de IED se situarían alrededor de 2,8% del PIB en el presente año, inferior al 2015 (3,6%); y

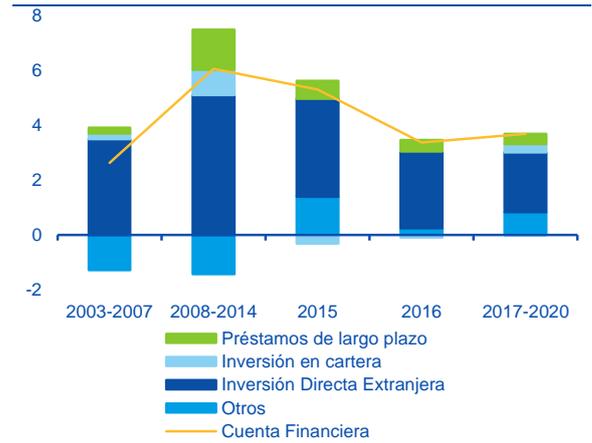
para los próximos años, en un escenario de precios internacionales bajos (que afectan a la reinversión de utilidades, principalmente en empresas mineras) y de lenta recuperación de la demanda interna, prevemos menores flujos de IED. Así, a diferencia de años previos, el financiamiento externo público empezará a tener un papel importante en el agregado de los flujos financieros que ingresarán a la economía en el horizonte de proyección (explicará alrededor de la mitad de estos flujos), pues el sector público colocaría deuda en el exterior para financiar el mayor déficit que se espera en los próximos años (ver Gráfico 3.28).

Gráfico 3.27  
**Balanza en cuenta corriente**  
(% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.28  
**Cuenta financiera**  
(% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

## 4 Mercados financieros locales: revaloración de activos y moneda solo es transitoria

Luego de un inicio de año con fuertes presiones a la baja sobre los mercados financieros, las monedas y los activos en general de las economías emergentes, desde febrero mostraron una marcada tendencia a revalorarse. En el caso particular de Perú, a los elementos globales comunes al conjunto de países emergentes se sumaron elementos de carácter idiosincrático.

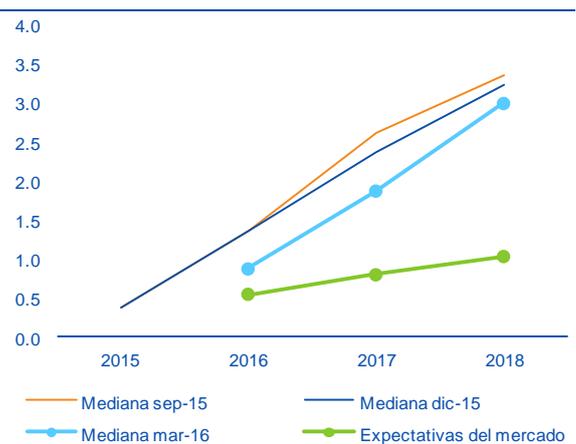
Dentro de los elementos globales comunes que apoyaron la revaloración de activos se encuentran, en primer lugar, la constatación de que las principales áreas económicas en el mundo continúan enfrentando dificultades para recuperarse (EEUU) o para mantener su dinamismo (China), pero que eso no implica que vayan a perder el paso de manera pronunciada. En el caso de EEUU, los indicadores del mercado laboral y de gasto de las familias siguen luciendo fuertes, incluso con algunas sorpresas positivas (ver Gráfico 4.1); en China, la desaceleración es suave y las autoridades han mostrado su disposición a implementar medidas que aseguren que continuará así, aún si ello conlleva costos en términos de menor crecimiento en el medio plazo.

Gráfico 4.1  
EEUU: Tasa de desempleo y panorama futuro



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4.2  
Tasa de interés FED\*



\*Las medianas se calculan con las proyecciones individuales de los participantes de la reunión de la FED. Las expectativas del mercado son del 2 de mayo de 2016.  
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

En segundo lugar, y a pesar del poco espacio que aparentemente se tenía, los bancos centrales de las economías más avanzadas siguieron incrementando sus estímulos monetarios llevando las tasas de interés de referencia a terreno negativo (algo novedoso) o expandiendo aún más sus balances, y en el caso de la FED el tono se volvió más *dovish* luego de que en diciembre último iniciara el ciclo de normalización de su tasa de política (ver Gráfico 4.2). En otras palabras, los bancos centrales de las economías más avanzadas mostraron que aún tenían cómo apoyar a la actividad económica. En este contexto, los mercados perciben que las condiciones monetarias serán más laxas por más tiempo.

Sumados al mayor soporte que encontró el precio del petróleo (por la posibilidad de un acuerdo entre algunos grandes productores para congelar la producción y el cierre de plataformas petroleras en EEUU), estos dos elementos favorecieron la demanda global de activos percibidos como de mayor riesgo pero que tienen también una mayor rentabilidad, entre ellos las materias primas y economías emergentes. Y en el

caso particular de Perú, a los elementos globales comunes se añadió el resultado de la primera vuelta electoral del 10 de abril, que dio un soporte adicional a los mercados financieros peruanos. Este resultado aseguró la continuidad de los principales lineamientos de las políticas económicas que en los últimos veinticinco años han llevado a que la economía peruana muestre un crecimiento importante y sostenido (la probabilidad de este escenario se había reducido en las semanas previas a la primera vuelta electoral).

En este contexto, mejoraron en Perú la percepción de riesgo del país (EMBI y CDS), los rendimientos de bonos soberanos, y los índices bursátiles. La caída en el EMBI fue más intensa que la observada en América Latina, 19% versus 10% en lo que va del año. Los factores externos los mantenían similares a inicios de año, y los factores internos idiosincráticos permitieron el distanciamiento. Además, los swaps de incumplimiento crediticio (Credit Default Swaps, CDS) a 5 años también tuvieron el mismo comportamiento que el riesgo país, reducción moderada desde mediados de febrero y caída extraordinaria pasado el 10 de abril (ver Gráfico 4.3).

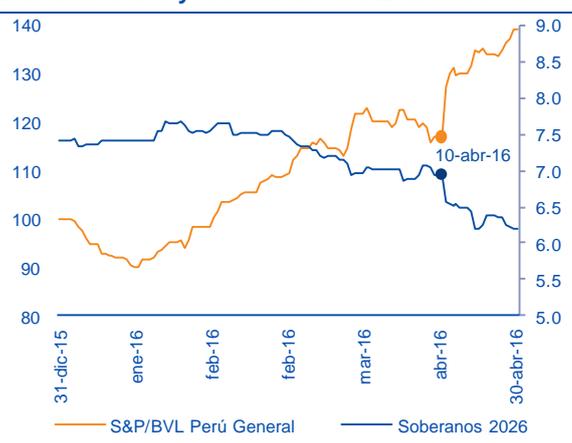
Asimismo, la curva de rendimientos de los bonos soberanos se ha reducido en los últimos meses producto del menor riesgo país. Por otro lado, en febrero de este año, luego de cuatro meses, se colocó un bono en el mercado europeo de EUR 1,000 millones con vencimiento en 2030, y debido a la buena percepción de largo plazo que se tuvo de Perú, se pudo alcanzar una tasa de rendimiento de 3,77%. Por su lado, el Índice de la Bolsa de Valores de Lima (S&P/BVL Perú General) tuvo una mejora en 15% en menos de un mes (de 10 de abril a 24 de abril), cambio no visto en los países de la región (ver Gráfico 4.4). De manera sectorial, en el acumulado de los primeros 4 meses del año, todos se vieron beneficiados, resaltando el sector financiero, construcción e industrial. Cabe resaltar que en Junio de este año la empresa de índices bursátiles Morgan Stanley Capital International (MSCI) evaluará el cambio en la clasificación de Perú de país emergente a país fronterizo, riesgo latente que de materializarse calificaría a Perú como un país más riesgoso ocasionando una posible fuga de capitales.

Gráfico 4.3  
**EMBIG y CDS a 5 años**  
(índice 31 dic 15=200, y puntos básicos)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4.4  
**Índice de bolsa y rendimiento de Bono Soberanos**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

La extraordinaria mejora del mercado financiero peruano no es sostenible en el tiempo ya que no se han visto cambios significativos en los fundamentos; sin embargo, podrá mantenerse a un ritmo similar al de los países de la región, los cuales también mantienen una mejora durante el año.

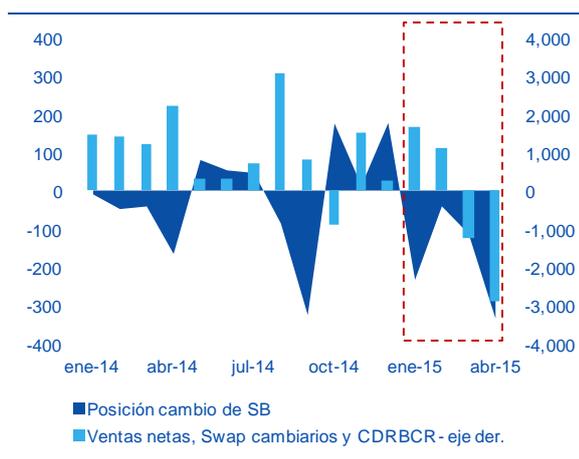
Por el lado del tipo de cambio, hasta mediados de febrero de 2016, la moneda peruana se venía depreciando explicado principalmente por la mayor volatilidad externa. Sin embargo, el USDPEN, al igual que otras monedas de la región, ha mostrado una fuerte apreciación en los últimos dos meses acorde a la

valorización de todos los activos de emergentes. Ello redujo los incentivos del BCRP a reducir liquidez en el mercado y a las entidades privadas de cubrirse de un alza de tipo de cambio, lo que se vio reflejado en el mayor vencimiento de los swaps cambiarios y CDRBCRP con respecto a los colocados, originando un flujo negativo y la menor venta neta de USD. Asimismo, la posición global de cambio de los bancos se ha reducido al preferir acortar la diferencia entre sus activos y pasivos en moneda extranjera (ver gráfico 4.5).

Sin embargo, se prevé que la moneda vuelva a su senda depreciatoria debido, por un lado, a que estructuralmente la economía peruana necesita un tipo de cambio más alto para disminuir brecha de cuenta corriente. Por otro lado, vemos en el corto plazo una sobrereacción en los mercados globales y en el peruano originado por el ajuste que tendrán los precios de los activos de países emergentes luego de la subida de la tasa de política de la FED (asumimos dos subidas de 25pb cada una), considerando que las expectativas del mercado lo asume como nulo.

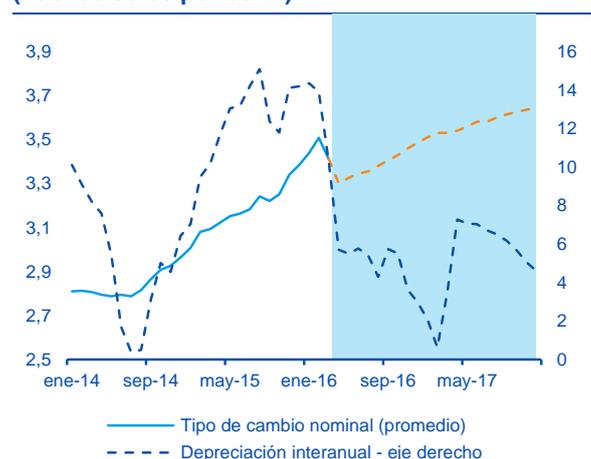
En conjunto, el PEN tiene una tendencia estructural a depreciarse. Ubicamos al tipo de cambio alrededor de S/. 3,45 y S/. 3,50 por USD hacia el cierre del año y más cerca de S/. 3,65 por USD a fines de 2017 (ver Gráfico 4.6).

Gráfico 4.5  
Posición de cambio del Sistema Bancario



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4.6  
Tipo de cambio  
(nuevos soles por dólar)



Fuente: BCRP y BBVA Research

## 5 Inflación empezó a ceder y se ubicará dentro del rango meta hacia fines de año

En abril, la inflación se ubicó en 3,9% en términos interanuales manteniéndose por encima del rango meta (ver Gráfico 5.1). En general, en los últimos meses, la dinámica inflacionaria ha estado vinculada a los mayores precios de diversos Servicios como Comidas fuera del hogar, Educación y Salud, los que han venido registrando incremento interanuales superiores al 5% (ver Tabla 5.1). Asimismo, los precios de algunos alimentos fueron afectados por anomalías climatológicas (fenómeno El Niño), lo que tuvo una incidencia al alza sobre la inflación total.

Sin embargo, desde inicios del año la inflación viene mostrando una tendencia decreciente (en enero registró un máximo de 4,6%). Esta evolución más favorable ha estado vinculada a las menores presiones al alza sobre el tipo de cambio (menor ritmo de depreciación), y a la caída en los precios domésticos de combustibles para uso vehicular (sobre todo, de la gasolina) en línea con la menor cotización internacional de petróleo.

Además, cabe destacar que las expectativas inflacionarias han empezado a ceder, tanto las de corto plazo como a 2 años vista (ver Gráfico 5.2). Una evolución más favorable de estas últimas es importante destacar porque refleja la confianza de los agentes sobre el cumplimiento de la meta de inflación dentro del horizonte temporal en el que la política monetaria tiene impacto pleno.

Gráfico 5.1  
Inflación (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Tabla 5.1  
Inflación (var. % interanual)

	2009 = 100	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16
<b>Inflación subyacente</b>	<b>65.2</b>	<b>4.1</b>	<b>4.4</b>	<b>4.2</b>	<b>4.0</b>
Bienes	32.9	3.4	3.5	3.4	3.2
Alimentos y bebidas	11.3	3.2	3.3	3.3	3.3
Textiles y calzado	5.5	2.9	2.6	2.5	2.5
Servicios	32.2	4.7	5.3	4.9	4.8
Comidas fuera del hogar	11.7	5.6	5.8	5.7	5.6
Educación	9.1	5.2	6.5	5.6	5.5
Salud	1.1	5.1	5.7	5.5	5.2
<b>Inflación no subyacente</b>	<b>34.8</b>	<b>5.6</b>	<b>4.6</b>	<b>4.5</b>	<b>3.8</b>
Alimentos	14.8	7.0	4.9	5.4	4.9
Combustibles	2.8	0.5	1.1	-3.2	-3.4
Transportes	8.9	2.2	2.8	2.8	1.8
Servicios públicos	8.4	8.5	7.4	7.4	6.2
<b>Inflación</b>	<b>100.0</b>	<b>4.6</b>	<b>4.5</b>	<b>4.3</b>	<b>3.9</b>

Fuente: BCRP y BBVA Research

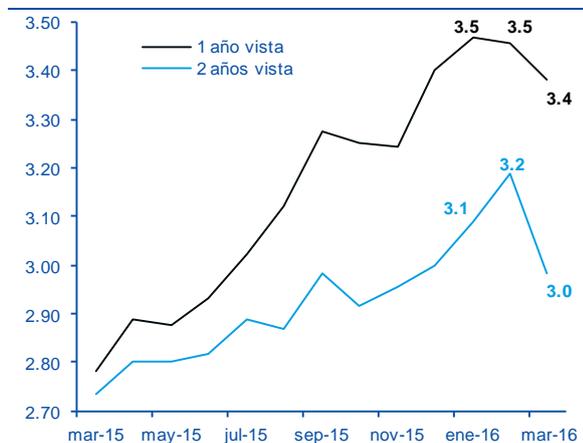
### Prevedemos que la inflación seguirá moderándose en los próximos meses

Estimamos que hacia adelante la inflación continuará moderándose y cerrará el año en torno a 2,9%, con lo que retornaría al interior del rango meta (rango meta del Banco Central: 2%, +/- un punto porcentual) luego de 22 meses. Esta previsión considera que la normalización de los precios de los alimentos continuará en los siguientes meses, así como un ritmo de depreciación de la moneda más contenido. Además, en la medida el descenso en las expectativas inflacionarias se consolide, la convergencia al rango meta de la inflación podría ser más rápido.

Es importante mencionar que, en lo que resta del año prevemos que el precio del petróleo permanecerá relativamente estable, por lo cual su efecto sobre la inflación total será moderado. Sin embargo, para 2017

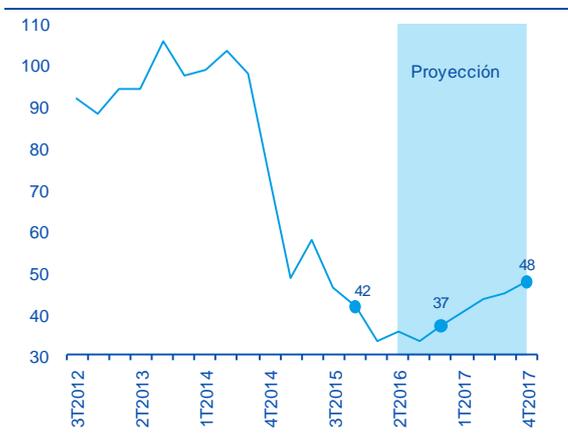
proyectamos una recuperación, a fin de periodo, en torno a 30%, lo que tendrá un impacto sensible sobre la inflación, que seguirá cerca al límite superior del rango meta (ver Gráfico 5.3).

Gráfico 5.2  
**Expectativas de inflación (%)**



1/ Construido en base a información de expectativas del BCRP.  
Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 5.3  
**Cotización internacional del petróleo (USD/bar)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## 6 Política monetaria: estimamos que el Banco Central no hará más ajustes de tasa en lo que resta del año

### Panorama de precios empieza a mejorar y parece más conveniente no forzar que este se dé con mayor prisa

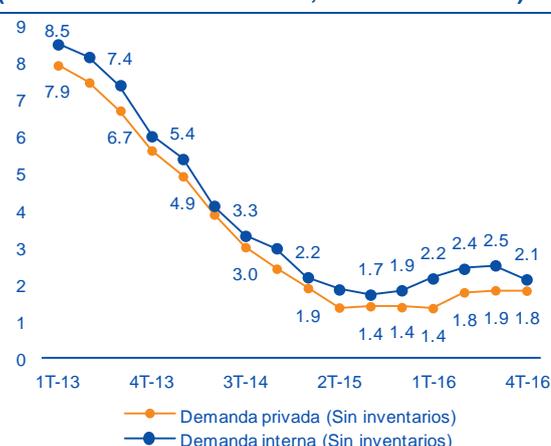
Con el descenso de la inflación en los últimos meses, las expectativas inflacionarias han empezado a seguir un comportamiento similar. En ese contexto, y luego de haber incrementado su tasa de interés de referencia en 100pb desde setiembre, el Banco Central se ha inclinado por ubicarla en 4,25% desde febrero (ver Gráfico 6.1).

Gráfico 6.1  
Tasa de interés de referencia (%)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 6.2  
Gasto privado y Demanda interna\* (acum. últimos 4 trimestres, var. % interanual)



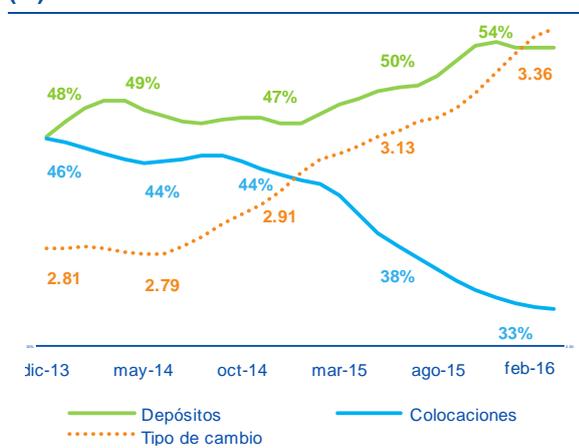
\* Excluyen inventarios. Fuente: BCRP y BBVA Research

Estimamos que en los próximos meses la tasa de política monetaria se mantendrá en 4,25%. Hay pocas razones para continuar elevándola. De un lado, no hay presiones de demanda: el gasto del sector privado aún se encuentra débil y en lo que resta del año continuará avanzando a un ritmo por debajo del 2% interanual (ver Gráfico 6.2). De otro, si bien es cierto que la inflación y sus distintas medidas, así como las expectativas inflacionarias, aún están desviadas del rango meta y probablemente seguirán estándolo durante la mayor parte del año, también es cierto que ya han empezado a descender y continuarán haciéndolo en los próximos meses. Y es que los efectos negativos del fenómeno El Niño sobre los precios de los alimentos se disiparán, en tanto que la depreciación de la moneda en términos interanuales estará más contenida. Como resultado, estimamos que hacia fines de año la inflación entrará al rango meta. La tendencia descendente de la inflación probablemente llevará a que las expectativas inflacionarias continúen moviéndose en el mismo sentido, lo que implica que la tasa de interés real ex-ante, que recoge mejor el costo y beneficio de invertir, subirá (aun cuando la tasa de referencia nominal no lo haga). Ello dificultará la recuperación del aún débil gasto privado. En este contexto, no parece muy conveniente forzar (con ajustes adicionales de la tasa de política) a que la mejora en el entorno de precios se dé con mayor prisa.

## Dolarización del crédito continúa descendiendo, pero la mayor preferencia por ahorrar en moneda extranjera genera descalce en balances de la banca

La dolarización de las colocaciones continuó declinando en los últimos meses y actualmente se ubica por debajo del 30% (ver Gráfico 6.3). Hay razones tanto de oferta como de demanda que explican este comportamiento. Por el lado de la oferta se encuentran los topes que ha establecido -y que sigue apretando- el Banco Central para el nivel de los créditos en dólares, excluyendo los de comercio exterior y aquellos por montos grandes (USD 10 millones o más) y de plazos largos. Por el lado de la demanda, los prestatarios se han inclinado por endeudarse en moneda local en un contexto en el que las expectativas de depreciación de esta moneda se han mantenido elevadas.

Gráfico 6.3  
**Dolarización de colocaciones y de depósitos (%)**



Fuente: ASBANC, BCRP y BBVA Research

Gráfico 6.4  
**Fuentes de fondeo en soles (S/ miles de millones)**



Fuente: ASBANC, BCRP y BBVA Research

La dolarización de los depósitos, sin embargo, ha seguido el comportamiento opuesto (ver Gráfico 6.3). La expectativa de que el tipo de cambio subirá ha sido mayor que el rendimiento de los depósitos en moneda local. Esto implica que la banca ha captado depósitos en dólares porque la preferencia del público se ha orientado en ese sentido, pero la regulación no permite incrementar el saldo de las colocaciones en esa misma moneda y el público tampoco se inclina por demandar crédito en dólares moneda, sino en soles. Se ha generado un descalce en la banca. En esa situación, el Banco Central ha venido transformando el fondeo en dólares a soles a través de las repos de monedas (ver Gráfico 6.4). Con este instrumento, la banca recibe el depósito en dólares del público, y luego de encajar el 70% de ello, realiza un depósito restringido en moneda extranjera en el Banco Central; empleando ese depósito como colateral, el Banco Central le otorga a la banca fondos en soles que luego esta puede colocar en el mercado. La adjudicación entre las entidades financieras se hace mediante el mecanismo de subasta y el plazo va hasta los cuatro años. Cabe mencionar que con este instrumento no se apalanca crédito sobre crédito, sino que es el mismo fondeo del público el que lo hace, pero en una moneda distinta.

La dependencia de la banca en el Banco Central para financiar la expansión de las colocaciones en soles se ha incrementado así. Esta dependencia puede ir en contra de los límites internos que tienen algunas entidades financieras. En ese contexto, es cada vez más frecuente observar campañas para captar recursos en soles del público, entre ellas las que ofrecen mayores rentabilidades en esta moneda. Como resultado, las tasas de interés en soles se han visto presionadas al alza.

## 7 Riesgos balanceados sobre nuestras previsiones de crecimiento 2016-2017

---

Trayectorias diferentes a las asumidas en el escenario base para diversas variables claves pueden desviar nuestras previsiones de crecimiento. En esta ocasión, hemos considerado que las principales fuentes de desvío a la baja son un menor crecimiento global y retrasos en la ejecución de las obras de infraestructura. De otro lado, un shock positivo de confianza sesgaría nuestra previsión de crecimiento al alza.

### El principal factor de riesgo a la baja es un menor crecimiento de China

Nuestro escenario base considera que el proceso de moderación del crecimiento en China hacia niveles sostenibles, así como el rebalanceo entre sus motores de crecimiento por el lado de la demanda (menor inversión versus más consumo), será gradual y ordenado. No obstante, si los estímulos monetarios, fiscales y crediticios que se vienen dando resultan excesivos, las fragilidades financieras que se han evidenciado en China podrían exacerbarse, con lo que su crecimiento sería menor.

Un crecimiento más bajo de China repercutiría negativamente sobre la economía peruana porque: (i) induciría 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, (ii) elevaría la aversión global al riesgo que debilitaría el apetito por inversiones en economías emergentes como la peruana, (iii) reduciría la demanda externa a través del impacto de China en el resto de los principales socios comerciales de Perú.

### Retrasos en los proyectos de infraestructura también tendrían una incidencia a la baja sobre nuestras previsiones de crecimiento

En lo que va del año, algunos de los grandes proyectos de infraestructura ya en marcha han mostrado ciertos retrasos en la ejecución de las obras. En algunos casos, los retardos han estado vinculados a la obtención y saneamiento de los terrenos (Línea 2 del Metro de Lima) o a algunos impases con el financiamiento de la obra (Gaseoducto del Sur). En otros, sencillamente las obras no han iniciado aún a pesar de que llevan más de medio año de retraso (aeropuerto de Chincheros). Estas demoras explican por qué ahora esperamos que el aporte de las obras de infraestructura para el crecimiento de este año sea 3 décimas menor lo que considerábamos en nuestro reporte anterior de hace tres meses (de 1,0 punto porcentual proyectado en febrero a 0,7 punto porcentual considerado ahora). También genera algo de preocupación que algunos proyectos significativos no se concionen dentro del plazo previsto (por ejemplo, la Línea 3 del Metro de Lima). Rezagos en la ejecución de las obras de infraestructura implicarán una menor inversión pública y privada, lo que de materializarse sesgaría nuestra previsión a la baja.

### Un shock positivo de confianza introduce un sesgo al alza en nuestras proyecciones de expansión del PIB

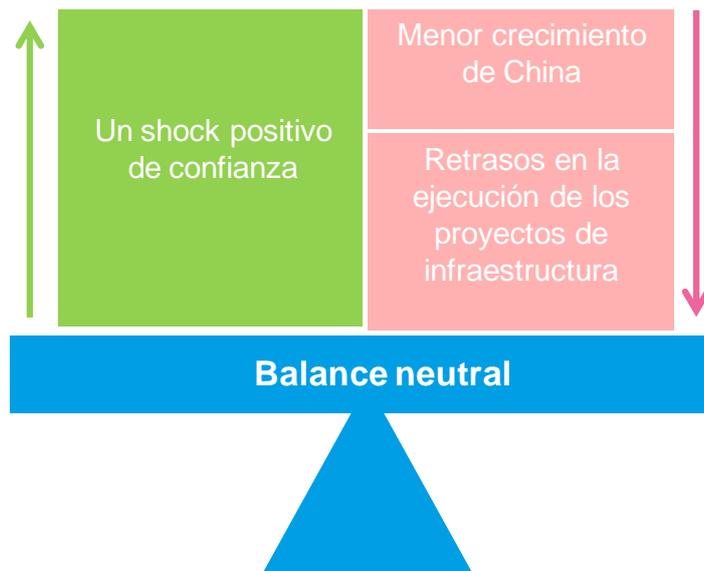
Si la administración que asumirá funciones a finales de julio de este año logra configurar un entorno de distensión y consensos podría capitalizar positivamente el apoyo político con el que usualmente cuenta un nuevo gobierno. Bajo este escenario, anuncios de medidas y reformas para impulsar el crecimiento, que sean consistentes y bien transmitidas, podrían contar con el respaldo de la sociedad y generar un ambiente adecuado que elevaría la confianza de las familias y del sector corporativo. En este caso, se esperaría una mayor dinamismo del consumo y de la inversión del sector privado que incidirían positivamente sobre la dinámica de la actividad económica.

### En síntesis...

La evaluación de la probabilidad de ocurrencia así como de la magnitud que asignamos a los factores de riesgo a la baja y al alza descritos anteriormente nos lleva a considerar, en el balance, un sesgo neutral sobre nuestras previsiones de crecimiento para Perú.

Gráfico 7.1

Riesgos balanceados sobre nuestras previsiones de crecimiento 2016-2017



Fuente: BBVA Research.

## 8 Tablas

Tabla 8.1

## Previsiones macroeconómicas

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIB (% a/a)	6,0	5,8	2,4	3,3	3,6	4,3
Inflación (% a/a, fdp)	2,6	2,9	3,2	4,4	2,9	2,9
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2,57	2,79	2,96	3,38	3,49	3,65
Tasas de interés (% fdp)	4,25	4,00	3,50	3,75	4,25	4,5
Consumo Privado (% a/a)	6,1	5,3	4,1	3,4	3,1	3,4
Consumo Público (% a/a)	8,1	6,7	9,7	7,5	2,4	3,0
Inversión (% a/a)	16,3	7,3	-2,1	-4,9	-0,5	4,6
Resultado Fiscal (% PIB)	2,3	0,9	-0,3	-2,1	-2,6	-2,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,7	-4,2	-4,0	-4,4	-3,4	-3,1

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Tabla 8.2

## Previsiones macroeconómicas

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de Interés (%, fdp)
T1 14	5	3,4	2,81	4,00
T2 14	1,9	3,4	2,8	4,00
T3 14	1,8	2,7	2,87	3,50
T4 14	1,2	3,2	2,96	3,50
T1 15	1,8	3	3,09	3,25
T2 15	3,1	3,5	3,16	3,25
T3 15	3,2	3,9	3,22	3,50
T4 15	4,7	4,4	3,38	3,75
<b>T1 16</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>3,41</b>	<b>4,25</b>
<b>T2 16</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,35</b>	<b>4,25</b>
<b>T3 16</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,41</b>	<b>4,25</b>
<b>T4 16</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,49</b>	<b>4,25</b>
<b>T1 17</b>	<b>4,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,53</b>	<b>4,50</b>
<b>T2 17</b>	<b>4,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,58</b>	<b>4,50</b>
<b>T3 17</b>	<b>4,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,62</b>	<b>4,50</b>
<b>T4 17</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,65</b>	<b>4,50</b>

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Perú

**Economista Jefe de Perú**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com  
+51 1 2112042

Francisco Grippa  
fgrippa@bbva.com

Yalina Crispin  
Yalina.crispin@bbva.com

Vanessa Belapatiño  
Vanessa.belapatiño@bbva.com

Ismael Mendoza  
Ismael.mendoza@bbva.com

Marlon Broncano  
Marlon.broncano@bbva.com

## BBVA Research

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

*España*

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

*Europa*

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

*Estados Unidos*

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

*Análisis Transversal de Economías Emergentes*

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Asia*

Le Xia  
le.xia@bbva.com

*México*

Carlos Serrano  
carlos.serrano@bbva.com

*Turquía*

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Coordinación LATAM*

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

*Argentina*

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

*Chile*

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

*Colombia*

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

*Perú*

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

*Venezuela*

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@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

*Regulación Digital*

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**Áreas Globales**

*Escenarios Económicos*

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

*Escenarios Financieros*

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

*Innovación y Procesos*

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

### Interesados dirigirse a:

**BBVA Research Perú**

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