

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by "Research" in a smaller, lighter weight of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación Perú

Segundo trimestre 2018

Unidad de Perú

A photograph of a modern, multi-story building with a glass and metal facade. The building is the BBVA building in Lima, Peru. The sky is blue with some light clouds. The building has a large sign that says "BBVA Continental" on the top right corner. In the foreground, there are some palm trees and a white sculpture.

Creando Oportunidades

Índice

1. Resumen	3
2. Economía global: se mantiene el ritmo de crecimiento, pero se intensifica el riesgo proteccionista	5
3. Perú: proyectamos que el PIB crecerá 3,2% en 2018 y 3,5% en 2019	8
4. Política fiscal: incrementar ingresos y estabilizar el gasto corriente para asegurar la estabilidad de las finanzas públicas	16
5. Sector externo: prevemos un superávit comercial récord para este año	19
6. Mercados financieros locales: resistencia ante episodios de estrés	20
7. Inflación: sin problemas a la vista	23
8. Política monetaria: pausa a corto plazo	24
9. Riesgos balanceados sobre las proyecciones de crecimiento para 2018 y 2019	25
10. Tablas	26

Fecha de cierre: 12 de abril de 2018

1. Resumen

La economía peruana aceleró su paso en el primer trimestre. Según nuestras estimaciones, el crecimiento en estos primeros meses de 2018 fue de 3,2% en términos interanuales, el mayor ritmo de expansión en año y medio. Por el lado de la demanda, el principal soporte del crecimiento fue el gasto público, que a nivel sectorial se reflejó en el favorable desempeño del sector Construcción. Es cierto que buena parte de la expansión del gasto público obedece a una baja base de comparación interanual, pero también lo es que la economía peruana enfrentó dificultades importantes en el primer trimestre: un incremento notable del ruido político que desembocó en la renuncia del Presidente y las investigaciones de presuntos actos de corrupción en los que habrían incurrido varias empresas constructoras para obtener licitaciones de obras públicas, un entorno que inhibe el flujo de financiamiento hacia el sector. A ello hay que sumarle eventos negativos como la rotura de un ducto importante para transportar gas y la menor extracción minera (por labores de mantenimiento en algunas unidades y disminución de rendimientos). Es a pesar de todos estos elementos que la economía peruana aceleró el paso a principios de año, aunque no tanto como anticipamos en nuestro reporte anterior (4,4%).

Nuestro escenario base considera que el PIB, luego de avanzar 2,5% el año pasado, se incrementará 3,2% en 2018. Esta aceleración se apoya, por el lado externo, en un entorno que continuará siendo positivo para la economía peruana, con precios de los metales aún en niveles atractivos (lo que favorecerá la inversión privada en el sector minero). Localmente, las condiciones climatológicas se normalizarán luego de El Niño Costero de principios del año pasado. Además, aumentará el gasto público orientado a reconstruir la infraestructura dañada por ese fenómeno climatológico y a construir la infraestructura necesaria para los Juegos Panamericanos de 2019. La previsión también asume que las tensiones políticas cederán, por lo menos durante los primeros meses de la administración Vizcarra. En comparación con lo que anticipamos en enero último, ahora estimamos que el crecimiento del PIB en 2018 será menor en tres décimas de punto porcentual, una revisión que es explicada básicamente por la sorpresa negativa del primer trimestre del año. Para 2019 anticipamos que el PIB continuará acelerándose y se expandirá alrededor de 3,5%. Esta previsión se apoya en el inicio de construcción de un paquete de minas medianas y pequeñas, lo que se reflejará en una mayor inversión privada minera.

Por el lado fiscal, prevemos un déficit equivalente a 3,4% del PIB en 2018, mayor que el del año pasado (3,1%). El aumento se explica por la expansión del gasto público en infraestructura (reconstrucción y Juegos Panamericanos del próximo año, por ejemplo) y del egreso financiero que estimamos por intereses de la deuda pública. Los ingresos también mejoran -por primera vez desde 2012-, pero no alcanzan a compensar los mayores gastos. Esta mejora reflejará el mayor dinamismo de la demanda interna, precios de los metales más altos como promedio en el año, menores devoluciones de impuestos, y la ausencia del efecto a la baja del "IGV justo". En ese contexto, prevemos que el saldo de la deuda pública bruta alcanzará un nivel equivalente a 26,5% del PIB. Más adelante, nuestro escenario base considera una consolidación fiscal, aunque más conservadora que la que se ha impuesto el Gobierno, de tal manera que haya algo más de espacio para el gasto corriente pero que a la vez se mantenga el compromiso de llevar las cuentas fiscales a un nivel sostenible en el medio plazo.

En cuanto a los mercados financieros, los activos peruanos mostraron en general un desempeño interesante en los primeros meses del año a pesar del alto y persistente ruido político. Luego del cambio presidencial, los indicadores de riesgo han descendido, los índices bursátiles se han incrementado, y la moneda local se ha apreciado. Sobre esta última variable, nuestra previsión es que el tipo de cambio concluirá el año entre 3,20 y 3,25 soles por dólar. Ello implica cierta apreciación de la moneda local en comparación con el nivel en el que se ubicó a fines de 2017. Detrás de esta previsión se encuentra el influjo de dólares por el lado comercial (anticipamos un superávit en la balanza comercial cercano a los USD 7 mil millones) y financiero, que probablemente será atenuado por las intervenciones cambiarias del banco central. El influjo de dólares por el lado financiero obedece a la reinversión de utilidades de las empresas mineras (en un contexto de atractivos precios de metales) y al

aumento de la tenencia de bonos soberanos por parte de inversionistas extranjeros dada la mayor oferta de deuda pública para financiar un mayor déficit fiscal, elementos que más que compensarán el incremento del límite de inversión en el exterior para las AFP y el impacto que tendrán las mayores tasas de interés en EE.UU (por la continuidad del proceso de normalización monetaria en ese país).

Por el lado de los precios, la inflación ha descendido de manera importante y rápida en los últimos meses, con lo que ha pasado a ubicarse en 0,4%, por debajo del rango meta. Este es el registro más bajo desde fines de 2009. La tendencia declinante de la inflación se explicó, principalmente, por el descenso que hubo en los precios de los alimentos luego de disipado el efecto de El Niño Costero y, en otros casos, por una sobre producción. También contribuyeron al descenso de la inflación la ausencia de presiones de demanda sobre los precios (por la posición cíclica de la economía) y la apreciación de la moneda peruana. El nivel en el que actualmente se encuentra la inflación, sin embargo, es transitorio. Hacia adelante, la inflación en términos interanuales tenderá a converger gradualmente al centro del rango meta en un contexto en el que el ritmo de avance de los precios de los alimentos se normalizará (en este momento se ubica en -5% interanual, mientras que el promedio mensual de los últimos cinco años ha estado alrededor de 3%), lo que más que compensará las presiones a la baja sobre la inflación que se desprenden de las holguras que mantienen distintos sectores de la economía. En el balance, prevemos que la inflación cerrará este año en 2,0%.

En este entorno de descenso significativo de la inflación, corrección a la baja de las expectativas inflacionarias, y debilidad cíclica de la economía, el Banco Central ha continuado reduciendo la tasa de interés de referencia de la política monetaria. Esta se ubica actualmente en 2,75%. Nuestro escenario base contempla una recuperación de la demanda interna y convergencia gradual de la inflación hacia el centro del rango meta, lo que es consistente con que la tasa de referencia se mantendrá en 2,75% en lo que resta del año. Apoyan esta visión que las distintas medidas de tendencia inflacionaria y las mismas expectativas de inflación están alrededor de 2%, que la inflación total está por debajo del rango meta pero solo de manera transitoria (por la alta base de comparación interanual debido a El Niño Costero de principios de 2017), que el conjunto de actividades económicas que puede ser afectado por la política monetaria (PIB no primario) sigue recuperándose gradualmente y crece en este momento a un ritmo algo mayor al 3% interanual, que el ruido político ha descendido, que en nuestro escenario base asumimos que pronto se publicará el reglamento de la ley 30737 (lo que favorecerá que se destrabe la actividad del sector Construcción), y que la posición de la política monetaria es en este momento claramente expansiva (la tasa de interés real ex-ante se ubica alrededor de 0,6%, mientras que la neutral se encuentra en torno a 1,5% según nuestras estimaciones).

Finalmente, como en toda proyección, existen riesgos de que el crecimiento económico se pueda desviar de lo que estamos anticipando. Los principales factores que podrían generar este desvío son una intensificación de las medidas proteccionistas de EEUU que lleve a mayores represalias del resto del mundo, un ajuste monetario más agresivo en EEUU que el que estamos considerando en nuestro escenario base debido a una aceleración más pronunciada de la inflación, y una moderación más marcada del crecimiento de China. Todos estos son riesgos externos y bajistas. Localmente, y también a la baja, existe el riesgo de que se retrase la publicación del reglamento de la ley 30737, lo que inhibiría por más tiempo el flujo de financiamiento al sector; al alza, sin embargo, tenemos dos riesgos locales: el primero de ellos es que en la segunda mitad del año se inicie la construcción del proyecto cuprífero Quellaveco, lo que tendría un impacto directo y positivo sobre la inversión privada pero que también podría favorecer la confianza empresarial, y el segundo de ellos es que la distensión política actual pueda también traducirse en una mejora de la confianza empresarial (y ser así más alta que la que consideramos en nuestro escenario base) o que incluso pueda abrir el espacio para consensuar medidas que faciliten el crecimiento de la actividad.

2. Economía global: se mantiene el ritmo de crecimiento, pero se intensifica el riesgo proteccionista

La economía global se encuentra sometida a fuerzas divergentes. Los nuevos estímulos fiscales aprobados por la administración estadounidense llevarán a prolongar el buen momento cíclico de la economía mundial, favorecido hasta ahora por niveles de confianza elevados y el tono positivo de la actividad industrial y del comercio internacional, que benefician también a China y Europa. Por otro lado, la mayor vulnerabilidad que ese mismo estímulo fiscal genera en las cuentas públicas americanas, unida a unos mercados financieros que previsiblemente estarán sometidos a un entorno de mayor volatilidad que en 2017, hacen que el escenario sea más incierto. A ello se une la aceleración de la retórica proteccionista en EE.UU., que ha empezado a materializarse en medidas concretas. Todo ello en un entorno de normalización de políticas monetarias tras años de estímulos extraordinarios, que también puede generar dudas adicionales.

El crecimiento global se mantenido estable a principios de 2018 (Gráfico 2.1), con mayor dinamismo en economías emergentes y algunos signos de moderación en países desarrollados. Los datos conocidos de los primeros dos meses del año sugieren que el crecimiento global del primer trimestre se ubicaría en niveles similares al promedio del 2017 (1% trimestral). Este crecimiento se ve favorecido, en primer lugar, por el buen desempeño del comercio mundial, que se aceleró significativamente, en especial las exportaciones de las economías emergentes, y en particular -en febrero- los países asiáticos (principalmente China e India). Un segundo factor es la sólida expansión de la producción industrial, también en especial en los países emergentes.

Probablemente la mayor novedad en los últimos tres meses en el entorno global ha sido el estímulo fiscal aprobado en EEUU en febrero. Este debería tener un efecto moderado en el crecimiento a corto plazo (ya que la economía estadounidense se encuentra ya muy cerca del pleno empleo) y podría ejercer una presión al alza sobre los tipos de interés (en plena normalización de la Fed). Por todo ello, estimamos que tendrá un efecto multiplicador pequeño sobre la actividad (de alrededor del 0,4), que supondría una revisión al alza en el PIB de alrededor de entre 0,2 y 0,3pp tanto en 2018 como en 2019.

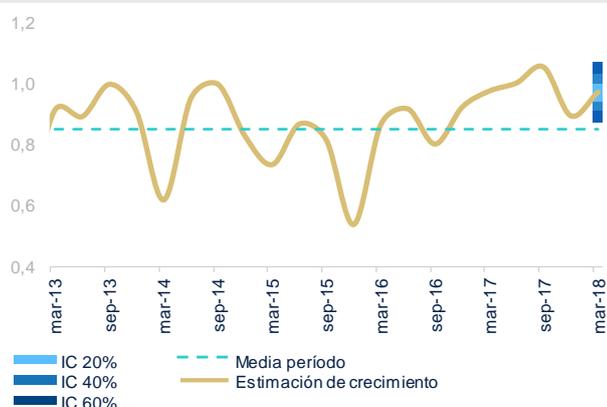
Dicho esto, en el corto plazo el impulso fiscal de EE.UU. puede prolongar el ciclo expansivo a nivel global, alargando la recuperación cíclica y redundando en un aumento de la demanda a nivel mundial. No obstante, dicho efecto se verá compensado en nuestro escenario por el aumento de la volatilidad a nivel global o por el resurgimiento una mayor incertidumbre política en algunas áreas, así como por el posible efecto negativo de la incertidumbre asociada a las medidas proteccionistas.

Tras un año 2017 dominado por el optimismo y la toma de riesgo en los mercados financieros, en el primer trimestre del año se aprecia un tono más cauto. Por un lado, las condiciones financieras, que han sido muy acomodaticias, han empezado a ajustarse. Y, sobre todo, el entorno de volatilidad, que ha sido inusualmente bajo, parece estar transitando un régimen más "normal" (mayor volatilidad y, posiblemente, choques de volatilidad más persistentes), al tiempo que la política monetaria sigue normalizándose. En particular, en el caso de la Fed, esperamos que el proceso se acelere un poco (cuatro subidas de los tipos de referencia de 25 pb cada una en 2018, frente a las tres subidas previstas anteriormente) tras el impulso fiscal. Además, los tipos de interés de largo plazo están consolidándose en niveles más elevados, sobre todo en EE.UU. por el mayor crecimiento y el deterioro fiscal, que implica mayores necesidades de financiación y añade una prima de riesgo a la financiación del Tesoro norteamericano.

Por otro lado, el episodio de volatilidad de principios de febrero, que provocó una fuerte corrección de las bolsas en países desarrollados, ha tenido por ahora poco traslado a otro tipo de activos. Todo ello ha contribuido a elevar nuestro indicador de tensiones financieras tanto en economías desarrolladas como en emergentes (Gráfico 2.2).

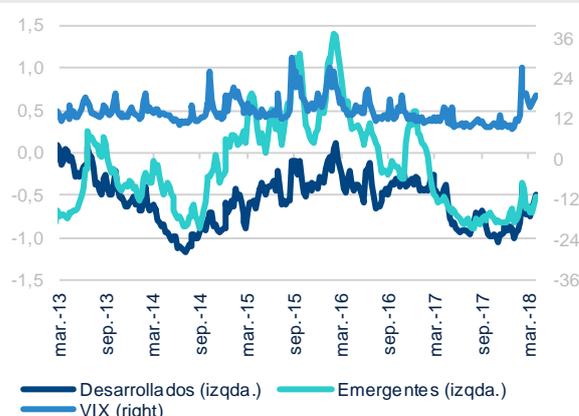
En este entorno, mantenemos las previsiones de crecimiento global en 3,8% para el periodo 2018-19. No obstante, esto supone una corrección al alza en las perspectivas de crecimiento tanto para EE.UU. como para la Eurozona, que son compensados por un leve menor impulso en economías emergentes, sobre todo en Sudamérica.

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB mundial. Previsiones basadas en BBVA-GAIN (% t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Índice BBVA de tensiones financieras y VIX



Fuente: BBVA Research a partir de EPFR

En China mantenemos nuestras previsiones de crecimiento en 6,3% y 6,0% para 2018-19. La mayoría de los datos recientes muestran que se mantiene el impulso tanto de la demanda interna como de las exportaciones. La confirmación de la línea de política económica que combina una política monetaria prudente con una política fiscal expansiva, junto a la aprobación de medidas restrictivas de regulación financiera nos hacen ser algo más optimistas sobre los riesgos domésticos asociados a la economía china.

En el caso de EE.UU., las cifras positivas de actividad y comercio exterior de los últimos meses se suman a los efectos mencionados de corto plazo de una política fiscal más expansiva, que combina tanto reducciones de impuestos aprobadas en diciembre (ya incorporadas en nuestras previsiones anteriores) como el nuevo estímulo fiscal. Con todo ello, el crecimiento para EE.UU. se estima en un 2,8% tanto en 2018 como en 2019 (lo que supone una revisión al alza de 0,2pp y 0,3pp, respectivamente).

En Europa, las sólidas cifras de exportaciones e inversión fija en el último trimestre, sumado a un consumo privado resiliente, nos hacen mantener la previsión de crecimiento para la Eurozona (revisada ligeramente al alza hasta un 2,3% en 2018). Para 2019, seguimos proyectando una moderación de la actividad, con una expansión en torno al 1,8%, dado un cierto agotamiento en el impulso cíclico, ya anticipado por los indicadores adelantados.

A pesar de mantener sin cambios las previsiones de China, prevemos que el bloque de países emergente se expanda algo menos, afectado por factores idiosincráticos (en el caso de Sudamérica). A los débiles datos de actividad en los últimos meses, se suma la materialización de algunos riesgos políticos, en unos casos, y choques de oferta en el sector agrícola, en otros, lo que en conjunto termina por compensar el mayor crecimiento esperado en países avanzados. A pesar ello, las economías latinoamericanas continuarán recuperando el crecimiento respecto a los años precedentes, apoyadas en el dinamismo del comercio externo y la mejora en los términos de intercambio gracias al aumento de los precios de las materias primas.

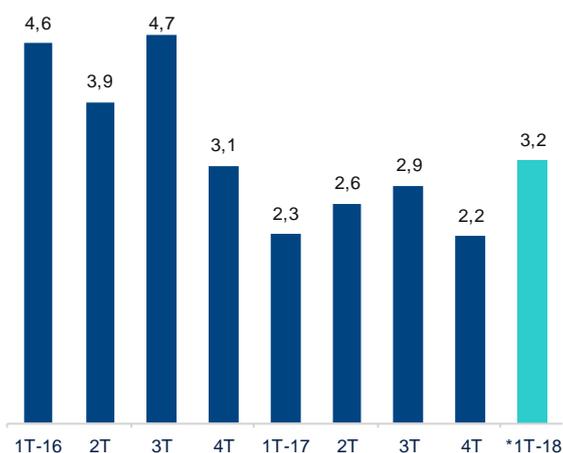
Los riesgos en torno a nuestro escenario global han crecido por las amenazas proteccionistas, materializadas en la subida de aranceles por parte de EEUU y la respuesta China. Aún cuando el impacto de las medidas adoptadas hasta el momento sobre la actividad global sea reducido se eleva la incertidumbre sobre una posible escalada de las restricciones comerciales entre las principales áreas económicas que termine retrayendo la inversión a nivel global. Otras fuentes de incertidumbre residen en la normalización de las políticas monetarias, en particular una salida más rápida de lo previsto por parte de la Fed que no vaya asociada a un mayor crecimiento sino a una aceleración inesperada de la inflación. Por otro lado, el riesgo ligado a un ajuste brusco de la economía china ha disminuido en cierto modo, tras las medidas aprobadas a raíz del congreso del PCCh en octubre y las señales de contención progresiva del endeudamiento

3. Perú: proyectamos que el PIB crecerá 3,2% en 2018 y 3,5% en 2019

El crecimiento se habría acelerado en el primer trimestre

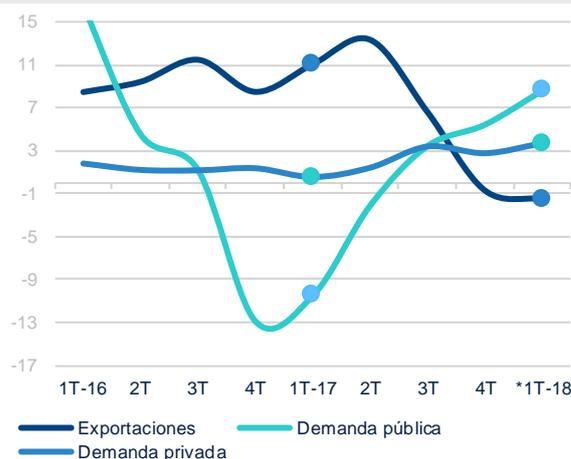
En el primer trimestre de este año el PIB habría crecido alrededor de 3,2% en términos interanuales. Este es su mayor ritmo de expansión en un año y medio (ver Gráfico 3.1). Por el lado de la demanda, el gasto público (tanto de consumo como de inversión del Gobierno) dio soporte al crecimiento en los primeros tres meses del año, en buena parte debido a una baja base de comparación interanual (ver Gráfico 3.2). A nivel sectorial, la expansión fiscal se reflejó en el desempeño favorable del sector Construcción. El sector Agropecuario y la Manufactura primaria también habrían registrado buenos resultados.

Gráfico 3.1 PIB* (var. % interanual)



* Estimado para el primer trimestre de 2018
Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.2 PIB por el lado del gasto* (en términos reales, var. % interanual)



* Excluye la variación de inventarios. Cifras para el primer trimestre de 2018 son estimadas.
Fuente: BCRP y BBVA Research

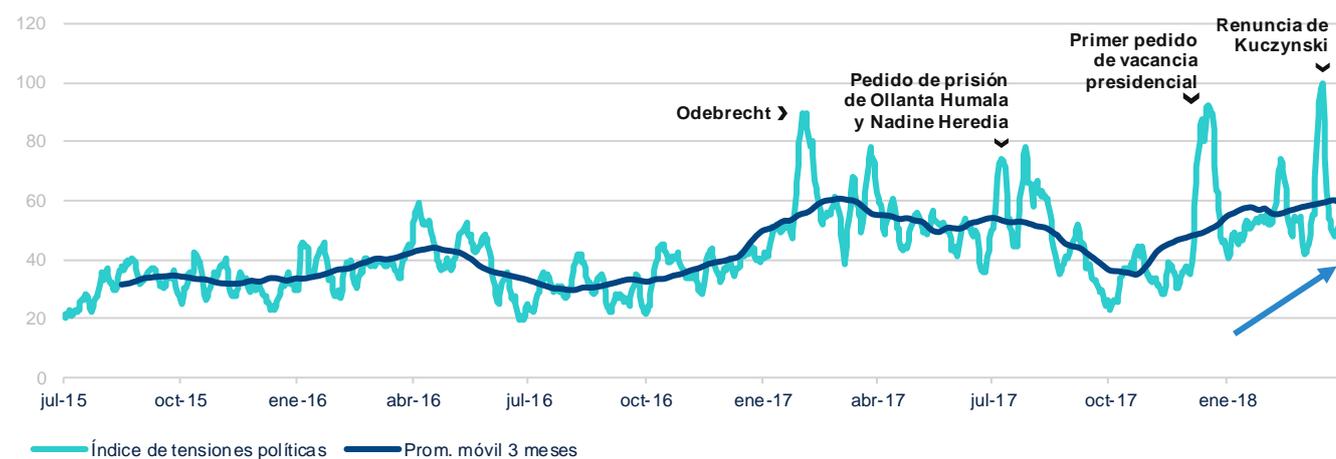
Con respecto a las proyecciones que publicamos en enero, ahora estimamos que el crecimiento del primer trimestre habría sido menor (3,2% versus 4,4%). La diferencia se explica, principalmente, por una expansión más baja (con respecto a lo previsto) de la Minería metálica debido a menores rendimientos de las minas; de Hidrocarburos por la rotura en febrero del gasoducto de TGP que va de Cusco a la costa; y de la Construcción debido a las investigaciones sobre presuntos actos de corrupción en las que habrían incurrido diversas empresas edificadoras con experiencia en el desarrollo de obras públicas y de infraestructura. La menor expansión del PIB en el primer trimestre induce un sesgo a la baja sobre nuestra de proyección de crecimiento para todo el año de tres décimas de punto porcentual.

El desempeño del PIB a inicios de año pudo haber sido mejor, pero el ruido político y problemas en el sector construcción jugaron en contra

Entre diciembre de 2017 y marzo de este año, las tensiones políticas se elevaron notablemente en Perú (ver Gráfico 3.3). En este período, el país presenció dos procesos de vacancia presidencial -el primero llegó a votación en el Congreso y no prosperó, en tanto que el segundo quedó trunco-, un indulto al expresidente Fujimori que

generó una gran polémica, y, finalmente, la renuncia del Presidente Pedro Pablo Kuczynski (PPK). A lo anterior se sumaron las investigaciones por presuntos actos de corrupción en los que habrían incurrido diversas empresas del sector Construcción para obtener licitaciones de obras públicas. Este caso, que ha pasado a denominarse “El Club de la Construcción”, se agrega al de Lava Jato que ha tenido repercusiones en Perú desde inicios del año pasado.

Gráfico 3.3 Indicador de tensiones políticas en Perú
(100 = 27 de marzo 2018, el punto más alto en la muestra)



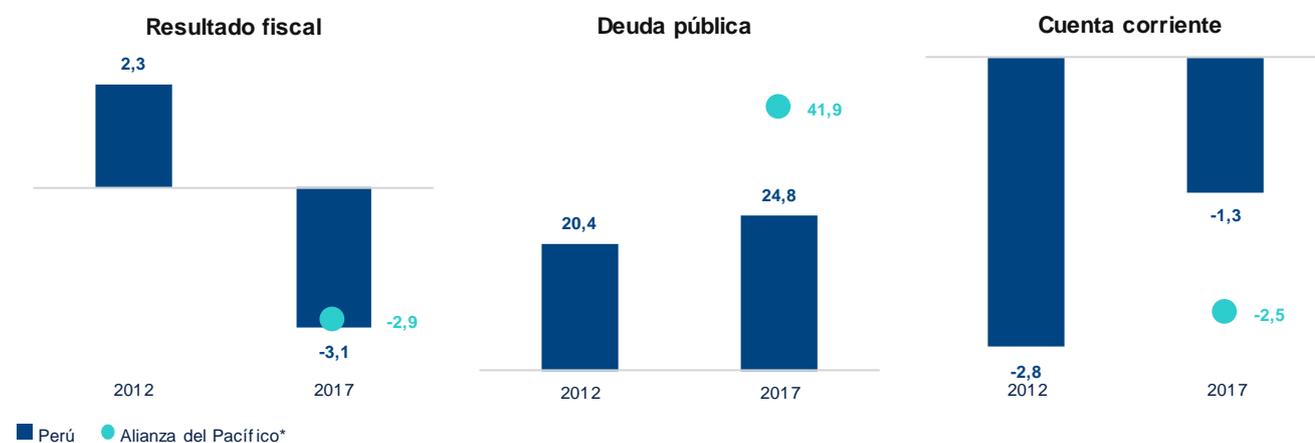
Fuente: GDELT y BBVA Research

Tanto las mayores tensiones políticas como las presuntas prácticas ilegales de algunas empresas constructoras han tenido repercusiones negativas sobre el desempeño de la economía. El persistente ruido político y la precariedad de algunos de los más altos funcionarios del Estado generó un entorno de alta incertidumbre durante el primer trimestre, lo que se vio acompañado de una caída de las confianzas y, posiblemente, de una mayor cautela en las decisiones de gasto tanto en el ámbito privado como público. A ello se suma el caso del “Club de la Construcción”, que como es natural ha inhibido el flujo de financiamiento hacia las empresas edificadoras y ha puesto así en riesgo el normal desempeño de la actividad en el sector, en particular aquella orientada al desarrollo de infraestructura y obras públicas en general.

La herencia y los retos que asumirá el nuevo gobierno

Si bien las tensiones políticas y problemas sectoriales han caracterizado el contexto de los últimos meses, cabe señalar que la nueva administración del Presidente Martín Vizcarra encuentra un país que mantiene sólidos fundamentos económicos (ver Gráfico 3.4). Al respecto, cabe destacar que, a pesar del volátil entorno doméstico, en marzo Fitch mantuvo la calificación crediticia y perspectiva para la deuda del Gobierno peruano (en BBB+, con perspectiva estable). En el mismo sentido se pronunciaron otras calificadoras de riesgo como Moody’s (A3, con perspectiva estable) y Standard & Poor’s (BBB+, con perspectiva estable). El hecho de que la deuda del Gobierno peruano haya mantenido su calificación crediticia y perspectiva contrasta con las revisiones a la baja que se han concretado en los últimos meses en diversos países de la región.

Gráfico 3.4 Perú: fundamentos macroeconómicos (% del PIB)



* Alianza del Pacífico excluyendo a Perú
Fuente: FMI, bancos centrales, Banco Mundial y BBVA Research

Desde luego, la nueva administración también enfrenta desafíos importantes que deberá atender de inmediato. En nuestra opinión, los más relevantes son dos: acelerar el crecimiento y asegurar la sostenibilidad fiscal. Para dinamizar la actividad económica no vemos por el momento mucho espacio para implementar medidas de largo aliento, como por ejemplo reformas en mercados básicos que no están operando adecuadamente (el laboral) o mejoras institucionales (sistema judicial). Sin embargo, para el corto plazo se pueden tomar acciones muy concretas como la publicación del reglamento de la Ley 30737, lo que ayudará a normalizar (o incluso dinamizar) la actividad del sector Construcción y reducir el riesgo de una ralentización en la ejecución de obras públicas y de la inversión. Asimismo, el Gobierno podría asegurar condiciones adecuadas para que, en un entorno de buenos precios de los metales, se concrete la realización de grandes proyectos en minería que están actualmente en evaluación.

Por el lado fiscal, se requiere reducir el déficit en los próximos años. Para lograr este esfuerzo de consolidación será necesario, por un lado, elevar los ingresos del Gobierno (como porcentaje del PIB) y, de otro, contener el gasto corriente que se ha elevado en los últimos años y desplazado al gasto en inversión.

Para elevar la recaudación tributaria, las nuevas autoridades podrían seguir impulsando el esfuerzo que venían haciendo sus predecesores para implementar la norma antielusiva. También sería deseable lograr consensos para racionalizar las exoneraciones tributarias (que actualmente equivalen a 2,2% del PIB). En cuanto a la contención del gasto corriente, se requiere una mayor coordinación con el Poder Legislativo en cuanto a la promulgación de leyes que impliquen un incremento sustancial de los egresos a corto plazo. En esta línea, el Ejecutivo tendrá que insistir en una implementación gradual de las propuestas para incorporar a los empleados públicos que se encuentran bajo el régimen de Contratación Administrativa (CAS) y de nivelación de las pensiones para la Policía y las Fuerzas Armadas (detalles adicionales sobre estos temas en la sección de Política Fiscal).

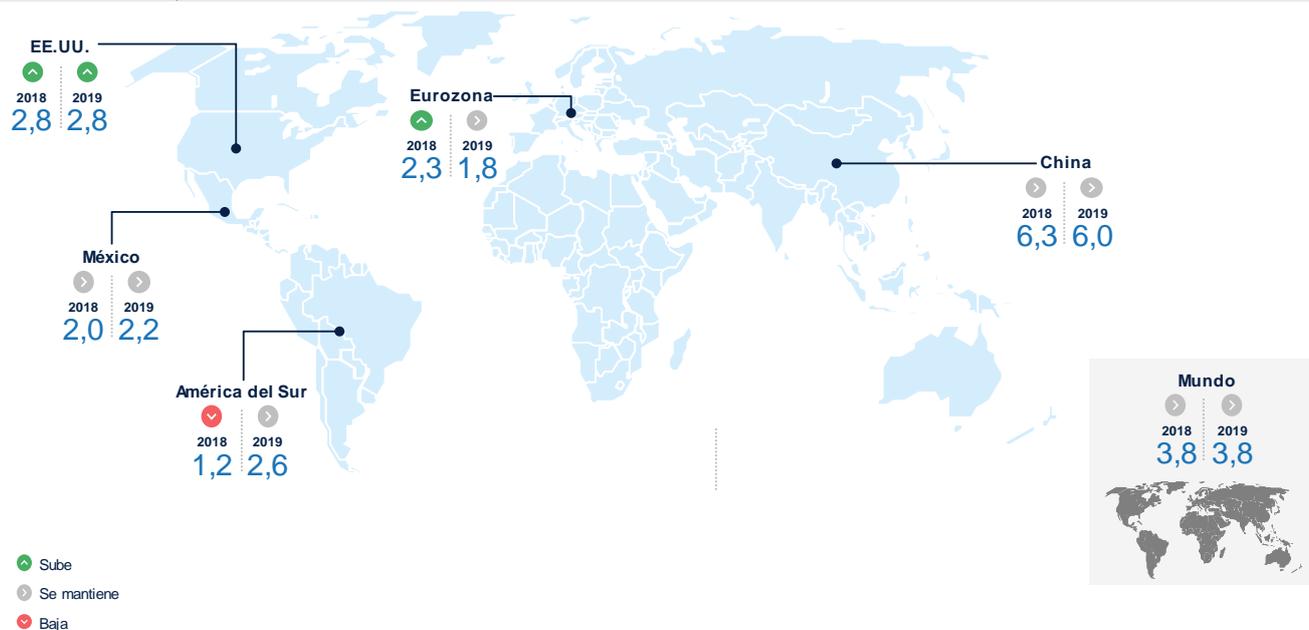
Finalmente, otro tema prioritario en la agenda del nuevo gobierno será la lucha contra la corrupción, problema persistente que ha afectado negativamente el crecimiento de los últimos años (entre otras cosas, por la paralización de diversas obras de infraestructura y porque los sobornos pueden concebirse como un impuesto sobre la inversión). El combate a la corrupción requerirá reforzar los mecanismos de control y mejoras institucionales (sistema judicial, simplificación administrativa, mayor transparencia en los procesos de licitación, etc.), pero también deberá tomar en cuenta que este esfuerzo no debe entrapar la toma de decisiones del sector público.

Nuestras previsiones para este y el próximo año toman en cuenta un entorno externo favorable y asume una disminución de las tensiones políticas locales

Por el **lado externo**, el escenario base para 2018 y 2019 asume condiciones que, en el balance, son favorables e incluso mejores que las previstas hace tres meses.

- **Se han revisado al alza las proyecciones de crecimiento del PIB para EE.UU.** El mayor gasto fiscal conduce a una revisión al alza en el crecimiento del PIB de +0,2pp en 2018 y +0,3pp en 2019, a 2,8% en ambos años (ver Gráfico 3.5). En la Zona Euro, la actividad sigue fuerte, aunque los datos de confianza sugieren que hay signos de moderación en la actividad industrial del primer trimestre de 2018. Finalmente, en China, el crecimiento se modera solo ligeramente, en línea con nuestras proyecciones. En general, este entorno con sorpresas positivas debería generar un efecto arrastre sobre la actividad económica peruana.

Gráfico 3.5 Crecimiento mundial
(var. % interanual)



Fuente: BBVA Research

- **Se han revisado al alza los precios de los metales que Perú exporta**, en particular el del cobre. Para 2018, por ejemplo, proyectamos que la cotización promedio anual del metal rojo aumentará poco más de 8% y alcanzará los USD 3,03 la libra, un nivel superior a lo previsto hace tres meses y que en buena parte se explica por los altos niveles observados en el primer trimestre del año. Este nivel promedio para el año implica que en lo que resta de 2018 el precio del cobre disminuirá (crecimiento de China se modera, retiro del estímulo monetario en economías más desarrolladas) y al cierre se ubicará algo por encima de USD 2,90 la libra (ver Gráfico 3.6).

Gráfico 3.6 Precio del cobre (USD/libra)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.7 Inversión minera y Precio del cobre (var. % interanual; ¢USD/lb)



Fuente: BCRP, MINEM y BBVA Research

Cabe señalar que la recuperación que han mostrado las cotizaciones internacionales de los metales en los últimos meses ha coincidido localmente con una recuperación de la inversión minera (ver Gráfico 3.7). En este contexto, se han viabilizado proyectos mineros de tamaño mediano y pequeño por un monto que supera los USD 2 300 millones para el 2018 y 2019. Estimamos que el inicio de su construcción tendrá un impacto económico positivo en 2018 y que será bastante más sensible desde el siguiente año (ver Tabla 3.1).

Tabla 3.1 Inversión minera en nuevos proyectos concesionados (USD millones)

Proyecto	Producción anual	Inversión USD Millones	Año	
			2018	2019
Mina Justa	110000 TMF/Cu	1,348	236	636
Amp.Toromocho	75000 TMF/Cu	1,300		650
San Gabriel	150000 OZ/Au	450		250
Pukaqaqa	40600 TMF/Cu	706		353
Magistral	60000TMF/Cu	480		250
Total		4,284	236	2,139

Fuente: MINEM y BBVA Research

Gráfico 3.8 Precio del petróleo WTI (USD/barril)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

En cuanto al **precio del petróleo** (Perú es un importador neto de esta materia prima), nuestro escenario base considera que en promedio se ubicará alrededor de los USD 61 el barril en 2018, por encima del nivel promedio del año pasado (USD 51 por barril), pero igual a lo que previmos hace tres meses (ver Gráfico 3.8). Lo último se debe a que consideramos que los fundamentos no han cambiado significativamente. Aunque los precios del petróleo aún tienen espacio para crecer en los próximos meses, la recuperación de la producción en EE.UU. y en otros países que no pertenecen a la OPEP reducirá luego los precios a USD 60 el barril a fines de año. La

previsión también asume que el acuerdo entre los participantes de la OPEP y los que no pertenecen a la OPEP para limitar la producción continuará en lo que resta del año; es cierto que habrá una revisión del acuerdo en junio, pero es muy probable que el acuerdo se mantenga porque la producción de EE.UU. continúa aumentando.

- **La tasa de política monetaria de la FED se incrementará tres veces más en lo que resta del año y otros dos en 2019.** Esta trayectoria para la tasa de la FED implica un ajuste ligeramente mayor al que previmos hace tres meses y se explica por un mayor gasto fiscal que, en una economía que se encuentra cerca del pleno empleo, puede inducir algo más de inflación. Como resultado de este mayor ajuste, las condiciones de financiamiento externo para Perú se encarecerán algo más.

Por el **lado interno**, con respecto a lo que previmos hace tres meses, estamos asumiendo un contexto de mayor estabilidad en el ámbito político y más propicio para el crecimiento, caracterizado por los siguientes elementos:

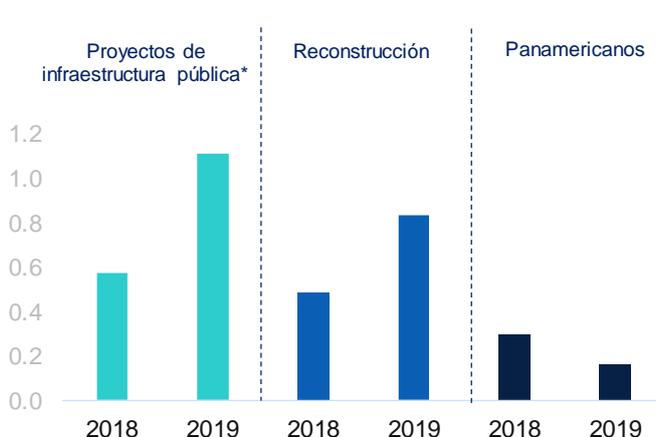
- Menores fricciones políticas. Se asume que un entorno de distensión política acompañará los primeros meses de la nueva administración Vizcarra.
- Dado lo anterior, tomamos como supuesto de trabajo que no habrá un mayor debilitamiento de la confianza empresarial y que en lo que resta del año y en 2019 se mantendrá en niveles similares a los actuales (alrededor de 55 puntos en los últimos tres meses, ver Gráfico 3.9).
- Impulso fiscal por (i) la reconstrucción de las zonas del país que fueron afectadas a principios del año pasado por El Niño Costero, (ii) los Juegos Panamericanos de 2019 (obras para la realización de las competencias), y (iii) el desarrollo de los grandes proyectos de infraestructura (principalmente la segunda línea del metro de Lima y la refinería de Talara). No obstante, el gasto por estos conceptos para este año será menor al previsto hace tres meses porque estamos incorporando nueva información publicada por el Gobierno y el rezago en las decisiones de gasto debido al cambio de autoridades. Cabe mencionar que nuestro escenario base asume que el reglamento de la Ley 30737 será publicado pronto, favoreciendo el flujo de financiación al sector Construcción.

Gráfico 3.9 Confianza empresarial (índice, en puntos)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.10 Impulso Fiscal (equivalente en puntos del PIB)



(*) Bajo la modalidad de APP
Fuente: MEF, BCRP y BBVA Research

De esta forma, los soportes para el crecimiento en 2018 serán las mejores condiciones externas y el gasto público (a pesar de las previsiones más conservadoras sobre esta última variable). Para el próximo año, la expansión del PIB se verá fortalecida por el inicio de las obras de diversos proyectos mineros de tamaño medio (ver Tabla 3.1), lo que explicará cerca de un punto porcentual del crecimiento de 2019.

Bajo el escenario base descrito, prevemos que el PIB crecerá 3,2% en 2018, menor a la previsión de enero (3,5%) debido principalmente a que ahora anticipamos una expansión más moderada en el primer trimestre, como antes se explicó.

A nivel sectorial, estimamos que en 2018 el conjunto de actividades primarias, es decir, de aquellas más vinculadas con la extracción de recursos naturales¹, será el de mayor dinamismo, con un crecimiento de 3,7% (ver Tabla 3.2). Al interior, el sector de mayor avance será Pesca. Estamos considerando aquí dos relativamente buenas temporadas de captura de anchoveta en la zona centro-norte del litoral, durante las que se extraería cerca de 4,5 millones de toneladas métricas de esa especie. Ello favorecerá la elaboración de harina y aceite de pescado, es decir, a la Manufactura primaria. Nuestro escenario base de proyección también contempla que el oleoducto en el norte del país estará operativo desde principios de año, lo que incidirá positivamente sobre la producción de petróleo (la extracción aumentará alrededor de 20%), y una mayor expansión de la producción agropecuaria luego de disipado El Niño Costero y en un entorno de condiciones climatológicas más normales.

Por el lado de las actividades no primarias -más orientadas a atender la demanda interna y que representan en conjunto más de 70% de la producción de bienes y servicios-, estimamos que en conjunto tendrán un mejor desempeño que el año pasado. Destacará la Construcción, actividad a través de la cual se canalizará el mayor gasto público. Ello a su vez dinamizará actividades conexas, como por ejemplo servicios o industrias que atienden la demanda del sector Construcción.

Tabla 3.2 PIB por sectores productivos
(var. % interanual)

	2017	2018 (e)	2019 (p)
Agropecuario	2,6	3,5	3,4
Pesca	4,8	21,2	0,7
Minería e hidrocarburos	3,2	2,0	4,7
Minería metálica	4,2	1,4	4,3
Hidrocarburos	-2,4	5,7	7,0
Manufactura	-0,3	3,7	2,6
Primaria	1,5	10,1	1,6
No primaria	-0,9	1,5	3,0
Electricidad y agua	1,1	4,0	4,0
Construcción	2,2	4,1	4,5
Comercio	1,0	1,8	2,2
Otros servicios	3,3	3,7	4,0
PIB Global	2,5	3,2	3,5
PIB primario	2,9	3,7	3,9
PIB no primario*	2,2	3,1	3,6

* Excluye derechos de importación e impuestos
Fuente: BCRP y BBVA Research

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

	2017	2018 (e)	2019 (p)
1. Demanda interna	1,6	3,7	3,2
a. Consumo privado	2,5	2,7	3,0
b. Consumo público	1,0	6,1	2,3
c. Inversión bruta interna	-0,5	5,3	4,2
Inversión bruta fija	-0,4	3,6	4,4
- Privada	0,3	3,0	4,5
- Pública	-2,8	6,0	3,8
2. Exportaciones	7,2	1,5	4,6
3. PIB	2,5	3,2	3,5
4. Importaciones	4,0	3,4	3,4
Nota:			
Demanda interna (excl. inventarios)	1,7	3,3	3,3
Gasto privado (excl. inventarios)	2,0	2,8	3,4
Gasto público (consumo e inversión)	-0,1	6,1	2,7

Fuente: BCRP y BBVA Research

1: Agropecuario, Pesca, Minería e Hidrocarburos, y Manufactura primaria.

Este desempeño sectorial se reflejará por el lado del gasto en un mayor dinamismo de la demanda interna en comparación con el del año pasado (ver Tabla 3.3), apuntalado por el incremento del gasto público y la inversión privada (sobre todo la minera). En términos cualitativos no hay así mayores cambios con respecto a lo que previmos hace tres meses. Sin embargo, sí hemos realizado ajustes al interior de la inversión privada. El ritmo de crecimiento de la minera es ahora mayor que el que previmos en nuestro reporte anterior debido a que ahora anticipamos que los precios de los metales, y en particular el del cobre, serán más altos en todo el horizonte de proyección. La inversión no minera, por el contrario, se ha corregido a la baja debido al deterioro de principios de año en el entorno político local.

Para 2019, nuestra previsión se ubica en 3,5%, por debajo de lo proyectado hace tres meses (3,8%). Ello se debe a que el dinamismo del gasto privado será más moderado (menor crecimiento de la inversión y del consumo) en un contexto en el que, luego de las elevadas tensiones registradas a inicios de este año, probablemente la cautela será algo mayor. A pesar de ello, el gasto que realiza el sector privado continuará ganando tracción a lo largo de la senda prevista para 2019, sobre todo la inversión minera con la construcción de proyectos pequeños y medianos (ver Tabla 3.1). El gasto del sector público, por el contrario, se ralentizará, lo que es consistente con el inicio del proceso de consolidación fiscal al que apunta el Gobierno.

No se debe perder la visión de medio plazo

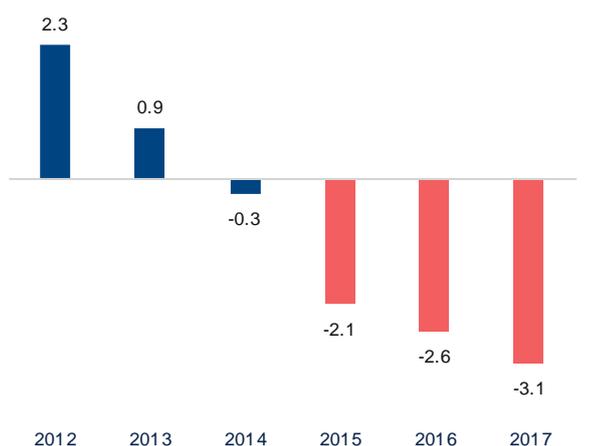
La incertidumbre vinculada a la elevación del ruido político podría tener implicancias para el crecimiento de medio plazo si se traduce en una falta de consenso para aprobar e implementar medidas que impulsen la productividad y la competitividad. Asimismo, la mayor incertidumbre implica un entorno menos propicio para los negocios y la acumulación de capital.

Nuestras previsiones para el período 2020-2022 consideran un crecimiento promedio anual de 3,4%, dos décimas por debajo de lo que previmos hace tres meses. La inversión bruta fija (privada y pública), como porcentaje del PIB, se estabilizaría alrededor de 22%, por debajo de los niveles más altos (de aproximadamente 27%) que se observaron en el período de fuerte crecimiento que va de 2002 a 2013 y también inferior a los registrados en economías que experimentaron fases de rápido crecimiento, como las del este de Asia.

4. Política fiscal: incrementar ingresos y estabilizar el gasto corriente para asegurar la estabilidad de las finanzas públicas

Entre 2012 y 2017 la economía peruana pasó de registrar un superávit fiscal equivalente a algo más de 2% del PIB a un déficit de alrededor de 3% (ver Gráfico 4.1). El deterioro del resultado fiscal lo explicó la reducción de los ingresos fiscales en alrededor de cinco puntos porcentuales del PIB (pasó de 23% a 18%). Este descenso es resultado de los menores términos de intercambio, una mayor evasión de impuestos, y las medidas tributarias implementadas entre los años 2012 y 2016² (ver Tabla 4.1).

Gráfico 4.1 Resultado fiscal (% del PIB)



Fuente: BCRP

Tabla 4.1 Factores que explican el deterioro de los ingresos (como porcentaje del PIB)

Ingresos fiscales % del PIB 2012	23
Términos de intercambio	-2.2
Mayor evasión (IGV)	-0.9
Medidas tributarias	-0.5
Devoluciones	-0.4
Actividad económica	-0.3
Otros	-0.3
Ingresos fiscales % del PIB 2017	18

Fuente: Reporte de Inflación del BCRP (Diciembre 2017).

Prevedemos que en adelante se disipará la trayectoria descendente de los ingresos fiscales (como % del PIB) y que incluso habrá cierta mejora (ver Gráfico 4.2). Esta se explica por la recuperación cíclica de la economía, con lo que se incrementarán los ingresos provenientes por el IGV³, y por los mejores precios de los metales⁴. Sin embargo, estimamos que esta recuperación pasiva (sin adoptar medidas) no será suficiente para recuperar el espacio perdido entre 2012-2017 (los ingresos se estabilizarán alrededor de un nivel equivalente a 19% del PIB en el medio plazo). Tampoco permitirá cumplir con la trayectoria de consolidación fiscal anunciada por las autoridades de la administración Kuczynski, que implica llevar el déficit fiscal de un máximo proyectado de 3,5% en 2018 a a 1,0% en 2021.

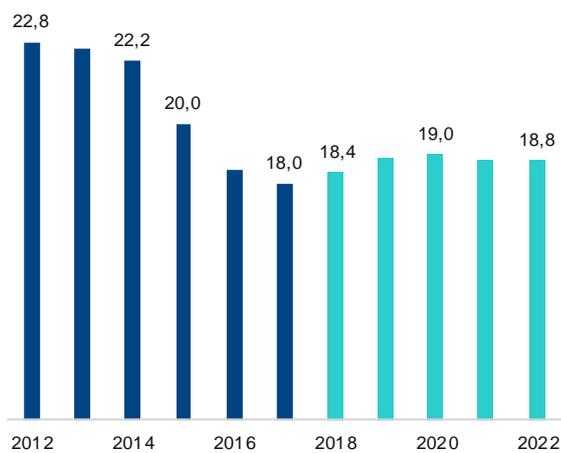
2: En ese período se implementaron medidas con el fin de estimular la economía o fomentar la formalización.

3: Desde octubre del año pasado se viene observando una evolución positiva de la recaudación del IGV (equivalente en otros países al impuesto al valor agregado).

4: Lo que implica mayores utilidades para las empresas mineras y, por tanto, mayor recaudación por impuesto a la renta proveniente de las empresas.

En nuestro escenario base estamos considerando una consolidación fiscal más conservadora (gradual), que dé algo más de aire al gasto corriente pero que a la vez mantenga el compromiso del Gobierno de llevar las cuentas fiscales a un nivel sostenible, de tal manera que el déficit se sitúe en 2,0% del PIB hacia 2021/22 (ver Gráfico 4.3). Con ello, la deuda pública bruta llegará a un 29% del PIB (cerca del límite de 30% establecido en la regla fiscal). Este descenso más gradual del déficit asume un escenario pasivo, es decir, sin medidas que eleven sustancialmente la recaudación tributaria.

Gráfico 4.2 Ingresos del Gobierno General (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 4.3 Resultado fiscal (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

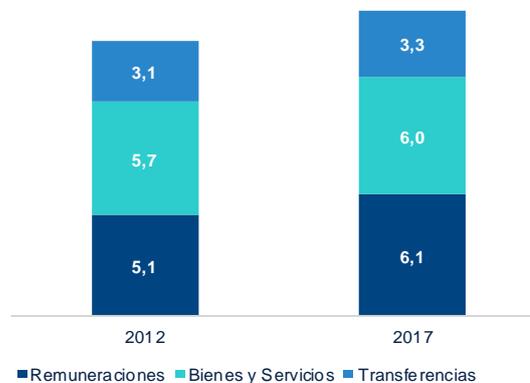
Con respecto al gasto público, cabe señalar que en el período 2012-2017 se mantuvo relativamente estable (alrededor de 20% del PIB, ver Gráfico 4.4). Sin embargo, se observa que la composición de los egresos del gobierno ha cambiado: el componente corriente ha aumentado (debido a un fuerte incremento del gasto en remuneraciones, ver Gráfico 4.5), en tanto que la inversión pública disminuyó. El gasto corriente ha desplazado así a la inversión pública, de manera que se tiene una composición de gasto menos eficiente. Estas tendencias revelan la necesidad de contener el incremento del gasto corriente y dejar espacio para la inversión.

Gráfico 4.4 Gastos del Gobierno General (% del PIB)



(1) Comprende Remuneraciones, Benes y Servicios y Transferencias.
 (2) Formación Bruta de capital y otros gastos de capital.
 Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 4.5 Composición de los gastos corrientes (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

¿Qué se puede hacer a corto plazo? Por el lado de los ingresos queda pendiente aprobar el reglamento de la norma antielusiva⁵. También sería importante racionalizar las exoneraciones tributarias por las que el Gobierno deja de recaudar un monto anual equivalente a 2,2% del PIB. Estas exoneraciones muchas veces no cumplen el objetivo para el que fueron adoptadas (que es incentivar la inversión). La implementación de acciones de este tipo para elevar la recaudación reduciría la probabilidad de tener que elevar las tasas de algunos impuestos o crear nuevos que introduzcan distorsiones que afectarían negativamente el crecimiento de la actividad en el medio plazo. Y para contener mayores incrementos del gasto corriente se debe revisar con el Congreso las propuestas de leyes que podrían elevar sustancialmente el gasto en remuneraciones y pensiones. Este es el caso de la incorporación de 276 mil trabajadores CAS a la planilla del Estado (con un costo fiscal anual que equivale a 0,4% del PIB⁶) y la revisión de la homologación de pensiones de la Policía y Fuerzas Armadas (con un costo fiscal anual que equivale a 0,2% del PIB).

En general, será importante que desde este año se empiecen a dar señales claras de que se realizarán esfuerzos de consolidación fiscal. En caso contrario, la calificación crediticia del Gobierno peruano podría ser revisada de manera negativa.

5: En 2012 se aprobó el Decreto Legislativo que modifica el código tributario e introduce la Norma XVI para que Perú empiece a castigar la elusión de impuestos (forma sofisticada de no pagar impuestos, pero sin incumplir la ley). Actualmente se están elaborando las normas complementarias que permitirán dar operatividad a la norma antielusiva. El MEF viene trabajando el reglamento y la SUNAT los mecanismos de aplicación.

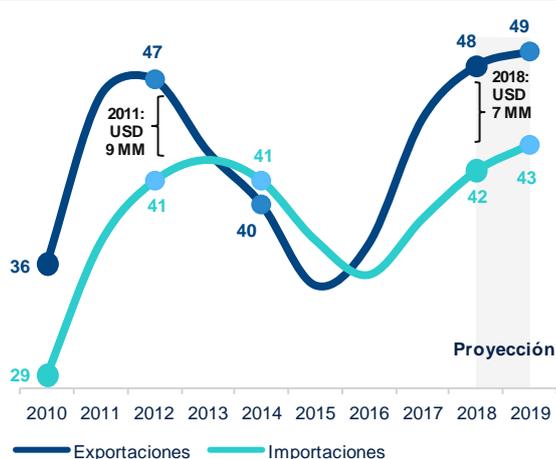
6: El régimen CAS (régimen de contratación administrativa de servicios) surgió como un régimen temporal (en 2008) que progresivamente debía ser sustituido por el régimen de la Ley del Servicio Civil (Ley N° 30057). El objetivo de esta última norma es establecer un régimen único y exclusivo para las personas que prestan servicios en las entidades públicas del Estado.

5. Sector externo: prevemos un superávit comercial récord para este año

Prevedemos que este año la balanza comercial continuará mejorando debido al fuerte incremento de los valores exportados, que alcanzarán niveles récord cercanos a los USD 48 mil millones (ver Gráfico 5.1). Los mayores precios de exportación y la continua mejora en la demanda mundial serán los dos elementos principales que favorecerán este desempeño. El primero incidirá positivamente sobre los envíos de productos tradicionales, en particular los mineros, en tanto que el segundo será más relevante para los envíos no tradicionales. En este contexto, el superávit comercial peruano se ubicará en torno a los USD 7 mil millones este año, el más alto desde 2011. Los mayores precios de exportación, sin embargo, también implicarán mayores utilidades de las empresas mineras y así, a nivel macroeconómico, de egresos por renta de factores. Nuestro balance del mayor superávit comercial y de mayores egresos por renta de factores nos lleva a que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se mantendrá relativamente estable, ubicándose en un nivel equivalente a 1,3% del PIB.

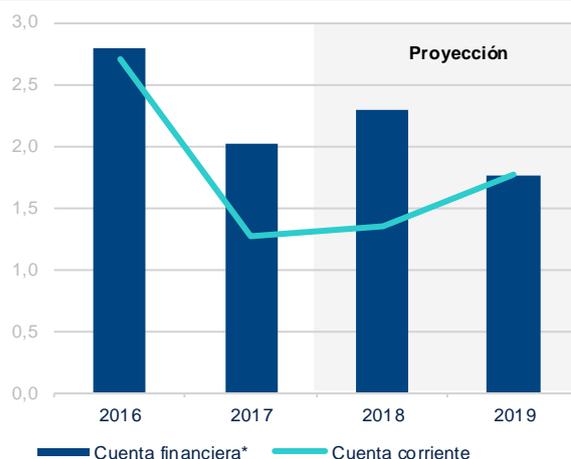
Por el lado financiero, estimamos que este año aumentarán los inlfujos de capitales como resultado, principalmente, de la reinversión de utilidades de las empresas mineras y del aumento de la tenencia de bonos peruanos por parte de inversionistas extranjeros (mayor oferta de deuda pública para financiar el déficit fiscal). Cabe mencionar que el inlfujo por los dos factores mencionados anteriormente será atenuado por las mayores tasas de interés en EE. UU. en un contexto en que continúa el proceso de normalización monetaria en ese país y el aumento del límite de inversión en el exterior de las AFP. Además, no descartamos intervenciones cambiarias del banco central para moderar fluctuaciones excesivas del tipo de cambio. En el balance, prevemos un saldo positivo en la cuenta financiera de la balanza de pagos por el equivalente a 2,3% del PIB, lo que significará una entrada de dólares cercana a los USD 5 300 millones (ver Gráfico 5.2).

Gráfico 5.1 Balanza comercial (USD miles de millones)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 5.2 Cuenta financiera y Déficit en cuenta corriente (% del PIB)



*Incluye errores y omisiones.
Fuente: BCRP y BBVA Research

6. Mercados financieros locales: resistencia ante episodios de estrés

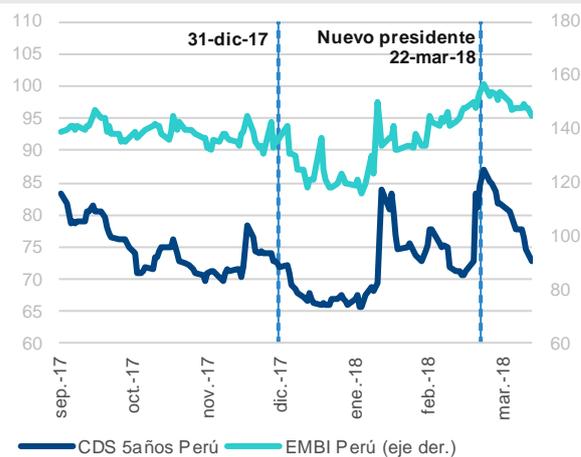
Los activos financieros peruanos mostraron un desempeño interesante en los primeros meses del año a pesar del fuerte ruido político (ver Gráfico 3.3). Las tensiones políticas que desembocaron en la renuncia del Presidente Kuczynski, la asunción a la Presidencia del entonces Vicepresidente Martín Vizcarra, y el cambio total del Gabinete Ministerial no causaron mayores estragos en las variables financieras. Es más, los rendimientos exigidos a los títulos de deuda soberana se redujeron entre 10 y 50 puntos básicos desde finales de 2017, a pesar de algunos episodios puntuales de estrés (ver Gráfico 6.1). En esa misma línea de distensión, los indicadores de riesgo descendieron (ver Gráfico 6.2) y las acciones se revalorizaron (ver Gráfico 6.3) luego del cambio presidencial.

Gráfico 6.1 Rendimiento del Bono Soberano 2023 (%)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 6.2 Indicadores de riesgo (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg

La moneda local, por su parte, mostró un comportamiento similar: luego del cambio presidencial regresó a niveles de PEN 3,23 por USD, incluso por debajo de los 3,24 con los que concluyó el año pasado (ver Gráfico 6.4). El fortalecimiento del PEN en lo que va del año se ha dado no solo en un entorno de alto y persistente ruido político, que se reflejó, por ejemplo, en la disminución de la tenencia de bonos soberanos de parte de inversionistas extranjeros por un monto equivalente a más de USD 1.3 mil millones (ver Gráfico 6.5), sino también de incremento del límite que tienen los fondos privados de pensiones locales para invertir en el exterior (ver Gráfico 6.6) y de remesa de utilidades de empresas transnacionales.

Gráfico 6.3 Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (01Oct17=100)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 6.4 Tipo de cambio (USDPEN)



Fuente: Bloomberg

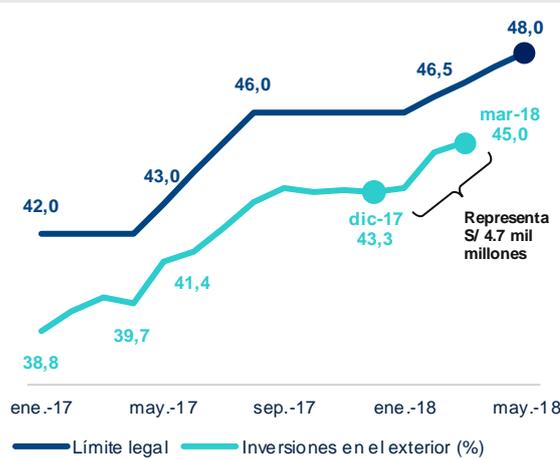
En este contexto, las reservas internacionales netas disminuyeron en aproximadamente USD 2 mil millones, lo que se explicó casi en su totalidad por retiros de depósitos en moneda extranjera de las empresas bancarias en el Banco Central para atender las operaciones antes descritas.

Gráfico 6.5 Tenencia de bonos soberanos por parte de inversionistas extranjeros (miles de millones de soles y porcentaje del saldo total de bonos soberanos)



Fuente: MEF

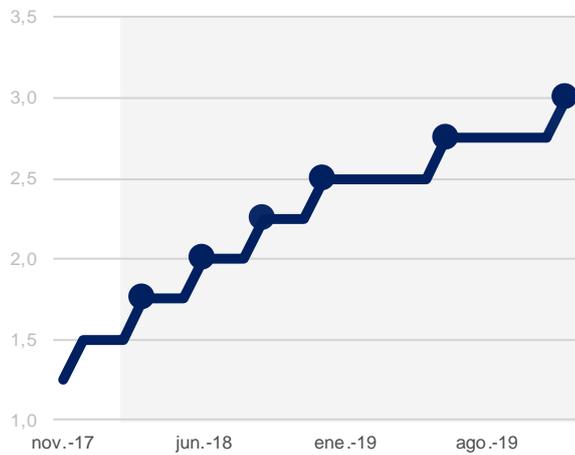
Gráfico 6.6 Inversión de los fondos privados de pensiones locales en el exterior (% del fondo administrado)



Fuente: BCRP

Para 2018 anticipamos cierta apreciación del PEN, de manera que concluiría el año entre 3,20 y 3,25. Ello se dará en un entorno de in flujo de dólares por el lado comercial y financiero como el descrito en la sección anterior, pero probablemente también de intervenciones cambiarias del banco central para moderar fluctuaciones excesivas. En 2019, en la medida de que los bancos centrales de las economías más desarrolladas continúan con el proceso de normalización monetaria (ver Gráfico 6.7), los precios de los metales se moderan, y la demanda interna local gana tracción (lo que favorecerá las importaciones), el USDPEN registrará cierta presión al alza, por lo que estimamos que cerrará ese año entre 3,25 y 3,30 (ver Gráfico 6.8).

Gráfico 6.7 Proyección de la tasa FED (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA

Gráfico 6.8 Proyección del tipo de cambio (USDPEN)



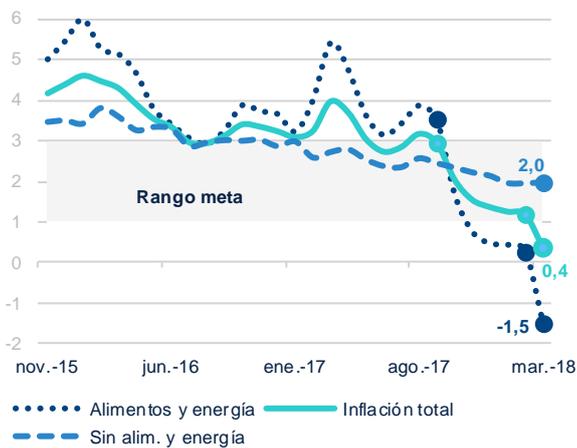
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

7. Inflación: sin problemas a la vista

Entre marzo de 2017 y marzo de este año la inflación en términos interanuales registró un descenso significativo al pasar de 4,0% a 0,4% (el registro más bajo desde diciembre de 2009). Se sitúa así actualmente por debajo del rango meta del Banco Central (que va de 1% a 3%). Esta tendencia declinante de la inflación se explicó, principalmente, por el descenso de los precios de los alimentos al irse disipando los efectos de El Niño Costero que golpeó al país en el primer trimestre del año pasado (ver Gráfico 7.1) y al haberse dado una sobre producción (exceso de oferta) de papa. También contribuyeron al descenso de la inflación la ausencia de presiones de demanda sobre los precios (por la posición cíclica de la economía, lo que se verifica con la trayectoria decreciente que han mostrado los diversos indicadores de tendencia inflacionaria) y, durante buena parte de 2017, la apreciación de la moneda peruana. En este contexto, las expectativas de inflación han corregido a la baja (de 3,0% a 2,2%).

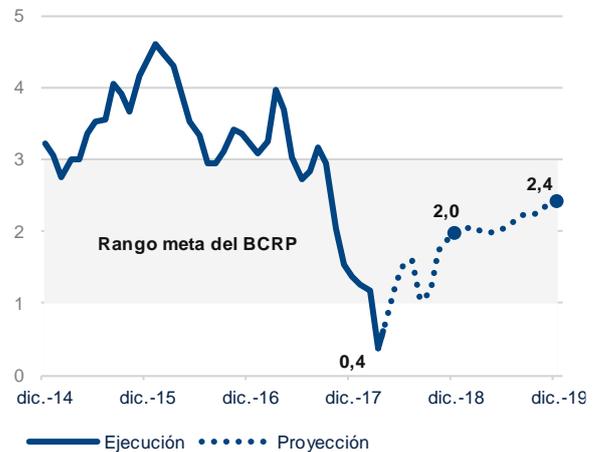
Estimamos que el bajo nivel actual de la inflación es transitorio. Hacia adelante, la inflación en términos interanuales tenderá a converger gradualmente al centro del rango meta en un contexto en el que el ritmo de avance de los precios de los alimentos se normalizará (en este momento se ubica en -5% interanual, mientras que el promedio mensual de los últimos cinco años ha estado alrededor de 3%), lo que más que compensará el menor ritmo de avance interanual que prevemos para el precio del petróleo y las presiones a la baja sobre la inflación que se desprenden de las holguras que mantienen distintos sectores de la economía. En el balance, la inflación cerrará este año en 2,0% y el próximo en 2,4% (ver Gráfico 7.2).

Gráfico 7.1 Inflación: total, sin alimentos ni energía, y solo alimentos y energía (var. % interanual)



Fuente: INEI y BBVA Research

Gráfico 7.2 Inflación (var. % interanual del IPC)



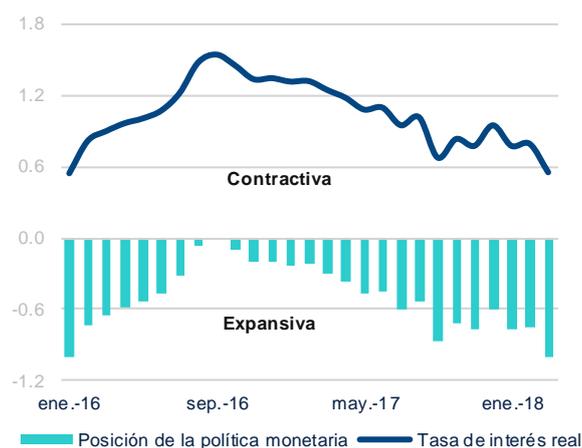
Fuente: INEI y BBVA Research

8. Política monetaria: pausa a corto plazo

En marzo el Banco Central redujo su tasa de interés de referencia de la política monetaria en 25pb, a 2,75%. Con esta reducción, el Banco Central ha recortado en 150pb dicha tasa desde mayo del año pasado (de 4,25% a 2,75%), lo que ha coincidido con un descenso significativo de la inflación (ver sección anterior), corrección a la baja de las expectativas inflacionarias, y debilidad cíclica de la economía. De acuerdo con nuestras estimaciones, la posición de la política monetaria ha pasado así a ser claramente expansiva; también es cierto, sin embargo, que desde el último trimestre del año pasado el estímulo monetario (medido como la tasa de interés de referencia ajustada por expectativas de inflación, a la que luego se le toma la diferencia con respecto al nivel neutral, ver Gráfico 8.1) no se ha incrementado mucho.

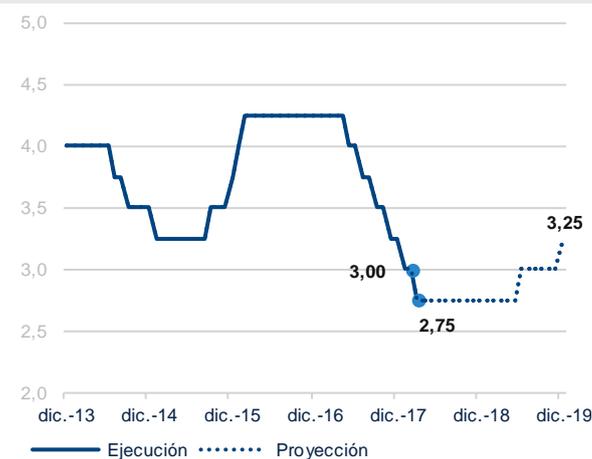
En todo caso, como nuestro escenario base contempla una recuperación de la demanda interna y convergencia gradual de la inflación hacia el centro del rango meta (partiendo desde mínimos), anticipamos que en lo que resta de este año la tasa de referencia se mantendrá en 2,75%. Apoyan esta visión que las distintas medidas de tendencia inflacionaria y las mismas expectativas inflacionarias están alrededor de 2% (centro del rango meta), que la inflación total está por debajo del rango meta pero solo de manera transitoria (por la alta base de comparación interanual debido a El Niño Costero de principios de 2017), que el conjunto de actividades económicas que puede ser afectado por la política monetaria (PIB no primario) sigue recuperándose gradualmente y crece en este momento a un ritmo algo mayor al 3% interanual, que el ruido político ha descendido, que parece que pronto se publicará el reglamento de la ley que reemplaza al DU-003 (lo que favorecerá que se destrabe la actividad del sector Construcción), y que la posición de la política monetaria es en este momento bastante expansiva (la tasa de interés real ex-ante se ubica alrededor de 0,6%, mientras que la neutral se encuentra en torno a 1,5% según nuestras estimaciones).

Gráfico 8.1 Tasa de interés real* y Posición de la política monetaria** (% y puntos porcentuales, respectivamente)



*Ex – ante (con expectativa de inflación a un año)
 ** Diferencia entre la tasa real y la tasa neutral.
 Fuente:BCRP y BBVA Research

Gráfico 8.2 Tasa de interés de referencia (%)



Fuente: BCRP y BBVA Research

9. Riesgos balanceados sobre las proyecciones de crecimiento para 2018 y 2019

Entre los principales factores de riesgo externos que podrían desviar nuestras previsiones de crecimiento cabe señalar los siguientes:

- La FED sorprende con un ajuste más agresivo de la política monetaria debido a una aceleración de la inflación. Bajo este escenario, tendríamos un dólar más fuerte, tasas de interés globales relevantes para Perú más altas, menor precio del cobre, y menor crecimiento global. Consideramos que este factor de riesgo introduce un sesgo bajista limitado sobre las previsiones de crecimiento de la economía peruana, y que tiene una probabilidad de ocurrencia baja-media.
- Una desaceleración más pronunciada de la economía china, lo que induce un sesgo a la baja de impacto medio sobre las previsiones de expansión del PIB en Perú. Teniendo en cuenta la resiliencia que ha mostrado la economía china hasta el momento, percibimos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es baja.
- Un despliegue de medidas proteccionistas por parte de la administración Trump, con eventuales respuestas de los países afectados. En este contexto, se tendría una “guerra comercial” que reduciría el intercambio de bienes y servicios a nivel global, lo que, entre otras cosas, ralentizaría la actividad económica mundial y de esa manera también el efecto arrastre positivo que ello genera sobre Perú.

Por el lado local, los factores de riesgo de desvío de nuestras previsiones son:

- Una mayor distensión política, lo que permitiría consensuar algunas medidas para impulsar el crecimiento (sesgo alcista). Cabe señalar que, en general, el nuevo Gobierno ha sido bien recibido por todos los sectores políticos. Asimismo, luego de los fuertes enfrentamientos por el tema de la vacancia que han desgastado la aprobación de prácticamente todos los partidos, consideramos que los incentivos para reducir el ruido político están dados. A este escenario le asignamos una probabilidad de ocurrencia media y de darse tendría un gran impacto.
- Con el mismo tono que el factor anterior, un riesgo al alza sobre el crecimiento de 2018 pero sobre todo de 2019 es que pronto (fines del primer semestre del año) el operador del proyecto cuprífero Quellaveco decida empezar con la construcción de la mina. Esta construcción implica una inversión de alrededor de USD 5 mil millones.
- Una normalización más lenta del sector Construcción debido a retrasos en la reglamentación de la ley 30737. Este es un riesgo bajista sobre nuestras previsiones de crecimiento. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este riesgo es baja, pero de materializarse tendría un impacto medio.

Consideramos que estos factores de riesgo están balanceados, por lo que bajo el escenario base nuestras previsiones de crecimiento no presentan sesgos.

10. Tablas

Cuadro 10.1 Previsiones macroeconómicas

	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (var. % a/a)	3,3	4,0	2,5	3,2	3,5
Demanda interna (var. % a/a)	2,9	1,1	1,6	3,7	3,2
Consumo privado (var. % a/a)	4,0	3,3	2,5	2,7	3,0
Consumo público (var. % a/a)	9,8	-0,5	1,0	6,1	2,3
Inversión bruta fija (var. % a/a)	-5,2	-4,6	-0,4	3,6	4,4
Inflación (% a/a, fdp)	4,4	3,2	1,4	2,0	2,4
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	3,39	3,40	3,25	3,20 – 3,25	3,25 – 3,30
Tasa de interés de política (% fdp)	3,75	4,25	3,25	2,75	3,25
Resultado fiscal (% PIB)	-2,1	-2,6	-3,1	-3,4	-3,0
Cuenta corriente (% PIB)	-4,8	-2,7	-1,3	-1,3	-1,8
Balanza Comercial (USD miles de millones)	-2,9	1,9	6,3	6,6	5,9

Fecha de cierre de previsiones: 12 de abril de 2018. Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Cuadro 10.2 Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (var. % a/a)	Inflación (%, a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés de política (%, fdp)
T1 16	4,6	4,3	3,41	4,25
T2 16	3,9	3,3	3,32	4,25
T3 16	4,7	3,1	3,38	4,25
T4 16	3,1	3,2	3,40	4,25
T1 17	2,3	4,0	3,27	4,25
T2 17	2,6	2,7	3,27	4,00
T3 17	2,9	2,9	3,25	3,50
T4 17	2,2	1,4	3,25	3,25
T1 18	3,2	0,4	3,25	2,75
T2 18	3,9	1,6	3,23	2,75
T3 18	2,1	1,2	3,23	2,75
T4 18	3,5	2,0	3,23	2,75
T1 19	4,6	2,0	3,24	2,75
T2 19	3,3	2,1	3,25	3,00
T3 19	3,1	2,2	3,25	3,00
T4 19	3,3	2,4	3,26	3,25

Fecha de cierre de previsiones: 12 de abril de 2018.
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

Francisco Grippa
fgrippa@bbva.com

Marlon Broncano
marlon.broncano@bbva.com

Yalina Crispín
yalina.crispin@bbva.com

Vanessa Belapatino
vanessa.belapatino@bbva.com

Ismael Mendoza
ismael.mendoza@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Economía Digital

Alejandro Neut
robertoalejandro.neut@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de largo plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Regulación Digital y Tendencias

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Sistemas Financieros

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía, China y Big Data

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

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

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª plantas. 28050 Madrid (España). Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25 - bbvaresearch@bbva.com www.bbva.com