

Situación Perú

Tercer Trimestre 2011
Análisis Económico

- **Esperamos un crecimiento de 6,3% en 2011, con un sesgo al alza** si la administración entrante continúa dando señales que consoliden la confianza del sector privado.
- **Inflación retornará al interior del rango meta en el 2T11 de 2012**, por crecimiento más moderado y menores presiones de costos. Sin embargo, incrementos del salario mínimo mayores al aumento de la productividad introducirían un sesgo inflacionario.
- **El Banco Central realizará un incremento adicional de la tasa de referencia en lo que resta del año.** Este ajuste será preventivo para alinear las expectativas de inflación.
- **Salida desordenada de la crisis de la deuda en Europa es un escenario de riesgo.** En ese caso el crecimiento de la economía peruana se reduciría entre 1 y 2pp en 2012-2013 con respecto a lo previsto en nuestro escenario base.

Índice

1. La política se sitúa en el centro de la perspectiva económica a nivel global.....	3
2. Perú: señales positivas ayudan a recobrar la confianza.....	5
3. Ajuste monetario continuará, pero será más gradual en adelante.....	6
4. Escenarios de riesgo.....	9
5. Tablas.....	10

Fecha de cierre: 3 de agosto de 2011

1. La política se sitúa en el centro de la perspectiva económica a nivel global

La economía mundial continuará creciendo con fuerza tras la ligera desaceleración del primer semestre

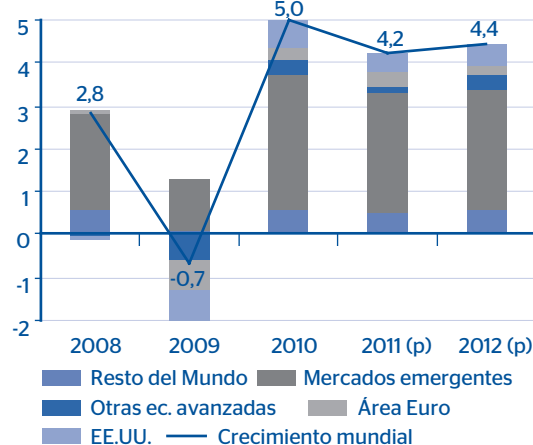
La economía mundial experimentó una ligera desaceleración en la primera mitad del año, más pronunciada en EE.UU., aunque también en algunos países emergentes. No obstante, debido a que los factores que subyacen en la desaceleración son en su mayoría temporales por naturaleza (altos precios del petróleo, interrupciones en la cadena de suministro global y malas condiciones climáticas), el crecimiento mundial continuará a un ritmo sólido, al 4,2% en 2011 y al 4,4% en 2012 (Gráfico 1).

No obstante, los riesgos sobre la previsión están ahora más sesgados a la baja. Aunque la desaceleración en la actividad en EE.UU. debería ser temporal, la recuperación permanece débil y pueden producirse recaídas, como puede esperarse después de una crisis financiera con consumidores altamente apalancados. La reciente desaceleración en EE.UU. ha servido de recordatorio de este hecho para los mercados, y puede influir en el sentimiento de los consumidores y los productores en el futuro.

Tanto en Europa como en EE.UU. las preocupaciones fiscales conllevan grandes desafíos para los responsables políticos. Debido a que los problemas de solvencia no se han afrontado en su totalidad, la crisis de deuda soberana en los países periféricos europeos se ha intensificado, con el riesgo de que pase a ser sistémica a medida que la presión del mercado se extiende más allá de Grecia, Portugal e Irlanda hacia España, Italia y, potencialmente, Bélgica. Aunque su solvencia no se ha puesto en duda, EE.UU. también afronta el desafío de un gran ajuste fiscal a corto plazo, con el riesgo de que las negociaciones políticas se conviertan solamente en soluciones a corto plazo y no en un plan de consolidación a largo plazo. Esto aumentaría las probabilidades de un repunte repentino en las rentabilidades a largo plazo en EE.UU.

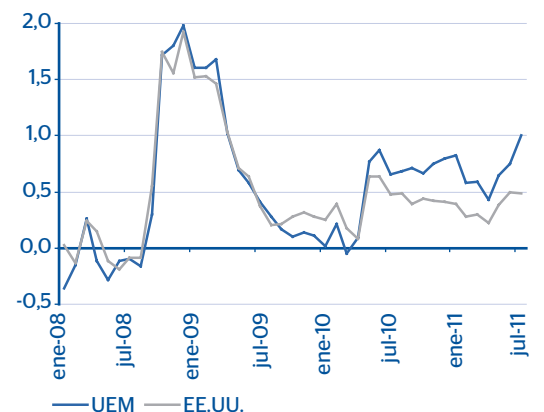
Finalmente, en las economías emergentes, las preocupaciones de recalentamiento han cedido ligeramente ya que las medidas de endurecimiento monetario continúan ralentizando gradualmente el crecimiento en Asia y Latinoamérica, aunque las políticas fiscales permanecen todavía mayoritariamente en un nivel acomodaticio, lo que le da un exceso de responsabilidad a las autoridades monetarias en un momento en que permanecen las preocupaciones sobre la apreciación de los tipos de cambio.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB global y aportaciones (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2
BBVA Índice de Stress Financiero



Fuente: BBVA Research

Es el momento de que se afronten las preocupaciones de solvencia en Europa, lo que requiere decisiones audaces por parte de la clase política europea

En las últimas semanas, una nueva oleada de tensión en el mercado financiero en Europa se ha extendido a España e Italia, y, por tanto, ha aumentado las posibilidades de que la crisis pase a ser sistémica en toda Europa (con repercusiones más allá de la UE). Esta situación ha sido el resultado de un retraso en la concesión del segundo paquete de ayuda a Grecia y de la insistencia para que los tenedores de bonos privados soporten parte del coste de una nueva ayuda financiera a este país, además de la falta de una solución exhaustiva a las preocupaciones de solvencia subyacentes en Grecia. Esta falta de decisión en Grecia se ha extendido a países sin problemas de solvencia como España e Italia, y, en consecuencia, al sector financiero europeo.

En este contexto, el Eurogrupo llegó a un acuerdo el 21 de julio para afrontar las preocupaciones de liquidez y solvencia. Respecto a la liquidez, decidió mejorar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF), permitiendo el préstamo de forma preventiva a los países solventes con problemas –de forma similar a la Línea de Crédito Flexible del FMI– y la compra de bonos soberanos en mercados secundarios. Respecto a la solvencia, se suavizaron las condiciones de los préstamos oficiales a Grecia (y también se amplió a otros países del programa) y se llegó a un acuerdo con el sector privado para una reducción del valor presente neto de sus tenencias de deuda griega en un 21% mediante swaps de deuda y recompras.

Se han realizado grandes –y, en algunos casos, imprevistos– avances en la dirección correcta para solucionar la crisis financiera en Europa. Sin embargo, Europa sigue teniendo problemas, y esto se ha reflejado sólo en una reducción moderada en la prima de riesgo en los países periféricos. Aparte de los detalles técnicos de los acuerdos del 21 de julio, se pueden destacar cuatro líneas de acción principales. En primer lugar, el EFSF debe ampliarse y financiarse. En segundo lugar, Europa debe trabajar hacia una unión fiscal más integrada, que finalice con la introducción de los Eurobonos, junto con normas fiscales y un estricto control de los presupuestos nacionales. En tercer lugar, las reformas económicas deberán seguir haciéndose de forma creíble. En cuarto lugar, las autoridades de la UE deberían decidir finalmente cómo reducirán la deuda griega a un nivel sostenible y cómo acabarán con las preocupaciones sobre su solvencia. Hasta que no se adopten estas cuatro medidas, Europa se enfrentará a elevados diferenciales de riesgo soberano (no sólo en el caso de los países periféricos europeos) y a una mayor reestructuración de la deuda en el futuro.

La consolidación fiscal en EE.UU. también acapara la atención política

En EE.UU., la disputa política entre los dos enfoques contrarios (y altamente polarizados) respecto a la reducción del déficit ha añadido mucha confusión, aunque hasta el momento no ha aumentado la presión del mercado sobre los tipos estadounidenses. Esta situación reflejó la creencia de que se alcanzaría una solución para aumentar el techo de la deuda y evitar así el impago. Sin embargo, un acuerdo para aumentar el techo de la deuda sin un plan para una consolidación fiscal a largo plazo no afrontará las preocupaciones de sostenibilidad a largo plazo. Aquí, al igual que en Europa, el riesgo también recae en la tentación de retrasar la solución al problema, es decir, en posponer la solución para después de las elecciones de 2012 y aumentar así las probabilidades de un repunte en los tipos de interés a largo plazo.

La política también tiene la clave en la perspectiva en muchos países en Latinoamérica

En menor grado, en Latinoamérica, muchos países también afrontan la incertidumbre derivada del curso futuro de la situación política. En algunos casos, procede de la debilidad percibida por algunos gobiernos al tener que hacer frente a cargos por corrupción o protestas masivas. En otros casos, es el resultado de cambios recientes en los gobiernos o la incertidumbre acerca del resultado de elecciones futuras. Aunque es cierto que el ciclo de elecciones en la región ha tenido menos influencia en el ciclo económico en la última década, es fundamental que este capital no se malgaste por grandes cambios políticos que se desvíen de las reformas económicas continuadas.

Las preocupaciones por el recalentamiento se mantienen en emergentes y existe el riesgo de un retraso en la implementación de los ajustes

Las economías emergentes siguen mostrando riesgos de recalentamiento, aunque en conjunto han retrocedido ante las medidas de endurecimiento monetario y el freno que implican para Asia los mayores precios de las materias primas y el terremoto en Japón. Es importante destacar que se redujeron los riesgos de un aterrizaje forzoso en China ya que el crecimiento en el segundo trimestre registró sólo una ligera desaceleración, en línea todavía con un aterrizaje suave. No obstante, la inflación en las economías emergentes es todavía una preocupación, y existe el riesgo de que los responsables políticos se demoren en implementar el ajuste o bien por temores sobre un posible deterioro del entorno mundial o, en otros casos por preocupaciones respecto a la excesiva apreciación de sus monedas.

2. Perú: señales positivas ayudan a recobrar la confianza

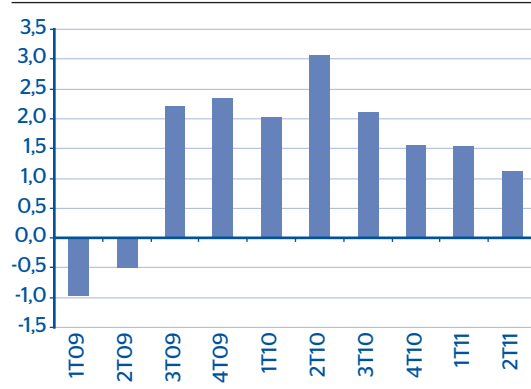
Actividad continuó desacelerándose durante el 2T11

La desaceleración del crecimiento del producto durante el segundo trimestre estuvo vinculada, principalmente, a la contracción de la inversión pública. Al respecto, cabe mencionar que en abril, el gobierno impuso límites al gasto de capital así como restricciones para poner en marcha nuevos proyectos, con la finalidad de moderar la rápida expansión del producto y generar un mayor superávit fiscal al cierre del primer semestre. Así, con la información disponible a mayo, estimamos que la inversión pública habría caído en más de 25% interanual durante el 2T11, con una contribución negativa sobre el crecimiento de más de un punto porcentual.

Adicionalmente, en este periodo, debido al entorno de incertidumbre asociado a las elecciones se registró una caída en los indicadores de confianza empresarial, los que pasaron a ubicarse en zona de pesimismo, y en los índices de ventas y de órdenes de compra. La evolución de estos indicadores sugiere que el gasto privado en inversión habría experimentado una ralentización en el segundo trimestre.

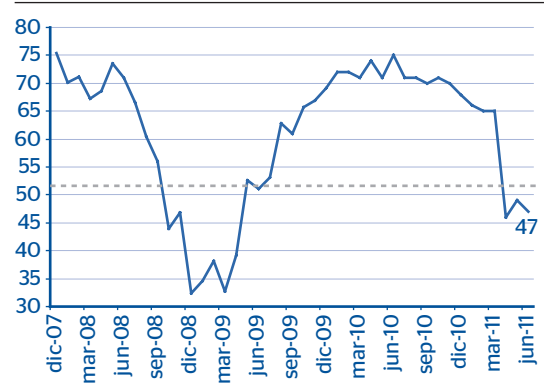
En este contexto, estimamos que la actividad económica se habría expandido a una tasa interanual cercana al 7% en 2T11, inferior al crecimiento de 8,8% del trimestre previo. Esta desaceleración también se observa en términos desestacionalizados, con una tasa de expansión intertrimestral que pasó de 1,5% a 1,1% entre el primer y segundo trimestre. De este modo, los riesgos de presiones de demanda se han reducido.

Gráfico 3
PIB (desestacionalizado, var. % intertrimestral, %)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 4
Índice de Confianza Empresarial



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Anuncios que viene dando la nueva administración han sido recibidos favorablemente

Las tres últimas lecturas del índice de confianza empresarial muestran que se ha estabilizado, pero se mantiene en zona de pesimismo, lo que sugiere que la inversión privada continuará debilitándose en el segundo semestre. Además, si bien se han levantado las restricciones para

la inversión pública implementadas durante el trimestre previo, su recuperación tomará algunos meses debido a los procedimientos que se debe seguir (por ejemplo, elaboración y presentación de estudios de factibilidad). Con esta información, el crecimiento de 2011 se ubicaría en 6,3%.

Sin embargo, el resultado podría ser mejor en la medida que el gobierno entrante continúe enviando señales que fortalezcan la confianza del sector privado. Al respecto, cabe destacar la ratificación del Presidente del Banco Central y la designación de los miembros del gabinete ministerial. En las próximas semanas, el anuncio y la implementación de las medidas que proponga el nuevo gobierno y la presentación del proyecto de Presupuesto de la República para el año 2012 darán señales adicionales para evaluar el tipo de conducción económica.

Cuentas fiscales y externas con déficit moderados en 2012

La evolución de las cuentas públicas estará sujeta a la definición de los programas sociales a ejecutarse, los que se estima que tendrán un costo equivalente a 3 puntos porcentuales del PIB. Una evaluación de distintos escenarios en los que se ha considerado el comportamiento que podrían tener los ingresos fiscales sugiere que la implementación de estos programas debe ser paulatina. Así, asumiendo una ejecución gradual y limitada por los parámetros establecidos en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (lo que llevaría a que se ejecuten 2 de los 3pp de mayor gasto social), proyectamos que este déficit se ubicará en 0,7% del PIB en 2012 y que el ratio de la deuda del gobierno sobre el PIB se mantendrá alrededor de 23%. Este indicador y una tasa de crecimiento que se prevé de 5,5% para el próximo año comparan bien con respecto a países que tienen una calificación crediticia igual a la de Perú (BBB-). Para lograr incrementar el gasto social dentro de los parámetros que establece la ley se requerirá optimizar el gasto público o realizar mejoras de carácter tributario.

Por el lado de las cuentas externas, la corrección esperada en el precio de los minerales se compensará con un incremento de los volúmenes de exportación. La mayor producción minera será posible tanto por la ampliación de algunos asientos mineros como por la entrada en operación de proyectos nuevos. Así, en el caso del cobre, la producción será impulsada, principalmente, por la ampliación de Antamina y, en el caso del oro, por el inicio de la producción de varias minas pequeñas, como Pucamarca y Tantauatay. Como resultado, el déficit en cuenta corriente se mantendría en un nivel cercano a 2,5%.

3. Ajuste monetario continuará, pero será más gradual en adelante

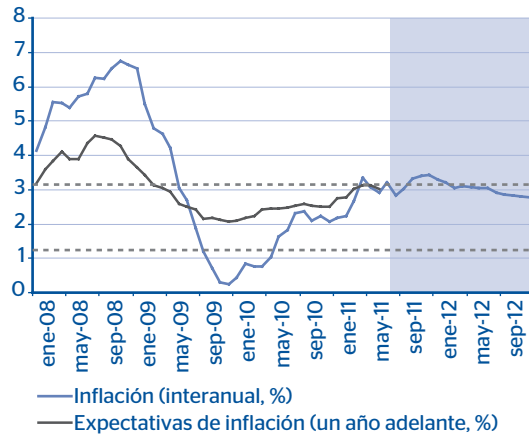
El ritmo inflacionario mensual se ha moderado...

En los últimos meses el ritmo de incremento mensual de los precios se ha desacelerado. Luego de situarse hasta abril por encima de 0,5%, la inflación promedio mensual ha sido desde entonces menor a 0,2%, nivel coherente con la meta del Banco Central. Estas lecturas más benignas recogen la reversión en los precios de algunos alimentos luego de su alza estacional a principios de 2011. A ello se añade que la tendencia general de las cotizaciones internacionales de materias primas ha dejado de ser ascendente, lo que junto con la moderación del crecimiento económico local empieza a atenuar el traspaso de sus todavía elevados niveles hacia los precios domésticos. Como resultado, la tasa de inflación interanual se ha estabilizado algo por encima de 3,0%, de manera similar a lo que se observa en las expectativas inflacionarias (ver Gráfico 5).

... y esta evolución se mantendrá en los próximos meses, lo que nos lleva a mantener nuestra previsión de inflación para 2011 en 3,4%

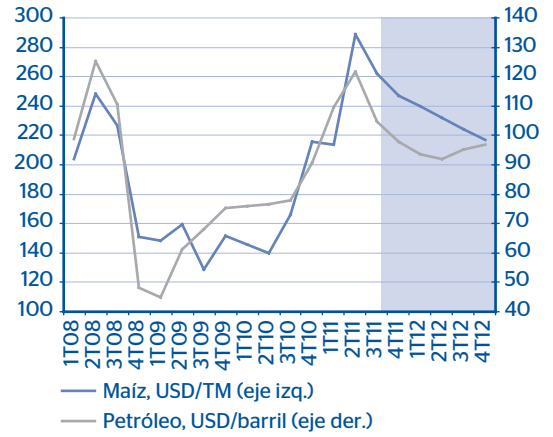
Algunos de los elementos que explican el menor ritmo mensual de aumento de precios continuarán ejerciendo un efecto similar en el corto plazo. Por un lado, la expansión de la actividad en la segunda mitad del año será más moderada, en torno al 5% interanual frente al 8% del primer semestre. Por otro, las cotizaciones internacionales de insumos alimentarios y del petróleo tendrán un recorrido a la baja (ver Gráfico 6) recogiendo, entre otras cosas, el sesgo menos favorable que vienen tomando las expectativas de crecimiento económico global. En este escenario, la tasa de inflación interanual fluctuará en los próximos meses alrededor de sus niveles actuales, lo que nos lleva a seguir previendo que la convergencia hacia el rango meta del Banco Central (2,0%, +/- 1 punto porcentual) se completará en el segundo trimestre de 2012.

Gráfico 5
Inflación interanual y expectativas inflacionarias un año hacia adelante



Fuente: INEI, BCR y BBVA Research Perú

Gráfico 6
Cotización internacional de materias primas



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

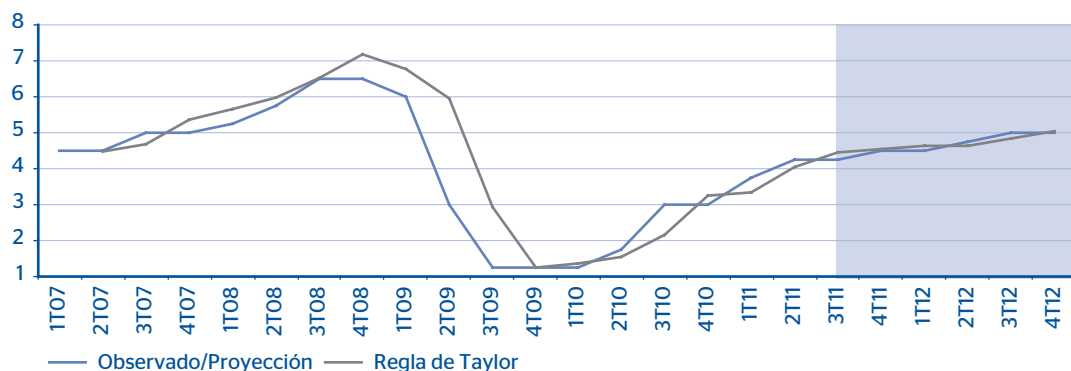
Un elemento que podría incidir en la dinámica de los precios en los próximos meses es el anunciado incremento de 25% del salario mínimo. Si bien se ha mencionado que se daría de manera gradual, un incremento de esta magnitud, en un plazo relativamente corto, no sería consistente con los aumentos de la productividad (ver Observatorio Económico: "Salario mínimo e informalidad"). Además, podría inducir ajustes al alza en otros niveles remunerativos (para mantener la estructura salarial) lo que extendería los impactos sobre los costos de las empresas. De este modo, un aumento importante del salario mínimo podría introducir un sesgo inflacionario.

Menor crecimiento y aumento del riesgo cíclico global sugieren que el recorte del estímulo monetario será más gradual en adelante

La importante desaceleración del gasto público y la incertidumbre que ha venido rodeando las decisiones de gasto privado debido al entorno electoral y cambio de administración del Estado han llevado al Banco Central a actuar con mayor cautela. Ello se ha reflejado en una pausa del ciclo de restricción monetaria, luego de que la tasa de referencia fuese elevada consecutivamente hasta ubicarla en mayo en 4,25%. Adicionalmente, la moderación del panorama inflacionario facilitó esta pausa.

Preveamos, sin embargo, que el proceso de ajuste de la tasa de política se reanudará en el corto plazo, aunque será más gradual. Si bien es cierto que las presiones sobre la brecha del producto serán en el resto del año algo más acotadas de lo que se esperaba y que el riesgo cíclico global se ha incrementado, las expectativas inflacionarias aún se encuentran en niveles elevados. Estimamos que esto llevará a que se implemente en 2011 un ajuste adicional de carácter preventivo para alinearlas con la meta del Banco Central, de manera que la tasa de referencia cerrará el año en 4,50%. El recorte del estímulo monetario continuará en 2012 y 2013 hasta un nivel de 5,5% (con encajes que permanecerán elevados). Esta posición es más coherente con la meta inflacionaria en un entorno de mayor énfasis en el gasto social. Asimismo, se encuentra en línea con un ejercicio en el que el nivel de la tasa de política se explica a partir de nuestras estimaciones de la tasa de interés neutral, de la brecha del producto, y de las desviaciones de la inflación con respecto a la meta del Banco Central (regla de Taylor, ver Gráfico 7).

Gráfico 7
Tasa de interés de referencia (%)



Fuente: BCR y BBVA Research Perú

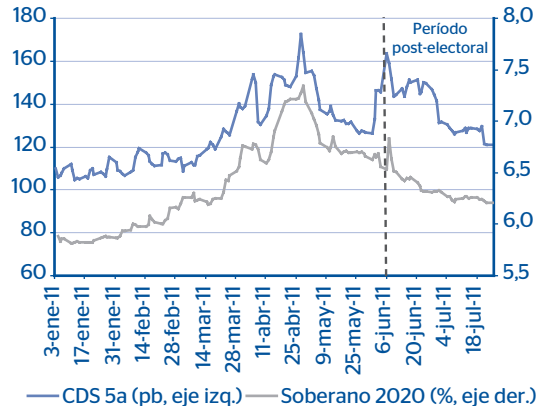
Es importante mencionar que la trayectoria proyectada para la tasa de interés de política monetaria está sujeta a la evolución que tenga la demanda interna. Nuestro escenario base incorpora un comportamiento más moderado de la misma en los próximos trimestres, lo que le da espacio al Banco Central para concluir el retiro del estímulo monetario de manera paulatina. Sin embargo, si la demanda del sector privado retomara un comportamiento más dinámico o el gasto que planea ejecutar la administración entrante fuese mayor, no solo se podrían observar presiones adicionales sobre los precios sino también por el lado de las cuentas externas (haciéndolas más vulnerables), en particular en un contexto en el que las cotizaciones internacionales de las materias primas exportadas acentuarán su descenso. Ello requerirá que el ajuste de la posición monetaria sea más rápido y pronunciado.

Señales positivas de la nueva administración gubernamental le dan espacio al PEN para continuar fortaleciéndose en el corto plazo

Hasta el momento la nueva administración gubernamental ha dado señales de que su gestión se iniciará manteniendo los lineamientos generales de la política económica que se ha seguido en los últimos años, la cual ha priorizado el crecimiento con estabilidad. Esto se ha tomado positivamente en los mercados, reduciéndose la percepción de riesgo. Así, luego de los primeros impactos negativos tras conocerse el resultado electoral (principios de junio), el CDS-5 años para la deuda soberana peruana ha disminuido en más de 40pb y ya se ubica a 10pb del nivel de países de la región con similar calificación crediticia como Colombia y Brasil (este diferencial era levemente favorable a Perú a inicios de año). En este contexto, los inversionistas han empezado a retomar posiciones en activos peruanos, observándose una caída de los rendimientos exigidos a los títulos de deuda (el del bono soberano 2020 cayó más de 60pb) y una recuperación del índice bursátil (subió 19%). La banca, por su parte, ha reajustado su posición larga en moneda extranjera a una corta. Todo ello ha renovado las presiones hacia el fortalecimiento del PEN, lo que llevó al Banco Central a intervenir con compras de dólares en el mercado cambiario (USD 853 millones).

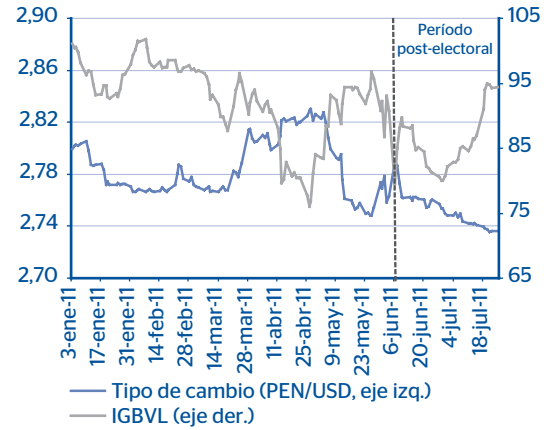
De continuarse observando señales positivas de parte de la nueva administración, el PEN seguirá fortaleciéndose en el corto plazo. En este sentido, el saldo de ventas netas forward de moneda extranjera realizadas por el público a las entidades financieras se encuentra aún en niveles reducidos en comparación con los que se alcanzaron a inicios de año (USD 2 mil millones por debajo), de modo que hay espacio por esta vía para que señales que confirmen la implementación de políticas económicas responsables lleven en los próximos meses a un sostenido aumento de posiciones a favor del PEN, fortaleciéndolo. Prevemos que en este contexto el Banco Central continuará interviniendo en el mercado cambiario para evitar una rápida apreciación de la moneda local que sea difícil de absorber para el sector transable de la economía o que alimente la demanda de créditos denominados en moneda extranjera (generando eventuales descalces en los balances del sector privado). Este escenario también apoya la idea que el proceso de ajuste monetario será más gradual en adelante y que los encajes permanecerán de momento elevados.

Gráfico 8
CDS-5 años deuda pública y
rendimiento bono soberano 2020 (pb)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 9
Índice bursátil IGBVL (31.dic.2010=100)
y Tipo de cambio (PEN por USD)



Fuente: Bloomberg

Cabe mencionar que un escenario de crecimiento económico más cercano al del potencial y en el que la inflación seguirá una trayectoria convergente a la meta, se atenúa el dilema que enfrentan otras economías emergentes entre ajustar la posición de la política monetaria y moderar el fortalecimiento de sus monedas. El Banco Central contaría así con un espacio algo más amplio para implementar medidas orientadas a contener influjos de capitales excesivos.

4. Escenarios de riesgo

El principal riesgo externo es que la salida de la crisis de deuda soberana en Europa sea desordenada

Una salida desordenada de la crisis de deuda soberana en Europa configuraría un escenario de estrés por su impacto a nivel global sobre la aversión al riesgo, el sistema financiero y la actividad. Bajo esta situación, la prima de riesgo que enfrentan los agentes económicos peruanos se incrementaría, disminuirían la demanda externa y las cotizaciones internacionales de materias primas, y se reduciría la confianza de inversionistas y consumidores.

Estimamos que en este contexto la tasa de crecimiento del producto se reduciría entre uno y dos puntos porcentuales en 2012 y 2013, principalmente por el menor gasto privado (de inversión, en particular) y la disminución de las exportaciones. La brecha del producto se tornaría negativa, lo que junto con las menores cotizaciones internacionales de insumos alimentarios y del petróleo llevarían transitoriamente la inflación por debajo de 2% en 2012, dándole espacio al Banco Central para reducir la tasa de política y eventualmente los requerimientos de encaje. Las cuentas fiscales, por su parte, se debilitarían en el horizonte de proyección (el déficit fiscal aumentaría hasta cerca de 3,0% del PIB en 2015) debido a la menor recaudación vinculada con precios de metales más bajos y ralentización de la actividad, en tanto que los gastos serían mayores debido al aumento de los egresos por intereses y al soporte que se buscaría dar al crecimiento. Las cuentas externas, finalmente, también se deteriorarían en los próximos años (el déficit en cuenta corriente alcanzaría un máximo de 4,5% del PIB en 2014) en un entorno menos favorable de precios de exportación, reducción de la demanda externa y menores remesas del exterior.

Por el lado local, los riesgos de sobrecalentamiento podrían reactivarse

Si bien la actividad ha venido desacelerándose y convergiendo a tasas de crecimiento más sostenibles en el mediano plazo, la posibilidad de un resurgimiento de las presiones de demanda sobre los precios y las cuentas externas no se puede descartar. Por ejemplo, una fuerte recuperación de la confianza y elevaciones del salario mínimo que no sean consistentes con los aumentos de productividad podrían dar lugar a una expansión importante del gasto privado en consumo e inversión. En este caso, el Banco Central tendrá que elevar su tasa de política más de

lo inicialmente esperado, pero ello acentuaría la tendencia a apreciarse que viene mostrando la moneda peruana, lo que podría ampliar la brecha externa. Para reducir las tensiones que genera este dilema sobre el Banco Central, será necesario que la política fiscal contribuya al esfuerzo estabilizador generando los espacios necesarios mediante un manejo prudente del gasto público. De no ser así, podríamos tener incremento de la inflación y del déficit en cuenta corriente, así como una apreciación del tipo de cambio real.

5. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2009	2010	2011	2012
PIB (% a/a)	0,9	8,8	6,3	5,5
Inflación (% a/a, fdp)	0,2	2,1	3,4	2,8
Tipo de cambio (vs USD, fdp)	2,88	2,82	2,70	2,75
Tasas de interés de política (% fdp)	1,25	3,00	4,50	5,00
Consumo Privado (% a/a)	2,4	6,0	6,2	5,7
Consumo Público (% a/a)	16,5	10,6	6,0	4,5
Inversión (% a/a)	-9,2	23,2	6,2	6,8
Resultado Fiscal (% PIB)	-1,9	-0,5	-0,3	-0,7
Cuenta Corriente (% PIB)	0,2	-1,5	-2,3	-2,2

Fuente: BBVA Research Perú

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tipo de interés de política (% fdp)
1T09	1,9	4,8	3,18	6,00
2T09	-1,2	3,1	2,99	3,00
3T09	-0,6	1,2	2,92	1,25
4T09	3,4	0,2	2,88	1,25
1T10	6,2	0,8	2,84	1,25
2T10	10,0	1,6	2,84	1,75
3T10	9,6	2,4	2,79	3,00
4T10	9,2	2,1	2,82	3,00
1T11	8,8	2,7	2,78	3,75
2T11	6,5	2,9	2,75	4,25
3T11	5,0	3,0	2,73	4,25
4T11	5,3	3,4	2,70	4,50
1T12	5,5	3,0	2,72	4,50
2T12	5,5	3,1	2,73	4,75
3T12	5,5	2,9	2,74	5,00
4T12	5,5	2,8	2,75	5,00

Fuente: BBVA Research Perú

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Perú:*Economista Jefe de Sudamérica***Joaquín Vial**
+562 351 1200
jvial@bbvaprovida.cl*Economista Jefe Perú***Hugo Perea**
+51 1 2112042
hperea@grupobbva.com.pe**Francisco Grippa**
+51 1 2111035
fgrippa@grupobbva.com.pe**Daniel Barco**
+51 2111548
dbarco@grupobbva.com.pe**Rosario Sánchez**
+51 1 2112015
rdsanchez@grupobbva.com.pe**Jasmina Bjeletic**
+51 1 4142518
jbjeletic@grupobbva.com.pe**Isaac Foinquinos**
+51 1 2111649
ifoinquinos@grupobbva.com.pe**BBVA Research***Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

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

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

Daxue Wang
daxue.wang@bbva.com.hk

India

Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

Perú

Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com*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@bbvacompass.com*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com**Interesados dirigirse a****BBVA Research Latam**

Pedro de Valdivia 100

Providencia

97120 Santiago de Chile

Teléfono: + 56 26791000

E-mail: bbvaresearch@bbva.com