

Situación Perú

Tercer Trimestre 2010

Análisis Económico

- En lo que va del año, el crecimiento del PIB se ha acelerado por encima de lo previsto, impulsado principalmente por el dinamismo del gasto privado. En este contexto, se eleva la previsión de crecimiento para el año de 5,7% a 6,8%.
- El panorama de medio plazo se presenta favorable, con tasas de crecimiento para el período 2011-2012 cercanas a 6% anual y déficit en la cuenta corriente moderados (de alrededor de 1,5% del PIB) que serán financiados por capitales externos de largo plazo. Asimismo, estimamos que la deuda pública sobre PIB se ubicará en 20,4% en 2012, lo que favorecerá eventuales mejoras en su calificación crediticia.
- La aceleración de la recuperación cíclica ha adelantado la convergencia del producto a su nivel potencial de medio plazo. Por ello, el Banco Central ha empezado a orientar la política monetaria hacia una posición más neutral, lo que continuará en los próximos meses.
- La apreciación del PEN se ha acentuado debido a la mayor entrada de capitales ante las mejores perspectivas sobre la economía peruana. Para modular estas entradas y el fortalecimiento del PEN, la elevación de la tasa de política vendrá acompañada de incrementos en los requerimientos de encaje.
- Consideramos que actualmente la economía peruana enfrenta el riesgo de sobrecalentarse, dada la fuerte expansión del gasto privado y público. Bajo este escenario, el Banco Central enfrentaría un dilema entre el necesario ajuste de la política monetaria y el objetivo de moderar la apreciación del PEN.

Índice

1. Reevaluación de las perspectivas de la economía global.....	3
2. Impactos acotados de la crisis fiscal en Europa.....	5
3. Aumenta previsión de crecimiento por mayor dinamismo del gasto privado	5
4. Crédito se recupera de manera sostenida	6
5. BCR en el corto plazo: retiro de estímulo monetario frente a apreciación del PEN	7
6. Riesgos balanceados.....	8
7. Tablas	10

Fecha de cierre: 19 de julio de 2010

1. Reevaluación de las perspectivas de la economía global

Los efectos del ajuste fiscal sobre el crecimiento de Europa serán menores de lo que se viene anticipando. Las repercusiones positivas sobre la credibilidad casi compensarán los efectos negativos de la reducción del gasto público. Por el contrario, los riesgos a medio plazo derivados de situaciones fiscales insostenibles en otras regiones desarrolladas posiblemente se estén subestimando

Uno de los canales más importantes a través de los cuales la crisis fiscal ha afectado a la economía europea ha sido la pérdida de confianza, y un requisito sine qua non para restablecerla es la prudencia fiscal. Los planes de consolidación de Europa se están implementando con arreglo a un calendario presentado a la CE a principios de 2010. La consolidación fiscal europea tiene que centrarse en el aspecto estructural, pero un factor positivo es que el ajuste es rápido y está orientado a reducir el gasto, lo que mejorará la confianza y prácticamente contrarrestará los efectos negativos sobre el crecimiento derivados de la reducción del gasto público. Así pues, mientras se persista en la consolidación fiscal, las repercusiones sobre la actividad económica europea serán limitadas y transitorias. Por otra parte, otras economías avanzadas en las que los estímulos fiscales han sido sustanciales y cuyos niveles de endeudamiento crecieron a igual ritmo que el europeo se muestran relativamente lentas en hacer frente a la obligación de reducir sus déficit y, por lo menos, estabilizar los niveles de su deuda. Existe un riesgo a medio plazo que se está subestimando ya que la experiencia demuestra que los efectos de una política fiscal laxa sobre las tasas de interés son altamente no lineales, existiendo el riesgo de un súbito incremento de las tasas de interés de largo plazo y de un desplazamiento del gasto privado, exactamente el efecto opuesto que pretenden los paquetes de estímulos fiscales.

El principal riesgo para las perspectivas globales todavía procede de los mercados financieros. Las pruebas de solvencia han tenido repercusiones positivas, aunque asimétricas, en Europa. Si bien se han reducido los riesgos, las posibilidades de un retroceso siguen siendo significativas

Los riesgos financieros, derivados de los problemas de la deuda soberana, formaron un círculo vicioso que acabó aumentando el riesgo de mercado y absorbiendo la liquidez, en especial en Europa. No obstante, el fuerte aumento de las tensiones financieras durante el segundo trimestre está empezando a mermar (véase el Gráfico 1). La publicación de los resultados de las pruebas de solvencia a bancos europeos (stress tests) ha tenido el efecto positivo de bajar las tensiones, aunque se ha observado una clara diferenciación entre los países. En particular, pueden obrar como un potente impulso para disipar la incertidumbre sobre el sistema financiero español, pues la implementación de las pruebas ha sido rigurosa y sus resultados, muy informativos, parecen creíbles. A pesar de ello, los riesgos para Europa y para la economía global procedentes de los mercados financieros siguen siendo sin duda el principal motivo de preocupación.

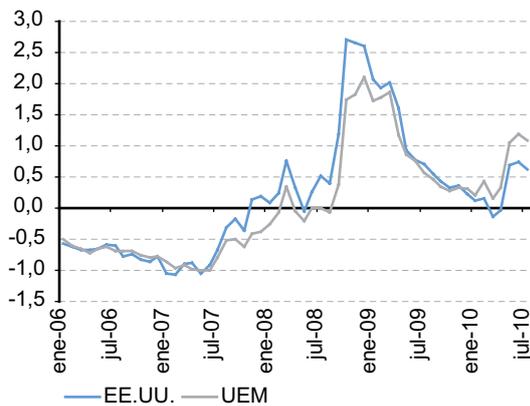
Creciente divergencia en las estrategias de políticas monetaria. El incremento de la incertidumbre llevará a la Fed y al BCE a retrasar el retiro de los estímulos monetarios. Por contraposición, en gran parte de Asia y en América Latina ya ha comenzado el alza de tasas de interés

Las tensiones financieras de Europa y la incertidumbre con respecto al ritmo de recuperación de EE.UU. obligarán a los bancos centrales de ambas regiones a retrasar sus primeros aumentos de tasas de interés, manteniendo así sus tasas de referencia en niveles muy bajos durante un período de tiempo prolongado. Las presiones inflacionarias en ambas áreas seguirán controladas, lo que les permitirá mantener políticas monetarias flexibles. No obstante, una recuperación más rápida en EE.UU. llevará a que la remoción del estímulo monetario se inicie antes que en Europa, y ambos factores pesarán sobre el euro. Aunque los dos bancos centrales demorarán los ajustes monetarios, la manera de comunicar y de evaluar los riesgos sigue diferenciando a ambas instituciones, lo que limita la relativa capacidad de reacción del BCE, en especial a los riesgos deflacionarios. Por otra parte, en las economías emergentes ya han comenzado las alzas de tasas de referencia, tras la pausa (en especial en Asia) que provocó la crisis de la deuda europea. Esto contribuirá a reducir las presiones inflacionarias en Asia —donde habían comenzado a dispararse— e impedirá que se produzcan posibles presiones en Sudamérica más avanzado el año. Una importante excepción es el Banco de México, que posiblemente mantendrá las tasas de interés hasta el segundo trimestre de 2011. Ello se debe a que, aun cuando la inflación en esta economía aumentará a lo largo del segundo semestre de 2010, esta se ubicará en 4T10 en 5% (centro de la banda prevista por Banxico), las expectativas inflacionarias de largo plazo se encuentran ancladas alrededor de 3,5%, y la brecha del producto es aún negativa, aunque se viene cerrando paulatinamente.

La economía mundial marcha hacia una desaceleración suave y diferenciada. Esta situación será conveniente para China y el resto de los países emergentes de Asia, ya que se producirá una convergencia del crecimiento hacia tasas más sostenibles. En Estados Unidos, el gasto privado seguirá siendo frágil sin el apoyo oficial, en tanto que en Europa la confianza se verá negativamente afectada por las consecuencias de la crisis financiera

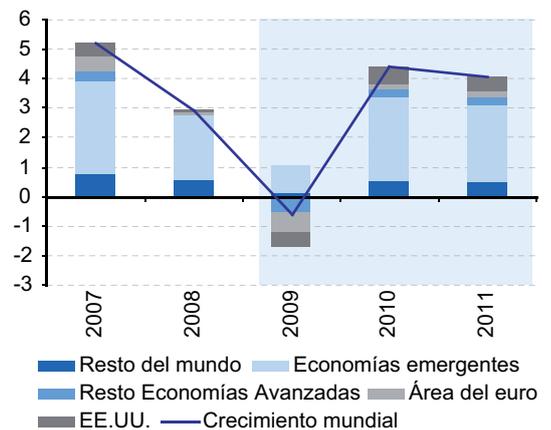
Los impactos de la crisis financiera europea en otras regiones geográficas han sido relativamente limitados. No obstante, se anticipa que pronto la economía global se desacelerará (véase el Gráfico 2). La gravedad de las tensiones financieras europeas afectará a la confianza y reducirá el crecimiento en el segundo semestre de 2010 y principios de 2011. Además, la demanda externa no será tan sólida como lo fue en el primer semestre, aunque continuará dando cierto apoyo a la actividad económica. En EE.UU. es probable que la recuperación pierda impulso como resultado de la situación en los mercados laboral e inmobiliario. Esto muestra los límites del gasto privado en esa economía como motor autónomo del crecimiento. En China, la desaceleración del crecimiento del PIB en el segundo trimestre y algunos otros indicadores de moderación de la actividad sugieren que las medidas de ajuste de las autoridades están siendo eficaces para dirigir la economía hacia tasas de crecimiento más sostenibles. América Latina también se desacelerará en 2011, aunque todavía mantendrá una elevada expansión. Por consiguiente, las divergencias seguirán ampliándose entre las economías avanzadas y emergentes, y también dentro de cada uno de estos grupos.

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras*



* Indicador compuesto de tensiones financieras en tres mercados de crédito (soberano, corporativo y financiero), restricciones de liquidez y volatilidad de los tipos de interés, tipos de cambio y mercados de renta variable
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Aportaciones al crecimiento del PIB mundial



Fuente: : BBVA Research, basándose en cuentas nacionales

Aunque se han tomado algunas medidas en la dirección correcta, de cara al futuro sigue pendiente la necesaria reducción de los desequilibrios globales, lo que demandará ajustes en el gasto por zonas económicas

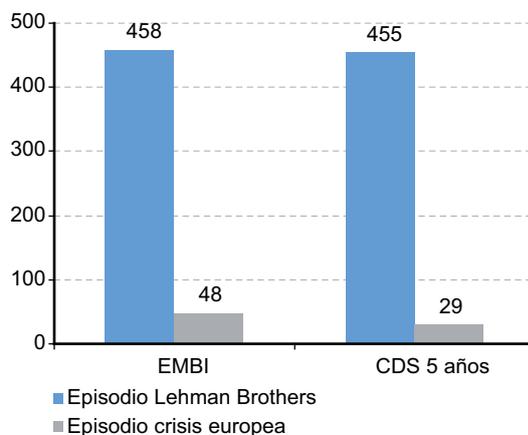
Continúa el reequilibrio de la economía china hacia un aumento de la demanda interna (especialmente del consumo), y la reciente prórroga de las medidas de flexibilidad monetaria podría ser de ayuda. No obstante, son necesarias más reformas para ajustar mejor el peso del consumo a los parámetros internacionales. Otras economías avanzadas con superávit en cuenta corriente deben también implementar reformas para expandir la demanda interna, particularmente en el sector servicios. Por otra parte, EE.UU. y otros países con importantes necesidades de financiamiento externo deberán pasar desde un modelo basado en el consumo a otro fundamentado en las inversiones, en especial en los sectores transables. La reciente crisis financiera ha mostrado los límites del financiamiento externo al crecimiento. Por ello, las economías con altas necesidades de esta financiación externa son muy vulnerables al recrudescimiento de las tensiones financieras internacionales, y las recientes y súbitas fluctuaciones de los tipos de cambio pueden minar la estabilidad financiera mundial.

2. Impactos acotados de la crisis fiscal en Europa

A nivel local, la mayor incertidumbre vinculada con los problemas de solvencia fiscal en Europa durante el segundo trimestre tuvo impactos acotados. Por el lado financiero, los indicadores de riesgo (EMBI+ y CDS) registraron incrementos sustancialmente menores a los observados luego de la quiebra de Lehman Brothers, en tanto que la moneda peruana (PEN) se mantuvo relativamente estable, en un contexto en el que el apetito de los inversionistas extranjeros por activos financieros locales no declinó. Incluso, desde mediados de junio el PEN ha reanudado con mayor intensidad su tendencia a apreciarse debido a una aceleración en los flujos de capitales y a una recomposición del portafolio de los inversionistas institucionales que están prefiriendo incrementar sus posiciones en moneda local.

Gráfico 3

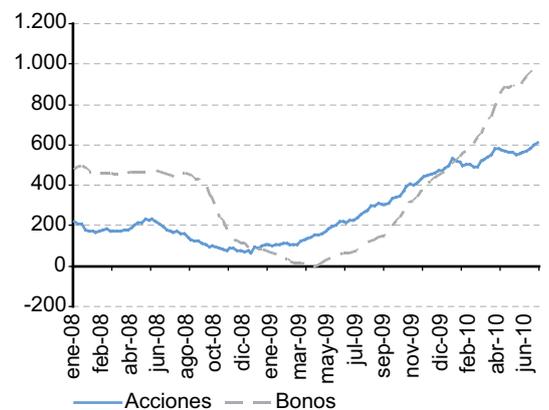
Perú: incremento del riesgo-país según distintos indicadores (en puntos básicos)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4

Compras netas de participaciones en fondos que invierten en Perú (USD millones)



Fuente: EPFR

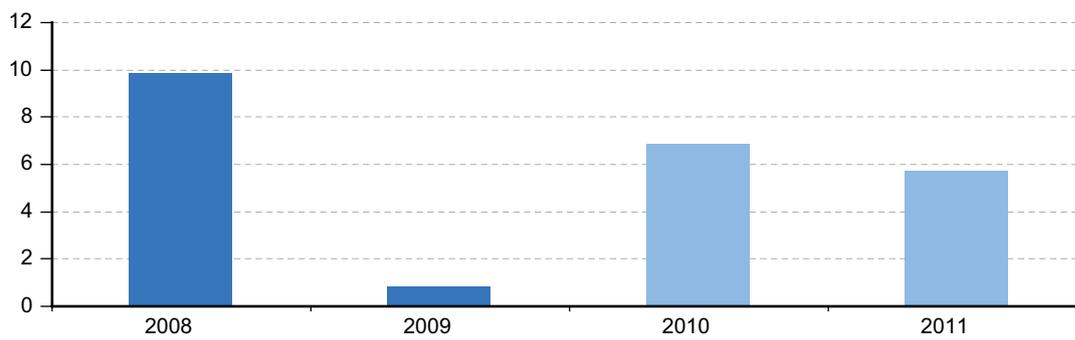
Por el lado real no se han apreciado impactos sensibles. De hecho, el crecimiento del PIB se ha acelerado más de lo esperado y estimamos que en el segundo trimestre (2T10) se habría expandido en más de 9,0% interanual, superior al 6,1% considerado en la previsión anterior.

3. Aumenta previsión de crecimiento por mayor dinamismo del gasto privado

En el segundo trimestre, la evolución de la actividad se ha visto favorecida por una recuperación más intensa de la inversión privada, la que habría crecido alrededor de 20% (9% en la previsión anterior), en un entorno en el que las expectativas empresariales se ubican en niveles máximos y se reanudan importantes proyectos que fueron paralizados durante la crisis financiera internacional. Asimismo, se anticipa que en este período las empresas habrían acumulado existencias, de acuerdo con lo que señalan las lecturas de los tres últimos meses del índice de inventarios que publica el Banco Central y el dinamismo de las importaciones de bienes intermedios. En este contexto de mejor desempeño del gasto privado, hemos revisado al alza nuestra proyección de crecimiento económico para 2010, de 5,7% a 6,8%.

Para el medio plazo (2011-2012), el panorama para la economía peruana se presenta favorable, con tasas de crecimiento que se ubicarán alrededor de 6,0%, ligeramente superiores a la previsión previa y potencial, las que se sustentarán en: (i) el dinamismo del consumo privado ante un incremento permanente del ingreso disponible de las familias y la mayor creación de empleo, (ii) el desarrollo de proyectos de inversión en minería, hidrocarburos, energía, telecomunicaciones e infraestructura de transporte, con lo que la inversión total (pública y privada) se ubicará alrededor de 26% del PIB en 2012, y (iii) una mejora en la proyección de términos de intercambio debido a mejores perspectivas de la demanda de metales básicos para los siguientes años.

Gráfico 5

PIB: 2008/2011 (Var. % interanual)

Fuente: BCR y BBVA Research Perú

Por el lado externo, para el período 2011-2012 se esperan déficit en cuenta corriente moderados de alrededor de 1,5% del producto, los que serán financiados por capitales externos de largo plazo, principalmente IED. En particular, se espera que en 2012 las exportaciones registren un incremento importante por el inicio de operaciones de proyectos mineros que elevarán sustancialmente la capacidad de producción de cobre y hierro.

Tabla 1

Nuevos proyectos de inversión en cobre que iniciarán operación en 2012

Proyecto	Inversión (USD millones)	Incremento potencial de la producción de cobre (anual, en miles de TM)
Toromocho	2.200	275
Antapaccay	1.500	150
Río Blanco	1.440	190
Tía María	950	120
Total	6.090	735

Memo: producción de cobre en 2009 1.275 (miles de TM)

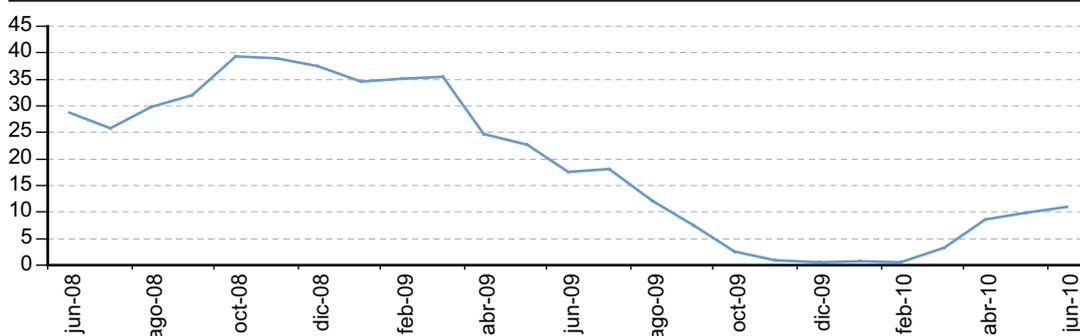
Fuente: MINEM. Elaboración: BBVA Research Perú

Por el lado de las cuentas del sector público, para el medio plazo esperamos una mejora gradual por la recuperación de los ingresos tributarios y la finalización de los estímulos fiscales, lo que se reflejará en déficit inferiores al 1,0% del PIB y una tendencia declinante del ratio de deuda pública sobre PIB, el que estimamos pasará de 26,6% en 2009 a 20,4% en 2012, favoreciendo eventuales mejoras en su calificación crediticia. Al respecto, cabe mencionar la reciente mejora en el outlook de la deuda pública peruana (de estable a positivo) que realizó la empresa Fitch Ratings.

4. Crédito se recupera de manera sostenida

Las colocaciones bancarias han mostrado en los últimos dos años un desempeño relativamente positivo, a pesar del entorno de volatilidad externa en ese período. Si bien tuvieron una importante desaceleración en 2009, no se contrajeron y desde inicios de este año registran una tendencia creciente que esperamos se mantenga en el segundo semestre. Por un lado, la sólida recuperación cíclica de la actividad y tasas de interés que aún se mantendrán en niveles atractivos continuarán dándole soporte a la demanda de crédito, en tanto que por el lado de la oferta la banca cuenta con altos niveles de liquidez que le permitirán atender los mayores requerimientos. Así, proyectamos que el crecimiento del crédito al sector privado pasará de 0,6% interanual a fines de 2009 a alrededor de 16% al cierre de 2010. Por segmentos, esperamos que las colocaciones hipotecarias registren el mayor dinamismo, favorecidas por el incremento de los niveles de empleo e ingresos de las familias. Asimismo, estimamos que las colocaciones orientadas al sector empresarial se verán beneficiadas por la recuperación de la inversión privada. Cabe agregar que, dado el fuerte ritmo de crecimiento del PIB, se anticipa que las provisiones procíclicas se reactivarán en agosto próximo.

Gráfico 6

Crecimiento del crédito bancario (var. % interanual)

Fuente: SBS, Asbanc

En cuanto a la morosidad, resalta que durante la desaceleración que experimentó la economía peruana por la crisis financiera internacional, el deterioro de la calidad de la cartera de la banca fue acotado. Así, la tasa de morosidad nunca excedió el 1,8% (en setiembre de 2008, poco antes de la quiebra de Lehman Brothers, la morosidad fue de 1,2%), y proyectamos que al cierre de 2010 se ubicará entre 1,5% y 1,6%.

Un crecimiento sostenido alrededor de 6,0% para los próximos dos años favorecerá una expansión del empleo y, por lo tanto, una reducción de la informalidad. En este contexto, prevemos que el crédito crecerá a un ritmo promedio anual de 13%, con lo que la intermediación financiera (crédito como porcentaje del PIB) se ubicará por encima de 31% del PIB en 2012 (27,5% en 2009).

5. BCR en el corto plazo: retiro de estímulo monetario frente a apreciación del PEN

La fortaleza de la recuperación cíclica ha adelantado la convergencia del producto a su nivel potencial de medio plazo, por lo que las autoridades han empezado a remover los estímulos económicos. Por el lado fiscal, en mayo el Gobierno anunció medidas para desacelerar el gasto público hasta por un monto equivalente a 0,7% del PIB, con lo que proyectamos que el déficit fiscal cerrará alrededor de 1,6% del PIB en 2010, por debajo del límite de 2,0% establecido por la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal para este año. No obstante, tanto el consumo como la inversión pública siguen mostrando tasas de expansión elevadas, por lo que se espera que en el segundo semestre se observe un ajuste más pronunciado.

Por el lado monetario, desde mayo el Banco Central (BCR) ha elevado de manera consecutiva la tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos en cada ocasión, con lo que actualmente se ubica en 2,0%. Cabe precisar que la posición de la política monetaria aún dista de ser neutral. Dada nuestra expectativa de inflación a doce meses (2,6%), la tasa de referencia en términos reales (ajustada por inflación) sigue siendo negativa y nuestra estimación de tasa de interés neutral se ubica entre 5,5% y 6,0% (nominal). En este sentido, para asegurar que el crecimiento del producto converja hacia un nivel sostenible en el medio plazo (sin presiones inflacionarias ni deterioro significativo de las cuentas externas), consideramos que el Banco Central seguirá elevando la tasa de interés de referencia hasta ubicarla alrededor de 3,25% al cierre de este año y hacia un nivel cercano al neutral a fines de 2011.

Cabe mencionar que en las últimas semanas se ha acelerado la entrada de capitales de corto plazo, atraídos por expectativas de ajustes al alza en la tasa de política del Banco Central más pronunciados y por una probable mejora en la calificación crediticia de la deuda pública peruana. Así, inversionistas no residentes han estado adquiriendo bonos del Gobierno peruano y certificados de depósitos del BCR (CDBCRP), instrumentos que usan como vehículos para posicionarse en activos en moneda local. Adicionalmente, están tomando posiciones cortas en USD en el mercado cambiario forward. Como resultado, las presiones al alza sobre el PEN (mayor apreciación) se han acentuado.

En este contexto, el BCR está enfrentando un dilema entre el necesario ajuste monetario y una rápida apreciación que considera obedece a factores especulativos y no a los fundamentos del tipo de cambio. Así, ha venido tomando un conjunto de medidas, algunas en coordinación con el regulador, para modular los flujos de capitales de corto plazo y atenuar los movimientos en la cotización del PEN (ver Cuadro). En particular, en lo que va del año ha elevado en dos ocasiones los requerimientos

de encaje y no descartamos que se puedan dar incrementos adicionales durante el segundo semestre. Asimismo, el Banco Central ha reanudado sus compras de moneda extranjera (el día 14 se registró un máximo histórico diario cuando adquirió USD 494 millones), las que prevemos se mantendrán en lo que resta del año. De esta manera, la acumulación de reservas internacionales durante 2010 ascenderá a unos USD 6 000 millones.

Tabla 2

Principales medidas para moderar apreciación del PEN

Medida	Nivel diciembre de 2009	Nivel actual
Encajes		
Mínimo legal (ambas monedas)	6%	8%
Marginal en moneda extranjera	30%	45%
Marginal en moneda doméstica	0%	12%
Marginal créditos del exterior de corto plazo (menor a dos años)	0%	50%
Impuesto a las ganancias de capital con derivados de tipo de cambio (operaciones de plazo hasta sesenta días)	0%	30%
Comisión por venta de títulos del BCR a no residentes	0,01%	4%
Límite operativo a inversiones de fondos de pensiones en el exterior	22%	28%
Compras de moneda extranjera del BCR en el mercado cambiario¹	USD 1 256 millones	USD 4 553 millones

1: Hasta el 19 de julio

Fuente: BCRP, SBS y Congreso de la República

Las intervenciones cambiarias del BCR están siendo esterilizadas mediante la colocación de CDBCRP y, principalmente, con depósitos del sector público. Esto último facilita el manejo monetario y revela la importancia de que el BCR y el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) mantengan un nivel adecuado de coordinación en las políticas para moderar la expansión del producto. Adicionalmente, consideramos que el Banco Central tiene espacio suficiente para enfrentar los costos de las operaciones de esterilización ya que cuenta con un patrimonio de casi 1% del PIB.

Cabe precisar que, además de la ampliación del diferencial de tasas de interés, diversos factores nos llevan a esperar que el PEN mostrará una tendencia a apreciarse en los próximos dos años: (i) mejora relativa de la posición fiscal (reducción del ratio de deuda pública), (ii) inlfujos de capitales de largo plazo que financiarán con amplitud los moderados déficit en cuenta corriente, y (iii) un diferencial de productividades favorable a la economía peruana.

6. Riesgos balanceados

Identificamos dos factores que podrían desviar nuestra proyección de crecimiento:

- Fuerte incremento de la demanda interna y sobrecalentamiento (sesgo al alza). El crecimiento del PIB se ha acelerado (en términos desestacionalizados, habría sido 14%/t anualizado en el segundo trimestre) y hace prever que si se mantiene esta tendencia pronto la brecha del producto será positiva. El fuerte dinamismo de la actividad viene siendo impulsado por el gasto privado, principalmente de inversión en un entorno de elevado optimismo empresarial y de reposición de inventarios. Asimismo, el gasto público sigue dando un soporte importante al producto y se generan dudas sobre si será posible desacelerarlo de manera más sensible en el resto del año. De hecho, el gasto del Gobierno General (consumo público más formación bruta de capital) crecería más de 25% en el segundo trimestre, un dinamismo mayor al que sería consistente con las proyecciones que tiene el Gobierno para este año.

Adicionalmente, en un entorno de expectativas favorables sobre la evolución de la economía peruana para los siguientes años, no se puede descartar un inlfujo de capitales de largo plazo significativamente mayor al esperado, lo que aceleraría aún más el crecimiento del PIB. Si, además, la entrada de capitales es masiva y se dirige, principalmente, al sector no transable de la economía podría dar lugar a burbujas de precios de activos.

El impacto conjunto de estos factores internos y externos originaría: (i) una rápida expansión del crédito y la liquidez, (ii) una apreciación acentuada del PEN, (iii) un boom de consumo propiciado por los dos factores mencionados anteriormente, (iv) un sobrecalentamiento de la economía que se reflejaría en presiones inflacionarias, (v) una menor competitividad externa en el corto plazo y (vi) un deterioro de la cuenta corriente y mayor endeudamiento externo.

En este caso, el Banco Central tendría que acelerar el ciclo alcista de la tasa de referencia y acompañar este proceso con medidas monetarias cuantitativas (elevación de encajes) para desincentivar la entrada de capitales de corto plazo.

- b. Mayor aversión global al riesgo (sesgo a la baja). En un escenario en que las tensiones financieras derivadas de los problemas fiscales en las economías desarrolladas se extiendan y tengan impactos más sensibles en las principales zonas económicas del mundo esperaríamos: (i) una elevación de los spreads, (ii) menor crecimiento de la actividad global y, así, de la demanda externa, (iii) una corrección a la baja más acentuada de precios de los metales básicos por la liquidación de posiciones especulativas y una menor demanda global que los ubicaría en niveles estructuralmente más bajos (lo que impactaría negativamente sobre la gran inversión minera, la que tiene spillovers positivos sobre toda la economía, por lo que el crecimiento de medio plazo sería más lento), y (iv) una ralentización de la inversión por un menor influjo de capitales de largo plazo y caída del optimismo empresarial.

En el corto plazo, se esperaría que la política fiscal sea acomodaticia, aunque su espacio sería algo más limitado con respecto a la respuesta implementada durante el agravamiento de la reciente crisis financiera internacional. Por el lado del Banco Central se esperaría una pausa en el ciclo de restricción monetaria, reducción de encajes y ventas dólares en el mercado cambiario (pérdida de reservas) para atenuar las presiones de depreciación sobre la moneda local (un tema particularmente sensible en una economía con aún altos niveles de dolarización financiera y descalce por monedas del sector privado). El alto nivel de las reservas internacionales del Banco Central le otorgaría un espacio relativamente holgado para enfrentar esta contingencia.

Para estimar la resistencia de la economía peruana frente a un contexto externo desfavorable, se ha realizado un ejercicio de stress para 2011 que asume, respecto del escenario base, lo siguiente: (i) un menor crecimiento global (EE.UU., Eurozona y China reducen su crecimiento entre 1 y 3 puntos porcentuales en 2011), (ii) una caída más pronunciada en los términos de intercambio (4 puntos porcentuales adicionales de caída, con lo que el retroceso de los términos de intercambio sería de -10%), (iii) un incremento de 200 puntos básicos (pbs) en los rendimientos exigidos para los bonos soberanos y globales con respecto a lo asumido en el escenario base, (iv) menor influjo de capitales, y (v) se implementa una respuesta de política fiscal equivalente a 3pp del PIB (similar a la de 2009). Bajo este escenario de stress, encontramos que el crecimiento de 2011 sería de 2,5% (menor en aproximadamente 4pp al del base) debido, principalmente, a una severa contracción de la inversión privada. Asimismo, obtenemos que el déficit fiscal se elevaría hasta un 4% del PIB (0,7% en el escenario base) y la deuda pública a 26,6% del PIB (23,0% en el escenario base). Si bien los efectos de este escenario son sensibles, nuestros cálculos sugieren que la política fiscal aún podría mitigar los impactos de un escenario externo negativo, sin generar un deterioro significativo de las finanzas públicas.

7. Tablas

Tabla 3

Perú: previsiones macroeconómicas trimestrales

	1T 09	2T 09	3T 09	4T 09	1T 10	2T 10	3T 10	4T 10	1T 11	2T 11	3T 11	4T 11
PIB (var. % a/a)	1,9	-1,2	-0,6	3,4	6,0	9,0	7,6	4,7	5,7	3,8	5,7	7,7
Inflación (% a/a, promedio)	4,8	3,1	1,2	0,2	0,7	1,1	2,0	2,5	2,4	2,6	2,5	2,4
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	3,18	2,99	2,92	2,88	2,85	2,84	2,83	2,85	2,85	2,86	2,85	2,80
Tipo de interés (% , promedio)	6,00	3,00	1,25	1,25	1,25	1,50	2,25	3,00	3,42	3,92	4,42	4,75

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Tabla 4

Perú: previsiones macroeconómicas anuales

	2009	2010	2011
PIB (var. % a/a)	0,9	6,8	5,7
Inflación (% a/a, promedio)	2,9	1,6	2,5
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	3,01	2,84	2,84
Tipo de interés (% , promedio)	3,25	2,00	4,13
Consumo Privado (var. % a/a)	2,4	4,1	4,6
Consumo Público (var. % a/a)	16,5	8,0	3,9
Inversión (var. % a/a)	-8,6	15,2	10,1
Resultado Fiscal (% PIB)	-2,1	-1,6	-0,7
Cuenta Corriente (% PIB)	0,2	-0,7	-1,4

Fuente: BCRP y 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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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".

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Perú:

Economista Jefe

Hugo Perea
+51 1 2112042
hperea@grupobbva.com.pe

Francisco Grippa
+51 1 2111035
fgrippa@grupobbva.com.pe

Isaac Foinquinos
+51 1 2111649
ifoinquinos@grupobbva.com.pe

María Cecilia Deza
+51 1 2111548
mdeza@grupobbva.com.pe

Rosario Sánchez
+51 1 2112015
rdsanchez@grupobbva.com.pe

Jasmina Bjeletic
+51 1 4142518
jbjeletic@grupobbva.com.pe

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

José Luis Escrivá

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

España y Europa:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica
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

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Latam
Pedro de Valdivia 100
Providencia
97120 Santiago de Chile
Teléfono: + 56 26791000
E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com