BBVA | RESEARCH

Situación Perú

Segundo Trimestre 2012
Análisis Económico

- **Continúa la recuperación global, pero los riesgos se reanudan.** El principal soporte del crecimiento mundial seguirán siendo las economías emergentes.
- **Elevamos nuestra previsión de crecimiento económico para 2012 a 6,0%.** Mejor ejecución en primer trimestre y fortaleza de demanda interna hacia adelante explican esta revisión.
- **Convergencia de la inflación al rango meta se retrasará hasta fines de 2012,** cerrando el año alrededor de 2,8%. La persistencia del desvío podría exacerbar las expectativas inflacionarias, por lo que el sesgo en la previsión es al alza.
- **La tasa de referencia seguirá en 4,25% durante el resto del año.** Sin embargo, en un escenario de mayor deterioro de las expectativas de inflación, prevemos que la posición monetaria se ajustará. El uso de los encajes será una opción para evitar mayores presiones de apreciación sobre la moneda local.
- **Moneda peruana seguirá apreciándose** por influjos de capitales, un tono más restrictivo de la política monetaria y la desdolarización de portafolios locales.

Índice

1. Panorama externo: recuperación global, pero se reavivan los riesgos 3

2. Perú: previsión de crecimiento en 2012 se eleva a 6% 6

3. Convergencia de la inflación a la meta se retrasará hasta fines de 2012 9

Recuadro 1. ¿Cuáles serían los impactos de un aumento significativo del precio internacional del petróleo? 11

4. Previsión de tasa de política adquiere cierto sesgo restrictivo 12

5. El PEN seguirá fortaleciéndose en los próximos meses 13

6. Crédito mantendrá en adelante sostenida expansión 14

7. El principal factor de riesgo sigue siendo Europa 15

8. Tablas 17

Fecha de cierre: 7 de mayo de 2012

1. Panorama externo: recuperación global, pero se reavivan los riesgos

El crecimiento global se recuperará gradualmente, con mayores diferencias entre las principales áreas. Pero los riesgos sobre el crecimiento están fuertemente sesgados a la baja

Después de una desaceleración gradual durante el año 2011, especialmente en el último trimestre, la economía mundial está empezando a mostrar signos de mayor dinamismo. Se espera que el crecimiento mundial en el primer trimestre de 2012 haya sido mayor que en el anterior, teniendo en cuenta un mayor crecimiento en Asia sin China (incluido Japón) y América Latina, además de un sostenido –pero modesto– dinamismo en los Estados Unidos. Se estima que el crecimiento mundial seguirá aumentando y superará el 1% trimestral a finales de 2012 (0,6% en el cuarto trimestre de 2011). Esta recuperación también será muy heterogénea, lo que aumenta la divergencia en las tasas de crecimiento entre las principales áreas económicas. El aumento en el crecimiento en 2012 será más evidente en Asia, dado el repunte después de los desastres naturales en Tailandia y Japón (que afectó a las cadenas de suministro regionales) y la reversión parcial del endurecimiento de las políticas aplicada hasta mediados de 2011. Además, el crecimiento en América Latina también se recuperará, en gran medida por el mayor crecimiento en Brasil de la mano de una política monetaria más acomodaticia, a la vez que México mantiene un crecimiento superior al 3,5% ayudado por la demanda de EE.UU., la mejora de la competitividad y las favorables condiciones de financiación. Por otro lado, EE.UU. continuará sosteniendo tasas de crecimiento trimestral de alrededor del 0,6% en 2012 y 2013, significativamente menor que en recuperaciones anteriores. Sin embargo, esto va a ser mejor que el estancamiento de la actividad en la zona del euro en 2012, arrastrada en los países periféricos por una consolidación fiscal agresiva y tensiones financieras persistentemente elevadas, después de que estas se redujeran temporalmente en el primer trimestre.

Por lo tanto, las economías emergentes recuperarán sus diferenciales de crecimiento de alrededor de 4 puntos porcentuales frente a las economías desarrolladas para el conjunto de 2012 y 2013. A su vez, Europa y EE.UU. también seguirán aumentando sus diferencias de crecimiento en los próximos dos años, aun cuando esperamos que las autoridades europeas sigan tomando acciones decisivas que poco a poco disminuyan las tensiones financieras.

Con todo, nuestras proyecciones de crecimiento no son muy diferentes de las de nuestro anterior Situación Global, publicado en febrero. Esperamos un crecimiento mundial de 3,6% en 2012 y 4% en 2013, con una contribución de alrededor del 80% proveniente de las economías emergentes (ver Gráfico 1). Pero, como se mencionó antes, este escenario está condicionado a la evolución de la crisis en Europa, y por lo tanto los riesgos para estas previsiones están todavía fuertemente sesgados a la baja.

En este contexto, las políticas monetarias en las economías avanzadas seguirán siendo muy acomodaticias durante un período prolongado, sirviendo de puente para superar la debilidad de la actividad hacia el medio y largo plazo. Sin embargo, la efectividad de su intervención (convencional o no) está disminuyendo, mientras que al mismo tiempo aumentan los costes, incluyendo el riesgo de una menor independencia del banco central y los daños colaterales de las medidas no convencionales. Por lo tanto, es hora de que las autoridades e instituciones en los EE.UU. y Europa releven a los bancos centrales de manera decisiva en su tarea de reavivar el crecimiento, mediante la implementación de reformas económicas e institucionales y la gestión de los riesgos fiscales. Mientras estas medidas entren en vigor, los bancos centrales deben seguir apoyando el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.

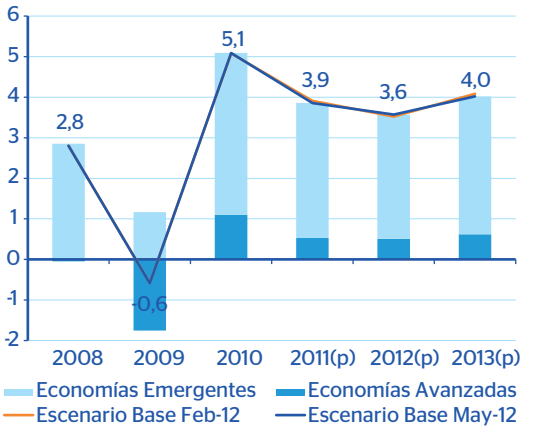
Las políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas continuarán apoyando condiciones de financiación favorables en los países emergentes. Aquí los bancos centrales tendrán que sopesar la presión de los flujos de entrada de capitales y la incertidumbre externa frente a los riesgos inflacionistas (en parte presionados por los precios del petróleo) y la fuerte demanda interna.

La diferencia en las previsiones de inflación en Asia y América Latina – disminución en la primera, pero estable en la segunda– condicionará sendas de tipos oficiales diferentes en ambas áreas. Estimamos que ha llegado el fin del ciclo de relajamiento monetario en gran parte de economías emergentes de Asia (con la notable excepción de China e India), y un cauteloso sesgo restrictivo en la mayor parte de América Latina, excepto en Brasil.

Ha habido algunos avances para resolver la crisis europea, pero aún faltan pasos importantes. Europa necesita una hoja de ruta clara para salir de la crisis

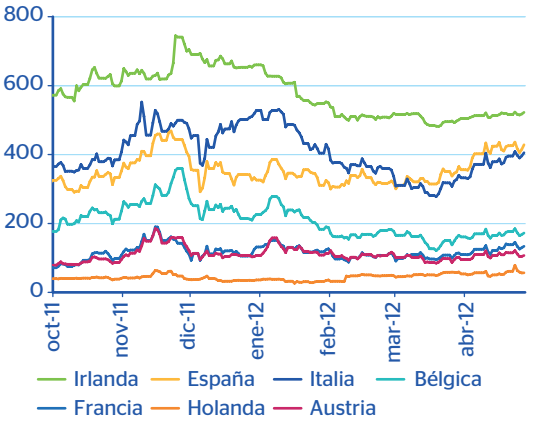
En los últimos meses, ha habido algunos avances hacia la solución de la crisis europea, pero todavía hay muchas cuestiones importantes pendientes. En primer lugar, se ha reestructurado la deuda soberana griega en manos del público, a pesar de lo cual persisten las dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo, incluyendo por la fatiga reformadora y una posible recesión más profunda de lo previsto. En segundo lugar, se aprobó una capacidad de nuevos préstamos de 500mm de euros por parte del Mecanismo de Estabilización Europeo (ESM), lo que se añade a los 200mm ya comprometidos por el EFSF. Sin embargo, eso no ha sido suficiente para calmar la preocupación de los mercados, dado que las necesidades de financiación de España e Italia en los próximos 3 años son superiores a esa cifra y a la presunción de que los préstamos de ESM tendrían prelación frente a los actuales tenedores de bonos privados. Además, no está claro qué parte del aumento de los recursos del FMI por 430mm de dólares (aproximadamente 330mm de euros) podría estar dirigida a los países europeos. Un tercer elemento está relacionado con el tratado fiscal (pendiente de aprobación nacional), el que compromete a los gobiernos a déficit estructurales no mayores al 0,5% del PIB. Este es un cambio significativo hacia el control de los presupuestos nacionales, pero la posibilidad de desviaciones de la norma en "circunstancias excepcionales" puede presentar el tratado como no lo suficientemente estricto como para justificar una acción más enérgica por parte del BCE o de los países centrales en Europa. Además, no ha habido avances hacia una unión fiscal o los eurobonos. En definitiva, seguimos sin tener una hoja de ruta clara hacia dónde se dirige Europa.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Prima de riesgo soberano en Europa (diferencial del bono a 10 años con Alemania, pb)



Fuente: Datastream y BBVA Research

El recrudecimiento de la crisis europea representa el principal riesgo global

Sin lugar a dudas, una de las acciones más importantes en los últimos cuatro meses fue la provisión de liquidez a largo plazo por el BCE. Esto permitió, al menos hasta marzo, una reducción significativa del riesgo de liquidez en los bancos europeos, una tímida apertura de los mercados de financiación mayorista y una compresión de los diferenciales soberanos en los países periféricos (ver Gráfico

2). Pero estos efectos positivos resultaron temporales ya que los mercados (i) detectaron cierta complacencia por parte de los políticos a medida que las primas de riesgo se reducían en el primer trimestre de 2012, y (ii) dudaban de la capacidad de muchos países de la periferia para cumplir sus objetivos de déficit y, al mismo tiempo, temían los efectos negativos sobre el crecimiento de alcanzarlos. De este modo, desde marzo, las primas de riesgo se incrementaron rápidamente en Italia y España, en este último caso hasta niveles similares a los alcanzados durante el periodo de mayor tensión en noviembre (ver Gráfico 2).

El corto efecto de las inyecciones de liquidez a largo plazo y el dilema entre la consolidación fiscal y restaurar el crecimiento resalta dos conclusiones. En primer lugar, las acciones del BCE sólo pueden salvar el corto plazo, para ganar tiempo mientras se abordan los problemas económicos e institucionales de fondo. Esto quiere decir que no se puede empezar ya a hablar de estrategias de salida para el BCE, pero también implica que deben empujarse las reformas económicas, al mismo tiempo que se reequilibra la demanda en la zona euro, con un estímulo de la misma en los países centrales. En segundo lugar, es necesario revisar los planes de consolidación fiscal de manera coordinada (para no arriesgarse a ser señalado por los mercados), apuntando a objetivos de déficit estructural –en consonancia con el espíritu del tratado fiscal– y con una trayectoria de ajuste más gradual. A cambio de esta mayor gradualidad, los Estados miembros deben elaborar planes de consolidación integrales, explícitos, detallados y plurianuales. De esta manera, unas finanzas públicas saneadas se pueden lograr sin grandes daños sobre el crecimiento en el corto plazo. Al mismo tiempo, esto permitirá cosechar los beneficios de largo plazo de las reformas estructurales que se están implementando en los países periféricos.

En este contexto, todavía vemos un nuevo estallido de la crisis europea como el principal riesgo, con consecuencias potencialmente muy negativas para el crecimiento mundial. El aumento de las tensiones pueden surgir de la fatiga reformadora en los países periféricos, junto con la fatiga de financiar más rescates en los países centrales, en el contexto de procesos electorales –y un referéndum– en muchos países europeos: Francia, Grecia, dos estados de Alemania, Irlanda y los Países Bajos tendrán procesos electorales en el primer semestre de este año.

Los precios actuales del petróleo tendrán solo un impacto moderado en el crecimiento mundial. Sin embargo, un fuerte repunte adicional de los precios sí representa un riesgo elevado

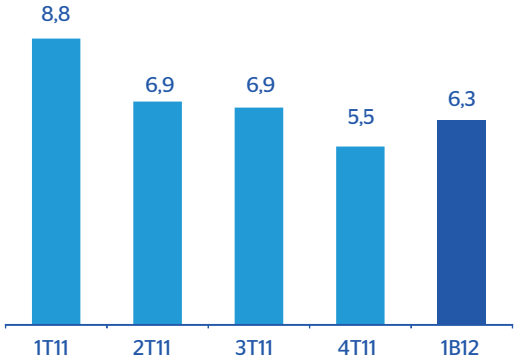
Una segunda amenaza a la economía global es un nuevo aumento de los precios del petróleo. El reciente repunte a principios de 2012 se debe, en parte, a estrecheces de los fundamentales (oferta y demanda), pero también a un aumento en la prima de riesgo geopolítica a alrededor de 10-15 dólares por barril, dadas las tensiones en torno a Irán y unos amortiguadores del mercado muy reducidos (las existencias de petróleo y la capacidad excedente de producción de la OPEP). En nuestro escenario base, consideramos unos precios de alrededor de 120 dólares por barril de petróleo Brent para gran parte de 2012, alrededor de un 15% más alto que en nuestras previsiones de febrero. En nuestra opinión, esto solo tendrá un impacto negativo moderado sobre el crecimiento mundial, ya que los bancos centrales de los países avanzados muy probablemente tratarán esto como un shock temporal. Esto, unido a la debilidad del ciclo, evitará el endurecimiento de la política monetaria, lo que ha sido uno de los canales tradicionales de transmisión de mayores precios del petróleo a un menor crecimiento. No obstante, si el conflicto se intensifica en el Golfo, podría haber un aumento muy fuerte y brusco en los precios del petróleo, e incluso si los bancos centrales no reaccionan aumentando sus tipos de interés, el crecimiento podría verse dañado por el consiguiente incremento de la aversión global al riesgo. Consideramos que la probabilidad de una escalada en el Golfo es relativamente reducida, pero es un escenario que, de materializarse, tendría un impacto significativo sobre el crecimiento mundial.

2. Perú: previsión de crecimiento en 2012 se eleva a 6%

En los primeros meses del año, el PIB ha mostrado un desempeño más positivo

En general, los indicadores de actividad disponibles sugieren que el crecimiento del PIB en 1T12 se habría acelerado (ver Gráfico 3) y superado lo previsto a inicios del año debido, principalmente, al mayor impulso de la demanda interna (gasto privado y gasto público). Por el lado de los indicadores vinculados con el consumo privado cabe destacar los notables incrementos de las ventas de autos nuevos familiares (en marzo se registró el récord histórico de unidades vendidas) y de los volúmenes de importación de bienes de consumo (ver Tabla 1). La inversión del sector privado también habría registrado un inicio auspicioso, en un contexto de recuperación sostenida de la confianza empresarial. En particular, destacan las inversiones del sector minero, las que en el primer trimestre habrían crecido casi 50% en términos reales.

Gráfico 3
PIB trimestral* (var. % interanual)



* Para 2012 corresponde al primer bimestre
Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Tabla 1
Indicadores de actividad (var. % interanual, en términos reales)

Indicador	4T 11	1T 12
Empleo adecuado 1/	3%	9%
Ingreso laboral promedio	8%	9%
Confianza del consumidor (índice)	56	55
Ventas autos nuevos familiares	15%	47%
Importacion bs. de consumo	16%	29%
Confianza empresarial (índice)	57	60
Inversion minera *	82%	49%
Importacion bs. de capital	15%	17%
Gasto público en capital	11%	42%
Consumo interno de cemento	4%	13%
Exportaciones	5%	7%

1/ Se refiere a la población ocupada no subempleada.
* Datos hasta febrero.
Fuente: BCRP, INEI, MINEM, APOYO y BBVA Research Perú

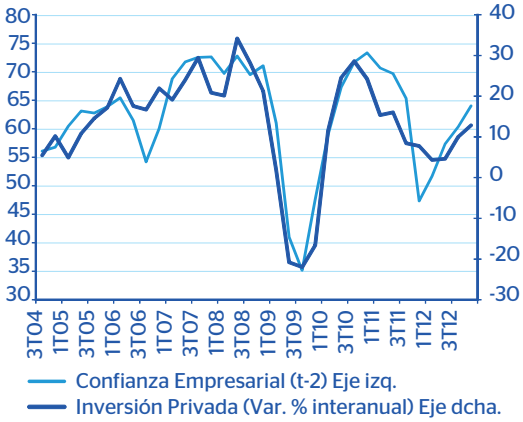
El otro componente de la demanda interna, el gasto público, también le dio soporte a la actividad durante los tres primeros meses del año. Así, el gasto de capital del gobierno general (que aproxima la inversión del sector público) creció 42% en este período, favorecido por los incentivos otorgados por la Administración Central para agilizar la inversión de los gobiernos regionales y locales, lo que ha dinamizado el gasto en carreteras y en obras de saneamiento.

Dinamismo del gasto interno continuará dando soporte a la actividad en los próximos trimestres

El desempeño de la inversión del sector privado será un factor clave para sostener tasas de crecimiento cercanas al 6,0% en lo que resta del año. En esta revisión de previsiones para 2012 asumimos que tres elementos le darán soporte a esta variable. En primer lugar, el índice de confianza empresarial mantendrá los niveles que registra actualmente y que son compatibles con tasas de crecimiento de la inversión cercanas al 10% interanual (ver Gráfico 4). Este escenario considera que los conflictos por temas medioambientales que afectan el desarrollo de proyectos

de inversión extractivos se resuelven de manera ordenada y que el Gobierno mantendrá el buen manejo macroeconómico que ha caracterizado los primeros meses de su gestión. En segundo lugar, aun cuando seguimos anticipando alguna corrección en el precio de los metales, estos se mantendrán atractivos durante el año, lo que tendrá un efecto positivo sobre la inversión minera. Finalmente, la aceleración del crecimiento con respecto a lo previsto inicialmente inducirá una mayor inversión en inventarios y en proyectos vinculados al ciclo económico como construcción, ventas retail y servicios. Al respecto, cabe señalar que actualmente se encuentra en marcha la construcción de 17 nuevos centros comerciales (número superior a la nueva oferta de los últimos cuatro años), la instalación de doce nuevas centrales de generación eléctrica, la ampliación de la red de oficinas del sistema bancario, y se proyecta un crecimiento de más de 15% en la construcción de nuevas viviendas en Lima.

Gráfico 4
Inversión privada y Confianza empresarial (var. % interanual, índice)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Tabla 2
Proyectos por concesionar en 2012/13 (USD millones)

Proyecto	Inversión
Carreteras (inlcuye Long. Sierra y Selva)	3.800
Tren Eléctrico - Línea 2 - Tramo 1	3.000
Masificación del uso del gas natural	600
Proyecto de irrigación Chavimochic	499
Aeropuerto Internacional de Chinchero	420
Red Dorsal Nacional de Fibra Óptica	420
Sistema de abastecimiento de LNG	400
Línea de Transmisión Moyobamba - Iquitos	330
Bandas para telefonía móvil	298
Línea de Transmisión Cajamarca-Moyobamba	130
Gran Teatro Nacional	95
Terminal Portuario General San Martín	93
Sistema de abastecimiento de GLP	90
Otros	197
Total	10.372

Fuente: Proinversión

Adicionalmente, proyectamos que el gasto público continuará creciendo a un ritmo significativo e impulsando la actividad. De un lado, una baja base de comparación permite anticipar que la inversión pública registrará tasas de expansión que podrían superar el 30% en los próximos trimestres (en el segundo y tercer trimestre de 2011 la inversión pública se contrajo 36% y 23%, respectivamente, por la débil ejecución de proyectos por parte de los gobiernos locales ante el inicio de la gestión de nuevas autoridades y por las medidas de ajuste fiscal implementadas por el Gobierno central). De otro, el gasto público de mantenimiento de infraestructura, adquisición de bienes y servicios destinado a programas sociales y equipamiento policial se acelerará debido a las excepciones temporales autorizadas por el Congreso para el límite de 4% real (Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal) en el aumento anual del consumo público. A ello se agrega que el Ministro de Economía ha anunciado la aceleración del gasto de capital del Gobierno central, iniciando un nuevo ciclo de proyectos, entre los cuales se encuentran la segunda etapa del Tren Eléctrico y el proyecto de irrigación Majes-Siguas, a los que se sumarán los compromisos previamente asumidos a través de asociaciones público-privadas, como es el caso de la carretera IIRSA Sur. Finalmente, ProInversión (entidad estatal encargada de la promoción de la inversión) ha anunciado una cartera de 26 nuevos proyectos por USD 10 mil millones que serían concesionados y ejecutados en el bienio 2012-2013 (ver Tabla 2).

En síntesis, como resultado de la mejor ejecución de la actividad en 1T12 y las perspectivas positivas sobre el gasto interno en los siguientes meses, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento para el año de 5,0% a 6,0%. En particular, la fortaleza de la inversión privada y pública permitirá que la economía mantenga un crecimiento robusto, cercano al potencial, a pesar de la debilidad del entorno global.

Altos precios de los minerales y mayor crecimiento económico tendrán un impacto positivo sobre las cuentas fiscales...

Los precios de productos exportados, en particular los de metales, han venido mostrando un mejor desempeño que el que se anticipó en nuestro reporte anterior. Además, se prevé una sostenida recuperación en EEUU (aunque lenta), la recesión en Europa será leve, y China aterrizará de manera suave. Ambos elementos sugieren que la corrección a la baja que se espera en los precios de metales será algo más gradual en relación con lo que anticipábamos a inicios de año. En el caso del cobre, el principal producto de extracción minera en Perú, el precio promedio del año se ubicará en 3,6 USD/lb., mayor al promedio de los últimos cinco años (3,2 USD/lb.), lo que eleva las perspectivas de ingresos tributarios provenientes de esta actividad.

Asimismo, el mayor dinamismo del PIB irá acompañado de una mejora en la recaudación por los impuestos a las ventas y a los ingresos. En este contexto, elevamos nuestra previsión de superávit fiscal, desde 1,2% a 1,5% del PIB para 2012. Esta combinación de mayor ahorro fiscal y una tasa de crecimiento económico más alta tendrá como efecto que el ratio de deuda pública sobre PIB descienda a un nivel inferior a 20% a fin de año. Este bajo nivel de endeudamiento público, las perspectivas de que la tendencia decreciente de esta variable se mantendrá en el futuro, y la buena administración macroeconómica constituyen argumentos sólidos para que las agencias clasificadoras de riesgo evalúen un aumento de la calificación soberana de Perú a BBB+ en los próximos meses.

... pero solo de manera temporal, por lo que la evaluación de la posición fiscal debería hacerse en términos estructurales para asegurar la solvencia de las finanzas públicas

Es importante tener en cuenta que los elevados precios de las materias primas y la fase expansiva del ciclo económico inducen una mejora de los ingresos fiscales, pero de carácter temporal (en el caso de las materias primas, los elevados precios actuales están en parte apoyados por la abundante liquidez global, la que en los próximos años irá paulatinamente drenándose). Eventualmente, los precios de los metales convergerán hacia sus niveles de largo plazo, los que podrían ser más bajos que los observados, y el PIB se desacelerará para aproximarse a su nivel potencial. La sostenibilidad de las finanzas públicas podría entonces deteriorarse sensiblemente si en un contexto de holgura fiscal transitoria se generan expectativas y presiones por incrementos permanentes del gasto público (como por ejemplo demandas salariales). Por ello, sería deseable que las decisiones de gasto del gobierno tengan en cuenta sus ingresos de carácter permanente para verificar que sean sostenibles en el tiempo. Una medición estructural del resultado fiscal, es decir, la que limpia los efectos cíclicos y considere los precios de largo plazo de los minerales, ayudaría en este sentido.

Resulta así positiva la reciente propuesta del Gobierno de incluir consideraciones de carácter estructural en el análisis de las finanzas públicas. En particular, se está proponiendo mediante un proyecto de ley que a partir del año 2013 el resultado fiscal medido en términos estructurales deberá mejorar al menos 0,2% del PIB por año (se parte de una situación de déficit estructural y se desea alcanzar gradualmente el equilibrio). El proyecto de ley también contempla la constitución de una comisión técnica que elaborará una propuesta para perfeccionar el marco macrofiscal vigente (la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal), la que entendemos evaluará la migración hacia una regla fiscal estructural.

Si bien su implementación enfrenta dificultades técnicas (¿cómo se definen los precios de largo plazo de los minerales?, ¿en qué fase del ciclo económico estamos?) y políticas (clara independencia de quien se encargue de determinar el nivel de largo plazo de los precios de los minerales, la fase del ciclo, y los saldos estructurales), consideramos que la ejecución de la política fiscal bajo un concepto estructural será un gran avance y aceleraría la mejora de la calificación crediticia de la deuda del Gobierno. Finalmente, en este marco, sería oportuno evaluar la creación de un Fondo Soberano que administre los ingresos provenientes de situaciones extraordinarias, lo que ayudaría a distribuir la riqueza de manera intergeneracional.

Crecimiento para el periodo 2013-2016 se apoyará en mayor inversión

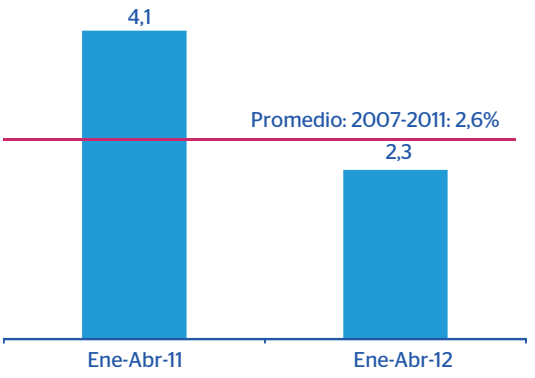
A partir de 2013 y en adelante, la tasa de crecimiento del PIB convergerá hacia su tendencia de largo plazo, la que se encontraría alrededor de 5,5% anual. El principal soporte de este ritmo de crecimiento potencial será la acumulación de capital físico, en línea con la previsión de un desempeño favorable de la inversión (pública y privada). Así, estimamos que la formación bruta de capital pasaría de un nivel equivalente a 26% del PIB en 2012 a 28% en 2016. Proyectamos que más del 85% de la inversión privada sería financiada con el ahorro doméstico, por lo que las necesidades de financiamiento externo estarán acotadas y la cuenta corriente de la balanza de pagos mantendrá un déficit promedio equivalente a 2,8% del PIB. También esperamos un descenso del ratio de deuda pública sobre PIB, el que hacia 2016 se ubicaría alrededor de 16% del PIB.

3. Convergencia de la inflación a la meta se retrasará hasta fines de 2012

El ritmo al que avanzan los precios viene mostrando una mayor resistencia a ceder...

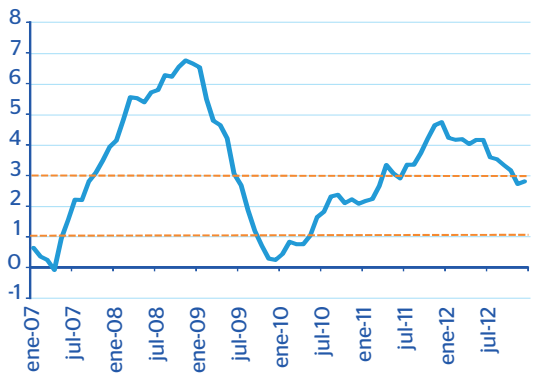
En lo que va del año, la inflación ha empezado a descender, pasando de 4,7% interanual a fines de 2011 a 4,1% en abril. El ritmo al que lo viene haciendo ha resultado ser algo más lento del que esperábamos, en parte porque la reversión de los choques de oferta que afectaron el componente de alimentos en 2011 no ha sido tan pronunciada debido a las intensas lluvias que afectaron algunas de las zonas productoras y de tránsito de estos bienes durante el verano austral (ver Gráfico 5). En este contexto, las expectativas inflacionarias para 2012 se mantienen alrededor del límite superior de la meta.

Gráfico 5
Precios de alimentos (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 6
Inflación (interanual, %, fdp)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

... y las perspectivas para los próximos meses son algo menos favorables, lo que nos ha llevado a ajustar al alza la previsión para 2012

El panorama de precios para los próximos meses se ha deteriorado en cierta medida. Como resultado de ello, seguimos previendo que la inflación descenderá al rango meta este año, pero solo hacia fines del mismo, y cerrará alrededor de 2,8% (ver Gráfico 6). Es decir, el proceso de convergencia será más gradual, sobre todo en lo que resta del primer semestre.

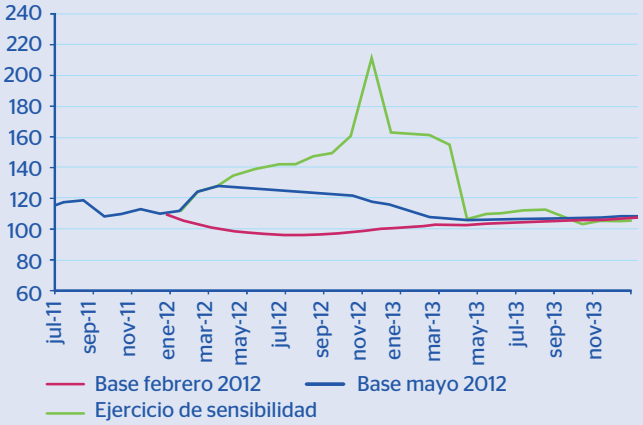
Tres elementos apoyan esta visión. En primer lugar, la cotización internacional del petróleo se ha mantenido por encima de lo previsto y si bien esperamos que en los próximos meses muestre alguna disminución, la corrección a la baja será menos intensa de lo que anticipamos en nuestro reporte anterior. Localmente el fondo de estabilización de precios de combustibles ha trasladado parte de esas mayores cotizaciones al consumidor final y lo seguirá haciendo (existen aún rezagos en el ajuste). Incluso, hay algunas gasolinas que han dejado de estar bajo la cobertura del fondo, de manera que en estas el traslado es mayor. En segundo lugar, la mayor expansión del producto que esperamos en 2012 (se ha revisado de 5,0% a 6,0%, más en línea con el ritmo potencial) reducirá las holguras en los mercados de bienes y servicios. Es importante aquí mencionar que la inflación subyacente, e incluso la tasa de inflación que excluye alimentos y combustibles, muestra una tendencia creciente, lo que refleja que existen ciertas presiones sobre los precios vinculadas con el renovado dinamismo de la actividad. Finalmente, el elevado nivel alcanzado por las expectativas inflacionarias le imprimirá cierta resistencia al proceso de convergencia de la inflación hacia la meta.

El sesgo en esta previsión (2,8% al cierre del año) es al alza pues la persistencia del desvío de la inflación por encima del rango meta, el cual lleva ya cerca de un año y se extenderá por algunos meses más, podría eventualmente exacerbar las expectativas del público.

Recuadro 1.
¿Cuáles serían los impactos de un aumento significativo del precio internacional del petróleo?

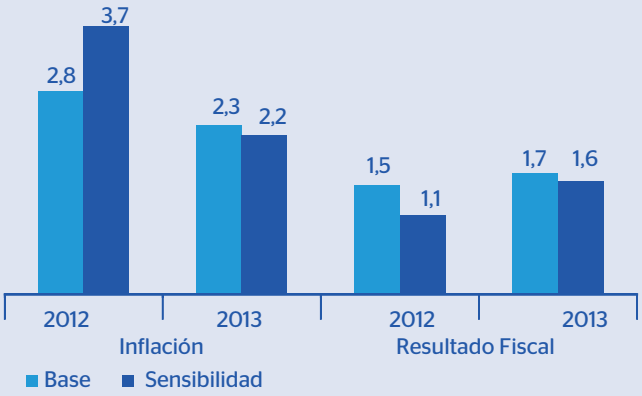
Adicionalmente a la proyección base de inflación para este y los siguientes años, se ha realizado una simulación en la que la cotización internacional del petróleo se eleva abrupta y sustancialmente por un período cercano a un año (ver Gráfico 7). Ello podría estar vinculado, por ejemplo, con una escalada de las tensiones geopolíticas en el Golfo Pérsico. En este ejercicio, el precio promedio del barril Brent en 2012 es 20% superior al del escenario base, y de manera puntual llega incluso en algún momento a superar los USD 200.

Gráfico 7
Cotización internacional del petróleo (USD por barril Brent)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 8
Escenario de sensibilidad: Inflación y Resultado fiscal (interanual, %; % del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Prevemos que en este escenario el fondo de estabilización de precios de combustibles trasladará solo de manera gradual los mayores precios del petróleo al consumidor final, buscando que este pueda acomodar de mejor manera el impacto. El costo fiscal de esta medida sería de alrededor de PEN 2,5 mil millones. El apoyo del fondo de estabilización de precios de combustibles y la relativamente corta duración del choque llevarían a que el impacto sobre el producto sea acotado. La inflación, por otra parte, se incrementaría en 2012 a cerca de 4% (ver Gráfico 8) y el superávit fiscal se reduciría en 0,4 puntos porcentuales (a cerca de 1,0% del PIB). En este contexto, habría cierto ajuste de la posición monetaria buscando sobre todo contener una eventual alza en las expectativas inflacionarias.

4. Previsión de tasa de política adquiere cierto sesgo restrictivo

Expansión del producto al ritmo del potencial y trayectoria descendente de la inflación sugieren que no habrá cambios en la tasa de política, pero...

El balance de los factores que inciden sobre las decisiones de política monetaria se muestra actualmente más equilibrado, a diferencia de lo que ocurría a fines del año pasado cuando los riesgos externos le daban cierto tono bajista. Este cambio se apoya principalmente en la sorpresa positiva de la actividad en el primer trimestre. La economía se ha acomodado mejor que lo esperado a la debilidad del entorno global y en este contexto las expectativas empresariales han seguido recuperándose. Con ello, el ritmo de expansión del producto se ha acelerado hasta ubicarse alrededor del potencial. En nuestro escenario base, la actividad seguirá creciendo a tasas similares en los próximos trimestres.

Por el lado de precios, las presiones han empezado a ceder y lo seguirán haciendo en los próximos meses, sobre todo desde mediados de año, conforme los choques de oferta que desviaron la inflación por encima de la meta continúan gradualmente disipándose. La naturaleza de este desvío sugiere que el Banco Central no debería alterar la posición de la política monetaria. La paulatina aproximación de la inflación a la meta inducirá en adelante un aumento de la tasa de interés real hacia su nivel natural, posición que es coherente con la evolución prevista para el producto y los precios.

Este panorama y la renovada incertidumbre sobre los problemas fiscales y de crecimiento en Europa apoyan nuestra visión de que la tasa de política se mantendrá en su nivel actual de 4,25% durante los siguientes meses, de manera similar a lo que preveíamos en nuestro reporte anterior.

... la persistencia del desvío de la inflación podría exacerbar las expectativas del público y complicar el proceso de convergencia, lo que en adelante le da un sesgo restrictivo a la posición monetaria

El descenso de la inflación se ha dado a un paso algo lento, de manera que su convergencia al rango meta no se completaría sino hasta fines de año. Habrá transcurrido así año y medio fuera de este. El riesgo es que el persistente desvío pueda eventualmente exacerbar las expectativas inflacionarias (actualmente en 2,9% para 2012), sobre todo en una coyuntura en la que la actividad está recuperando su dinamismo. Ello dilataría aún más el proceso de convergencia.

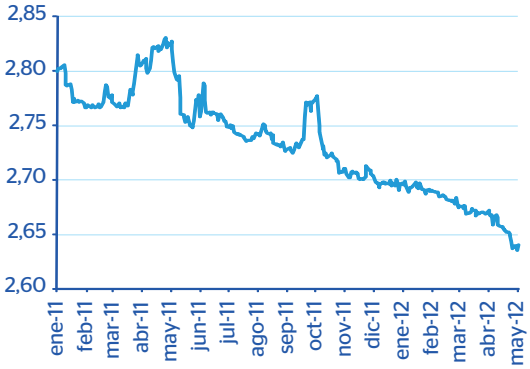
En este contexto, el Banco Central ajustó recientemente los requerimientos de encaje. Entendemos que esto, por un lado, busca moderar el sostenido ritmo de expansión del crédito, uno de los elementos que apoyó la sorpresa positiva en actividad durante el primer trimestre. Por otro lado, el ajuste de la posición monetaria estaría señalizando que se actuará oportunamente para contener cualquier aumento en las expectativas inflacionarias del público, de manera que la convergencia de la inflación a la meta no se postergue por más tiempo. La elección de los encajes y no de la tasa de política para realizar el ajuste habría buscado evitar que se exacerben las presiones hacia el fortalecimiento del PEN.

Tomando en cuenta este riesgo, no descartamos que el Banco Central pueda volver a ajustar la posición monetaria en los siguientes meses. Ello le imprime un sesgo al alza a nuestra previsión para la tasa de política. Sin embargo, creemos que lo más probable es que en este escenario se priorice actuar nuevamente a través de los encajes, evitando con ello alimentar las presiones que seguirán llevando al PEN a apreciarse

5. El PEN seguirá fortaleciéndose en los próximos meses

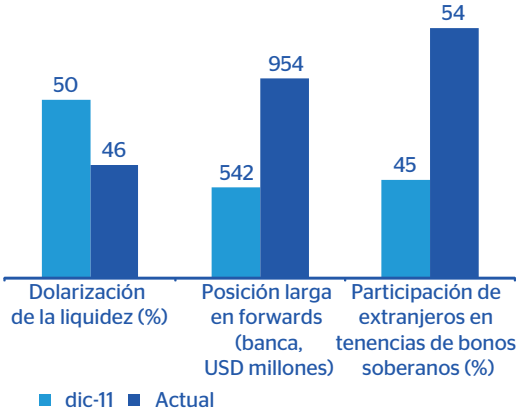
En lo que va del año el PEN ha continuado apreciándose (ver Gráfico 9). Ello se ha dado en un entorno en el que la aversión global al riesgo ha disminuido en alguna medida, el rendimiento de los activos peruanos es atractivo, y los mercados esperan que el fortalecimiento de la moneda local continúe. Los flujos de oferta han provenido de distintas fuentes. En primer lugar, se aceleró el ritmo de desdolarización de los portafolios domésticos. A ello se sumó el incremento de las posiciones cortas en USD por parte del público (contra la banca) en el mercado forward y un mayor apetito de inversionistas extranjeros por bonos soberanos (ver Gráfico 10). Finalmente, las grandes empresas del sector real de la economía estarían empezando a financiarse directamente del exterior para, entre otras cosas, aprovechar las bajas tasas de interés internacionales y eludir el costo del encaje. En este contexto, el Banco Central intervino en el mercado cambiario para moderar la apreciación de la moneda local, comprando en lo que va del año cerca de USD 8 mil millones (16% del saldo de reservas internacionales netas de fines de 2011).

Gráfico 9
Tipo de cambio (PEN/USD)



Fuente: BCRP

Gráfico 10
Presiones en el mercado cambiario



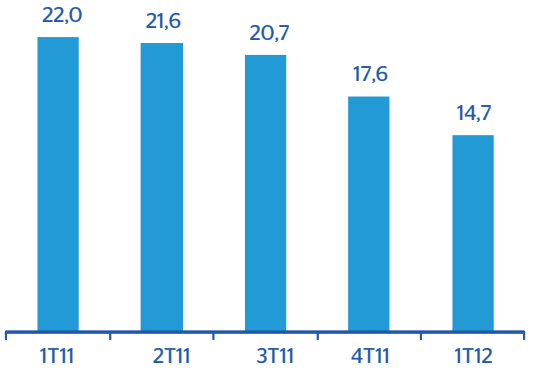
Fuente: BCRP y MEF

Prevemos que en los próximos meses se mantendrá la tendencia del PEN a fortalecerse, en particular si la situación a nivel global no sufre un deterioro importante, y cerrará el año alrededor de 2,60. De un lado, el resultado de las cuentas externas (balanza comercial y cuenta financiera) seguirá siendo favorable, lo que implicará una mayor oferta de moneda extranjera en el mercado local. De otro, el tono más restrictivo de la política monetaria haría más atractivo el rendimiento de los activos en PEN. La propia senda a la baja del tipo de cambio podría incentivar a que la desdolarización de portafolios continúe, retroalimentando el proceso (la postura del Banco Central ante una apreciación de la moneda local debido a este factor parecería ser algo más acomodaticia que si la misma se origina en el influjo de capitales). En este contexto, el Banco Central continuará activo en el mercado cambiario, moderando el ritmo al que se fortalecerá el PEN. No se descarta que dada la magnitud de las intervenciones que ya ha realizado eventualmente se pueda dificultar la esterilización de la liquidez (en moneda local) inyectada con las mismas. Previendo esto, el Banco Central podría apoyarse en otro de sus instrumentos para atenuar la apreciación de la moneda doméstica, como por ejemplo en los encajes, elevar el porcentaje de los fondos administrados por las AFP que pueden invertirse en el exterior, o coordinar con otras instituciones del Estado la implementación de medidas que en general incrementen el costo del financiamiento externo y de la toma de posiciones en favor del PEN.

6. Crédito mantendrá en adelante sostenida expansión

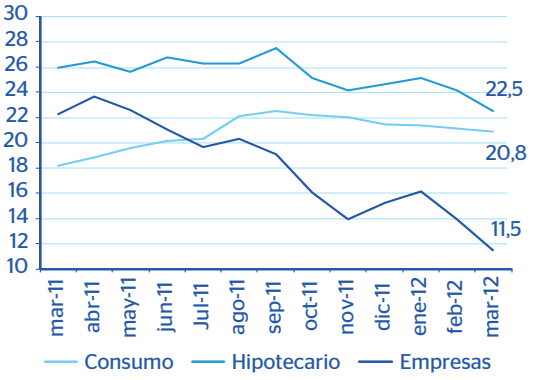
En los últimos meses las colocaciones de la banca al sector privado han ido moderándose. A pesar de ello, su dinamismo sigue siendo interesante (ver Gráfico 11), sobre todo el de aquellas orientadas a familias. Tanto los créditos de consumo como los destinados a la adquisición de vivienda avanzan a un ritmo mayor al 20% interanual (ver Gráfico 12). Ello recoge el buen desempeño del empleo formal, que crece cerca de 10% y favorece el aumento del ingreso de los hogares. Como resultado, la demanda de bienes durables y de vivienda se ha seguido expandiendo.

Gráfico 11
Colocaciones de la banca al sector privado (var. % interanual)



Fuente: SBS

Gráfico 12
Colocaciones de la banca según prestatario (var.% interanual)



Fuente: SBS

Prevemos que en lo que resta del año continuará la suave desaceleración del crédito a familias, mientras que las colocaciones a empresas mostrarán cierta recuperación. Esto último reflejará la mejora de la confianza empresarial, que le dará impulso a la inversión privada. Con ello, el crédito total crecerá cerca de 16% interanual al cierre de 2012.

Es importante señalar que el Banco Central no se estaría mostrando muy cómodo con la velocidad a la que se expande el crédito. A inicios de año sugirió un conjunto de medidas que incrementaría el costo del financiamiento bancario para adquirir viviendas. Recientemente, elevó los requerimientos de encaje, buscando atenuar el crecimiento de las colocaciones a familias (el crédito a empresas se ha desacelerado ya de manera importante). Las medidas tendrían un carácter prudencial. De un lado, las colocaciones para consumo e hipotecarias vienen creciendo muy por encima del PIB nominal, lo que conlleva el riesgo de sobreendeudamiento. De otro, el financiamiento del crédito se viene tornando cada vez menos dependiente en los depósitos y más en fuentes externas (más volátiles en general). Se prevé que las colocaciones se incrementen en los próximos años a un ritmo mayor que el de los depósitos, de manera que esta participación de fondos externos se acentuará. Para moderar esta vulnerabilidad, el Banco Central ha encarecido los adeudados de largo plazo que la banca toma en el exterior, introduciendo en particular un nuevo requerimiento de encaje para estas operaciones cuando excedan de 2,5 veces el patrimonio efectivo de la entidad financiera. De momento el nuevo encaje no es restrictivo, pero lo será en los próximos años.

En síntesis, la mayor preocupación del Banco Central por el crecimiento del crédito lo está llevando a adoptar medidas que garanticen la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, estas conllevan también costos. En primer lugar, la intermediación en Perú es aún relativamente baja, no muy por encima del 30% del PIB. Esto implica que hay un amplio sector de la población que no goza de los beneficios del crédito bancario. Las medidas adoptadas retrasan la inclusión de estas familias en el mercado crediticio. En segundo lugar, es cada vez mayor el interés del segmento empresarial corporativo por financiarse directamente en el exterior: al incrementarse el costo de que la banca

tome préstamos en el exterior (debido al mayor encaje) para luego colocarlos a empresas locales, las propias empresas salen a los mercados internacionales a conseguir financiamiento a tasas bajas y evitan el encaje. Ello explica en parte la desaceleración de las colocaciones en Perú (ver Gráfico 12). Es decir, las medidas adoptadas no logran su objetivo de reducir la vulnerabilidad de la economía al financiamiento externo. Esto demanda realizar un adecuado balance al adoptar medidas de tono macroprudencial, lo que seguramente estará siendo considerado por las autoridades.

7. El principal factor de riesgo sigue siendo Europa

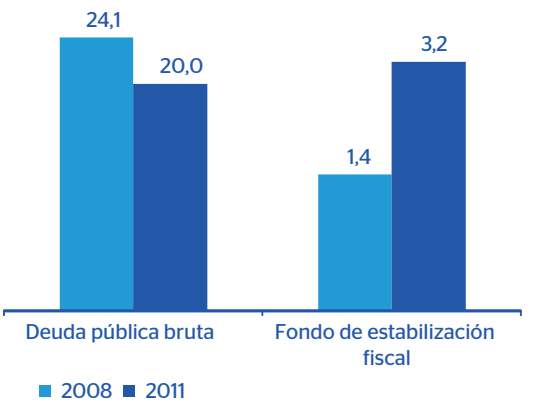
Como lo señaláramos en nuestros reportes más recientes, el principal factor de riesgo sobre la economía peruana es Europa. La declaración de moratoria en el pago de la deuda soberana en alguno de los países fiscalmente más complicados de ese continente o la quiebra de una entidad financiera grande tendría repercusiones importantes en el resto del mundo y en Perú.

En este escenario, las tensiones financieras y de liquidez se elevarían significativamente. Ello induciría una severa contracción del crédito y afectaría de manera importante al sector real de la economía de la zona euro. La economía peruana se vería afectada a través de tres canales. En primer lugar, el sustancial aumento de la aversión global al riesgo se reflejaría en una elevación de la prima de riesgo local, llevando a mayores costos de financiamiento, disminución de los influjos de capitales, y presiones al alza sobre el tipo de cambio (depreciación de la moneda local). En segundo lugar, disminuirían los precios de las materias primas y la demanda externa. Finalmente, habría un retroceso de la confianza de empresarios y consumidores. La inversión privada sería en este contexto el componente más afectado del gasto, algo que ya se observó durante la crisis de 2008-2009.

¿Está Perú preparado para acomodar un choque como este?

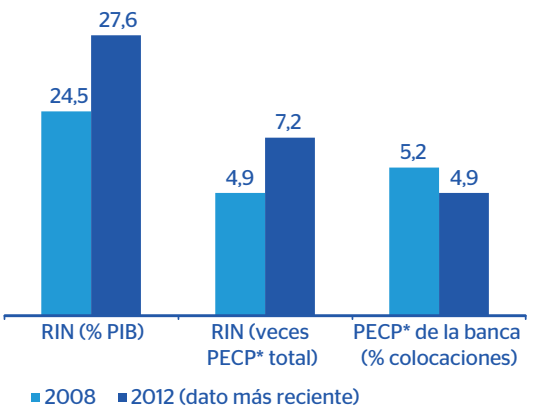
Si bien un choque externo de esta magnitud tendrá localmente impactos negativos, hay elementos que sugieren que la resistencia de la economía peruana podría ser relativamente buena, incluso mejor que la que mostró luego de la quiebra de Lehman Brothers. Por el lado fiscal, por ejemplo, el Estado cuenta en su fondo de estabilización con recursos que equivalen a poco más de 3 puntos porcentuales del PIB, lo que le permite realizar una política contracíclica en un escenario complicado. Esto es más del doble de lo que se tenía en 2008 (ver Gráfico 13). A esto se añaden los fondos provenientes del superávit fiscal de 2011, que fue cercano a 2% del PIB. Como resultado, se limita la necesidad de acudir a los mercados financieros para obtener recursos, algo importante en un entorno de elevada aversión al riesgo y demanda por liquidez.

Gráfico 13
Indicadores de vulnerabilidad fiscal (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Gráfico 14
Indicadores de vulnerabilidad externa



*PECP: pasivos externos de corto plazo
Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Por el lado de la política monetaria, hay espacio para acotar el riesgo de corte de la cadena crediticia, moderar la depreciación abrupta de la moneda local, y estimular la demanda del sector privado. En el primer caso, el Banco Central cuenta con un conjunto de instrumentos que facilitan la inyección oportuna de fondos líquidos a la banca. La banca posee en este momento cerca de PEN 30 mil millones en activos sobre el Banco Central, monto que equivale a más de USD 11 mil millones o cerca de 23% del saldo de colocaciones. Estas acreencias podrían emplearse en operaciones repo con el Banco Central. Adicionalmente, se podrían realizar operaciones swap con moneda extranjera. Incluso se podría reducir la tasa de encaje en soles. Por otro lado, si la banca encontrara problemas para renovar sus adeudados externos de corto plazo (USD 2,4 mil millones), se pueden reducir las actualmente elevadas tasas de encaje en moneda extranjera (la tasa media de encaje se ubica alrededor de 39% de los depósitos y adeudados en esta moneda).

Un elemento adicional que acotaría el impacto del choque externo es que en Perú los bancos con capital extranjero siguen en su mayoría un modelo de gestión descentralizada. Es decir, estas subsidiarias buscan su propio financiamiento en el mercado local y no dependen de la matriz, están sujetas a la supervisión y regulación peruanas, y están cubiertas por el fondo de seguro de depósitos local. Si bien esta autonomía en el financiamiento reduce las ganancias que se desprenden de un manejo a gran escala de la liquidez (economías de escala), tiene la ventaja que reduce la probabilidad de contagio (necesidad de desapalancamiento, proceso que puede ser desordenado) en episodios de turbulencia como en el del escenario de riesgo que presentamos.

En un escenario de riesgo, el Banco Central buscaría también evitar una depreciación abrupta de la moneda local para moderar los impactos negativos que esto conlleva en una economía en la que 44% del crédito al sector privado está denominado en moneda extranjera. Para ello cuenta con reservas internacionales netas por más de USD 57 mil millones, monto equivalente a 28% del PIB (ver Gráfico 14), y con la colocación de títulos cuyo rendimiento está asociado con la evolución del tipo de cambio, como ya se ha hecho en episodios anteriores de volatilidad.

Finalmente, hay espacio para recortar el tipo de interés (4,25% actualmente) y darle soporte al gasto privado. Si bien la inflación se ubica actualmente por encima de la meta, en un escenario complicado su tendencia futura corregiría a la baja, por lo que el Banco Central tendría espacio para priorizar la actividad económica en el momento del choque externo.

En conclusión, si bien un agravamiento de las condiciones externas tendrá impactos sobre la actividad local, la economía peruana cuenta con fortalezas que los mitigarían. En este escenario, Perú podría crecer algo más de 4,0% en 2012 y alrededor de 3,5% en 2013, para luego recuperarse gradualmente. Naturalmente se produciría un debilitamiento en las cuentas del sector público y en las del sector externo, pero sería algo manejable. Los menores ingresos tributarios y las medidas de estímulo inducirían resultados fiscales deficitarios que no excederían el 2,0% del PIB en el horizonte de proyección. Con ello, el ratio de deuda pública sobre PIB volvería al 20%. En las cuentas externas, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos podría alcanzar en el momento más crítico un nivel de alrededor de 3,5% del PIB.

8. Tablas

Tabla 3
Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013
PIB (%, interanual)	8,8	6,9	6,0	5,7
Inflación (%, interanual, fdp)	2,1	4,7	2,8	2,3
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2,82	2,70	2,60	2,55
Tasa de interés de política (%, fdp)	3,00	4,25	4,25	5,00
Consumo privado (%, interanual)	6,0	6,4	5,8	5,2
Consumo público (%, interanual)	8,5	4,9	5,5	4,5
Inversión (%, interanual)	23,2	5,2	11,9	6,8
Resultado fiscal (% del PIB)	-0,3	1,8	1,5	1,7
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,5	-1,9	-2,3	-2,1

Fuente: BBVA Research Perú

Tabla 4
Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (var. % interanual)	Inflación (%, interanual, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés de política (%, fdp)
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	6,9	2,9	2,76	4,25
3T11	6,7	3,7	2,75	4,25
4T11	5,5	4,7	2,70	4,25
1T12	5,5	4,2	2,66	4,25
2T12	5,8	4,2	2,65	4,25
3T12	6,1	3,3	2,63	4,25
4T12	6,5	2,8	2,60	4,25
1T13	5,7	2,6	2,59	4,50
2T13	5,7	2,5	2,57	4,75
3T13	5,7	2,5	2,56	5,00
4T13	5,7	2,3	2,55	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 Perú
Hugo Perea
+51 1 2112042
hperea@bbva.com

Francisco Grippa
+51 1 2111035
fgrippa@bbva.com

Daniel Barco
+51 2111548
daniel.barco@bbva.com

Isaac Foinquinos
+51 1 2111649
ifoinquinos@bbva.com

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

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.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@grupobbva.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 Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz (i)
juan.ruiz@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
Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com
Depósito legal: M-31256-2000