

Situación Perú

Segundo Trimestre 2011
Análisis Económico

- **Mantenemos previsión de crecimiento para 2011 en 7,1%, pero con sesgo a la baja.** Mejor desempeño en 1T11 sería compensado por precios más altos del petróleo y ajuste fiscal. Sesgo a la baja por incertidumbre asociada con el proceso electoral.
- **Panorama inflacionario se complica.** Inflación se acelera por elevados precios de materias primas y las expectativas inflacionarias exceden la meta del Banco Central.
- **Ajuste monetario continuará, aunque a ritmo moderado.** Menor visibilidad generada por entorno electoral llevaría a que por el momento el Banco Central actúe con cautela.
- **Persistencia de altos precios del petróleo y mayor ruido político son factores de riesgo.** Menor actividad global y caída de confianza del sector privado implicarían menor crecimiento.

Índice

1. Recuperación, shocks globales y vulnerabilidades.....	3
2. Perú: mantenemos previsión de crecimiento para 2011 en 7,1%.....	5
3. Ajuste monetario continuará, pero a ritmo moderado.....	7
4. Mayores precios del petróleo e incremento del ruido político son factores de riesgo.....	10
9. Tablas	10

Fecha de cierre: 4 de mayo de 2011

1. Recuperación, shocks globales y vulnerabilidades

La economía global continuará creciendo con fuerza, aunque los riesgos están sesgados a la baja

La economía global continúa creciendo a un ritmo robusto y se mantiene la previsión de crecimiento de 4,4% tanto para 2011 como para 2012, con el apoyo principalmente de las economías emergentes (Gráfico 1). No obstante, la amenaza de los altos precios de las materias primas (especialmente el petróleo) aumenta la incertidumbre e introduce un riesgo para el crecimiento y la inflación en la mayoría de regiones, incluso en algunas economías que pueden beneficiarse directamente de los altos precios de exportación de las materias primas. Al mismo tiempo, a medida que se desarrolla este shock global, los riesgos locales identificados en la anterior edición del Situación Global continúan más o menos sin variación. Es probable que la tensión financiera en Europa continúe, especialmente en el caso de Grecia, Portugal e Irlanda. El ruido político acerca de las propuestas para comenzar finalmente el proceso de consolidación fiscal en EE.UU. añadirá incertidumbre en los mercados, aunque pensamos que finalmente se producirá cierta forma de ajuste fiscal. Finalmente, las presiones de recalentamiento en los mercados emergentes continúan y en el futuro serán probablemente una preocupación mayor para Sudamérica por las presiones adicionales derivadas de los mayores precios de las materias primas.

Los altos precios del petróleo y de otras materias primas representan un riesgo global aunque deberían absorberse fácilmente sin afectar demasiado al crecimiento mundial

El principal riesgo de carácter global está relacionado con el aumento en los precios del petróleo, generado desde comienzos de año por la inestabilidad política en Medio Oriente y el norte de África. Aunque la incertidumbre es alta y las protestas en la región siguen sin resolverse, en nuestra opinión no se producirá un efecto contagio hasta el punto de interrumpir la producción de petróleo en otros productores de petróleo importantes aparte de Libia. Por tanto, la prima de riesgo geopolítico incorporada en los precios del petróleo se reducirá lenta pero gradualmente, dada la amplia capacidad de producción excedente de la OPEP y los inventarios de la OCDE, ambos por encima de sus medias de los últimos años. No obstante, los precios del petróleo seguirán en niveles altos de aproximadamente 110-120 dólares por barril durante la mayor parte de 2011, para bajar lentamente a alrededor de 100 dólares en 2012.

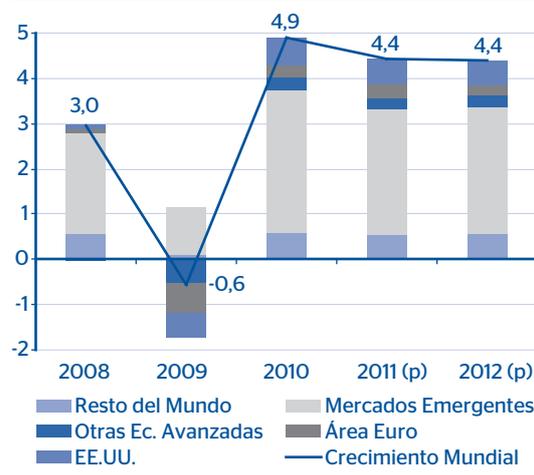
En este contexto, en el que el precio de otras materias primas, como los alimentos y los metales, también ha aumentado, las principales regiones afectadas (de forma negativa) serán los países desarrollados (EEUU, Europa y Japón) y la mayor parte de Asia emergente, que son los principales importadores de materias primas. Por otra parte, los principales beneficiarios de la mejora de las condiciones comerciales serán Oriente Medio y Latinoamérica, que reciclarán parte de estos ingresos extraordinarios. No obstante, un shock de esta magnitud se absorberá por la economía global sin afectar significativamente a la actividad económica. Esto, junto con unos datos de crecimiento relativamente fuertes en el primer trimestre de 2011, justifica el mantenimiento de la previsión de crecimiento relativamente inalterada en la mayoría de áreas, en comparación con nuestro informe Situación Global de febrero. Las principales excepciones serán México y Sudamérica, donde los fuertes datos en los primeros tres meses de 2011 y los mejores términos de intercambio implican una revisión moderada al alza de nuestras previsiones de crecimiento para este año. Por su parte, Europa continuará creciendo en mayor grado en los países centrales más que en la periferia, mientras que los riesgos para la previsión de crecimiento estadounidense cambian desde un sesgo al alza hace tres meses hacia un sesgo más equilibrado, o incluso a la baja, por los mayores precios del petróleo y el bache transitorio del crecimiento en el primer trimestre.

Los altos precios del petróleo impulsarán la inflación general, adelantando los aumentos previstos de las tasas de interés por parte de los bancos centrales en la mayoría de áreas

El efecto principal del shock del petróleo se sentirá en los precios. La mayor inflación en la mayoría de economías en 2011 y 2012 hará que las autoridades monetarias adelanten, y en algunos casos, adopten una senda de subidas de tipos de interés más agresiva (Gráfico 2). No obstante, sigue existiendo una amplia heterogeneidad en los enfoques de los bancos

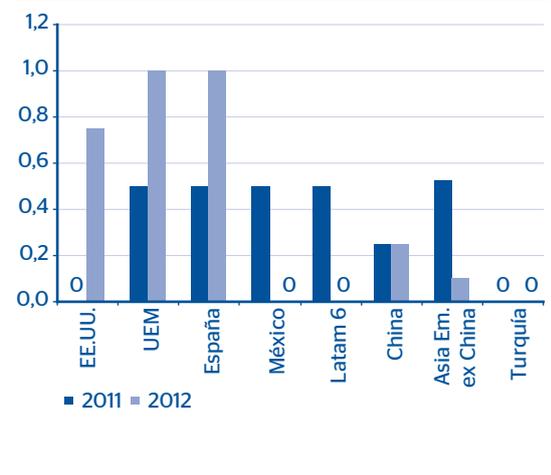
centrales frente a los riesgos derivados de los altos precios del petróleo y de otras materias primas. En particular, en EE.UU. y la zona euro, los bancos centrales están cambiando –en grados diferentes– su enfoque, desde el apoyo al crecimiento o la prevención de un escenario de riesgo de crecimiento muy bajo y deflación hacia el mantenimiento de las expectativas de inflación bajo control, particularmente considerando que la posición de política monetaria es aún muy acomodaticia. Como consecuencia, nuestra previsión adopta un sesgo hacia una mayor probabilidad de subidas anticipadas. El momento en que se producirá el primer aumento depende de la necesidad percibida de reaccionar ante los riesgos potenciales de los efectos de la segunda vuelta. El enfoque alcista del BCE consiste en evitar cualquier riesgo mediante la adopción de una actitud preventiva (y de ahí su primera subida en abril), y no parece dispuesto a considerar que el aumento actual de la inflación esté relacionado con un aumento temporal del precio del petróleo. Por otra parte, la Fed, más centrada en la falta de sostenibilidad de la recuperación, prefiere esperar y actuar sólo si los riesgos se materializan. Entre estos dos enfoques, las economías emergentes parecen abiertas a subidas más adelantadas y rápidas, si fuera necesario, aunque con el objetivo también de no fomentar en exceso las entradas de capitales y la apreciación de sus monedas.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB global y Contribuciones (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2
Cambios en las tasas de interés oficiales
previstos a final de año respecto a febrero de 2011 (pp)



Fuente: BBVA Research

Las tensiones financieras en los países europeos periféricos seguirán siendo elevadas dada la falta de medidas contundentes para afrontar las preocupaciones sobre la solvencia fiscal

En Europa, los acuerdos alcanzados durante las cumbres de marzo son útiles a medio plazo, tanto en términos de reformas económicas como para ayudar a prevenir crisis futuras. Además, los cambios introducidos en el EFSF/ESM son positivos para afrontar las preocupaciones sobre la liquidez. No obstante, las tensiones financieras en los tres países periféricos con apoyo internacional (Grecia, Irlanda y Portugal) continuarán siempre que persistan las dudas acerca de la solvencia de algunos países y, por tanto, el riesgo de reestructuraciones de deuda que incluyan a los inversores privados. Estas dudas persistentes continuarán perjudicando la financiación de estas economías y sosteniendo altos diferenciales soberanos, lo que podría extenderse a otros países, incluso a aquellos con altas credenciales de solvencia. Por ello, un enfoque exhaustivo hacia la resolución de la deuda en caso de insolvencia es urgente, pero debe considerar que la aplicación de una dura reestructuración de deuda que incluya recortes para los inversores privados conlleva un riesgo de contagio muy alto para el resto de Europa, de modo que deberá diseñarse con cuidado.

Por su parte, España ha sido capaz de diferenciarse frente a estos tres países periféricos, dados los avances en la consolidación fiscal y las reformas económicas, incluyendo, en particular, aquellas en el sector financiero y en el mercado laboral. No obstante, el mantenimiento de

ese desacoplamiento y una reducción significativa en los diferenciales soberanos dependerán fundamentalmente de la finalización satisfactoria de la recapitalización del sistema financiero –con una entrada inmediata del capital privado–, de la continuación del cumplimiento de los objetivos de consolidación fiscal –incluyendo a los gobiernos regionales– y de continuar avanzando en las reformas, especialmente en el mercado laboral.

En EE.UU., es probable que se logre la consolidación fiscal, aunque después de un periodo prolongado de intensa negociación política

En EE.UU., el proceso político para alcanzar una senda sostenible para la deuda pública implica negociaciones difíciles entre dos enfoques contrarios para reducir el déficit. Al final, la consolidación fiscal deberá ser consecuencia de una reducción de gastos sociales o unos mayores ingresos fiscales. En nuestra opinión, ambas partes alcanzarán un acuerdo que generará un menor déficit y un cambio sostenible para la deuda, aunque las acaloradas negociaciones políticas hasta que se alcance el acuerdo añadirán más incertidumbre en los mercados, especialmente teniendo en cuenta que la discusión sobre el techo de deuda aporta oportunidades para endurecer las negociaciones.

El riesgo de sobrecalentamiento persiste en las economías emergentes, más acentuado en Sudamérica debido al impulso adicional del incremento de los precios de las materias primas

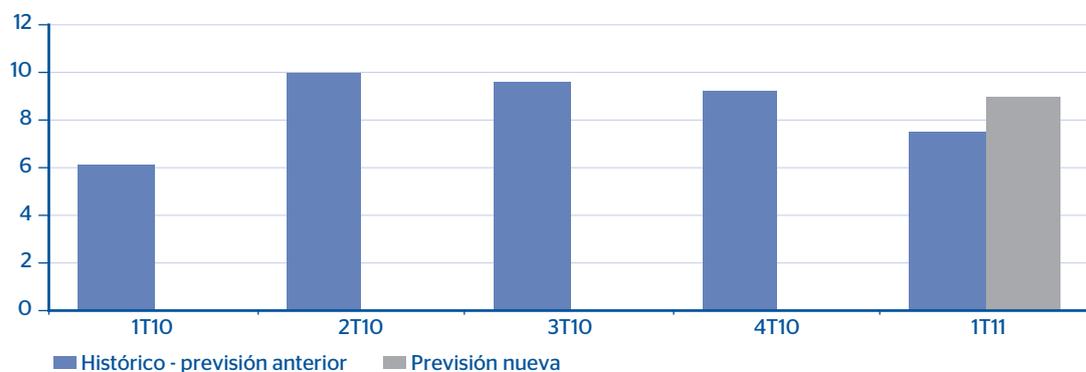
Las economías emergentes continúan mostrando riesgos de sobrecalentamiento, aunque con una marcada heterogeneidad. Algunos países están comenzando a afrontar estos riesgos mediante una política monetaria más restrictiva y, en algunos casos, también con endurecimiento fiscal, por ejemplo, en los importantes casos de China y Brasil. Creemos que los riesgos de sobrecalentamiento son manejables, pero, en el futuro, pasarán a ser más pronunciados en Sudamérica en la medida de que un aumento en los precios de las materias primas representa un impulso adicional para esta región, mientras que para Asia emergente significará cierta ralentización. En este último caso se añade la posibilidad de que el efecto del terremoto en Japón sobre la actividad en ese país sea mayor a la esperada, abriéndose un escenario en el que se podría ralentizar más la actividad económica en la mayor parte de esa región, dados los amplios vínculos comerciales y las cadenas de producción integradas internacionalmente. Cabe mencionar que los superávits por cuenta corriente en gran parte de Asia son una protección mucho mayor para los países en la región, en comparación con Sudamérica.

2. Perú: mantenemos previsión de crecimiento para 2011 en 7,1%

Primer trimestre mejor que lo esperado, pero efecto del mayor precio internacional del petróleo y ajuste fiscal compensarán en el resto del año

La actividad inició el año con un mejor desempeño que el anticipado. En 1T11 el PIB habría crecido cerca de 9,0% interanual (7,5% en nuestra previsión de enero), impulsado por el mayor gasto del sector privado. En particular, destacó el dinamismo de la inversión, en un contexto de elevada confianza empresarial y de desarrollo de grandes proyectos mineros y de infraestructura. Asimismo, el consumo se vio favorecido por la aceleración en la generación de empleo. De acuerdo con los indicadores de actividad disponibles, a inicios del segundo trimestre se habría mantenido el fuerte ritmo de expansión del producto.

Gráfico 3
PIB trimestral (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

De otro lado, dos factores compensarán durante el resto del año el mejor desempeño que mostró la actividad durante el primer trimestre. En primer lugar, hemos revisado al alza nuestra proyección del precio internacional del petróleo debido a las tensiones políticas y sociales en los países del Medio Oriente y del norte de África, lo que se reflejará en alzas en los precios domésticos de los combustibles durante el segundo semestre que afectarán negativamente el gasto privado. Cabe mencionar que, en lo que va del año, el Gobierno ha acotado las alzas en los precios domésticos de los combustibles al posponer las actualizaciones en las bandas de precios del Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles (FEPC), lo que está generando un esfuerzo fiscal importante (se estima que actualmente el rezago de los precios internos de los combustibles respecto de los de importación es mayor a 30%). Dado que esta situación no es sostenible por el deterioro que induce sobre la caja fiscal, prevemos que los precios locales de los combustibles empezarán a ajustarse al alza a partir de junio. En segundo lugar, el Gobierno anunció un recorte de gastos durante el segundo trimestre para desacelerar la rápida expansión de la actividad y buscar así evitar que se amplifiquen las presiones inflacionarias que comienzan a percibirse.

En el balance, se mantiene proyección de crecimiento, pero con sesgo a la baja por incertidumbre asociada con el proceso electoral

Desde mediados de marzo, el ruido político se ha incrementado debido al súbito reacomodo de las preferencias electorales que sorprendió a los mercados, elevándose la incertidumbre sobre la continuidad de las políticas económicas. En este entorno, el sector privado se mantiene expectante y podría posponer algunas decisiones de gasto hasta que se aclaren los lineamientos económicos que seguiría la administración que asumirá a fines de julio de este año. Ello le imprime un sesgo a la baja a nuestra previsión.

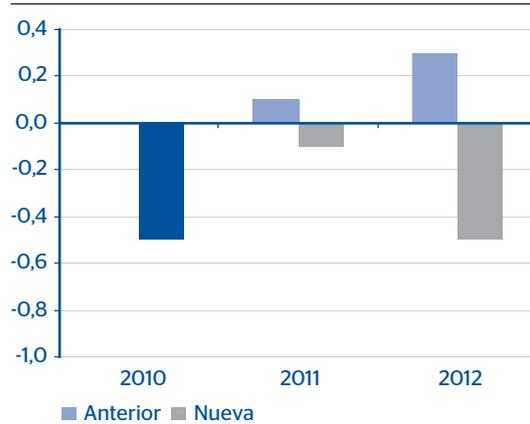
Cuentas fiscales: de superávit a un déficit moderado...

Para el presente año esperamos un deterioro de las cuentas fiscales con respecto a la previsión anterior debido a dos factores. El primero de ellos es la reducción, a partir de marzo, de la tasa del impuesto general a las ventas (IGV, equivalente al IVA) en 1pp, de 19% a 18%. El costo de la medida en términos de menor recaudación será de alrededor de 0,3 puntos porcentuales del PIB. Consideramos que esta medida no fue oportuna porque se dio en un contexto en que la demanda interna crecía a un ritmo de dos dígitos y las presiones inflacionarias empezaban a acelerarse. El segundo factor son las transferencias que el Tesoro haría al FEPC para amortiguar el elevado nivel que viene alcanzando la cotización internacional del petróleo. Estimamos que su costo fiscal será de alrededor de 0,4 puntos porcentuales del PIB durante 2011.

Esta mayor presión sobre las cuentas fiscales será atenuada por el aumento de la recaudación proveniente de las utilidades de las empresas mineras, pues las perspectivas futuras para los precios de los metales son algo más positivas. A ello se añaden las medidas de ajuste de gasto (topes para la ejecución del gasto presupuestado en bienes, servicios y proyectos de inversión) anunciadas por el Ministerio de Economía para el segundo trimestre, las que serían equivalentes a 0,3% del PIB. El objetivo de estas políticas es que durante el primer semestre de 2011 se mantenga el mismo nivel de gasto que en similar período del año previo.

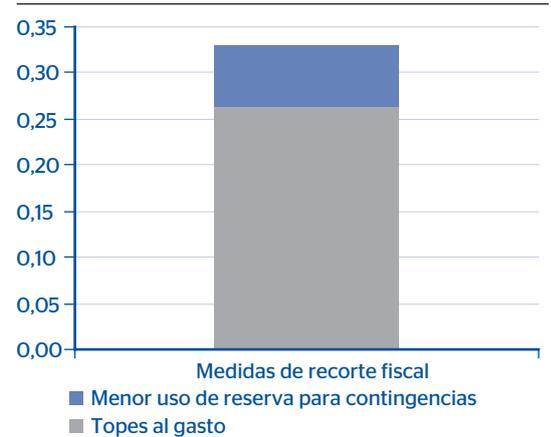
Como resultado, preveemos que el sector público registrará un déficit de 0,1% del PIB en 2011, ampliándose moderadamente en los siguientes años por el efecto permanente que tendrá la reducción de la tasa del IGV y por la corrección a la baja de los precios de los metales en el horizonte de previsión. De esta manera, en promedio para el período 2012/15 el déficit anual será de 0,6% del PIB. Estos déficit proyectados serían algo mayores si consideramos la reciente aprobación, no contemplada en el Presupuesto Público, de un aumento salarial desde mayo de 20% para el personal de las fuerzas armadas y la policía (25% para el personal discapacitado), medida que tendrá un costo equivalente a 0,2% del PIB. En todo caso, la deuda pública (como porcentaje del PIB) seguirá una tendencia decreciente en el horizonte de previsión, ubicándose por debajo de 16% en 2015.

Gráfico 4
Resultado fiscal (% del PIB)



Fuente: BCRP, BBVA Research Perú

Gráfico 5
Medidas de recorte fiscal (% del PIB)



Fuente: MEF

3. Ajuste monetario continuará, pero a ritmo moderado

Las presiones sobre los precios se han intensificado por las elevadas cotizaciones internacionales de materias primas...

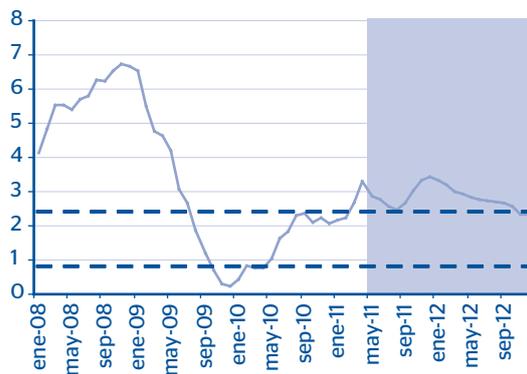
El escenario de inflación para 2011 se ha complicado algo más de lo previsto. El ritmo de incremento mensual de los precios se aceleró a inicios de año y, si bien es cierto que esta evolución es usual debido a factores estacionales que afectan la producción y transporte de alimentos o la demanda de servicios educativos, en esta oportunidad la aceleración ha sido más pronunciada. Ello refleja principalmente los altos niveles que alcanzaron las cotizaciones internacionales de insumos alimentarios y que, en un contexto de fuerte dinamismo de la actividad, se vienen trasladando con mayor facilidad a los precios de bienes finales. Como resultado, la tasa de inflación interanual aumentó a 3,3% en abril (desde 2,1% en diciembre), por encima de la meta del Banco Central (2%, +/- 1pp). La tasa de inflación subyacente, por su parte, también registró un aumento en lo que va del año, aunque algo más moderado (de 2,1% en diciembre a 2,6% en abril).

Se prevé que en los próximos meses las cotizaciones internacionales de las materias primas sigan ejerciendo un efecto al alza sobre los precios domésticos. Ello no solo obedece al rezago en su transmisión a precios de bienes finales, sino también a que se espera que estas cotizaciones se mantengan altas en el corto plazo, con correcciones que serán solo parciales (niveles permanecerán por encima de los de inicios del rally en el tercer trimestre de 2010). En el caso particular del petróleo, el Fondo de estabilización de precios de combustibles ha contenido por ahora el impacto local de su mayor cotización internacional. Sin embargo, el esfuerzo fiscal es cada vez más importante y eventualmente llevaría a que se realicen ajustes en la segunda mitad del año que también tendrán impacto al alza sobre la inflación.

... lo que ha inducido correcciones al alza en las expectativas inflacionarias y un sesgo al alza en nuestra previsión de 3,4% para 2011

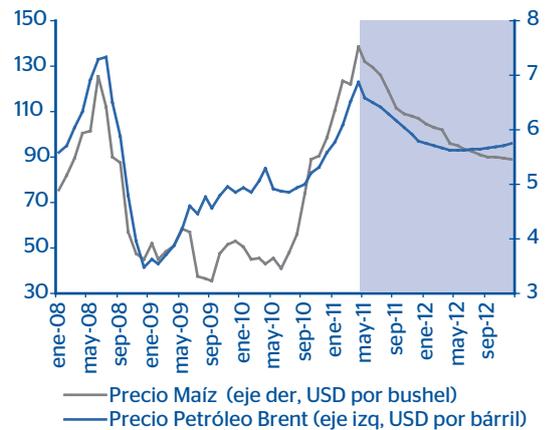
Adicionalmente, la persistencia de los altos precios de las materias primas han contaminado las expectativas inflacionarias para 2011, las que se han corregido al alza al pasar de 2,5% en diciembre a 3,3% en abril, por encima del límite superior del rango meta del Banco Central. Esto complica el panorama inflacionario para los siguientes meses ya que podrían generarse efectos de segunda vuelta que hagan más persistentes las presiones sobre los precios y dilatar el retorno de la inflación al interior del rango meta. Ello le imprime un sesgo al alza a nuestra previsión de inflación para este año (3,4%).

Gráfico 6
Inflación (interanual, %)



Fuente: INEI y BBVA Research Perú

Gráfico 7
Cotización internacional del maíz y del petróleo



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

En este contexto, ajuste monetario será mayor...

El deterioro del panorama inflacionario sugiere que la posición de la política monetaria continuará ajustándose en los próximos meses. En este sentido es importante señalar que a abril, con expectativas de inflación a un año alrededor de 3,1%, la tasa de interés de política monetaria se ubicó en 0,9% en términos reales, un aumento de 40pb con respecto a diciembre. Si bien es cierto que a esto debe añadirse el efecto que los mayores encajes (aumento de 100pb en el encaje medio en lo que va del año) tienen sobre las demás tasas de interés del mercado, la tasa de política parece ser todavía acomodaticia al compararse con su nivel neutral (más cerca de 2,5% en términos reales). Junto con expectativas inflacionarias en aumento y con una brecha del producto que ya sería positiva, ello apunta a que el Banco Central continuará orientando su tasa de referencia hacia un nivel más cercano al neutral en los próximos meses.

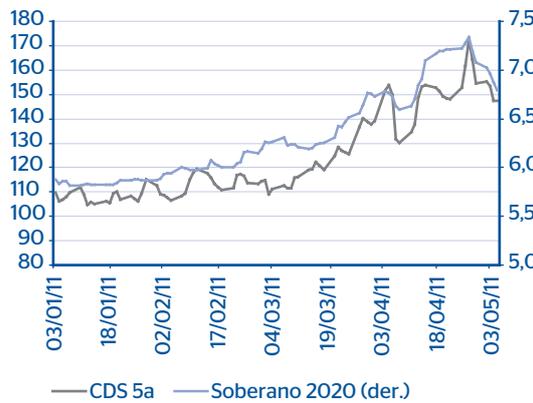
... pero en el corto plazo continuará siendo gradual por menor visibilidad vinculada con el proceso electoral

El ritmo al que se continuará normalizando la posición monetaria tomaría en cuenta la volatilidad que se viene observando en los mercados locales como resultado del proceso electoral. Este transcurrió hasta mediados de marzo en un entorno de relativa calma, como inicialmente se preveía. Sin embargo, el panorama cambió rápidamente desde entonces, con un reacomodo de las preferencias electorales que sorprendió a los mercados y que elevó la incertidumbre sobre el manejo económico futuro, situación que persiste hasta el momento.

Ello motivó un aumento de la percepción de riesgo. Desde mediados de marzo el CDS-5 años para la deuda soberana peruana aumentó en 22pb y alcanzó un nivel 40pb por encima de países de la región con similar calificación crediticia como Colombia y Brasil. En este contexto, se produjeron recortes en posiciones en activos peruanos y como resultado se observó un incremento en los rendimientos exigidos a los títulos de deuda (el del bono soberano 2020 aumentó 70pb), pérdidas bursátiles (el EPU cayó 5%) y reajustes en la exposición cambiaria: el saldo de las ventas forward de moneda extranjera realizadas por el público a las entidades financieras disminuyó de manera importante (USD 1 400 millones desde febrero) y la banca, a su vez, reacomodó su posición

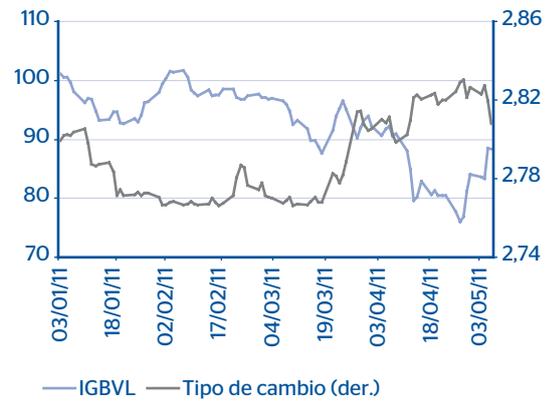
corta en moneda extranjera (de USD 60 millones en febrero) a una larga (alrededor de USD 700 millones). Los mercados se encuentran actualmente muy influenciados por los resultados que las encuestas presidenciales arrojan, y en este contexto el Banco Central ha intervenido con ventas de dólares (USD 500 millones) y de títulos que se reajustan al tipo de cambio para suavizar el debilitamiento del PEN (cerca de 2% desde mediados de marzo). Al respecto cabe mencionar que la capacidad de respuesta de la autoridad monetaria para continuar con estas intervenciones o para eventualmente proveer de liquidez en dólares al sistema financiero es alta, pues cuenta con reservas internacionales netas superiores a USD 46 mil millones, equivalentes a 2,2 veces los depósitos en moneda local que el público mantiene en la banca.

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



Fuente: Bloomberg

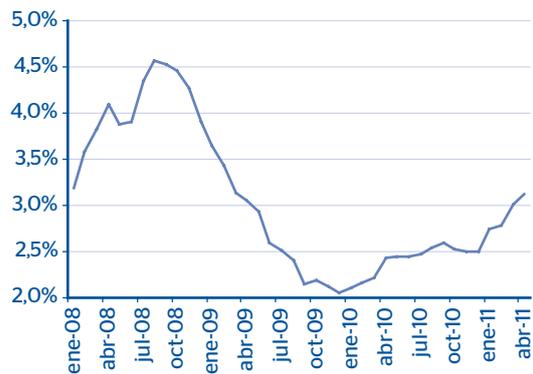
Gráfico 9
Índice bursátil IGBVL (31.dic.2010=100)
y Tipo de cambio (PEN por USD)



Fuente: Bloomberg

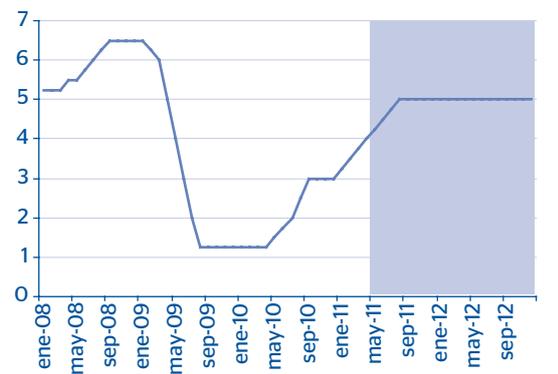
Este contexto de mayor incertidumbre reduce la visibilidad hacia adelante y estaría llevando a que empresas y familias revisen algunas de sus decisiones de gasto. Por ello, el Banco Central podría optar por actuar con cautela por el momento, realizando ajustes graduales en la tasa de política. Prevemos que esta será así llevada a 5,0% (nominal) en el tercer trimestre, con encajes que permanecerán elevados.

Gráfico 10
Expectativas de inflación un año hacia adelante



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 11
Tasa de interés de política monetaria (%)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

4. Mayores precios del petróleo e incremento del ruido político son factores de riesgo

Precios del petróleo persistentemente más altos ralentizarían la demanda externa, reducirían el gasto privado en otros bienes y elevarían las presiones inflacionarias

Si las presiones alcistas sobre el precio del petróleo se reanudan y este pasa a ubicarse de manera persistente en niveles entre USD 140 y USD 150 por barril, los impactos negativos sobre la actividad global serían sustanciales, por lo que los precios de los metales caerían (lo que implica menores términos de intercambio) y la demanda externa por los bienes producidos localmente se reduciría. Además, este incremento en el precio internacional del crudo induciría una elevación en los precios domésticos de los combustibles, lo que reduciría el gasto en otros bienes y servicios. Así, tendríamos una desaceleración económica por la caída de las exportaciones, los menores términos de intercambio y la reducción del gasto privado en consumo e inversión. Bajo este escenario, asumiendo que la mitad del incremento en el precio internacional del petróleo se transmite a los precios locales de los combustibles (la otra mitad sería asumida por el FEPC, con lo que el déficit fiscal se elevaría), nuestras previsiones de crecimiento para 2011 y 2012 se reducirían en 1,4pp y 1,1pp, respectivamente. Además, el impacto inflacionario sería importante, con incrementos en los precios cercanos al 5% en 2011 y de algo más de 4% el próximo año.

Incremento del ruido político afectaría confianza del sector privado

El proceso electoral en curso ha inducido incertidumbre sobre la continuidad de los lineamientos generales con los que se ha conducido la economía en los últimos años. En este contexto, una elevación del ruido político impactaría negativamente sobre la confianza de las familias e inversionistas, lo que los llevaría a posponer sus decisiones de gasto. Si bien existe espacio para hacer mejoras en el modelo de crecimiento que se ha venido siguiendo, cambios que afecten el funcionamiento de los mercados y que inhiban las iniciativas del sector privado podrían afectar la eficiencia en la asignación de los recursos, lo que tendría efectos permanentes a la baja sobre el potencial de crecimiento de largo plazo.

9. Tablas

Tabla 1
Previsiones macroeconómicas anuales

	2009	2010	2011	2012
PIB (% a/a)	0,9	8,8	7,1	6,3
Inflación (% a/a, promedio)	2,9	1,5	2,8	2,8
Tipo de cambio (vs USD, promedio)	3,01	2,83	2,74	2,64
Tasas de interés de política (% , promedio)	3,25	2,06	4,42	5,00
Consumo Privado (% a/a)	2,4	6,0	6,4	5,2
Consumo Público (% a/a)	16,5	10,6	6,3	4,0
Inversión (% a/a)	-8,6	22,9	13,9	10,9
Resultado Fiscal (% PIB)	-1,9	-0,5	-0,1	-0,5
Cuenta Corriente (% PIB)	0,2	-1,5	-2,8	-2,6

Fuente: BBVA Research Perú

Tabla 2
Previsiones macroeconómicas trimestrales

	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
PIB (% a/a)	1,9	-1,2	-0,6	3,4	6,2	10,0	9,6	9,2	9,0	6,0	7,0	6,7
Inflación (% a/a, promedio)	5,6	4,0	1,9	0,4	0,7	1,1	2,2	2,1	2,3	2,8	2,6	3,3
Tipo de cambio (vs USD, promedio)	3,19	3,02	2,96	2,88	2,85	2,84	2,81	2,80	2,78	2,76	2,73	2,71
Tipo de interés de política (% , promedio)	6,25	4,00	1,50	1,25	1,25	1,50	2,50	3,00	3,50	4,25	4,92	5,00

Fuente: BBVA Research Perú

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Perú:
Economista Jefe de Sudamérica
Joaquín Vial
 +562 351 1200
 jvial@bbvaprovida.cl

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

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

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

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

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

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

BBVA Research
Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia
Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:
Sistemas Financieros y Regulación:
Santiago Fernández de Lis
 sfernandezdelis@grupobbva.com

 Sistemas Financieros
Ana Rubio
 arubiog@grupobbva.com

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

 Pensiones
David Tuesta
 david.tuesta@grupobbva.com

España y Europa:
Rafael Doménech
 r.domenech@grupobbva.com

 España
Miguel Cardoso
 miguel.cardoso@grupobbva.com

 Europa
Miguel Jiménez
 mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

 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

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

Análisis Transversal Economías Emergentes

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

 China
Daxue Wang
 daxue.wang@bbva.com.hk

 India
Sumedh Deorukhkar
 deorukhkar@grupobbva.com

Escenarios Económicos y Financieros :

 Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
 scastillo@grupobbva.com

 Escenarios Económicos
Juan Ruiz
 juan.ruiz@grupobbva.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

Sudamérica
Joaquín Vial
 jvial@bbvaprovida.cl

 Argentina
Gloria Sorensen
 gsorensen@bbvafrances.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

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