

Situación Perú

Cuarto trimestre 2011
Análisis Económico

- **Mejor desempeño de la actividad en 3T11 imprime sesgo al alza a nuestra previsión de crecimiento para 2011.** Impulso adicional provino de sectores primarios y sería transitorio.
- **Para 2012, esperamos una moderación gradual por un entorno externo menos favorable.**
- **Inflación se mantendrá por encima del rango meta durante algunos meses más,** para luego converger a este por la reversión de los choques transitorios previos.
- **Debido a la coyuntura externa, el Banco Central mantendrá en el corto plazo su tasa de política en el nivel actual.** La reducción de la inflación le permitirá flexibilizar las condiciones monetarias ante un deterioro del entorno internacional.
- **El principal riesgo de corto plazo es una salida desordenada a la crisis de la deuda en Europa,** aunque la economía peruana cuenta con fortalezas que atenuarían los impactos.

Índice

1. Desaceleración mundial y riesgos muy sesgados a la baja.....	3
2. Perú crecerá 6,3% en 2011, con sesgo al alza.....	5
3. El crecimiento se moderará en 2012.....	6
4. Tablas.....	11

Fecha de cierre: 10 de noviembre de 2011

1. Desaceleración mundial y riesgos muy sesgados a la baja

La economía mundial se desacelera y las perspectivas dependen en gran medida de que se resuelva la crisis de la deuda europea. Los riesgos están fuertemente sesgados a la baja

Las perspectivas de la economía mundial han empeorado en los últimos meses, principalmente a causa de cuatro factores que aún ejercen su influencia. En primer lugar, el crecimiento económico ha sido menor de lo esperado, sobre todo, pero no solo en las economías desarrolladas (los datos de EE. UU. para la primera mitad del año ya habían sido decepcionantes, lo que provocó que algunos analistas anticipasen una nueva recesión). Pese a que el crecimiento estadounidense aumentó en el tercer trimestre, la actividad económica en Europa, que había aguantado muy bien en los tres primeros meses de año, sigue ahora un claro ritmo de desaceleración. En segundo lugar, la crisis de deuda soberana en Europa se ha intensificado y se ha vuelto más sistémica. Aunque las decisiones adoptadas en la cumbre de octubre van en la buena dirección, todavía quedan elementos clave sin resolver, particularmente en lo concerniente a la potencia real de los mecanismos para garantizar la liquidez soberana (un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, o FEEF, apalancado), la reestructuración de la deuda griega en manos de inversores privados, y una clara «hoja de ruta» para mejorar la gobernanza europea y avanzar hacia la unión fiscal. En tercer lugar, se ha intensificado la retroalimentación entre los temores soberanos y la salud del sistema financiero europeo, y en Europa las tensiones alcanzan niveles en muchos aspectos superiores a los alcanzados tras la caída de Lehman Brothers en octubre de 2008 (Gráfico 1), lo que aumenta el riesgo de un impacto negativo en la actividad económica y alimenta aún más el círculo vicioso real-financiero. Por último, el aumento mundial de la aversión al riesgo ha disparado la volatilidad en los mercados financieros, contagiando a la mayoría de activos de riesgo e incluso a las economías emergentes por primera vez desde 2009.

En este contexto, rebajamos nuestras previsiones de crecimiento mundial para 2011 y 2012 en 0,3 pp con respecto a nuestro último Situación Global, principalmente por el recorte de las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas (EE. UU. y Europa, compensadas en parte por Japón), aunque el crecimiento de los mercados emergentes también será algo menor de lo anticipado. Por tanto, la economía mundial crecerá un 3,9% en 2011 y un 4,1% en 2012, apoyada por un crecimiento sólido en los países emergentes frente a un crecimiento discreto en las economías avanzadas (Gráfico 2).

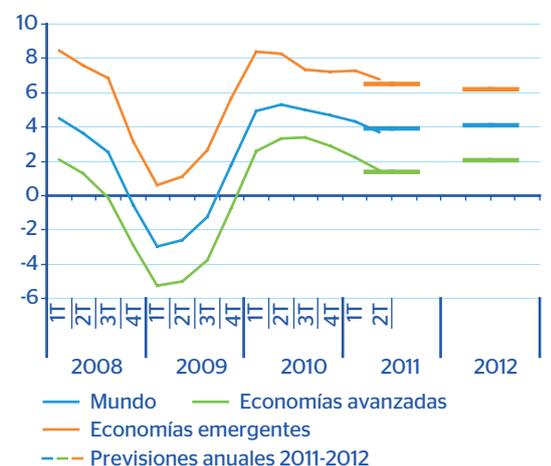
Estas tasas de crecimiento siguen siendo robustas, pero los riesgos están fuertemente sesgados a la baja y a corto plazo dependerán de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa. En particular, se hace necesaria una rápida reducción del estrés financiero en Europa para suavizar el impacto negativo en el crecimiento europeo y el contagio a otras regiones.

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento del PIB (% interanual)



Fuente: BBVA Research y FMI

Las cumbres europeas de octubre han avanzado en la buena dirección, pero aún quedan elementos clave sin resolver, lo que no contribuye a la reducción del estrés financiero en Europa

En nuestra opinión, las cumbres europeas de octubre debían resolver cinco puntos clave: (i) atajar definitivamente la sostenibilidad de la deuda griega; (ii) crear cortafuegos para la deuda soberana en la UEM; (iii) presionar para que se lleven a cabo más reformas en los países periféricos; (iv) fortalecer el sector bancario; y (v) mejorar la gobernanza de la zona euro. Aunque algunos de los detalles más técnicos siguen en el aire, en las últimas cumbres se han adoptado medidas importantes en la buena dirección, aunque no se resolviesen definitivamente la mayoría de los puntos clave. En primer lugar, se le ha pedido a los tenedores privados de bonos griegos que acepten una quita voluntaria del 50% (mucho más de lo acordado en julio) aunque aún hay dudas sobre la participación en esta operación, e incluso si la participación fuese total, sobre la solvencia de Grecia, muy condicionada a las reformas que debe adoptar el país. En segundo lugar, el FEEF se apalancará como mecanismo asegurador y será complementado por inversores externos (que posiblemente incluyan al FMI, si bien la cumbre del G20 no fue concluyente a este respecto), aunque no es probable que los detalles del funcionamiento del FEEF se finalicen antes de diciembre. Por lo tanto, tendrán que pasar muchas semanas para que podamos determinar su efectividad de cara a los inversores privados, por lo que el BCE tendrá que seguir actuando como «comprador de última instancia» de deuda soberana, pese a las reticencias de los países de Europa central. En tercer lugar, se agradece la mayor presencia de reformas económicas en la agenda de algunos países (sobre todo, de Italia, donde serán supervisadas por el FMI), así como el hecho de que la ayuda del FEEF responderá a la solicitud de los países y será condicional, lo que aumenta las probabilidades de implementación de las reformas económicas. Al mismo tiempo, la recapitalización del sector bancario se está llevando a cabo de forma ineficiente, compensando las moderadas pruebas de resistencia de los balances bancarios, que aplican precios de mercado para las carteras soberanas pero no para los denominados «activos tóxicos», con un aumento sustancial de los requisitos de capital (9% de capital core Tier1). Esto podría provocar un brusco desapalancamiento de los bancos europeos que afectaría negativamente al crédito sin sanear los balances de los bancos de la zona euro. Además, aún no se ha establecido un mecanismo para la provisión de liquidez a largo plazo, pese a que resulta extremadamente importante para que los bancos se puedan financiar. Por último, se ha avanzado en la gobernanza europea pero no existe una hoja de ruta clara hacia la unión fiscal o la emisión de eurobonos, que en nuestra opinión constituye un elemento clave para la credibilidad a largo plazo de la UEM.

Como hemos mencionado en otras ocasiones, las soluciones parciales simplemente ayudarán a prevenir una escalada de las tensiones financieras, pero estas seguirán elevadas, lo que aumenta los riesgos bajistas para la actividad económica en la zona del euro. Los acuerdos siguen sin aclarar si existe la estructura necesaria para prevenir contagios y un posible acontecimiento sistémico derivado de la reestructuración de la deuda griega: un FEEF suficiente que cuente con el BCE como comprador de último recurso y bancos saneados y recapitalizados con acceso a financiación. Sin estas medidas, los mercados seguirán contando con una mayor fatiga ante las reformas en Grecia y ante nuevos rescates en los países centrales de Europa, lo que aumenta la probabilidad de un escenario de riesgo con contracción del crédito y recesión en Europa que tendría consecuencias en todo el mundo¹.

Pese a un mayor crecimiento en el tercer trimestre, continúan la debilidad estructural de EE. UU. y el bloqueo político

El aspecto positivo es que parece que el crecimiento estadounidense se ha acelerado en el tercer trimestre, al menos según las estimaciones preliminares. Aunque este dato no debería llevar a la euforia (el crecimiento en los dos primeros trimestres fue muy bajo y la brecha de producción sigue siendo muy grande) parece haber aplacado el nerviosismo del mercado sobre la posibilidad de una nueva recesión. No obstante, se mantiene la debilidad estructural de la economía estadounidense ya que el nivel de confianza de consumidores y empresas sigue bajo y el mercado inmobiliario podría sufrir más ajustes, lo que se traduce en una menor resistencia

1: Véase el Recuadro 1, «Los canales de contagio mundial en caso de un impago desordenado en Europa», del Situación Global del 3T 2011 para un resumen de los canales de contagio y el impacto mundial de un impago desordenado en Europa.

ante un posible shock procedente de Europa. Además, el bloqueo político podría impedir que se alcance un «gran acuerdo» para (i) prevenir una contracción fiscal no deseada a corto plazo y (ii) promover reformas para una consolidación fiscal creíble a largo plazo.

Las economías emergentes continúan hacia un aterrizaje suave pero se enfrentan a mayores dificultades externas

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza, apoyadas por la resistencia de la demanda interna. Los precios de las materias primas en Latinoamérica y el crecimiento de las exportaciones asiáticas siguen altos, pese a las fuertes correcciones, lo que también apoya las sólidas perspectivas de crecimiento, encaminado hacia un aterrizaje suave que sería bien recibido en algunos países. Para ambas regiones, las turbulencias en Europa y EE.UU. se traducen en fuertes dificultades en los mercados financieros, reflejadas en el aumento de la volatilidad del mercado, la depreciación de los tipos de cambio y una reducción de las entradas de flujos de capital. Sin embargo, muchos países aún cuentan con un considerable colchón (finanzas públicas más sólidas y mejor gestión macroeconómica que en el pasado) y se encuentran en una buena situación para introducir políticas de estímulo que contrarresten una demanda externa debilitada. En general, un entorno exterior más negativo ha cambiado el foco en los países emergentes del sobrecalentamiento a los riesgos bajistas y, cada vez más, a la posible necesidad de políticas de apoyo.

2. Perú crecerá 6,3% en 2011, con sesgo al alza

Señales positivas de la administración entrante ayudan a disipar la incertidumbre luego de las elecciones

La incertidumbre inicial por el cambio de gobierno ha ido paulatinamente disipándose durante el tercer trimestre. Un primer elemento que contribuyó en ese sentido fueron los nombramientos de autoridades en el Banco Central y en el Ministerio de Economía y Finanzas. Esta fue una importante señal de continuidad en las políticas macroeconómicas. A ello siguió un proyecto de presupuesto que incrementó los fondos para gasto social, pero de manera moderada y focalizada, compatible con un superávit fiscal de 1% del PIB en el horizonte de previsión. Es decir, las acciones de la nueva administración apuntan a que el objetivo será acelerar la mejora en la distribución de oportunidades entre la población, pero manteniendo los equilibrios macroeconómicos básicos. Esto ha sido positivamente recibido por los mercados y le ha dado al gasto privado un soporte algo mayor al previsto para el tercer trimestre.

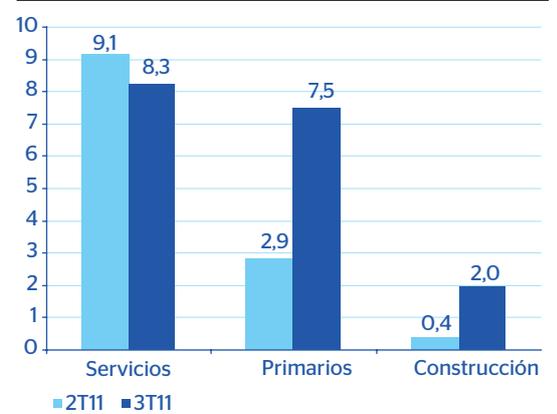
En ese contexto, el consumo de las familias habría seguido expandiéndose a un ritmo de 6% durante 3T11, apoyado en el aumento del empleo y de las remuneraciones y la mejora en las expectativas de los consumidores. En el caso de la inversión privada, esta se ha desacelerado, pero algo menos de lo que se esperaba. Con ello, la actividad se habría expandido alrededor de 6,8% interanual en el tercer trimestre (ver gráfico 3).

Gráfico 3
PIB (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 4
PIB a nivel sectorial* (var. % interanual)



*: Se muestran solo algunos sectores, los que representan cerca de 80% del PIB. Para 3T11 incluye solo julio y agosto.
Fuente: BCR y BBVA Research Perú

Por el lado de la oferta, las actividades productivas que se encuentran más vinculadas con el consumo privado, como por ejemplo Servicios, siguieron dándole un soporte importante al producto (ver gráfico 4). A ellas se sumaron las actividades primarias (agro, pesca, minería, y procesamiento de los recursos de estos tres sectores), que habrían dado un aporte adicional al crecimiento, el que estimamos entre medio y un punto porcentual del PIB en el tercer trimestre. Este apoyo será sin embargo de corta duración debido a que obedece a una baja base de comparación por anomalías climáticas en 2010.

Los sectores que atienden la demanda de inversión, como por ejemplo Construcción o la producción de bienes de capital, mostraron una tendencia positiva, a pesar de la menor ejecución de gasto público en obras de infraestructura (debido a medidas de ajuste de gasto implementadas en el 2T y problemas de gestión de gobiernos subnacionales).

Nuestra previsión de crecimiento de 6,3% para 2011 tiene un sesgo al alza

El deterioro de las condiciones externas no ha tenido, al menos por el momento, un impacto sensible a nivel local. La actividad ha venido respondiendo favorablemente, incluso con algunas sorpresas positivas. Ello le introduce un sesgo al alza a nuestra previsión de crecimiento de 6,3% para 2011, el que podría materializarse si el apoyo de los sectores primarios se extiende a los últimos meses del año o se produce una recuperación del gasto público. Al respecto cabe mencionar que el Gobierno ha dictado medidas especiales para dinamizar la ejecución del presupuesto. Las autoridades estiman que con estas medidas el gasto fiscal comenzará a acelerarse hacia fines de 4T11.

3. El crecimiento se moderará en 2012

La confianza empresarial no ha recuperado los niveles con los que inició el año y ello incidirá sobre la actividad en los siguientes trimestres

Luego de que la incertidumbre electoral debilitara la confianza empresarial en el segundo trimestre, esta se ha recuperado, pero sin llegar a los niveles de exuberancia previos. Las señales que en general viene dando la nueva administración gubernamental han sido recibidas positivamente y el país ha recibido una mejora en su calificación crediticia (por parte de Standard and Poor's y Fitch, de BBB- a BBB), pero todavía persisten algunas inquietudes. En primer lugar, el discurso oficial mantiene la intención de incrementar la participación directa del Estado en la economía, como por ejemplo en la explotación de hidrocarburos, en la operación de los puertos, y en el transporte aéreo doméstico, lo que es percibido negativamente por sus consecuencias adversas sobre el crecimiento de largo plazo y las finanzas públicas. En segundo lugar, continúan presentándose disputas entre las empresas extractoras de recursos naturales y las comunidades

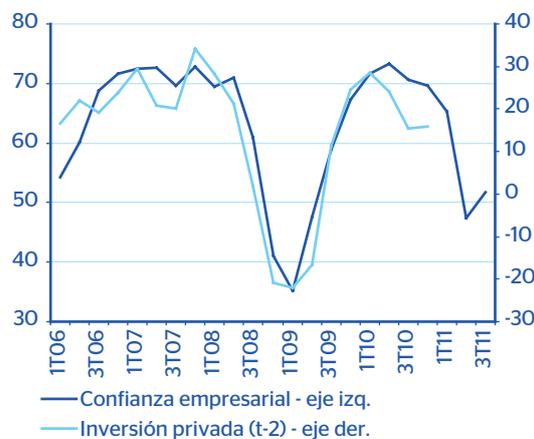
aledañas a los proyectos. Si bien recientemente se aprobó la Ley de Consulta Previa, que busca facilitar la solución de estas controversias (los proyectos que se ejecuten deberán contar con la aprobación de las comunidades), aún no se publica su reglamento y existe la percepción de que esto puede encarecer y retrasar las inversiones más allá de lo prudente. Mientras tanto, hay proyectos que se han detenido. Y en tercer lugar, la Nueva Ley General del Trabajo que se estaría discutiendo próximamente en el Congreso abre la posibilidad de que se introduzcan fricciones adicionales en el mercado laboral. Esto no favorecería la reducción de la informalidad y terminaría afectando el crecimiento de largo plazo.

En suma, hay factores que continúan generando inquietudes, y estos, junto con el deterioro del panorama externo, explican por qué va prevemos que la demanda agregada se desacelerará.

La evidencia apunta a que las expectativas de los empresarios y la inversión privada se encuentran estrechamente relacionadas, y que este vínculo se intensifica luego de un semestre (ver Gráfico 5), lo que nos lleva a anticipar que la inversión privada crecerá en los próximos trimestres en torno a 7% interanual (se expandió 15% en la primera mitad de 2011). El menor dinamismo del gasto empresarial se traducirá en un avance más lento del empleo y de las remuneraciones, y así de los ingresos de las familias. De esta manera, el soporte que hoy le viene dando el consumo privado al crecimiento de la actividad disminuirá en 2012. Adicionalmente, las ventas al exterior se resentirán en un entorno de menor expansión del PIB global. Esperamos que la moderación del gasto de las empresas y de las familias y el debilitamiento de la demanda externa se compensen en parte con las medidas recientemente anunciadas por el Gobierno para apuntalar el gasto público, con lo que el ritmo de expansión de la actividad se situará alrededor de 5% el próximo año.

Gráfico 5

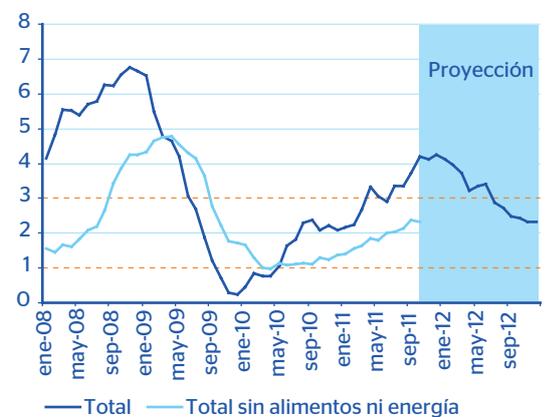
Confianza empresarial* e Inversión privada (índice; var. % interanual)



*: Expectativa de las empresas no financieras sobre la evolución de la economía en los próximos tres meses
Fuente: BCR, BBVA Research Perú

Gráfico 6

Inflación (interanual, %)



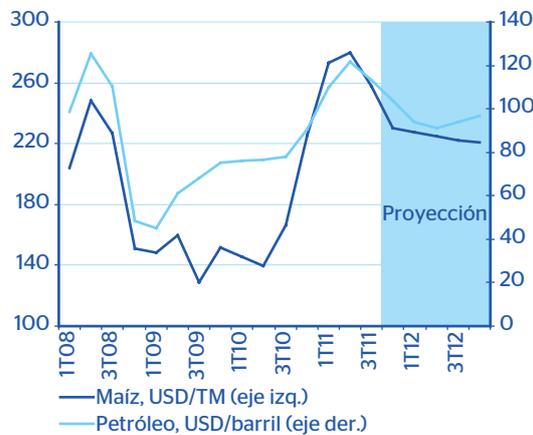
Fuente: INEI y BCR

...y también sobre la inflación, que irá moderándose gradualmente

El ritmo de incremento de los precios ha venido sorprendiendo al alza y desde el segundo trimestre se ubica en términos interanuales por encima del rango meta del Banco Central (2%, +/- 1pp). Esta tendencia se ha sostenido en buena medida sobre factores de oferta, en particular alimentos y combustibles. Esto se comprueba al notar que al extraer los rubros alimentos y combustibles de la canasta de consumo, la inflación se ubica en 2,3% (ver Gráfico 6).

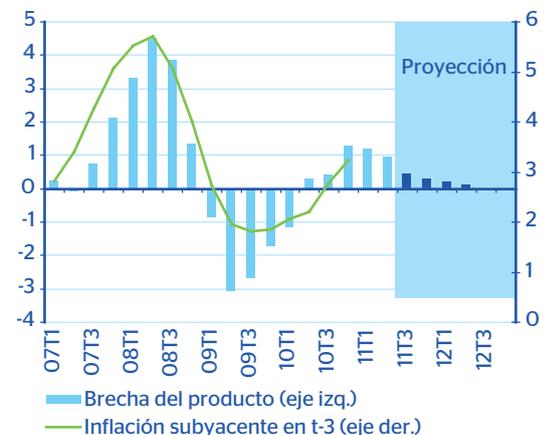
Preveamos que el desvío de la inflación por encima del rango meta tenderá a corregirse durante la primera mitad del próximo año. De un lado, la senda para las cotizaciones internacionales de insumos alimentarios y del petróleo será a la baja en un entorno menos favorable para el crecimiento económico global (ver Gráfico 7), con lo que las presiones de oferta sobre los precios disminuirán. De otro, el menor dinamismo de la actividad irá cerrando gradualmente la actual brecha positiva del producto (ver Gráfico 8). En suma, esperamos una inflación de 2,3% anual a fines de 2012.

Gráfico 7
Cotizaciones internacionales de materias primas



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 8
Brecha del producto e inflación subyacente (% del PIB potencial; interanual, %)



Fuente: BCR y BBVA Research Perú

El Banco Central mantendrá la posición de la política monetaria en 2012

En nuestro escenario base seguimos previendo que la tasa de política monetaria se mantendrá en 4,25% hasta fines de 2012. Si bien es cierto que el entorno externo continúa siendo una fuente de riesgo y en esa línea el Banco Central ha anunciado que se encuentra listo para flexibilizar las condiciones monetarias, bajar la tasa de referencia en un escenario en el que no se produce un deterioro grave del ambiente económico global podría exacerbar las expectativas inflacionarias, las que actualmente se sitúan en 2,7% para 2012. Por lo tanto, no esperamos una reducción de tipos en el corto plazo. Para más adelante prevemos que el producto converja de manera gradual hacia su tendencia de largo plazo y que la inflación retorne al interior del rango meta, por lo que no se requerirán ajustes adicionales en la tasa de política.

Sin embargo, el deterioro del panorama externo eleva los riesgos sobre el crecimiento...

El crecimiento económico que anticipamos para Perú en 2012 supone que las economías desarrolladas seguirán avanzando a un ritmo lento y que la solución a los problemas fiscales en Europa continuará dándose de manera gradual aunque con sobresaltos, acotándose de este modo el contagio hacia el resto de la actividad global.

Desde luego, no se puede dejar de reconocer que en los últimos meses las sorpresas sobre el crecimiento de la actividad global han sido principalmente negativas y que la crisis de deuda soberana en Europa adquiere cada vez más un tono sistémico. En este contexto, la probabilidad de que el panorama externo resulte más complicado se ha elevado respecto a lo que preveíamos en nuestra publicación anterior. Bajo este escenario, la economía peruana se vería impactada a través de varios canales. En primer lugar, se elevaría la prima de riesgo y se reducirían los inlfujos de capitales, encareciéndose el financiamiento. En segundo lugar, disminuirían los precios de las materias primas y la demanda externa. Finalmente, se reduciría la confianza de empresarios y consumidores. La inversión privada sería, en este contexto, el componente más afectado del gasto, algo que ya se observó en 2009.

Las autoridades económicas cuentan, sin embargo, con espacio para mitigar el impacto de un choque externo negativo

La política fiscal dispone de mayores recursos que en 2008/9 para eventualmente financiar medidas de apoyo. En el caso particular del fondo de estabilización fiscal, por ejemplo, se cuenta con recursos que equivalen a poco más de 3 puntos porcentuales del PIB, mientras que en 2008 equivalían a menos de la mitad. Ello limita la necesidad de acudir a los mercados financieros para obtener fondos, algo importante en un entorno de mayor aversión al riesgo y demanda por

liquidez. A esto se añade la experiencia que se tiene del episodio de 2008/9 sobre cómo canalizar de manera más adecuada el aumento del gasto público. Esto cobra mayor importancia en la coyuntura actual debido a las dificultades que se enfrentan en todo nivel de gobierno (nacional, regional y local) para ejecutar obras de infraestructura.

Tabla 1

Indicadores de vulnerabilidad fiscal y externa

	2008	Actual
Deuda pública bruta (% del PIB)	24,1	21,8
Recursos disponibles por el Tesoro Público* (% del PIB)	4,1	6,3
Reservas internacionales netas		
% del PIB	25	28
número de veces que cubren los pasivos externos de corto plazo	4,9	6,9

*: Incluye los recursos del Fondo de estabilización fiscal

Fuente: BCR y BBVA Research Perú

En cuanto a la política monetaria, el Banco Central tiene instrumentos para enfrentar el riesgo de un corte de la cadena crediticia. Las repo facilitarían la provisión de liquidez a la banca (esta cuenta con PEN 15 mil millones en títulos emitidos por el Banco Central, equivalente a USD 5,5 mil millones) y las operaciones swap con moneda extranjera también se podrían emplear en el mismo sentido. 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 2,5 mil millones), se pueden reducir las actualmente elevadas tasas de encaje en moneda extranjera (la tasa media de encaje se ubica cerca de 40% de los depósitos y adeudados en esta moneda).

El Banco Central tendría asimismo que evitar una depreciación abrupta de la moneda local para acotar los riesgos que esto conlleva en una economía en la que 45% del crédito al sector privado se otorga en moneda extranjera. Para ello cuenta con reservas internacionales netas por USD 48,5 mil millones (28% del PIB) 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.

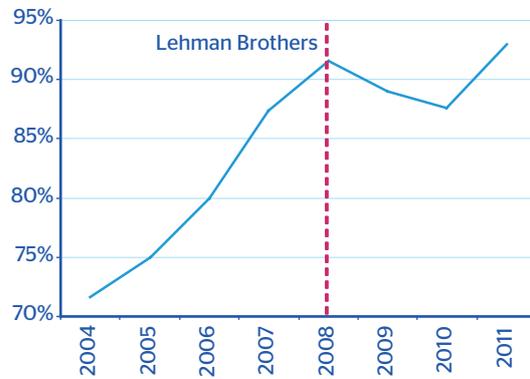
Finalmente, hay espacio para que una reducción de la tasa de política monetaria le dé soporte al gasto privado, tomando en cuenta que actualmente se sitúa en 4,25%. El estímulo podría darse con alguna mayor rapidez que en 2008/9 porque en esta oportunidad el panorama inflacionario es más benigno, en particular para 2012.

¿Es el actual ritmo de expansión del crédito una fuente de preocupación?

La rápida expansión que viene registrando el crédito bancario al sector privado (20% interanual) puede parecer elevada. Al respecto, cabe señalar que en buena parte este ritmo responde a la aceleración del proceso de bancarización debido a la reducción de la informalidad, aumento de los ingresos de la población y engrosamiento de la clase media. En este contexto, el dinamismo del crédito no ha conllevado mayores alzas en la tasa de mora, la que se ubica alrededor de 1,5% de la cartera.

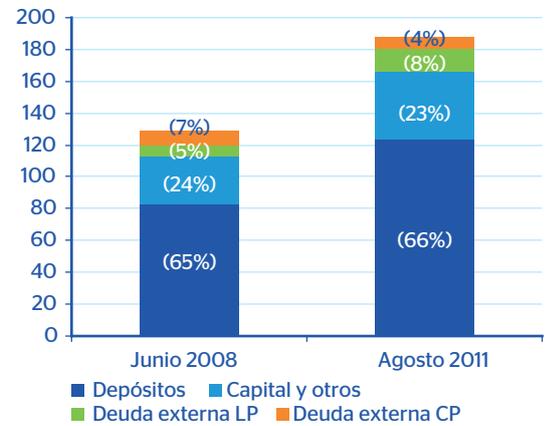
Sin embargo, sí podría ser fuente de vulnerabilidad ante un choque externo si el financiamiento del crédito se apoya de manera importante en fondos del exterior. En el caso de Perú, los depósitos exceden a las colocaciones (Gráfico 9), con lo que las fuentes de financiamiento son principalmente domésticas. Además, a pesar del fuerte crecimiento del crédito, los fondos externos representan una porción relativamente acotada (12%) del total del financiamiento con el que cuentan los bancos (Gráfico 10). Y a ello se añade que la parte de corto plazo es ahora menos importante en el financiamiento externo, lo que reduce la vulnerabilidad de la banca ante una interrupción abrupta del influjo de capitales.

Gráfico 9
Saldo de las colocaciones de la banca al sector privado (como % de los depósitos)



Fuente: SBS y BBVA Research Perú

Gráfico 10
Financiamiento de los activos de la banca (PEN miles de millones)

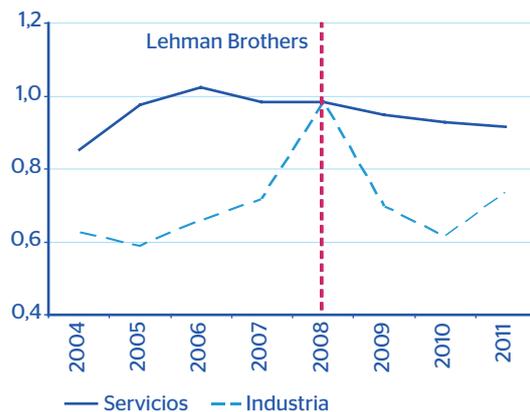


Fuente: SBS y BBVA Research Perú

Empresas del sector real de la economía tienen una posición financiera más sólida que en 2008

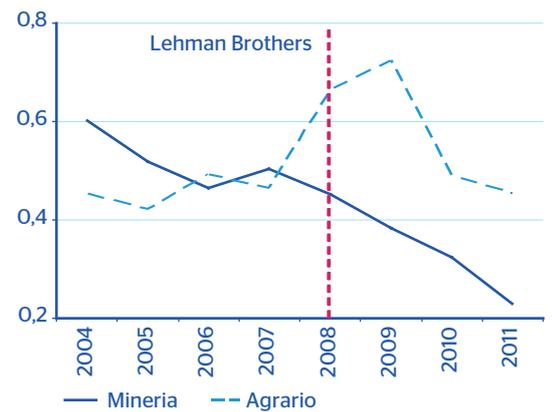
En cuanto a las empresas que toman financiamiento bancario, un análisis de la muestra de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) nos permite inferir que no solo los niveles de apalancamiento son bajos, sino que estos han venido disminuyendo desde el año 2008 (ver Gráficos 11 y 12). Este hecho contribuye a que la carga financiera de las empresas no represente actualmente un porcentaje importante de las utilidades brutas (antes de impuestos y gastos financieros).

Gráfico 11
Apalancamiento empresarial (pasivo/patrimonio, número de veces)



Fuente: BVL y BBVA Research Perú

Gráfico 12
Apalancamiento empresarial (pasivo/patrimonio, número de veces)



Fuente: BVL y BBVA Research Perú

En síntesis, Perú podría resistir relativamente bien el choque externo, con un deterioro manejable de las cuentas públicas y externas...

Si bien un deterioro más pronunciado del contexto externo tendrá impactos sobre la actividad local, la economía peruana cuenta con fortalezas que los mitigarían. Naturalmente se produciría un debilitamiento en las cuentas del sector público y en las del sector externo. Las cuentas públicas se verían afectadas por la menor recaudación vinculada con precios de metales más

bajos y ralentización de la actividad, en tanto que los gastos serían mayores debido al aumento de los egresos por intereses y al soporte que se buscaría dar al crecimiento. Estimamos que en un escenario complicado como este el resultado fiscal pasaría a ser deficitario y llegaría a situarse alrededor de -2% del PIB, deterioro manejable si se consideran los recursos de los que dispone el sector público y que se parte de un ratio inicial de deuda pública como porcentaje del PIB relativamente bajo (22%), para luego tender a cerrarse en el medio plazo. En las cuentas externas el deterioro en los próximos años sería resultado de un entorno menos favorable de precios de exportación, reducción de la demanda externa y menores remesas del exterior, lo que sin embargo sería atenuado por el menor ritmo de expansión de la demanda interna, algo que ya se observó en 2009. Se prevé aquí que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos podría alcanzar en el momento más crítico un nivel de alrededor de 4% del PIB.

Sin embargo, habrá que estar atentos a otros factores también...

En un escenario externo más complicado es acotada la probabilidad de que se contraigan las fuentes de financiamiento y así el crédito al sector privado debido a la baja exposición externa de corto plazo que tiene la banca. Sin embargo, sí existe el riesgo de que su dinamismo se vea significativamente mermado: cerca de la mitad de los nuevos créditos en moneda extranjera se han venido financiando en lo que va del año con fuentes del exterior, de manera que en un escenario complicado ese influjo se restringiría y afectaría el crecimiento del gasto privado. Un segundo elemento a tomar en cuenta es que el soporte que puedan brindar las políticas económicas deberá dosificarse. Las economías más desarrolladas crecerán por algunos años a un ritmo lento y podrán presentarse sobresaltos en el camino, de modo que habrá que evaluar con cuidado la magnitud del apoyo que se brinda en el corto plazo. Finalmente, existe el riesgo de que la desaceleración en China sea más pronunciada de lo que esperamos como producto del contagio de la situación en Europa. Este país se ha convertido en el principal demandante de productos peruanos en el exterior y es el comprador más importante de materias primas. Por ello, un crecimiento más lento tendrá mayores consecuencias sobre las cotizaciones internacionales de los metales y la demanda externa, incidiendo negativamente sobre el crecimiento de Perú.

4. Tablas

Tabla 2
Previsiones macroeconómicas anuales

	2009	2010	2011	2012
PIB (var. % interanual)	0,9	8,8	6,3	5,0
Inflación (% interanual, fdp)	0,2	2,1	4,2	2,3
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2,88	2,82	2,70	2,65
Tasa de interés de política (% fdp)	1,25	3,00	4,25	4,25
Consumo privado (var. % interanual)	2,4	6,0	6,2	5,4
Consumo público (var. % interanual)	16,5	10,6	5,3	4,5
Inversión (var. % interanual)	-9,2	23,2	7,2	6,8
Resultado fiscal (% del PIB)	-1,9	-0,5	0,6	0,5
Cuenta corriente (% del PIB)	0,2	-1,5	-2,1	-3,0

Fuente: BBVA Research Perú

Tabla 3

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (var. % interanual)	Inflación (%, interanual, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés de política (% fdp)
1T09	1,9	4,8	3,18	6,00
2T09	-1,2	3,1	2,99	3,00
3T09	-0,6	1,2	2,92	1,25
4T09	3,4	0,2	2,88	1,25
1T10	6,2	0,8	2,84	1,25
2T10	10,0	1,6	2,84	1,75
3T10	9,6	2,4	2,79	3,00
4T10	9,2	2,1	2,82	3,00
1T11	8,7	2,7	2,78	3,75
2T11	6,7	2,9	2,75	4,25
3T11	6,0	3,7	2,73	4,25
4T11	4,0	4,2	2,70	4,25
1T12	4,2	3,7	2,70	4,25
2T12	4,5	3,4	2,67	4,25
3T12	5,4	2,5	2,66	4,25
4T12	6,0	2,3	2,65	4,25

Fuente: BBVA Research Perú

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Perú:*Economista Jefe de Sudamérica*

Joaquín Vial
+562 351 1200
jvial@bbvaprovida.cl

Economista Jefe Perú

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

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

Daniel Barco
+51 2111548
dbarco@grupobbva.com.pe

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

BBVA Research*Economista Jefe del Grupo*

Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

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

Análisis Transversal Economías Emergentes

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

Asia

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

India

Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López
oswald_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a**BBVA Research Latam**

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