

Situación Perú

Cuarto Trimestre 2012
Análisis Económico

- **Principales bancos centrales del mundo toman medidas decisivas** y reducen así la probabilidad de un mayor deterioro externo.
- **Localmente, se revisan al alza las previsiones de crecimiento.** Demanda interna continuará dando soporte al producto en 2013 y hacia adelante maduración de proyectos de inversión mineros dará impulso adicional transitorio.
- **Retorno de inflación al rango meta tardará más de lo previsto** y se dará en la segunda mitad de 2013.
- **Influjo de capitales continuará ejerciendo presiones al alza sobre la moneda local,** aunque a ritmo más moderado debido a la menor disponibilidad de instrumentos financieros, cambios en la estrategia de intervención cambiaria del BCR y medidas regulatorias.
- **Banco Central mantendría tasa de política en su nivel actual.** En un contexto de apreciación de la moneda, eventuales ajustes de la política monetaria se darán mediante incrementos de las tasas de encaje.

Índice

1. Resumen	3
2. Entorno exterior marcado por las decisivas medidas del BCE y la Fed.....	4
3. Perú: mejoran las perspectivas de crecimiento	7
4. Retorno de la inflación a la meta tardará más de lo previsto	11
5. Influjo de capitales seguirá fortaleciendo a la moneda local	14
6. ¿Vuelve el dilema de política monetaria?	17
7. Medidas para moderar el crédito y bancarización	18
8. El principal factor de riesgo sigue siendo Europa.....	20
9. Tablas	21

Fecha de cierre: 30 de octubre de 2012

1. Resumen

La decidida intervención de los principales bancos centrales del mundo ha acotado la probabilidad de un escenario de riesgo sistémico. En el caso de la Eurozona, la existencia de un prestamista de última instancia para la deuda pública, bajo condicionalidad fiscal, disipa los temores sobre la irreversibilidad de la moneda común y tiende un puente para que se continúe avanzando hacia un nuevo marco institucional. En Estados Unidos, la inyección de liquidez por parte de la Reserva Federal se adelanta al potencial impacto que podría tener un intenso ajuste fiscal en ese país a principios del próximo año. En síntesis, la incertidumbre ha retrocedido y el panorama global es algo más claro. En este contexto, prevemos que la economía mundial seguirá recuperándose gradualmente, con tasas de crecimiento de entre el 3% y el 3,5% en 2012 y 2013.

Para Perú, revisamos al alza el crecimiento económico en el horizonte de previsión. En el corto plazo, la demanda interna viene mostrando un buen desempeño, mejor que el esperado, y los indicadores adelantados apuntan a que este dinamismo se mantendrá en lo que resta del año, de manera que la expansión del PIB se ubicará alrededor del 6% en 2012. Para el próximo año, la continuidad de grandes proyectos de inversión y el inicio de otros nuevos le seguirán dando soporte al producto, y junto con el aumento del gasto social y los incrementos de remuneraciones que se darán en el sector público según lo que se desprende del presupuesto para 2013 sugieren que el crecimiento en 2013 será de 5,6%. A partir de 2014 empezarán a entrar en fase de producción los grandes proyectos mineros que actualmente se encuentran en construcción. Ello dinamizará no solo al sector minero, sino también a las actividades vinculadas con este. El crecimiento económico en el medio plazo se acelerará entonces de manera transitoria, con un ritmo promedio anual cercano a 6% hasta 2016, el que se apoyará más en el sector exportador.

Por el lado de los precios, el retorno de la inflación a la meta tardará más de lo previsto y se dará en el segundo semestre de 2013. Tres elementos apoyan esta visión. En primer lugar, tenemos una senda creciente para el precio internacional del petróleo, la que a nivel local se trasladará más rápidamente a precios de venta finales debido a que la cobertura del Fondo de estabilización de precios de combustible se ha recortado. En segundo lugar, la fuerte alza que en el tercer trimestre registraron las cotizaciones internacionales de insumos alimentarios, mayor a la prevista, se transmitirá con rezagos a los precios al consumidor, de manera que su impacto más importante aún no se ha observado. Estimamos que este se dará desde principios de 2013. Finalmente, la demanda interna seguirá avanzando a un ritmo mayor que el producto y las holguras se acortarán. Si bien la convergencia de la inflación al rango meta se ha venido posponiendo principalmente por la recurrencia de choques de oferta, la duración del desvío ha ocasionado que las expectativas inflacionarias de medio plazo se eleven y que se ubiquen cerca del límite superior del rango. La extensión de este desvío hasta el segundo semestre del próximo año podría afectarlas aún más y generar efectos de segunda vuelta..

Prevemos también que el influjo de capitales continuará fortaleciendo, como hasta ahora, a la moneda local, con lo que el tipo de cambio cerrará alrededor de 2,50 a fines de 2013. Se seguirá observando demanda de inversionistas no residentes por bonos soberanos y títulos de empresas privadas, aumento de pasivos externos de la banca, y entradas de capital bajo la forma de inversión extranjera directa. Sin embargo, el ritmo de estos influjos será algo más moderado debido a la menor disponibilidad de instrumentos financieros, al cambio en la estrategia de intervención del Banco Central en el mercado cambiario que tornará más riesgosa la toma de posiciones en moneda local, y a medidas regulatorias.

En cuanto a la política monetaria, el Banco Central mantendrá su tasa de referencia en 4,25% durante 2013. Si las expectativas inflacionarias de medio plazo se elevaran aún más o las presiones de demanda se intensificaran, los eventuales ajustes de la política monetaria se darán mediante incrementos de encaje, como de hecho ya se empezó a hacer desde fines del tercer trimestre. La utilización de este instrumento y no de la tasa de política evitará exacerbar las presiones hacia el fortalecimiento de la moneda local, en un contexto en el que esfuerzo por

moderarlas ya ha sido importante. Adicionalmente, se coordinarán medidas macroprudenciales con las demás autoridades, como ya se ha venido haciendo. Es importante mencionar que Perú es luego de Brasil el país que más se viene apoyando en estas medidas en la región. Si bien su empleo ayuda a acotar la probabilidad de que aparezcan vulnerabilidades macroeconómicas, también conlleva un costo, sobre todo en una economía en la que la intermediación financiera es aún relativamente baja, la mayor demanda de crédito se apoya en elementos estructurales como el aumento del ingreso permanente y la reducción de la informalidad, y la banca muestra sólidos indicadores..

Finalmente, el principal factor de riesgo en nuestras proyecciones sigue siendo Europa, aunque con una probabilidad de ocurrencia que ha descendido debido al apoyo que brindaría el Banco Central Europeo en un escenario complicado. La fuente de incertidumbre más importante está asociada con la posibilidad de que se produzca algún “accidente” en el camino hacia la solución de los problemas de sostenibilidad fiscal y financiera. Si bien los impactos sobre la actividad local serán importantes, la economía peruana cuenta con fortalezas fiscales y monetarias para mitigarlos. En este escenario, el ritmo de crecimiento será afectado moderadamente en 2013 y 2014, para luego iniciar una recuperación. Asimismo, se produciría un debilitamiento transitorio en las cuentas del sector público y en las del sector externo, pero sería manejable.

2. Entorno exterior marcado por las decisivas medidas del BCE y la Fed

Las decisivas medidas tomadas por los bancos centrales han aclarado el panorama global, pero las políticas económicas deben continuar apoyando la recuperación

Se espera que la economía mundial registre una progresiva mejora que la lleve a crecer 3,2% al cierre de 2012 y 3,5% en 2013. Esta suave expansión se apoya en la menor aversión al riesgo debido a las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el BCE. Hay tres factores que podrían eventualmente deteriorar estas perspectivas. El primero y más preocupante es el resurgimiento de los problemas en Europa si volviesen los temores de ruptura del euro. El segundo es la amenaza que pende en EEUU por el llamado “precipicio fiscal”, un paquete automático de reducción del gasto público y de aumento de impuestos que equivale a 4 puntos porcentuales del PIB a comienzos de 2013 y que empujaría a la economía estadounidense de nuevo a la recesión. El último es una fuerte desaceleración de las economías emergentes, en particular de China, que a su vez arrastraría a aquellas basadas en la exportación de materias primas.

El resto de políticas económicas deberían aprovechar la ventana de oportunidad abierta por los bancos centrales

En un entorno de elevada incertidumbre para la economía mundial, a lo largo de los últimos meses las autoridades de todo el mundo –y en particular los bancos centrales de la Eurozona y EEUU– han dado pasos significativos en sus respectivas áreas de responsabilidad. Las medidas tomadas han sido decisivas para evitar que ocurriera un evento de riesgo sistémico comparable con los acontecidos a finales de 2008. Así, ambos bancos centrales han “construido puentes” para permitir que el resto de políticas macroeconómicas avancen hacia un nuevo marco institucional en el caso de Europa y hacia un nuevo pacto fiscal en EEUU. Las medidas de la Fed se mantendrán mientras sea necesario para lograr una mejora del mercado laboral de EEUU, mientras que las tomadas o anunciadas por el BCE están sometidas a un estricto cumplimiento de ajuste fiscal en los países que soliciten su apoyo.

BCE: “cueste lo que cueste”

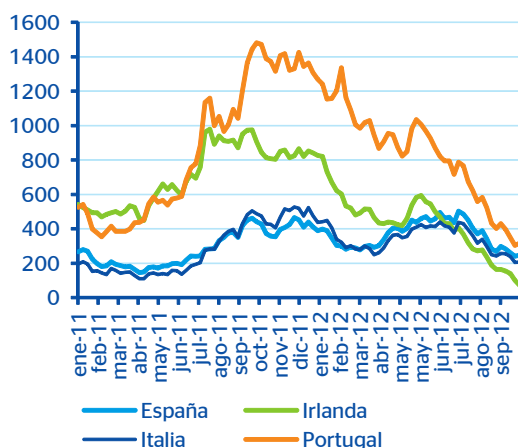
El BCE dio un paso decisivo para poner fin a la crisis de deuda en Europa cuando su presidente, Mario Draghi, anunció a finales de julio la puesta en marcha de un nuevo programa de compra de deuda pública en el mercado secundario (OMT, por sus siglas en inglés) bajo cierta condicionalidad. El movimiento del BCE vino después de la cumbre del Eurogrupo en junio en donde se llegó a acuerdos que reforzaban la unión monetaria: compromisos de supervisión bancaria común y estudio de planes de unión fiscal e incentivos al crecimiento. El anuncio de Draghi cumple el mandato del BCE de asegurar el funcionamiento de la política monetaria en el área, muy debilitado con las elevadas rentabilidades de la deuda pública de los países periféricos por la posibilidad de una ruptura del euro.

El movimiento del BCE fue más contundente de lo previsto y disipa los temores sobre la irreversibilidad del euro en su actual configuración. Así, las tensiones en los mercados financieros se han aliviado significativamente desde junio (ver Gráfico 1) e incluso no se han agravado a pesar de diversas incertidumbres en torno al cumplimiento de objetivos fiscales o calificaciones de deuda, por ejemplo.

El área del euro terminará disponiendo de un marco general que refuerce su gobernanza incluyendo una unión bancaria, unión fiscal y un prestamista de última instancia. Se ha progresado en todos estos frentes, quizá no lo suficiente para revertir la dinámica de fragmentación financiera, pero sí con el suficiente compromiso para pensar que lo peor de la crisis puede, por fin, haber pasado. En el corto plazo, el programa del BCE y el apoyo del MEDE (Mecanismo Europeo de Estabilidad) bajo condicionalidad fiscal han creado instrumentos para resolver problemas de financiación en países como Italia y España. Al mismo tiempo, la adecuada implementación de los planes de unión bancaria y una definición adicional del diseño de la unión fiscal serán factores clave en la sostenibilidad de la zona euro en el largo plazo.

Gráfico 1

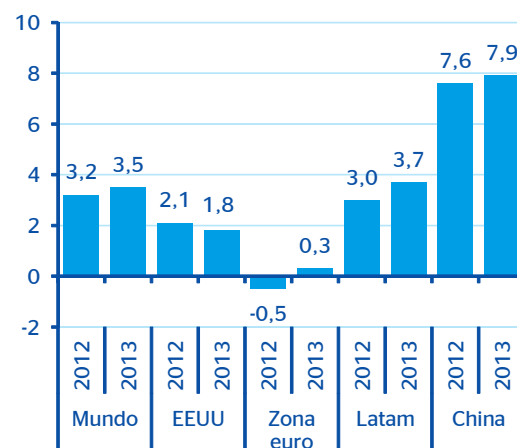
Índice de Tensiones Financieras para países de la zona euro



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA y Haver

Fed: “el tiempo que sea necesario”

En ese contexto, la Fed relajó una vez más la política monetaria en su reunión de septiembre. Anunció su intención de mantener la tasa de política en los niveles mínimos actuales por lo menos hasta mediados de 2015, un año más de lo declarado anteriormente. Pero para apoyar la mejora de expectativas del mercado laboral, también anunció una nueva ronda de expansión cuantitativa (QE) a través de la compra de cédulas hipotecarias (MBS), en un intento de mejorar las condiciones financieras para los hogares. Con esta política, la Fed está comprando un seguro frente al potencial impacto si se da un intenso ajuste fiscal automático que, en nuestro escenario central, esperamos que no se produzca por completo.

Los efectos potenciales del QE3 no se limitan a la economía estadounidense. Tal y como se observó en anteriores programas, las expansiones de liquidez provocan rápidamente entradas de capital a economías emergentes, reduciendo la prima de riesgo y los costes de financiación en estos países, estimulando la disponibilidad de crédito y con todo ello sus tasas de crecimiento e inflación.

La respuesta de los bancos centrales no basta para devolver la economía mundial a una senda de expansión sostenida

Con las medidas de política económica tomadas, la economía mundial puede haber evitado una desaceleración hasta la menor tasa de crecimiento de los últimos 30 años (salvo por la recesión de 2009), pero el escenario central sigue siendo de crecimiento moderado. Las economías avanzadas han estado perdiendo empuje desde 2011. Más recientemente, las economías emergentes también se han visto afectadas por la debilidad de las desarrolladas, aunque en algunos casos importantes, como en China y Brasil, los últimos datos señalan que la actividad se está estabilizando.

En nuestro escenario base, se prevé que el crecimiento en la zona euro ganará empuje hacia 2013 (+0,3%) luego de la contracción que anticipamos para 2012 (-0,5%). En EEUU, el crecimiento continuará alrededor del 2% en 2012 y 2013. La principal revisión a la baja en nuestro actual escenario base corresponde a China (-0,2pp en 2012 y -0,4pp en 2013), aunque en ambos años esperamos que las políticas de estímulo mantengan su tasa de crecimiento cercana al 8% (Gráfico 2).

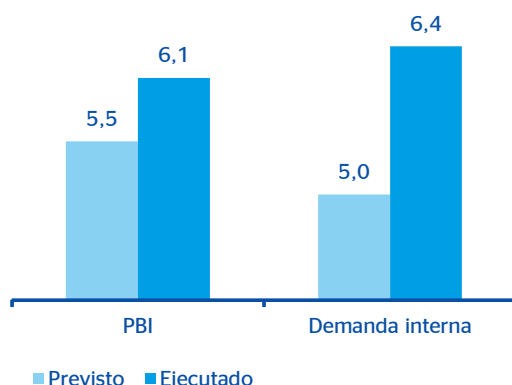
En conjunto, se prevé que la economía mundial continúe una suave recuperación con crecimientos entre el 3% y el 3,5% del PIB en 2012 y 2013 (ver gráfico 2). Ahora, si bien las medidas tomadas por los bancos centrales en EEUU y la zona euro han disminuido la probabilidad de un escenario muy complicado, el camino hacia la resolución de los problemas sigue dependiendo de varios supuestos clave, y en particular que en el área del euro se implementen las políticas anunciadas para fortalecer la unión monetaria. Los que hemos considerado en nuestro escenario base son tres. En primer lugar, suponemos que las recientes discusiones sobre la supervisión financiera no afectarán sustancialmente a los acuerdos de junio, por lo que el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario quedará roto y la transmisión de la política monetaria, que en la zona euro está dirigida principalmente por bancos, se restaurará de nuevo. Segundo, suponemos que el mecanismo encargado de eliminar el riesgo de convertibilidad será activado, lo que reduciría los tipos de interés en las economías periféricas. Y ello sin que se puedan descartar bajadas más intensas si el área del euro progresa más rápidamente en su nueva configuración institucional y la implementación de los compromisos acordados. Finalmente, en este escenario central, se considera que Grecia continuará siendo parte del euro, lo que en contrapartida requerirá apoyos desde Europa mediante una financiación adicional o un periodo más largo para cumplir con la condicionalidad fiscal exigida. Basados en experiencias pasadas, siendo cierto que existen riesgos de implementación, también lo es que las instituciones europeas tienden a encontrar soluciones a los problemas justo cuando el tiempo para ello se está acabando.

3. Perú: mejoran las perspectivas de crecimiento

El dinamismo económico será liderado por la demanda interna en 2012 y 2013

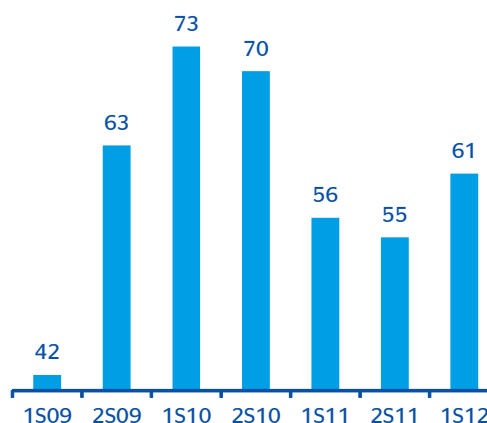
En el primer semestre la economía peruana alcanzó un ritmo de expansión del 6,1%, mayor al que anticipamos en nuestro reporte trimestral anterior (gráfico 3). Por el lado del gasto, el soporte del crecimiento fue la demanda interna. La inversión privada se recuperó del bache de fines de 2011 en un contexto en el que mejoraron las expectativas empresariales (gráfico 4), mientras que el consumo de las familias siguió mostrando solidez apoyado en la fuerte expansión del empleo de mayor calidad (mantuvo una expansión interanual de 8% hasta principios de año). Por el contrario, la demanda externa se debilitó y desde abril los volúmenes exportados se han venido contrayendo en términos interanuales.

Gráfico 3
PIB en el primer semestre de 2012
(var. % interanual)



Fuente: BCRP, BBVA Research Peru

Gráfico 4
Confianza empresarial
(índice, promedio del periodo)



Fuente: BCRP, BBVA Research Peru

Los indicadores de actividad disponibles al tercer trimestre anticipan que el buen desempeño de la demanda interna se mantendrá en lo que resta del año, con lo que el panorama será más positivo que el que esperábamos hace tres meses. Por el lado del consumo, las ventas de autos nuevos familiares y las importaciones de bienes de consumo final siguen expandiéndose a tasas de dos dígitos. Por el lado de la inversión, se mantiene el fuerte crecimiento de los despachos de cemento y de las importaciones de bienes de capital, mientras que la confianza empresarial continúa recuperándose. A ello se suma que el gasto público de capital viene creciendo a una tasa de alrededor de 20% y se mantendría en un ritmo similar en la última parte del año. En este contexto, preveemos que la economía peruana cerrará el año con una tasa de crecimiento de alrededor de 6,0%, mayor a nuestro estimado anterior (5,6%).

Para el año 2013, la continuidad de grandes proyectos de inversión y el inicio de otros nuevos le seguirán dando soporte al producto. En el sector minero, por ejemplo, se iniciará la fase de construcción de tres proyectos de envergadura (ampliación de Cerro Verde, Quellaveco y Constancia), con una inversión total estimada en cerca de USD 9,000 millones. Las inversiones en este y en otros sectores como energía y retail seguirán impulsando la creación de empleo adecuado, lo que favorecerá el consumo privado. El gasto de las familias también se verá apoyado por el aumento de las transferencias para fines sociales e incrementos salariales por más de USD 1,300 millones que se han incluido en el presupuesto del sector público para 2013. El buen desempeño que anticipamos para la demanda interna compensará la mayor debilidad

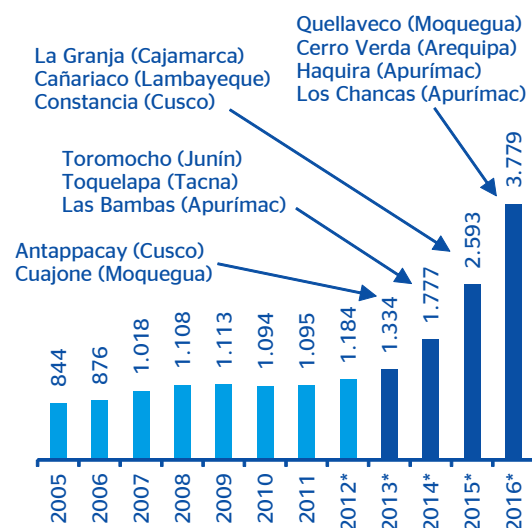
que en este reporte tenemos sobre el sector exportador (el dinamismo de China será algo menor). En el balance, la actividad crecerá alrededor de 5,6% el próximo año (5,3% en nuestro reporte anterior).

Maduración de proyectos mineros acelerarán las exportaciones desde 2014, imprimiéndole un impulso temporal al crecimiento

La entrada en operación desde 2014 de los grandes proyectos mineros que actualmente se encuentran en fase de construcción incrementará sustancialmente la producción de metales básicos. Las Bambas, Toromocho, Quellaveco y la ampliación de Cerro Verde, por ejemplo, llevarán a que se triplique la producción cuprífera en un horizonte de cuatro años (gráfico 5). En el caso del hierro, la producción se multiplicará por siete. Ello no solo dinamizará la minería (mayores exportaciones por el lado del gasto), sino también la actividad de los sectores que se encuentran vinculados a ella, como la manufactura y los servicios, lo que seguirá dándole soporte a la generación de empleo.

Gráfico 5

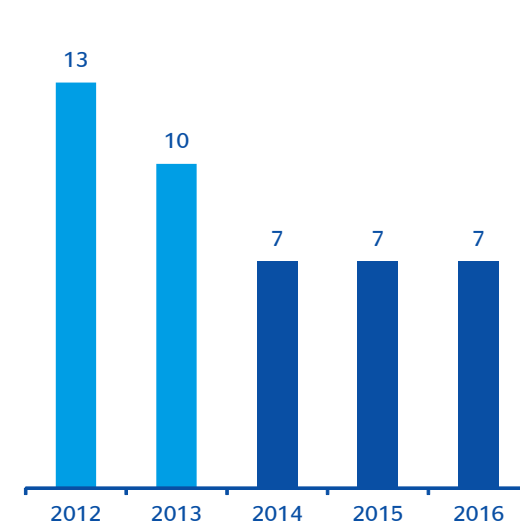
Producción de cobre (miles de TM)



Fuente: BCRP

Gráfico 6

Inversión privada (var. % interanual, proyección)



Fuente: BBVA Research Peru

De esta manera, nuestras previsiones consideran que la principal fuente de crecimiento para el período 2013/16 será el sector exportador. Estimamos que la demanda interna, por su parte, avanzará a un ritmo más moderado recogiendo un menor dinamismo de la inversión privada (gráfico 6) debido a la conclusión de los grandes proyectos mineros mencionados anteriormente. Asimismo, el empresariado podría adoptar una actitud algo más cautelosa, en un entorno externo caracterizado por la debilidad de la actividad económica global y localmente por cuestionamientos de tipo medioambiental que podrían retrasar nuevos proyectos de explotación de recursos naturales. La desaceleración de la inversión privada podría ser sin embargo atenuada si, por ejemplo, el organismo público que se encarga de promoverla (ProInversión) logra agilizar los procesos de concesión de obras de infraestructura que tiene en cartera, los que actualmente suman más de USD 10 mil millones.

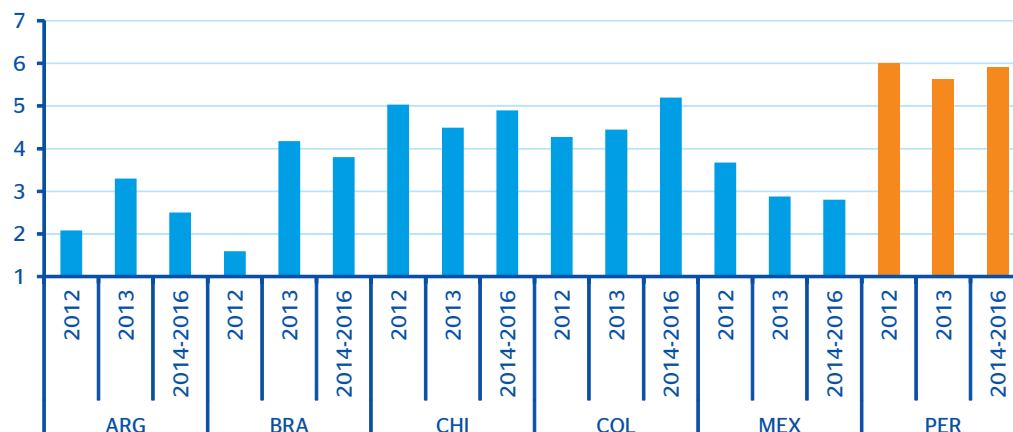
Perú continuará liderando el crecimiento en la región

Las favorables perspectivas de crecimiento que presentaría Perú en los próximos cinco años (gráfico 7) están basadas sobre la solidez de la demanda interna y un impulso transitorio de las exportaciones. Sin embargo, hacia adelante, para sostener tasas de crecimiento alrededor

de 6% Perú requerirá: (i) reducir sustancialmente la brecha de infraestructura y competitividad, en particular en transporte, para lo cual será importante identificar los cuellos de botella en los procesos de inversión pública y privada y destrabarlos, (ii) acelerar el paso en la generación de capital humano, tanto en cobertura como en calidad de los servicios de educación y salud, (iii) apoyar de manera más decidida la innovación tecnológica, (iv) continuar mejorando el clima de negocios, y (v) asegurar la seguridad y el orden ciudadanos.

Gráfico 7

LatAm: proyecciones de crecimiento económico (var. % interanual)



Fuente: BBVA Research

Resultado fiscal será superavitario en el horizonte de previsión, con lo que la deuda pública seguirá una tendencia decreciente

Las cuentas del sector público nuevamente finalizarán el año con superávit. La diferencia entre los ingresos y gastos ascenderá en 2012 a alrededor de 1,7% del PIB (gráfico 8). Ello refleja la incidencia de dos factores. Por un lado, el dinamismo de la actividad ha generado un aumento de los ingresos tributarios (+6,4% real en términos interanuales para los primeros tres trimestres). De otro, parte del resultado fiscal positivo se sigue apoyando en las dificultades para alcanzar las metas de gasto público de capital. Hay una ausencia de nuevos proyectos de inversión pública de gran escala, pero también en algunos casos de capacidad gerencial para gestionar los existentes o trabas en los procesos que no alcanzan a ser solucionadas.

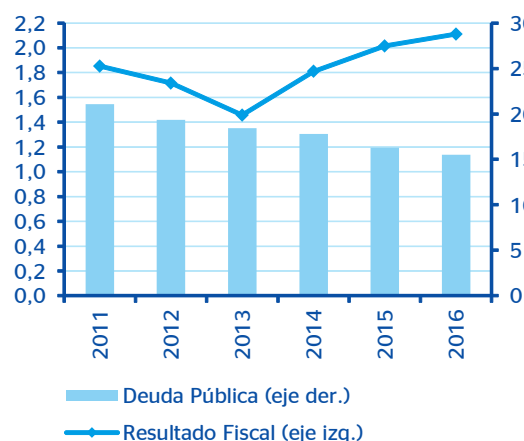
En los siguientes años, el mayor impulso de la demanda interna y, posteriormente, de las exportaciones, seguirá brindando soporte a la recaudación fiscal y dará así espacio para incrementar el gasto público. Por lo pronto, el presupuesto público para el próximo año contempla un aumento del gasto mayor a 10% real y anticipamos que esa será la tendencia en el medio plazo. En este contexto, cuatro aspectos deberán ser tomados en cuenta. Primero, es necesario preservar la calidad del gasto público en todos los niveles. Es positivo en este sentido que la cobertura del presupuesto por resultados sea cada vez más amplia, lo que estimula la definición de parámetros para evaluar los objetivos que se desea alcanzar. Segundo, es recomendable evitar un incremento desproporcionado del gasto corriente y privilegiar el gasto de inversión porque este último componente está más vinculado con el crecimiento de largo plazo, a lo que se agrega que es más dúctil para ser empleado de manera contracíclica. Tercero, viene causando preocupación la actual concentración de la inversión pública en proyectos de pequeña escala. De acuerdo con la consultora local APOYO, a excepción de la expansión del Tren Eléctrico, el monto de inversión promedio de los proyectos de inversión pública asciende a un promedio de USD 8 millones. Las desventajas que esto genera están asociadas a la mayor demanda de capacidades gerenciales para administrar un elevado número de proyectos y la desarticulación que podría existir entre los mismos, lo que sugiere un impacto limitado sobre la competitividad. Finalmente, aun cuando desde el año pasado se vienen registrando superávits presupuestales,

nuestros estimados del resultado fiscal estructural siguen ubicándose en terreno negativo. Si bien, no anticipamos que este indicador empeore en el mediano plazo, no se puede dejar de considerar que una reversión imprevista de los términos de intercambio nos podría regresar a la zona deficitaria, lo cual disminuiría el espacio para efectuar política fiscal contracíclica.

En el balance, nuestras previsiones para las cuentas fiscales se presentan favorables para los siguientes años. En este contexto, estimamos que el ratio de la deuda pública mantendrá su trayectoria decreciente hasta alcanzar un nivel cercano a 16% del PIB en 2016.

Gráfico 8

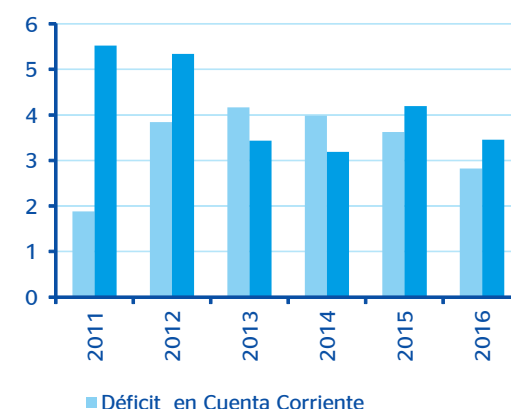
Resultado fiscal y saldo de deuda pública bruta (% del PIB)



Fuente: BCRP, BBVA Research Peru

Gráfico 9

Déficit en cuenta corriente e influjo de capitales de largo plazo (% del PIB)



Fuente: BCRP, BBVA Research Peru

La mayor demanda interna ampliará el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos

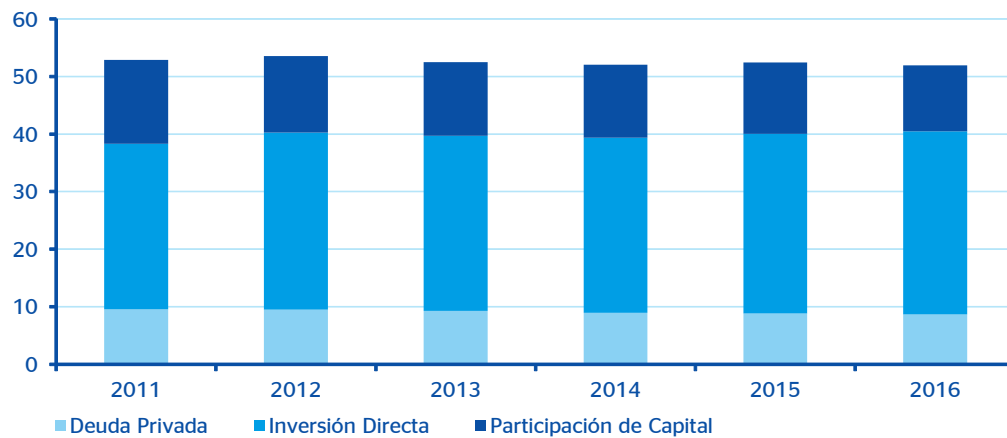
El mayor dinamismo que anticipamos para la demanda interna, la desaceleración de las exportaciones, y la caída de los términos de intercambio llevarán a que el déficit en cuenta corriente se amplíe en 2012 y 2013 (gráfico 9). Sin embargo, en el medio plazo, la recomposición de las fuentes de crecimiento por el lado del gasto, con un mayor apoyo transitorio de las exportaciones, favorecerá el comportamiento de la balanza comercial e irá reduciendo gradualmente este déficit.

Cabe señalar que en nuestras proyecciones el ingreso de capitales de largo plazo permitirá financiar con holgura los resultados deficitarios de la cuenta corriente. En este escenario, el Banco Central continuará acumulando reservas internacionales, aunque a un ritmo algo menor, sobre todo desde 2014 en adelante, y estará determinado principalmente por flujos de capitales de corto plazo, cuyo comportamiento es más volátil.

Por otro lado, estimamos que los pasivos externos de largo plazo del sector privado se mantendrán estables, tanto como porcentaje del PIB (alrededor de 50% del PIB) como en su composición (gráfico 10). Así, anticipamos que las ventas más altas de la minería incrementarán las utilidades de las empresas de este sector, con lo que se mantendría su sesgo a financiar la nueva inversión con fuentes propias. Como resultado, se mantendrá la participación más alta de la inversión extranjera directa en los pasivos de largo plazo, lo que le imprime una mayor estabilidad a la cuenta corriente debido al carácter anticíclico de las utilidades provenientes de la primera.

Gráfico 10

Pasivos externos de largo plazo del sector privado (% del PIB)



Fuente: BCRP, BBVA Research Peru

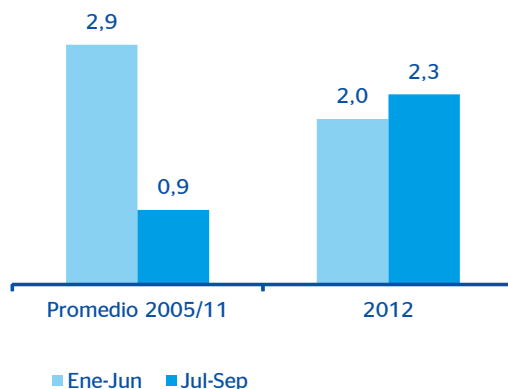
4. Retorno de la inflación a la meta tardará más de lo previsto

La inflación se ha ubicado persistentemente fuera de la meta y en este contexto las expectativas inflacionarias de medio plazo se han incrementado

Durante el año la inflación permaneció por encima del rango meta (2%, +/- 1 punto porcentual) y a setiembre se ubica en 3,7%. Se esperaba que el proceso de convergencia se acelerara en el segundo semestre pero ello no ocurrió y el desvío se extiende ya por alrededor de año y medio. Normalmente los precios de alimentos suben a principios de año durante la época de lluvias en las zonas productoras y luego reversionen en los siguientes meses. Esta reversión no se ha dado hasta el momento debido a que las condiciones climatológicas no han sido favorables (gráfico 11).

Gráfico 11

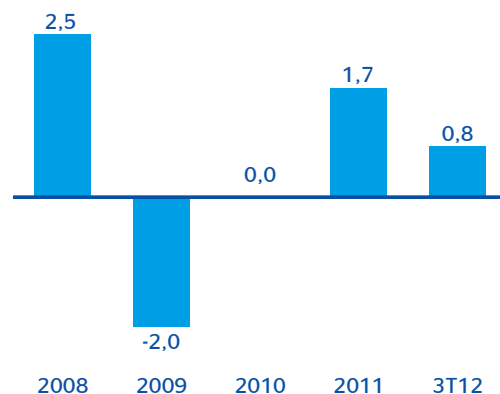
Precios de alimentos (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 12

Desvío de la inflación con respecto a meta de 2%: aporte del componente no subyacente (en pp)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Este choque de oferta se suma a anteriores (insumos alimentarios importados, condiciones climatológicas locales, petróleo) y es la recurrencia de estos lo que en buena parte ha venido sosteniendo a la inflación fuera de la meta desde el año pasado, con más de un 1,5 puntos porcentuales de contribución en 2011 (gráfico 12) y alrededor de 1pp actualmente. En este entorno en el que el ritmo al que avanzan los precios es persistentemente mayor que 3%, las expectativas inflacionarias para 2013 y 2014 se han elevado y se ubican cerca del límite superior del rango objetivo del Banco Central. Es decir, en un horizonte en el que los choques de oferta deberían tender a disiparse, el público espera que la inflación siga siendo relativamente alta, lo que podría ser incorporado en el proceso de formación de precios y generar así efectos de segunda vuelta.

Junto con el impacto rezagado de las mayores cotizaciones internacionales de insumos alimentarios, esto retrasará el proceso de convergencia a la meta hasta la segunda mitad de 2013

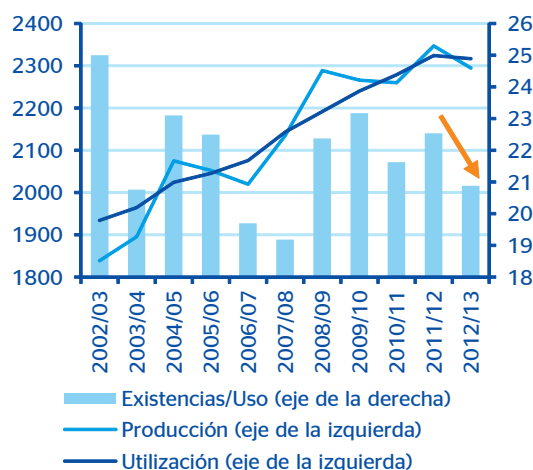
Tanto factores de oferta como de demanda sugieren que el panorama de precios podría ser en adelante algo más complicado del que previmos en nuestro reporte anterior. Del lado de la oferta tendremos en los próximos meses dos elementos que le imprimirán cierta resistencia a la inflación: una tendencia creciente en el precio internacional del petróleo (gráfico 13) y el impacto rezagado de las mayores cotizaciones de insumos alimentarios importados. En el caso del petróleo, las inyecciones de liquidez que seguirán dándose en los siguientes meses como parte del QE3 implementado por la Reserva Federal de Estados Unidos llevarán tanto a una mayor demanda de activos percibidos como de mayor riesgo, entre ellos las materias primas, como a la apreciación del dólar. Y ello se producirá en un contexto en el que hay tensiones políticas en el Medio Oriente, los balances mundiales de petróleo se encuentra bastante ajustados, y una parte importante de los principales países exportadores de este insumo tienen actualmente fuertes necesidades fiscales y esto podría llevarlos a realizar pequeños recortes en producción que tendrían impactos significativos sobre el precio. Localmente, esta tendencia creciente que prevemos para la cotización internacional del petróleo se reflejará en mayores precios de venta al consumidor debido a que el Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles ha dejado de cubrir a las gasolinas.

Gráfico 13
**Precio internacional
del petróleo Brent (USD/barril)**



Fuente: Haver y BBVA Research Perú

Gráfico 14
**Cereales: producción, utilización y
existencias a nivel global (millones de toneladas)**



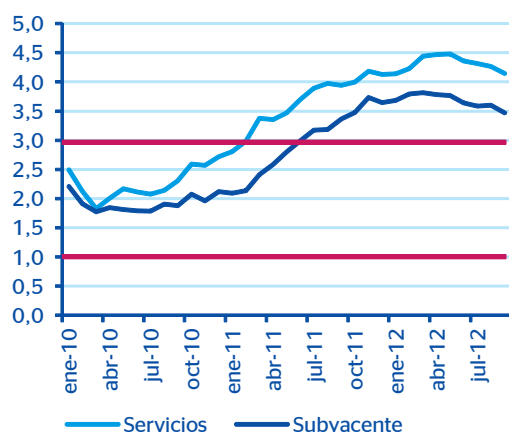
Fuente: FAO

En cuanto a los precios de insumos alimentarios importados (soja, trigo y maíz), estos se elevaron significativamente en el tercer trimestre de 2012 y fueron así mayores que los previstos en nuestro reporte anterior. Ello se debe en gran parte al fuerte impacto de los problemas climatológicos que afectaron a las principales zonas productoras del mundo (ver gráfico 14). Si bien en las

últimas semanas se ha producido cierta corrección en las cotizaciones internacionales, el nivel en el que se ubican sigue siendo elevado. La evidencia empírica sugiere que cuando se producen episodios como estos el efecto sobre los precios de los bienes finales se da con rezago. Es decir, todavía no se habría observado el grueso del impacto de los mayores precios de estos commodities sobre la inflación local, lo que esperamos que se dé desde principios de 2013. Ahora, es importante también mencionar que las alzas en los precios de estos insumos han sido menores que las registradas en 2008, con lo que el impacto sobre precios al consumidor será entonces también más acotado que en aquella oportunidad.

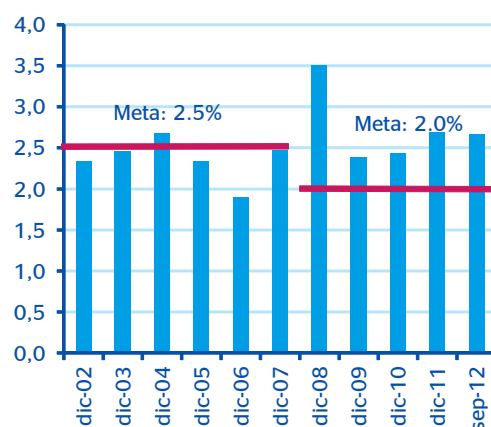
Por el lado de la demanda, el gasto doméstico seguirá avanzando a un ritmo mayor que el del producto y las holguras se acortarán. En este contexto, las presiones de demanda sobre los precios se incrementarán. Algo de esto se estaría percibiendo ya pues la inflación subyacente se ubica por encima del rango meta, e incluso rubros más vinculados con demanda dentro de esta medida de inflación, como por ejemplo Servicios, se sitúan fuera de aquel (gráfico 15). Otro indicador que apoya la misma idea es la tasa de utilización de la capacidad instalada de la actividad manufacturera no primaria, que se encuentra en máximos históricos, y si bien el sector en su conjunto muestra aún alguna holgura, hay sub-ramas en las que esto ya no se da.

Gráfico 15
**Inflación subyacente e
Inflación de servicios (var. % interanual)**



Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Gráfico 16
**Expectativas
de inflación dos años hacia adelante (%)**



Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

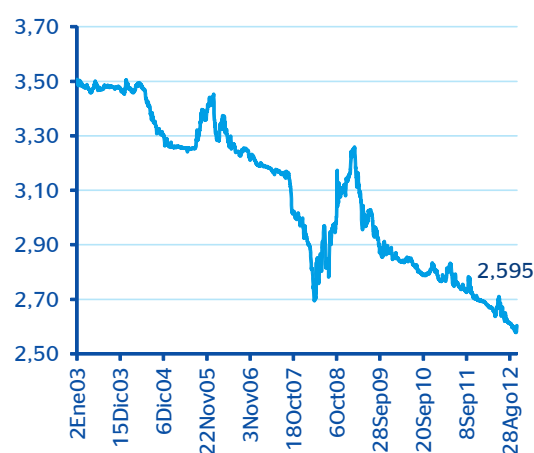
La resistencia a ceder que estos dos choques de oferta (petróleo e insumos alimentarios importados) y el fuerte dinamismo de la demanda interna le imprimirán a la inflación en los siguientes meses sugiere que esta no descenderá al rango meta (y permanecerá allí en adelante) sino hasta la segunda mitad de 2013. Tendrá así más de dos años fuera del mismo, lo que seguirá afectando a las expectativas inflacionarias de medio plazo (gráfico 16).

5. Influjo de capitales seguirá fortaleciendo a la moneda local

La moneda peruana continúa mostrando una tendencia a apreciarse (gráfico 17) y en lo que va del año acumula un alza cercana al 4%. De un lado, la liquidez en los mercados internacionales es holgada y la aversión global al riesgo ha descendido luego de que se acotara la probabilidad de un escenario muy complicado en Europa. De otro, la economía peruana sigue avanzando sostenidamente y sus vulnerabilidades gradualmente se reducen. En este entorno, hay un gran apetito por activos domésticos y los influjos de capitales han fortalecido la moneda local. Aunque no descartamos que se produzcan episodios transitorios de turbulencia, estimamos que la tendencia a apreciarse continuará en los siguientes meses, con lo que el tipo de cambio se ubicará alrededor de 2,50 a fines de 2013, un nivel que encontramos más cercano al de equilibrio.

Gráfico 17

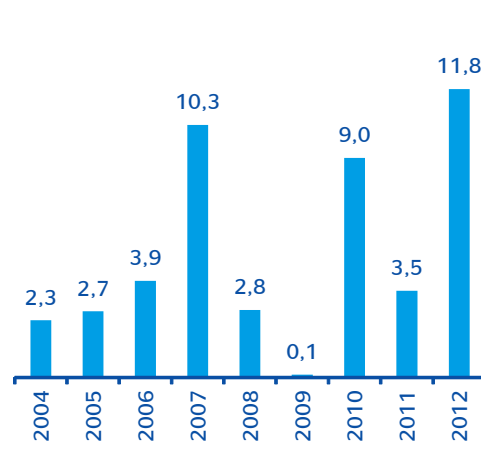
Tipo de cambio PEN/USD (soles por dólar)



Fuente: BCR, BBVA Research Peru

Gráfico 18

Banco Central: compras netas en el mercado cambiario (USD miles de millones)



Fuente: BCR, BBVA Research Peru

Este escenario llevará a que el Banco Central siga interviniendo en el mercado para moderar el ritmo de apreciación de la moneda local. Cabe mencionar que en lo que va del año las intervenciones cambiarias suman cerca de USD 12 mil millones (gráfico 18), un monto récord que equivale a casi 25% del saldo de las reservas internacionales netas al cierre de 2011. Esto conlleva un costo. El crecimiento económico permite absorber solo parte de la liquidez en moneda local que se inyecta como resultado de las intervenciones. Lo demás debe ser esterilizado y mientras que el rendimiento de las reservas internacionales se ubica por debajo del 2% (la tasa de interés de un bono del Tesoro de Estados Unidos a diez años se ubica actualmente alrededor de 1,70%, por ejemplo), el costo de la esterilización con certificados de depósito y con depósitos a plazo realizados por la banca o por el sector público es de por lo menos el doble. En la medida de que las compras de moneda extranjera se incrementan, las pérdidas en las que se incurre también lo hacen, lo que eventualmente podría dificultar el manejo monetario.

Por ello, el Banco Central acompañaría las intervenciones cambiarias con medidas complementarias, propias o coordinadas con las demás autoridades económicas. En el primer caso, recientemente modificó la estrategia de su intervención en el mercado cambiario. Ahora no solo realiza compras de moneda extranjera cuando el tipo de cambio se encuentra presionado a la baja, sino que lo ha empezado a hacer también cuando no hay mayores presiones de ese tipo, debilitando así a la moneda local. Con ello busca imprimirle una mayor volatilidad al tipo de cambio, tornando

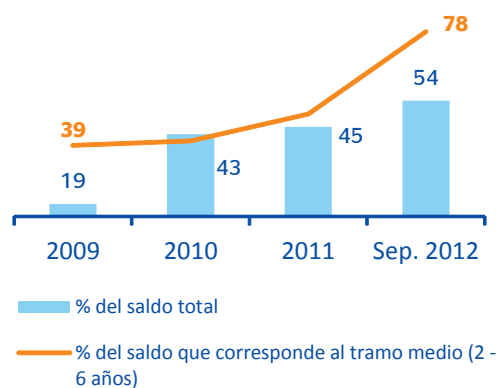
más riesgosa la apuesta por una moneda local más fuerte y reduciendo así el atractivo de estas operaciones (lo que eventualmente llevaría a que las intervenciones cambiarias disminuyan). La medida fue puesta en práctica hace solo algunas semanas, por lo que aún es prematuro hacer un balance adecuado sobre la efectividad de la misma. Además, no se descarta una elevación del límite operativo que tienen los fondos de pensiones privados para realizar inversiones en el exterior. Esto podría darle cierto apoyo a la demanda local de dólares. En el segundo caso, el regulador bancario propuso hace pocos días reducir el límite a la posición de cambio global sobrevenida (de 15% a 10% del patrimonio efectivo) y a la posición neta en derivados de tipo de cambio (de 30% a 20%). Se recortaría así la posibilidad de tomar posiciones largas en favor del sol peruano. Esta medida entraría en vigencia a principios de 2013.

La entrada de capitales se orientará no solo a la adquisición de deuda pública, sino también a la de títulos del sector privado

El influjo de capitales a la economía peruana se viene dando a través de distintos canales. Uno de ellos es el mercado de bonos soberanos, donde las posiciones de inversionistas extranjeros han continuado incrementándose (gráfico 19). En algunos tramos de la curva de rendimientos la tenencia alcanza ya cerca de 80% del monto total emitido. La mayor demanda de deuda pública peruana se apoya en un retorno relativamente atractivo al compararlo con las tasas de interés internacionales, en la tendencia a fortalecerse de la moneda local, y en la baja volatilidad del tipo de cambio (reduce el riesgo de la inversión). En esta situación, los rendimientos exigidos han disminuido considerablemente y en algunos casos, en particular para los bonos soberanos con plazo de vencimiento menor a diez años (gráfico 20), se ubican incluso en un nivel similar al de la tasa de política monetaria (4,25%).

Gráfico 19

Bonos soberanos:
tenencia de inversionistas extranjeros



Fuente: MEF, BBVA Research Peru

Gráfico 20

Rendimiento del bono
soberano que vence en 2020 (pb)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research Peru

Prevedemos que en los siguientes meses continuarán registrándose entradas de capitales para incrementar posiciones en bonos soberanos porque el atractivo de estos títulos se mantendrá y las condiciones financieras a nivel global seguirán siendo laxas. Es importante mencionar, sin embargo, que el ritmo del influjo será más moderado porque las tenencias de inversionistas extranjeros ya es elevada y las colocaciones de nueva deuda pública que hará el Estado peruano en 2013 no serán muy importantes (se tendrá un superávit fiscal). En todo caso, la demanda estará más orientada a los tramos largos, donde la tenencia de inversionistas extranjeros aumentó hasta el momento de manera más acotada y los precios han tenido una subida más pequeña (la curva de rendimientos se ha empinado).

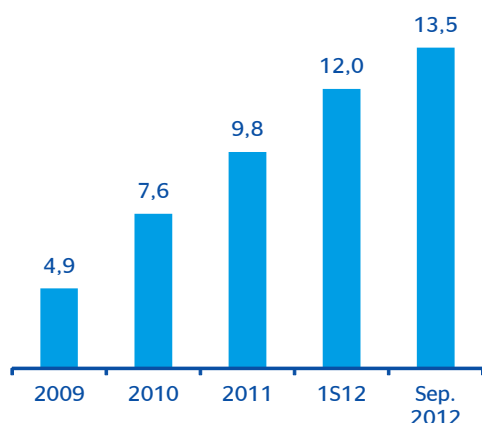
Un segundo canal a través del cual se viene dando la entrada de capitales son las emisiones en el exterior de títulos de empresas peruanas no financieras. Esto era infrecuente hasta hace poco, pero el apetito que encuentran en los mercados internacionales y los relativamente bajos rendimientos exigidos las ha animado a salir. En los últimos dos meses, por ejemplo, dos empresas del sector minorista emitieron acciones y bonos a nivel global buscando con ello financiar su expansión en el mercado local, y obtuvieron en conjunto cerca de USD 700 millones. Así como estas se tienen otras operaciones en cartera. En un contexto en el que el Tesoro no tiene mayores necesidades de financiamiento y por lo tanto la emisión de deuda pública se mantendrá acotada, el apetito de inversionistas extranjeros por los títulos de empresas peruanas seguirá dinamizando el influjo de moneda extranjera a la economía.

A esto se sumará el mayor financiamiento externo de la banca y la inversión extranjera directa

Un tercer vehículo a través del cual se ha incrementado la oferta local de dólares es el financiamiento que toma la banca en el exterior (gráfico 21). La demanda de crédito mantiene un interesante dinamismo, reflejando el avance de los ingresos de la población y la disminución de la informalidad. Una parte importante de esta demanda se viene dando en moneda extranjera (gráfico 22), recogiendo las bajas tasas de interés en dólares y la expectativa de que la moneda local continuará apreciándose. Por el lado de los depósitos, sin embargo, la situación es diferente. Aquí sí se observa una desdolarización más pronunciada. En este contexto, la banca ha buscado atender la mayor demanda de crédito pero sin incurrir en grandes descalces de moneda, lo que la ha llevado a incrementar los pasivos que toma del exterior (cerca de 80% de este saldo es de largo plazo). Si bien el regulador bancario ha propuesto incrementar el requerimiento de capital de la banca cuando el prestatario muestre un descalce de monedas entre sus ingresos (en soles) y el financiamiento que solicita (en dólares), lo que encarecerá el crédito en moneda extranjera, se estima que el impacto de la medida será acotado. Por lo tanto, en la medida de que las tasas de interés internacionales se mantendrán bajas y que la moneda peruana continuará fortaleciéndose, es probable que la banca siga aumentando su financiamiento externo para atender la mayor demanda de crédito, con lo que la entrada de capitales por este canal continuará.

Gráfico 21

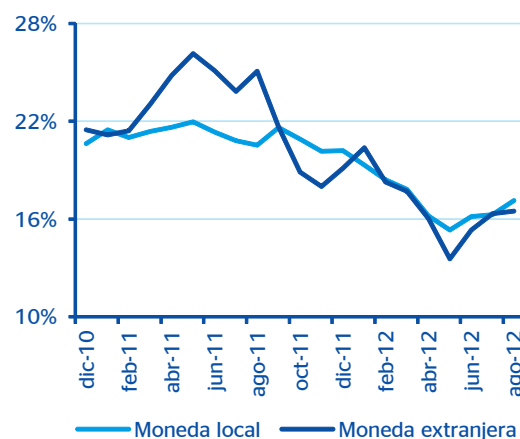
Saldo de pasivos externos de la banca peruana
(USD miles de millones)



Fuente: BCR, BBVA Research Peru

Gráfico 22

Crédito del sistema financiero al sector privado
(var. % interanual)



Fuente: SBS, BBVA Research Peru

Finalmente, es importante mencionar que el influjo a través de inversión extranjera directa se aceleró en la primera mitad del año y alcanzó un nivel récord, creciendo más de 30% con respecto al primer semestre de 2011. Buena parte de esta es reinversión de las utilidades que

generan las empresas extranjeras, la que estimamos que continuará en los siguientes trimestres para aprovechar las oportunidades de negocio que seguirá generando una economía como la peruana que crece a un ritmo interesante o para seguir avanzando con la construcción de grandes proyectos como en el caso del sector minero.

6. ¿Vuelve el dilema de política monetaria?

La inflación se ubica persistentemente fuera de la meta y la demanda interna seguirá fuerte...

La tasa de política se ha mantenido inalterada en 4,25% desde mayo del año pasado. Ello se ha dado en un contexto en el que si bien la inflación se ha ubicado fuera de la meta, el desvío está principalmente relacionado con choques de oferta. Por el lado de la actividad, la fortaleza de la demanda interna ha compensado la debilidad del sector exportador, de manera que el crecimiento ha sido solo levemente mayor que el potencial en un entorno en el que la brecha del producto era aún negativa. Finalmente, la incertidumbre sobre las condiciones externas sugería actuar muy prudentemente.

El panorama hacia adelante se presenta algo más complicado, sin embargo. En primer lugar, la recurrencia de choques de oferta ha llevado a que la inflación sea persistentemente mayor que la meta y prevemos que no vuelva a esta sino hasta dentro de un año. En este contexto, los agentes económicos han elevado sus expectativas inflacionarias. Las empresas no financieras, por ejemplo, las que fijan precios en el sector real de la economía, esperan una inflación de 3,0% para los próximos dos años, es decir, en el límite superior del rango. Ello sugiere que podría haber ciertas dificultades para mantener ancladas las expectativas de medio plazo, lo que no es deseable en un esquema de metas de inflación. En segundo lugar, la fortaleza de la demanda interna y las mayores perspectivas de crecimiento sugieren que las actuales holguras no tardarán en disiparse. Ello no solo tendría impacto sobre precios, sino también sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos.

... pero una eventual alza de la tasa de política exacerbaría las presiones hacia el fortalecimiento de la moneda local, en un contexto en el que el esfuerzo para moderarlas ya ha sido importante

Este entorno sugiere que podría ser necesario reanudar el proceso de ajuste de la posición monetaria, sobre todo luego de acotarse la probabilidad de que se dé un escenario muy complicado en Europa. De hecho, el Banco Central ya lo empezó a hacer de manera preventiva pero no ha utilizado su instrumento convencional sino los requerimientos de encaje, con lo que evita exacerbar las presiones hacia el fortalecimiento de la moneda local. Creemos que el dilema que empieza a enfrentar la autoridad monetaria lo llevará en adelante a actuar de dos maneras. Primero, se seguirá apoyando en los encajes, a pesar de que estos se ubican ya en niveles elevados. Este será su principal instrumento en los próximos meses de ser necesario inducir un sesgo restrictivo en las condiciones monetarias. Segundo, se coordinarán medidas macroprudenciales con el resto de autoridades económicas. Por lo pronto, el regulador bancario ha propuesto incrementar los requerimientos de capital según el tipo, moneda y plazo del crédito. Esto se aplicaría en particular para las colocaciones que vienen creciendo más rápido, como son las orientadas a financiamiento hipotecario y de consumo. En el primer caso, por ejemplo, se incrementará el capital requerido cuando el crédito se realice en dólares y el ingreso del prestatario se encuentre en soles, cuando el financiamiento se destine a adquirir una vivienda que no sea la primera, cuando el préstamo como proporción del valor del inmueble sea más alto, o cuando el plazo de vencimiento del crédito sea mayor. Es importante aquí mencionar que si bien estas medidas buscan que la intermediación financiera se desarrolle de manera ordenada, pueden conllevar costos. El crecimiento de la demanda de crédito en Perú se apoya en

elementos estructurales, como la caída de la informalidad y el aumento del ingreso permanente (mejoras en productividad). La banca peruana registra una muy baja tasa de morosidad y sus indicadores siguen siendo muy sólidos. En ese contexto, el aumento que la penetración financiera ha registrado en los últimos años solo ha recortado parte de las diferencias con el resto de la región. Medidas macroprudenciales muy severas (las autoridades peruanas son tal vez las que más las han utilizado luego de Brasil) podrían retrasar el proceso de convergencia de manera innecesaria.

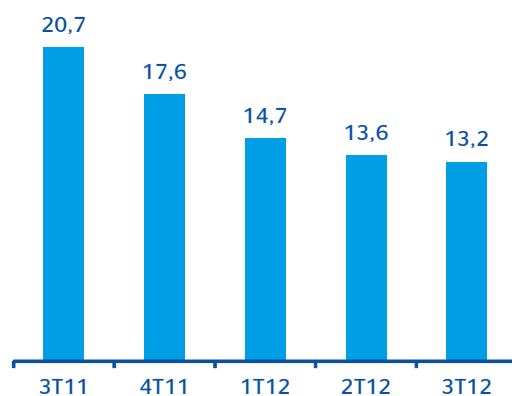
7. Medidas para moderar el crédito y bancarización

Se mantiene el dinamismo del crédito en un entorno en el que la banca muestra sólidos indicadores

Las colocaciones de la banca al sector privado continúan mostrando un interesante dinamismo (gráfico 23). A nivel de productos, sigue siendo fuerte la evolución del crédito de consumo y sobre todo el hipotecario, mientras que el destinado a empresas ha tenido cierta recuperación, en particular comercio exterior, en lo que puede haber influido la reducción del encaje para estas operaciones¹ a pesar de la debilidad del sector externo. El dinamismo del crédito se ha dado en un entorno de fortaleza del sistema bancario. Así, este muestra adecuados niveles de rentabilidad cercanos al 25% y niveles de morosidad por debajo del 2% (gráfico 24). Adicionalmente, la banca muestra niveles altos de capitalización (gráfico 25), los cuales son más altos que los que exige la actual regulación internacional.

Gráfico 23

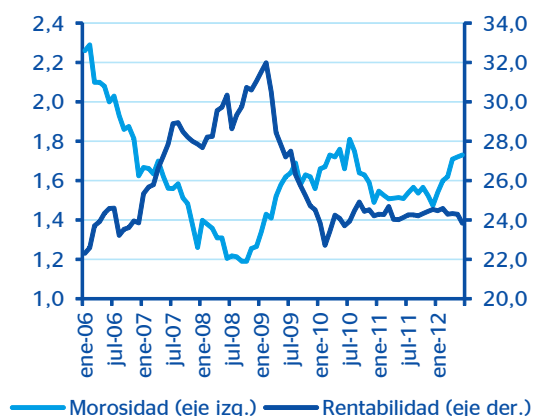
Colocaciones de la banca al sector privado (var. %interanual)



Fuente: SBS y BBVA Research Perú

Gráfico 24

Rentabilidad y Morosidad del sistema bancario (%)



Fuente: SBS y BBVA Research Perú

Hacia adelante, el reto es seguir bancarizando pero manteniendo las fortalezas del sistema

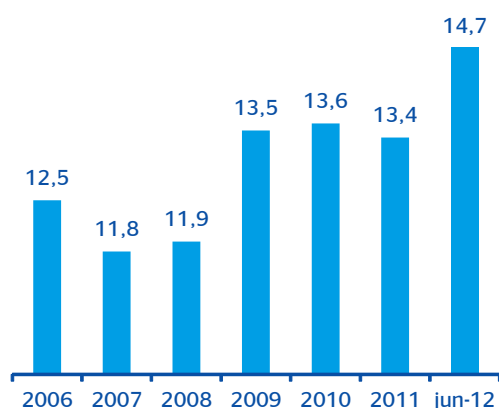
Las autoridades han venido implementando medidas de carácter macroprudencial para asegurar que la expansión del crédito sea sostenible. En este contexto, el Banco Central elevó en tres

1: A principios de julio, el Banco central recortó los encajes para este tipo de operaciones de 60% a 25% con el objetivo de que las condiciones de financiamiento de las operaciones de comercio exterior de la banca local sean algo más similares que las de la banca extranjera.

oportunidades (septiembre, octubre y noviembre) la tasa de encaje medio² con el objetivo de moderar el dinamismo del crédito. Asimismo, el regulador bancario viene proponiendo incrementar los requerimientos de capital, especialmente a los créditos denominados en moneda extranjera y con plazos residuales mayores. Así, por ejemplo, en el caso particular de los créditos hipotecarios se propone que el requerimiento sea mayor cuando el loan-to-value es más alto, el plazo residual de vencimiento del préstamo es mayor, el crédito está denominado en moneda extranjera, o si no se destina a la adquisición de primera vivienda. Sin embargo, sería necesario que las autoridades actúen de manera mesurada con estas medidas (a las que se añade la adecuación a Basilea III) si consideramos que parte de la mayor demanda de crédito proviene de una mayor parte de la población que recién empieza a acceder a productos crediticios.

Gráfico 25

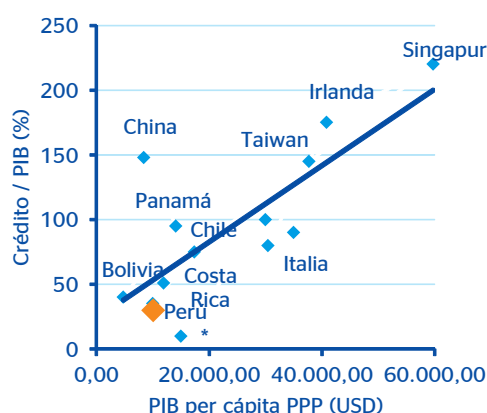
Capitalización del sistema bancario (capital sobre activos ponderados por riesgo, %)



Fuente: SBS y BBVA Research Perú

Gráfico 26

Intermediación financiera y PIB por habitante



Fuente: WEO, Banco Mundial

Cabe mencionar que el nivel de bancarización en Perú es relativamente bajo comparado con el de otros países de la región, incluso controlando por el nivel de ingresos. Así, estimamos que el nivel de crédito sobre PIB de Perú debería estar alrededor de 10pp por encima de su nivel actual (gráfico 26). Para que una mayor parte de la población se beneficie del acceso al mercado crediticio habrá que seguir reduciendo la informalidad en la economía y mejorando algunos aspectos de carácter institucional, como por ejemplo el acceso y calidad de la información crediticia, los derechos de propiedad (simplificación de trámites y reducción de costos) y el marco legal de manera que este garantice la correcta ejecución de las garantías (Tabla 1). Hemos estimado que con estas mejoras la penetración del crédito bancario en la población aumentaría en 35pp hasta 2020, mientras que si no se hacen el crédito se incrementaría en 20pp del PIB en el mismo período (gráfico 27).

2: Cabe señalar que el Banco Central viene empleando el encaje como instrumento de política para evitar exacerbar las presiones hacia el fortalecimiento de la moneda local.

Tabla 1

Determinantes del desarrollo financiero**Factores Estructurales**

Inflación	0,03
Spread	-0,39
Economía informal	-0.95***

Factores institucionales

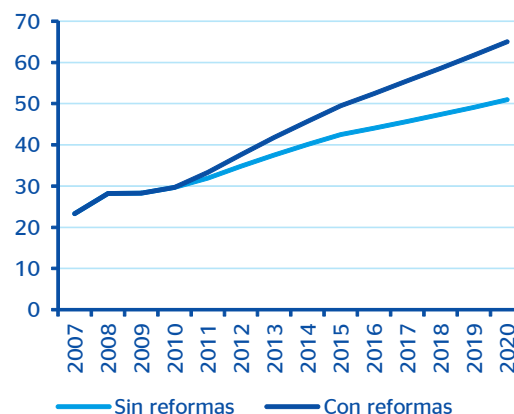
Índice información crediticia	4.15*
Índice de derechos de propiedad	-3,87
Índice de marco legal	5.16**

Infraestructura bancaria

Infraestructura bancaria	24.75***
--------------------------	----------

***, **, * indican significancia al 1%, 5% y 10%, respectivamente
Fuente: BBVA Research Perú

Gráfico 27

Crédito sobre PIB bajo diferentes escenarios (%)

Fuente: SBS, BBVA Research Perú

8. 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, aunque con una probabilidad de ocurrencia que ha descendido debido al apoyo que brindaría el Banco Central Europeo en un escenario complicado. Si en el camino hacia la solución de los problemas de sostenibilidad fiscal y financiera se produjera algún “accidente”, se elevarían sustancialmente las tensiones financieras globales. Este “accidente” podría producirse, por ejemplo, si los países fiscalmente más fuertes se niegan a seguir los acuerdos alcanzados o los países que han solicitado ayuda financiera de las instituciones europeas incumplen las metas a las que se comprometieron. Las repercusiones serían importantes en el resto del mundo y en Perú.

La economía peruana cuenta sin embargo con fortalezas que mitigarían los impactos de este choque externo. La posición fiscal ha mejorado en los últimos años y tiene espacio para implementar medidas contracíclicas, mientras que por el lado monetario se cuenta con instrumentos cuyo uso facilitaría la provisión de liquidez y apoyaría el crecimiento. En este escenario, el producto se desaceleraría a un ritmo cercano al 4% en 2013 y a algo por encima de eso en 2014, para luego empezar a recuperarse gradualmente. Naturalmente se produciría un debilitamiento en las cuentas del sector público y en las del sector externo, pero sería algo manejable. Las medidas de estímulo fiscal y los menores ingresos tributarios vinculados, de un lado, con la desaceleración de la actividad y, de otro, con los menores precios de exportación inducirían resultados fiscales deficitarios, los que sin embargo no excederían el 1% del PIB en el horizonte de proyección. Con ello, la tendencia decreciente del ratio de deuda pública sobre PIB se interrumpiría transitoriamente, retomándose en cuanto las condiciones globales empiecen a mejorar. 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% del PIB.

9. Tablas

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013
PIB (% interanual)	8,8	6,9	6,0	5,6
Inflación (% interanual, fdp)	2,1	4,7	3,4	2,8
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2,82	2,70	2,58	2,50
Tasa de interés de política (% fdp)	3,00	4,25	4,25	4,25
Consumo privado (% interanual)	6,0	6,4	5,8	5,5
Consumo público (% interanual)	10,0	4,8	7,0	5,0
Inversión (% interanual)	23,2	5,1	13,8	10,0
Resultado fiscal (% del PIB)	-0,3	1,9	1,7	1,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,5	-1,9	-3,8	-4,2

Fuente: BBVA Research Perú

Tabla 3

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% 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	8,8	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	6,1	4,2	2,67	4,25
2T12	6,1	4,0	2,67	4,25
3T12	5,9	3,7	2,60	4,25
4T12	5,9	3,4	2,58	4,25
1T13	6,3	3,4	2,56	4,25
2T13	5,1	3,4	2,55	4,25
3T13	5,4	2,9	2,53	4,25
4T13	5,8	2,8	2,50	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 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
apuate@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

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
Julián Cubero
juan.cubero@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.rodriquez@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