

Situación Perú

Primer Trimestre 2014
Análisis Económico

- **La actividad global continuará recuperándose este año, en un entorno de menor incertidumbre.** Aunque se mantienen diversos factores de riesgo, como el impacto del retiro de los estímulos monetarios sobre las economías emergentes.
- **Perú no fue ajeno a la volatilidad que generó el inicio del *tapering* sobre los activos financieros y los tipos de cambio.** Hacia adelante, esperamos que predominen los elementos que la distinguen como una economía con buenos fundamentos.
- **El crecimiento de la economía peruana se acelerará a 5,6% en 2014 y 5,9% en 2015.** La demanda interna continuará evolucionando de manera favorable y el impulso adicional vendrá de las mayores exportaciones, principalmente de minerales.
- **La ampliación del déficit en cuenta corriente tiene carácter temporal y se revertirá gradualmente con el auge exportador.** Esta brecha externa continuará siendo financiada por capitales de largo plazo, principalmente.
- **La tasa de política monetaria se mantendría inalterada en 2014,** en un entorno de crecimiento del PIB similar al potencial e inflación convergiendo hacia el centro del rango meta.

Índice

1. Resumen	3
2. Entorno global: mayor crecimiento y riesgos más equilibrados.....	5
3. Mercados financieros locales al compás del <i>tapering</i> y de lo que ocurre en otras economías emergentes	8
Recuadro 1. ¿Hacia dónde se podría mover el spread soberano peruano?	11
4. Mantenemos previsiones de crecimiento para 2014 y 2015 en 5,6% y 5,9%	13
Recuadro 2. Ganancias de competitividad de la manufactura necesitan ser consolidadas con las reformas pendientes	21
5. Inflación se moverá hacia el interior del rango meta desde el segundo trimestre	25
6. Política monetaria: tasa de interés de referencia sin cambios en 2014	27
7. Riesgos externos se mantienen latentes, pero Perú cuenta con fortalezas para atenuar sus eventuales impactos	29
8. Tablas	31

Fecha de cierre: 7 de febrero de 2014

1. Resumen

El ciclo económico global se ha fortalecido durante los últimos meses de 2013, en línea con lo esperado. Por ello, continuamos previendo que el PIB mundial crecerá 3,6% en 2014 y 3,9% en 2015, luego de expandirse 2,9% el año pasado. En la mejora de la actividad global ha sido importante el avance de las economías desarrolladas, sobre todo de Estados Unidos. La senda de aceleración en este país durante todo 2013, el recorte del ajuste fiscal que haría en 2014/15, y la menor incertidumbre sobre el financiamiento de los gastos del Gobierno en ese mismo período han dado espacio a la Reserva Federal para empezar a disminuir el estímulo monetario. El cambio en la orientación de la política monetaria ha tenido, como es usual, un impacto global. Las economías emergentes han sido las más afectadas con reducciones de los flujos de entrada de capital y depreciaciones de sus monedas, y dentro de ellas las más golpeadas vienen siendo aquellas con mayores déficit externos financiados con capitales de corto plazo en moneda extranjera. Estas tensiones no alteran nuestras previsiones de crecimiento del conjunto de economías emergentes, pero sí suponen un riesgo a la baja para tomar en cuenta.

Perú no ha sido ajeno a este tensionamiento en los mercados financieros. Como en el resto de la región, los indicadores de riesgo se han incrementado, los precios de activos domésticos se han ajustado a la baja, y la moneda se ha depreciado. Sin embargo, el debilitamiento del sol peruano ha corregido la sobrevaloración de esta moneda. Por ello, en nuestro escenario base prevemos que el tipo de cambio tenderá a ubicarse en los próximos meses alrededor de su nivel actual. No descartamos, sin embargo, que en algunos momentos puedan presentarse episodios de alta volatilidad vinculados, por ejemplo, con la continuación del *tapering* en Estados Unidos o con turbulencias en algún mercado emergente, los que serán acotados por las intervenciones del Banco Central. Eventualmente el tipo de cambio retornaría a un nivel más próximo al de sus fundamentos conforme los mercados diferencien entre economías, un análisis en el que Perú muestra varias fortalezas.

En relación con el producto, esperamos que este año el crecimiento se acelere a 5,6% y el próximo a 5,9%. Los datos de actividad disponibles muestran que se habría producido un rebote en el ritmo de actividad del cuarto trimestre de 2013 y que este impulso se mantendría a inicios de este año. Además, los últimos datos de expectativas empresariales y del consumidor sugieren que el gasto privado seguirá brindando soporte a la demanda interna. El crecimiento adicional en comparación con el año pasado (que habría cerrado en una cifra cercana a 5,0%) sería provisto por un mayor dinamismo de las exportaciones, debido al inicio de la fase operativa de importantes proyectos mineros.

Para el período 2015-2018, estimamos que el crecimiento anual convergerá a 5,5%, en línea con la expansión del PIB potencial. El soporte vendrá por el lado de la acumulación de capital y expansión del empleo; sin embargo, el aporte de la productividad tendrá un declive en relación con la década pasada. En este sentido, una aceleración del ritmo de crecimiento requerirá implementar políticas que impulsen la productividad, como la mejora de la calidad de la educación, la reforma del mercado laboral y la simplificación administrativa, con miras a impulsar la inversión y disminuir la informalidad.

Para este y el próximo año, se espera que el déficit en cuenta corriente se siga ubicando en un nivel cercano a 5,0% del PIB. Cabe enfatizar, sin embargo, que, a diferencia de otras economías emergentes, el déficit en cuenta corriente de Perú se explica por un aumento del ratio de inversión y no por un exceso de gasto público o consumo privado. Además, los capitales que lo financian son principalmente de largo plazo, bajo la modalidad de IED, la cual ha estado dirigida en gran medida al sector transable de la economía. Estas inversiones harán posible el auge exportador que irá cerrando la brecha en los siguientes años. Aunque, ello requerirá un aumento del ahorro interno, esfuerzo que, dadas las previsiones para el sector público, tendría que recaer principalmente en el sector privado.

Proyectamos que las cuentas públicas tendrán un ligero deterioro hacia adelante y que a partir del próximo año se registrarán déficit moderados. Por el lado de los ingresos, estimamos que la presión tributaria se mantendría en alrededor de 15% del PIB en los siguientes años y que existe poca probabilidad de que se cumpla la meta del gobierno de alcanzar el 18%. Por el lado de los gastos, pensamos que no se evitará el manejo procíclico de las cuentas fiscales. Uno de los elementos que contribuirá a que se adopte este sesgo expansivo será el aumento de las remuneraciones de los empleados públicos en el marco de diversas reformas de la administración estatal. Cabe señalar que estos resultados no comprometen la solvencia fiscal en la medida que el ratio de deuda pública (como % del PIB) seguirá mostrando una trayectoria descendente.

Por el lado de los precios, prevemos que el panorama será más benigno en adelante, con lo que la inflación iniciará en el segundo trimestre un proceso de convergencia hacia el centro del rango meta y cerrará el año en 2,4%. Esta previsión recoge tres elementos. En primer lugar, la debilidad del crecimiento en los últimos meses ha llevado a que la brecha del producto se modere, lo que junto con una expansión del PIB que en 2014 será similar a la del potencial reducirá las presiones inflacionarias por el lado de la demanda. En segundo, el tipo de cambio mostrará este año un comportamiento relativamente estable luego de haber alcanzado un nivel más acorde con sus fundamentos, de manera que el traspaso hacia precios será acotado. Y finalmente, las cotizaciones internacionales de insumos alimentarios continuarán descendiendo por las favorables condiciones de oferta a nivel global.

En este entorno de presiones inflacionarias contenidas y crecimiento económico en línea con el potencial, la tasa de política monetaria se mantendrá en su nivel actual de 4,0% en lo que resta del año. Si eventualmente fuese necesario darle un soporte adicional al crecimiento, estimamos que el Banco Central se apoyará en la reducción de los requerimientos de encaje en moneda doméstica, los que a pesar de haber descendido en los últimos meses todavía siguen siendo relativamente elevados. Difícilmente el Banco Central empleará la tasa de política para apuntalar la actividad pues con ello exacerbaría las presiones de depreciación sobre la moneda local en un contexto volátil por el retiro del estímulo monetario en Estados Unidos. Por otro lado, tampoco prevemos un ajuste al alza en la tasa de referencia durante algún episodio de alta volatilidad cambiaria, como lo han hecho recientemente algunas economías emergentes con el fin de darle soporte a sus monedas, pues en ese contexto el Banco Central utilizaría las elevadas reservas internacionales con las que cuenta para intervenir en el mercado como usualmente se ha observado.

Finalmente, los principales riesgos externos a la baja sobre nuestro escenario base de crecimiento son dos: una acentuación de las tensiones financieras en economías emergentes más vulnerables y una brusca desaceleración de la economía china. En el primer caso, la dificultad de algunas economías emergentes para administrar el *tapering* podría elevar la percepción de riesgo de estos mercados y contagiar a Perú. En este escenario se observaría una tendencia del sol peruano a depreciarse, corrección a la baja en los precios de activos locales, y un endurecimiento de las condiciones de financiamiento externo, lo que podría terminar afectando al sector real. En el segundo caso, las fragilidades financieras que han ido aflorando en China dificultarían la implementación de políticas contracíclicas en ese país. El impacto sobre la economía peruana sería más estructural, afectando por un período más extenso las exportaciones de metales y sus cotizaciones internacionales. Es importante mencionar que, en cualquier caso, Perú continúa exhibiendo fortalezas por el lado fiscal y monetario que le permitirían implementar respuestas de política económica para acomodar estos impactos.

2. Entorno global: mayor crecimiento y riesgos más equilibrados

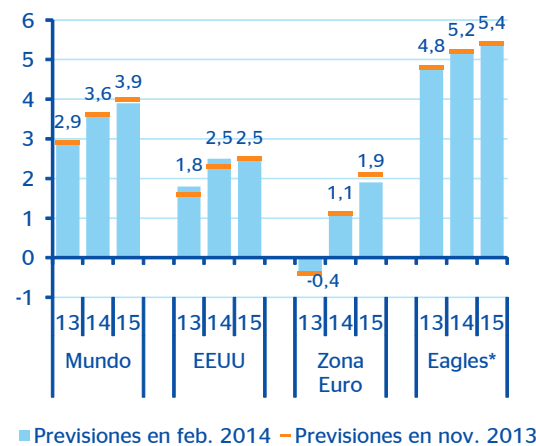
El ciclo económico global mejora y se despejan algunas incertidumbres de la política económica

El ciclo económico global se ha fortalecido durante los últimos meses de 2013. Según nuestras estimaciones, durante el último semestre de 2013 el PIB global se habría acelerado hasta niveles cercanos al 1% trimestral, dejando atrás la moderación iniciada en 2012 y que alcanzó un mínimo a comienzos de 2013, cuando apenas creció el 0,5%. A esta mejora ha contribuido la aceleración de las economías avanzadas, en especial EE.UU., pero también la zona euro, que empieza a crecer moderadamente. En las economías emergentes la situación es más diversa, pero algunas de ellas como China mantienen tasas de crecimiento relativamente estables.

La mejor valoración del entorno global es el resultado también de las novedades registradas en el ámbito de la política económica, en la medida en la que contribuye a reducir la incertidumbre. Por una parte, en EE.UU. se ha alcanzado un acuerdo en materia fiscal de más recorrido de lo esperado. Además, la mejora en la actividad ha permitido que la Reserva Federal dé comienzo a principios de 2014 a la ralentización de su programa de expansión monetaria (*tapering*). En Europa, se han dado pasos adicionales para la construcción de una unión bancaria, lo que junto a la determinación del BCE para atajar riesgos, debería eliminar el lastre que supone la fragmentación financiera. El panorama global estaría más despejado, si no fuera por el efecto que el *tapering* está teniendo sobre los mercados financieros de las economías emergentes, y que podría terminar afectando al crecimiento de algunas de las economías de este grupo.

Gráfico 2.1

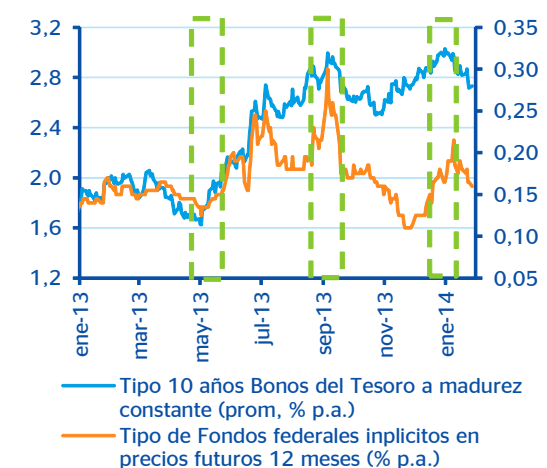
Previsiones de crecimiento del PIB (%)



EAGLEs es el grupo de economías emergentes que más contribuirán al PIB mundial en los próximos 10 años. Grupo compuesto por Grupo compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2.2

EEUU: futuros sobre los tipos de interés de los fondos federales y tipos de largo plazo (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

De este modo, el PIB mundial, que en 2013 se habría desacelerado hasta el 2,9%, crecerá en 2014 y 2015 el 3,6% y 3,9% respectivamente (Gráfico 2.1), cifras prácticamente iguales a las de hace tres meses. El previsible aumento del crecimiento mundial no resta importancia a la existencia de riesgos bajistas sobre la previsión. Aunque los riesgos que se adivinan están lejos de tener el carácter sistémico que tenían en el pasado, algunos eventos se han hecho presentes, como las recientes caídas de los precios de los activos y las depreciaciones de los tipos de cambio de las economías emergentes.

EEUU empieza a desprenderse del impulso monetario

El PIB de EEUU ha mantenido una senda de aceleración durante todo 2013 que, a finales de año, ha permitido que la Reserva Federal dé los primeros pasos en la retirada de los estímulos monetarios. Asimismo, en diciembre se alcanzó un acuerdo que supone un importante paso adelante para eliminar la incertidumbre sobre la financiación de la actividad del gobierno en 2014-15, además de reducir el ajuste fiscal inicialmente previsto para ese periodo.

Las perspectivas de la política monetaria también se han aclarado recientemente, en línea con lo esperado. Como consecuencia de una aceleración de la actividad con expectativas de inflación bien ancladas, la Fed ha decidido comenzar a disminuir el ritmo de compras mensuales de activos financieros, de forma que en el cuarto trimestre de 2014 el aumento de balance del banco central haya terminado. Nuestro escenario base también incluye que la primera subida de tipos de interés se producirá en la segunda mitad de 2015, al tiempo que se continuará insistiendo en el forward guidance para anclar las expectativas de tipos. Precisamente el esfuerzo que la Fed ha hecho en los últimos meses para explicar su estrategia de salida ha sido relativamente exitoso en evitar episodios de volatilidad como los registrados a comienzos de verano boreal. Tanto los tipos de interés a largo plazo, como las expectativas sobre la senda de los fondos de la Fed se mantienen en niveles no superiores a los registrados al inicio del verano (Gráfico 2.1). Esto es significativo en tanto que parte de la recuperación de la actividad en EE.UU. se debía a sectores sensibles al tipo de interés, particularmente el sector inmobiliario.

En este contexto, revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento de EEUU en 2014 hasta el 2,5%, cifra que se estima también para 2015 (Gráfico 2.1). Tras este ajuste, se encuentran tanto la fortaleza que la economía americana ha mostrado en la segunda parte de 2013 como el impulso adicional que supondrá el menor drenaje fiscal resultado del acuerdo fiscal alcanzado a finales de 2013. Cabe señalar que la previsión tiene riesgos al alza, si la mejora en la confianza termina suponiendo impulsos adicionales sobre la inversión y la contratación por parte de las empresas.

La retirada del estímulo monetario en EEUU puede complicar el panorama de algunas economías emergentes

El cambio de orientación de la política monetaria de EE.UU. tiene, como es habitual, un impacto global. Las economías emergentes se están viendo sometidas a una reducción de los flujos de entrada de capital y depreciaciones en sus monedas, intensificadas en algunos casos por eventos domésticos que aumentan la incertidumbre sobre la gestión de sus respectivas políticas económicas. Además, continúa produciéndose una diferenciación entre economías de acuerdo a sus fundamentales: mayores déficits externos y mayor peso de una financiación a corto plazo y en moneda extranjera están asociados con mayor vulnerabilidad a salidas de capital y depreciación del tipo de cambio (Gráfico 2.3).

Las tensiones recientes no alteran nuestras previsiones de crecimiento del conjunto de las economías emergentes, pero sí que suponen un riesgo bajista reseñable. Este riesgo sería mayor en aquellas economías con más peso en las carteras de los inversores globales y que tengan vulnerabilidades como las señaladas más arriba. Este sería el caso, sobre todo de Turquía, Brasil, Indonesia o India. El tensionamiento monetario que algunas de ellas están emprendiendo para frenar el deslizamiento del tipo de cambio y de las expectativas inflacionistas tendrá un impacto bajista en el crecimiento. Con todo, la diversidad dentro del grupo de economías emergentes supone que se mantienen las favorables perspectivas en áreas de Sudamérica como el conjunto de las economías andinas, Asia emergente o México, algunas de las cuales beneficiadas por el impulso cíclico de la economía de EE.UU. (Gráfico 2.4).

El crecimiento en China se mantiene en el entorno del 7,5%, pero las vulnerabilidades se hacen más evidentes

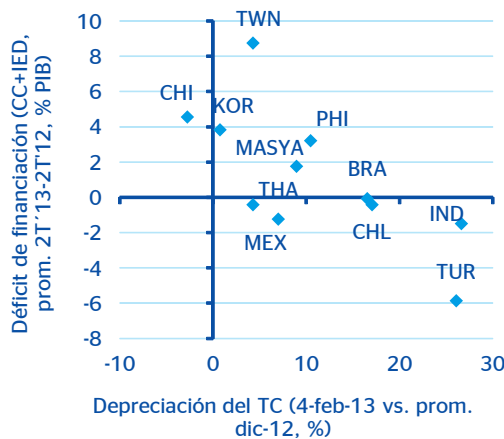
Durante el último trimestre la economía china se ha mostrado con claridad en su doble vertiente de soporte de la economía global y de potencial factor de riesgo. Por una parte, las dudas existentes a comienzos de año sobre la sostenibilidad del crecimiento chino y la posibilidad de un “aterrizaje brusco”, se han disipado en el corto plazo. La economía se ha recuperado en la segunda mitad de 2013 (Gráfico 2.4) y mantiene un buen tono, aunque algunos de los datos más recientes de confianza y expectativas de actividad manufacturera hayan vuelto a situarse debajo de lo esperado.

Además se han anunciado cambios de fondo en la política económica. En el Tercer Plenario del Partido Comunista Chino, las autoridades han reafirmado su compromiso con el mantenimiento de altas tasas de crecimiento, al tiempo que han propuesto medidas que reforzarán el papel del mercado en la asignación de recursos y el rebalanceo hacia un mayor peso del consumo de las familias desde un modelo de inversión y exportaciones. Estos son pasos en la dirección adecuada, pero su efectividad dependerá de su implementación y no están exentos de riesgos.

Por ejemplo, en lo que se refiere al sector financiero, las autoridades se siguen mostrando comprometidas con atajar las vulnerabilidades existentes, ligadas fundamentalmente al rápido crecimiento del crédito. Así, se están produciendo tensiones de liquidez en el mercado interbancario que afectan sobre todo a la denominada “banca en la sombra”¹, aunque no se ha logrado moderar el ritmo de crecimiento del crédito.

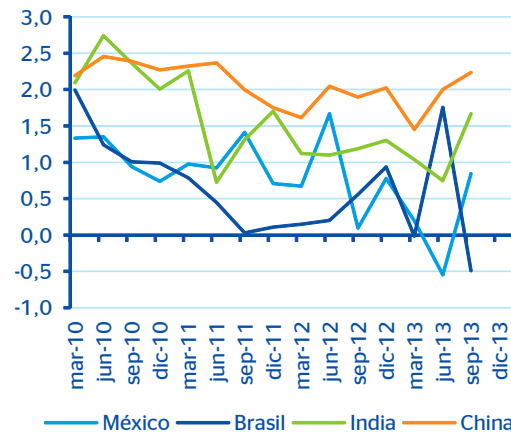
En todo caso, nuestras previsiones de crecimiento en 2014 y 2015 para la economía china se mantienen (en 7,6% y 7,5%, respectivamente), confiando en el margen y la capacidad de actuación de las autoridades.

Gráfico 2.3
Depreciación del tipo de cambio (%) y brecha de financiación externa (CC + Balance IED, % PIB)



Fuente: BBVA Research en base a EPFR data

Gráfico 2.4
Crecimiento del PIB en economías emergentes (% t/t, corregidos de estacionalidad)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

La zona euro prosigue su lenta recuperación, con el apoyo del BCE y con la unión bancaria en el punto de mira

Tras un inicio de año en recesión, la zona euro ha conseguido mantener una senda de expansión moderada a lo largo de la segunda parte del año, tal y como preveíamos en BBVA Research. Así, los datos del cuarto trimestre apuntan hacia un crecimiento interanual

¹: El conjunto de instituciones y vehículos financieros que escapan de la regulación del sistema bancario cumpliendo sus mismas funciones de intermediar entre los agentes económicos con exceso/déficit de ahorro para acometer decisiones de consumo o inversión.

del 0,4%, que aunque leve, es el mayor desde finales 2011. Detrás de esta ligera mejora, está la perspectiva del creciente papel de la demanda doméstica y la sostenida mejora de las condiciones financieras, favorecida por la determinación y el compromiso del BCE con una política monetaria expansiva, aunque el motor del crecimiento europeo en 2013 y 2014 ha sido y seguirá siendo el sector exportador.

En todo caso, no serían descartables periodos de inestabilidad conforme se acerquen eventos que puedan alterar el panorama de avances en la unión bancaria y en general de fortalecimiento de la unión monetaria en Europa. Entre estos eventos a los que estar atentos, cabría destacar las elecciones al Parlamento Europeo, o novedades sobre las condiciones y los resultados de los exámenes de los balances bancarios.

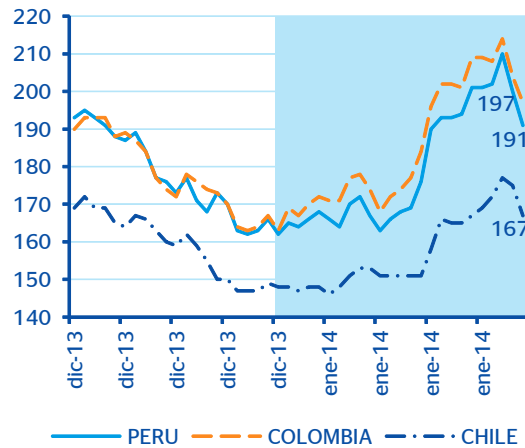
Con todo, mantenemos nuestras previsiones para la zona euro en 2014 en el 1,1%, mientras que se espera un crecimiento del 1,9% en 2015. En cualquier caso, dada la continuada debilidad cíclica que proyectamos, se mantiene en el horizonte de previsión como evento de riesgo, aunque de baja probabilidad, un escenario en el que la posibilidad de deflación pueda ser relevante.

3. Mercados financieros locales al compás del *tapering* y de lo que ocurre en otras economías emergentes

El inicio del *tapering* ha tenido, como era previsible, un impacto a nivel global, y ha sido más intenso en las economías emergentes con desbalances macroeconómicos importantes

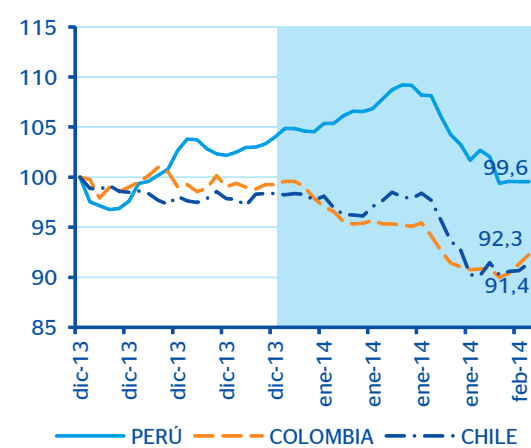
Si bien la primera reacción al inicio del proceso de recorte del estímulo monetario en Estados Unidos fue acotada, en las últimas semanas se sumó un elemento adicional al darse a conocer datos de actividad en Norteamérica y China que sugieren que la recuperación, en el primer caso, y la estabilización, en el segundo, son algo más incipientes que lo previsto. A estos dos factores se ha añadido en las economías emergentes otro de carácter idiosincrático: algunos de estos mercados, incluyendo a un grupo de los más grandes, muestran debilidades estructurales, como por ejemplo una fuerte brecha externa financiada en parte importante por el influjo de capitales de corto plazo y una gestión de las políticas económicas que se percibe que no se encuentra orientada a corregirlas. Es decir, la reducción del estímulo monetario a nivel global toma a algunas economías emergentes con desbalances macroeconómicos importantes. Como resultado, el apetito por los países emergentes se ha debilitado: los indicadores de riesgo se incrementaron, los precios de activos domésticos corrigieron a la baja, y las monedas locales se depreciaron.

Gráfico 3.1
Riesgo-país: EMBI (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg

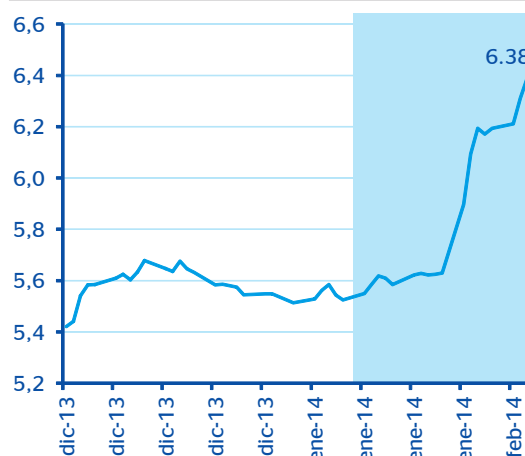
Gráfico 3.2
Índice de la Bolsa de Valores (02/12/13 = 100)



Fuente: Bloomberg

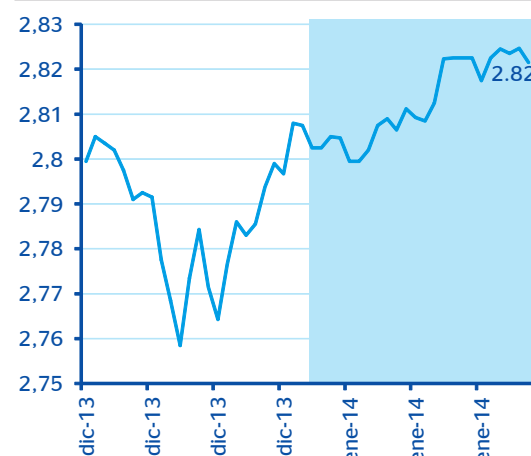
Perú no ha sido ajeno a este panorama. En enero, el EMBI Perú se incrementó alrededor de 40 puntos básicos y superó los 200pb, un nivel similar al que llegó a alcanzar cuando el *tapering* fue anunciado en el segundo trimestre del año pasado (ver Gráfico 3.1). En este contexto de mayor percepción de riesgo, la bolsa de valores cayó cerca de 2% (y otro tanto más en lo que va de febrero, ver Gráfico 3.2), mientras que la liquidación de posiciones por parte de inversionistas no residentes en el mercado de bonos soberanos² llevó a que, por ejemplo, los rendimientos exigidos a los títulos con vencimiento en 2023 avancen cerca de 65pb (y otros 18pb adicionales en febrero, ver Gráfico 3.3). En el mercado cambiario, las presiones sobre la moneda local llevaron al tipo de cambio por encima de 2,82 (ver Gráfico 3.4), algo que no se observaba desde la primera mitad de 2011, a pesar de las intervenciones del Banco Central con ventas de moneda de extranjera (USD 1 040 millones en enero y otros USD 430 millones en lo que va de febrero, en conjunto equivalente a 2,2% del saldo de reservas internacionales de fines de 2013) y con colocaciones de títulos cuyo rendimiento está indizado al tipo de cambio (por un monto neto equivalente a USD 750 millones).

Gráfico 3.3
Rendimiento de bonos soberanos (SOB2023, %)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 3.4
Tipo de cambio (PEN/USD)



Fuente: Bloomberg

2: Como referencia de esta liquidación de posiciones, en diciembre, cuando al inicio del *tapering* aún no se habían sumado las noticias menos alentadoras sobre actividad en EEUU y China ni la mayor incertidumbre relacionada con los desbalances macroeconómicos en algunas de las economías emergentes más grandes, el saldo de bonos soberanos en poder de no residentes se redujo en más de USD 400 millones. Esta liquidación probablemente se acentuó en enero.

La moneda local ha alcanzado un nivel acorde con sus fundamentos, pero no se descartan episodios adicionales de alta volatilidad

La tendencia al alza que ha registrado el tipo de cambio lo ha llevado a un nivel que, según nuestras estimaciones, es más consistente con sus fundamentos económicos. Por ello, en nuestro escenario base prevemos que esta variable tenderá a ubicarse en los próximos meses alrededor de su nivel actual. No descartamos, sin embargo, que en algunos momentos puedan presentarse episodios de alta volatilidad vinculados, por ejemplo, con la continuación del *tapering* en Estados Unidos o con turbulencias en algún mercado emergente. Las intervenciones del Banco Central acotarían fluctuaciones muy bruscas y eventualmente el tipo de cambio retornaría a un nivel más próximo al de sus fundamentos conforme los mercados diferencien entre economías, un análisis en el que Perú muestra varias fortalezas. El riesgo es que la frecuencia de estos episodios de fuerte volatilidad sea elevada y como resultado termine contagiando a economías emergentes más sólidas como la peruana.

Recuadro 1. ¿Hacia dónde se podría mover el spread soberano peruano?

Con el inicio del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos, las condiciones de liquidez a nivel global serán cada vez más ajustadas. En este contexto, hemos presenciado un incremento de los rendimientos de los bonos del Tesoro norteamericano y de los spreads soberanos de las economías emergentes. En particular, en Perú, luego de las primeras señales de un anuncio de retiro del estímulo por parte de la FED en el segundo trimestre del 2013, el spread soberano (el EMBI Perú) se incrementó en aproximadamente 50pbs, de 130pbs en may-13 a 180pbs en promedio de jun-dic-13 (ver gráfico R1.1.).

El incremento esperado de las tasas de interés en Estados Unidos afecta los spreads soberanos a través del canal de liquidez. En los últimos años, las medidas de estímulo cuantitativo han aumentado la liquidez a nivel mundial, lo cual ha llevado a que los capitales busquen mayores retornos en mercados emergentes y ha generado una disminución en los spreads soberanos. Con el inicio del *tapering*, se producirá el efecto contrario dado que los capitales obtendrán mayores rendimientos en Estados Unidos y reducirán su exposición a activos en mercado emergentes.

Estudios empíricos sugieren que existe una relación positiva y significativa entre el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años de Estados Unidos y los spreads soberanos en mercado emergentes. Por ejemplo, González-Rozada, M. y Levy Yeyati, E. (2008)³ encuentran que el apetito por riesgo (aproximado por los spreads de la deuda corporativa de alto rendimiento) y la liquidez internacional (aproximado por el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años de Estados Unidos) son un determinante significativo de los spreads en mercados emergentes y explican alrededor de 30% de su dinámica de largo plazo. Resultado similares encuentra Hartelius, K., Kashiwase, K., y Kodres L. (2008)⁴, que además señalan que la incertidumbre sobre el movimiento de tasas del Tesoro tiene una mayor influencia que el cambio mismo.

Para analizar los potenciales efectos de un endurecimiento de las condiciones de liquidez global para el caso peruano estimamos una ecuación de determinantes del spread soberano que se explica por los fundamentos económicos y el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años de Estados Unidos.

$$EMBI_t = \alpha + \beta_1 Treasury10A_t + \beta_2 X_t + \beta_3 dummy1 + \beta_4 dummy2 + \epsilon_t$$

donde EMBI es el indicador de riesgo país, Treasury10A es el rendimiento del bono del Tesoro de Estados Unidos

a 10 años, X es un conjunto de variables fundamentales (cuenta corriente como % del PIB, términos de intercambio, PIB, deuda externa como % del PIB, reservas como % del PIB), dummy1 captura el efecto contagio de las elecciones de Brasil de 2002 y dummy2 captura el efecto contagio de la quiebra de Lehman Brothers el último trimestre de 2008. La frecuencia de los datos es trimestral y abarca el periodo 1T99-3T13.

Los resultados de la regresión indican que una elevación de 100pb en el rendimiento del bono del Tesoro norteamericano a 10 años (T10Y) induce un incremento de aproximadamente 20pb en el EMBI de Perú. Teniendo en cuenta este resultado, si se cumple la previsión del consenso del mercado de que el rendimiento del T10Y estará alrededor de 3,50% a fines de 2015 (un aumento de unos 70-80pb respecto de su valor actual), el EMBI Perú se elevaría entre 10 y 15pb en los siguientes meses, con lo que pasaría a ubicarse ligeramente por encima de 200 pbs. Con ello, el aumento del costo financiero para las emisiones soberanas sería de casi 1 pp en un plazo de dos años. Este resultado sugeriría que el impacto del recorte del estímulo monetario en los EE.UU sobre la economía peruana sería gradual y relativamente acotado (asumiendo que otros determinantes del spread soberano peruano se mantienen inalterados).

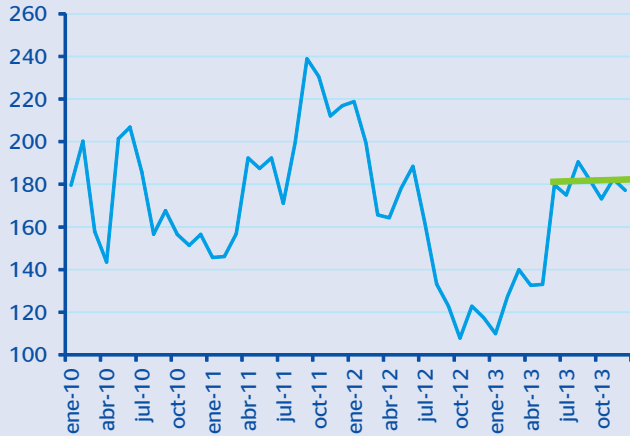
Desde luego, el efecto total sobre el spread depende de la evolución esperada de los fundamentos económicos y de si esta información ya ha sido incorporada en la valoración del riesgo país. Por ejemplo, en el periodo 2003-2007, cuando la FED ajustó su política monetaria, los rendimientos del bono del Tesoro a 10 años se incrementaron alrededor de 200pb, mientras que el spread soberano de Perú cayó en 300pb. La reducción se explicó por la mejora de los fundamentos de la economía peruana, los que se vieron favorecidos por un shock positivo de términos de intercambio que se reflejó en una reducción del déficit fiscal y del ratio de deuda pública y externa, una mejora del saldo en cuenta corriente, y un mayor ritmo de crecimiento del PIB. Lo que prevemos para los próximos dos años en estas variables fundamentales es, en el balance, un deterioro ligero (ver Tabla R1.1) que no ejercería mayor presión sobre el spread de la deuda pública peruana.

3: González-Rozada, M. and Levy Yeyati, E. (2008) Global Factors and Emerging Market Spreads, *Economic Journal* 118, 1917-1936

4: Hartelius, K., Kashiwase, K., y Kodres L. (2008) "Emerging Market Spread Compression: Is it Real or is it Liquidity?" IMF Working Paper

Gráfico R1.1

EMBI+ Perú (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg

Tabla R1.1

Fundamentos macroeconómicos del riesgo soberano

	2010-2012	2013-2015	Efecto
Cuenta corriente (% del PBI)	-2,6	-5,0	↓
Resultado fiscal (% del PBI)	1,3	0,0	↑
Deuda pública (% del PBI)	21,5	17,8	↑
Deuda externa (% del PBI)	27,7	30,7	↓
Reservas internacionales (% del PBI)	29,5	31,9	↓
Términos de intercambio (Var. % promedio)	6,2	-5,8	↑
PBI (Var. % promedio)	7,3	5,5	↓

Fuente: BCRP y BBVA Research

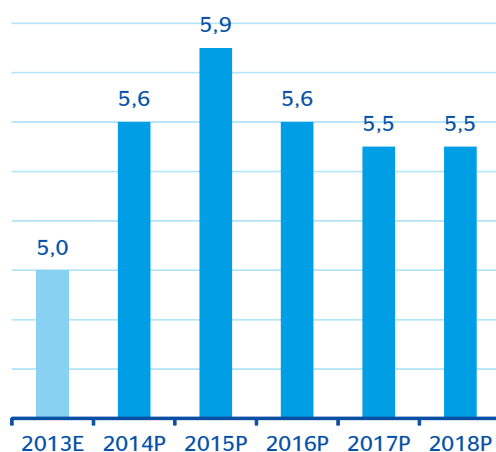
4. Mantenemos previsiones de crecimiento para 2014 y 2015 en 5,6% y 5,9%

La economía peruana inicia el año con una perspectiva favorable. Por un lado, en el corto plazo los indicadores disponibles de actividad sugieren que el crecimiento del PIB mantiene el impulso observado el pasado trimestre. De otro, la mejora sostenida que han mostrado los índices de confianza anticipa que el gasto del sector privado continuará dando soporte a la expansión del producto en los próximos meses.

Además del buen momento inicial, cabe señalar que este y el próximo año la actividad económica se acelerará transitoriamente por la fuerte recuperación de los volúmenes exportados de minerales, los que empezarán a reflejar la entrada en fase operativa de algunos de los grandes proyectos mineros actualmente en ejecución. También anticipamos que la mejora del ciclo económico mundial favorecerá un mejor desempeño de nuestras exportaciones manufactureras. Finalmente, seguimos considerando que los precios de las materias primas que Perú exporta se mantendrán en niveles que darán soporte al crecimiento en los próximos años y que su convergencia hacia sus niveles de largo plazo, algo menores a los actuales, será gradual. En este contexto, mantenemos las previsiones de crecimiento que publicamos hace tres meses para Perú en 5,6% para 2014 y en 5,9% para 2015 (ver Gráfico 4.1).

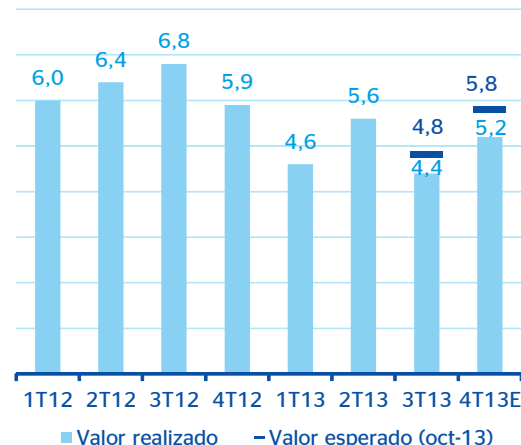
El déficit en cuenta corriente se mantendrá en niveles relativamente elevados (alrededor de 5,0% del PIB) durante este y el próximo año. Si bien es un déficit que refleja el fuerte dinamismo de la inversión y se financia, principalmente, con capitales de largo plazo, no deja de ser un factor de vulnerabilidad en el contexto actual de volatilidad en los mercados financieros internacionales en el que los inversionistas globales toman posiciones defensivas y no distinguen entre economías que exhiben diferencias estructurales importantes. Cabe recordar que, en los últimos meses, los mercados emergentes que han enfrentado las mayores presiones ante los cambios en la posición de la política monetaria de la FED han sido aquellos con déficit externos más abultados. No obstante, es importante remarcar que en estos casos los déficit han estado acompañados de otros factores como una alta dependencia de financiamiento externo de corto plazo, un bajo nivel de reservas internacionales, una débil situación fiscal, o una mala administración macroeconómica, lo que ha acrecentado las dudas de los inversionistas internacionales sobre estas economías. En el caso de Perú, por el contrario, los fundamentos de la economía siguen muy sólidos, por lo que los factores mencionados no se encuentran presentes. En general, percibimos que en los siguientes meses habrá diferenciación entre los mercados emergentes en función a la solidez de sus fundamentos, por lo que Perú podría ser una de las economías que podrían beneficiarse en términos de inlfujos de capitales y condiciones de financiamiento más favorables.

Gráfico 4.1
Perú: crecimiento del PIB 2013-2018 (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.2
Perú: crecimiento trimestral del PIB (var % a/a)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Crecimiento se aceleró en el cuarto trimestre, aunque con intensidad menor a la esperada

En línea con lo esperado, el crecimiento se aceleró en el último trimestre de 2013 (ver Gráfico 4.2). Esto estuvo vinculado en buena medida al mejor desempeño de los sectores primarios, en particular de la Minería (alrededor de 7% a/a en 4T13) y la Pesca (42,9% a/a en 4T13). En relación con el primero de ellos, desde fines del 2012, han venido ingresando a etapa de producción nuevas unidades extractivas (Antapaccay, Santander y Apumayo, por ejemplo) y esto comenzó a tener un impacto relevante en los volúmenes de producción de cobre, plata, zinc y plomo en los últimos meses de 2013. Por otro lado, la Pesca se vio favorecida por una cuota de extracción de anchoveta de 2,3 millones de TM (para la zona Centro-Norte durante la segunda temporada de pesca), casi el triple que la del año previo. Este desempeño de los sectores primarios se sumó al buen momento que siguen atravesando los sectores vinculados a la demanda interna, como Comercio y Servicios, cuyas tasas de expansión repuntaron a una cifra superior a 6% interanual. En particular, destacó el dinamismo de los supermercados, en línea con la fortaleza que ha seguido mostrando el gasto de consumo. Por el lado de los servicios, sobresalieron los financieros, lo que estuvo vinculado al mayor dinamismo del crédito hacia fin de año.

Sin embargo, el rebote fue menor al anticipado (ver Gráfico 4.2). Por el lado del gasto, esto se explica por una recuperación algo lenta de la inversión privada, así como por la debilidad de las exportaciones. Sectorialmente, esto se reflejó en la desaceleración de la Construcción y el débil desempeño de la Manufactura. La primera de ellas se vio afectada por el avance más lento de la inversión en una serie de proyectos vinculados con el retail, telecomunicaciones y manufactura. A su turno, el avance más lento de la Construcción habría tenido impacto sobre la demanda de algunas ramas fabriles conexas (vidrios, por ejemplo), lo que junto a la menor demanda de productos textiles de EEUU y Venezuela, habrían estado detrás de la debilidad de la Manufactura en los últimos meses de 2013.

A diferencia de lo que revelaron las cifras, esperábamos una recuperación más pronunciada de los sectores con mayor vinculación con la demanda interna (Construcción, Comercio y Servicios), que suelen mostrar una dinámica sostenida y, con ello, otorgan mayor estabilidad al crecimiento del PIB. Por el contrario, los sectores primarios, que suelen tener un comportamiento más volátil, fueron los que explicaron en buena medida el crecimiento adicional del último trimestre. En lo positivo, esperamos que, hacia adelante, la Minería continúe mostrando un buen desempeño, lo que sugiere que esta recuperación basada en alguna medida en las actividades extractivas sería sostenible.

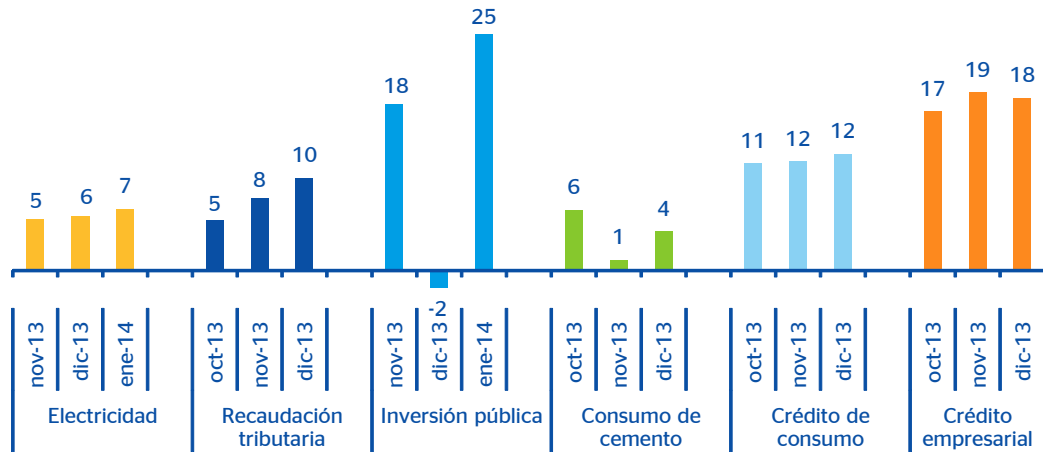
Tomando en cuenta el resultado del último trimestre, el PIB habría crecido 5,0% en 2013, el ritmo de expansión más moderado desde 2004 (con la excepción del período de crisis de 2009). Esto está en línea con nuestra percepción de que la actividad viene atravesando un proceso de convergencia hacia su tendencia de largo plazo, después de haberse ubicado por encima de la misma, cuando recibió el impulso de condiciones externas excepcionalmente favorables que estimularon la inversión. Estimamos que este proceso de convergencia se completará en el corto plazo, por lo que en adelante el PIB crecería a tasas más cercanas al ritmo potencial.

A inicios del año, indicadores de actividad y de confianza evolucionan positivamente

Los indicadores de actividad disponibles para diciembre y enero son en su mayoría positivos (ver Gráfico 4.3) y señalan que la economía mantiene un buen momento al inicio del año. El consumo interno de cemento registró un crecimiento de 4,1% en diciembre (1,1% a/a en noviembre), mientras que la inversión pública se expandió 25% en el primer mes del año, en gran parte por el desarrollo de proyectos de inversión de gobierno locales. Ambos indicadores estarían anticipando resultados favorables para el sector construcción. A estos resultados, se suma el mayor ritmo de crecimiento de la recaudación tributaria y de la generación eléctrica, que en enero habría estado en 6,5%.

Gráfico 4.3

Perú: indicadores de actividad (var % real a/a)



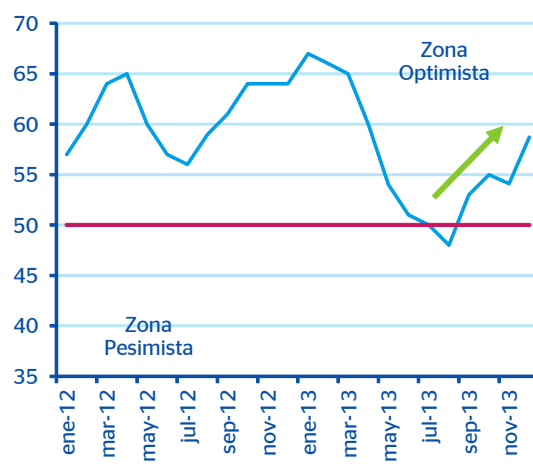
Fuente: BCRP, MEF, COES, INEI, SBS

El crédito total de la banca se expandió 17,6% a/a en diciembre. Las colocaciones dirigidas al sector empresarial se incrementaron 18,2%, continuando con la tendencia creciente observada en los últimos meses. Por sectores, el mayor dinamismo en el otorgamiento de créditos se registró en Minería (17,6% a/a) y Manufactura (15,9% a/a) principalmente en las ramas de alimentos y bebidas, madera y papel y fabricación de metales. La evolución favorable del crédito comercial estaría en línea con el mayor dinamismo que anticipamos para tendría la inversión en los próximos meses.

Estas buenas perspectivas para la economía también se reflejan en el índice de confianza empresarial, que alcanzó en diciembre su mayor nivel de los últimos 8 meses situándose en 59 puntos (ver Gráfico 4.4). Otros indicadores, como el índice de situación actual del negocio y el índice del nivel de ventas, que recogen una percepción más específica de los empresarios sobre su propio entorno, se ubicaron en diciembre en 61 y 57 puntos, respectivamente. El porcentaje de empresas que consideran su situación como mala disminuyó de 9% a 5% por ciento, destacando las perspectivas positivas de los sectores Comercio y Servicios. Mantener las expectativas de los empresarios en niveles de optimismo elevado será un factor clave para asegurar el crecimiento de la inversión privada en el futuro. En este sentido, será necesario que se continúen implementando políticas que aseguren estabilidad macroeconómica y un entorno de negocios favorable.

Gráfico 4.4

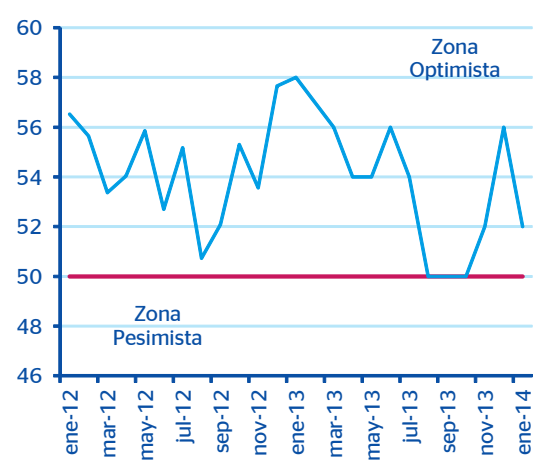
Confianza empresarial (Índice)



Fuente: BCRP

Gráfico 4.5

Confianza del consumidor (Índice)



Fuente: APOYO Consultoría

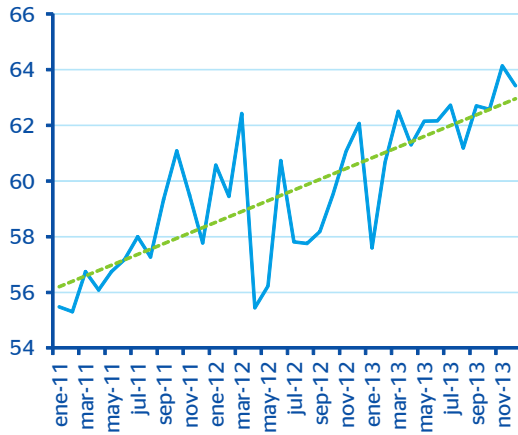
En enero, el índice de confianza del consumidor (medido con el INDICCA de Apoyo Consultoría) se ubicó en 52 puntos (ver Gráfico 4.5). Aunque este resultado se encuentra cuatro puntos por debajo del nivel registrado el mes previo, debe entenderse que en diciembre el nivel de optimismo de los hogares es usualmente alto por la celebración de las fiestas navideñas. Adicionalmente, el encarecimiento de algunos alimentos afectó negativamente el componente de precios del índice. El resultado de enero debe interpretarse como positivo ya que se encuentra dentro de la zona optimista, lo que significa que el número de personas que percibe mejoras en las condiciones para consumir es ligeramente mayoritario. Otro dato positivo para el gasto de las familias es que los créditos de la banca orientados al segmento consumo empezaron a revertir ligeramente la tendencia decreciente mostrada a lo largo de los últimos meses y registran un crecimiento de 12.3% en diciembre. Estos indicadores apuntan a una mayor fortaleza del gasto del sector privado en los siguientes meses.

En 2014 y 2015 el mayor dinamismo de las exportaciones mineras dará un impulso adicional al crecimiento

Para este año y el próximo, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento de 5,6% y 5,9%, respectivamente. Esto representa una aceleración de la actividad económica, en relación con el resultado de 2013. En este sentido proyectamos que la expansión del PIB seguirá contando con el soporte de la demanda interna, la que aportará 5,3 puntos porcentuales al crecimiento durante este año y el próximo. En particular, destacarán la evolución del consumo privado y del gasto público.

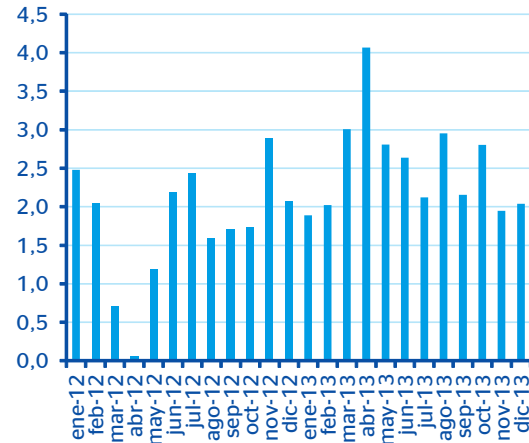
Así, en relación con el gasto de las familias, para los siguientes años proyectamos un crecimiento de alrededor de 4,9%. Esta cifra considera que la confianza del consumidor se mantendría en niveles optimistas, arriba de 50 puntos, y que el crédito de consumo seguirá evolucionando favorablemente. Adicionalmente, nuestra estimación toma en cuenta un mercado laboral seguirá mostrando un buen ritmo, impulsado por el desarrollo de las inversiones. En tal sentido, cabe mencionar que el Índice de expectativas de contratación de personal se ubica dentro del rango optimista (53 puntos) en diciembre, en tanto 18% de las empresas manifestaron que su expectativa de aumentar personal es mayor para los siguientes tres meses, destacando sectores como Construcción, Manufactura, Comercio y Servicios. Además, esperamos que se mantenga la tendencia de los años previos y se siga incrementando la proporción del empleo de calidad (ver Gráfico 4.6). Así, en el último trimestre del año pasado, mientras que el empleo en Lima Metropolitana registraba una tasa de crecimiento de alrededor del 2% interanual (ver Gráfico 4.7), el empleo adecuado aumentó 6,2% a/a y el subempleo por ingresos se redujo en -6,9%. Estas diferencias indicarían que el crecimiento económico no solo está viniendo acompañado de mayores niveles de empleo, sino que además los trabajadores estarían encontrando condiciones laborales de mayor compatibilidad con sus aspiraciones. Un factor clave para seguir impulsando los niveles y la calidad del empleo es mejorar la educación de la fuerza laboral. Personas más capacitadas tendrán mayor productividad y una probabilidad de más alta de obtener mejores condiciones laborales que aquellas que no lo están. Esto ya se viene reflejando en las cifras de empleo: en el último trimestre de 2013 el empleo adecuado se incrementó más en aquel segmento poblacional con educación superior no universitaria (12,6%) seguido por los que cuentan con educación secundaria (6,1%).

Gráfico 4.6
PEA adecuadamente empleada
(% de la PEA ocupada en Lima Metropolitana)



Fuente: INEI

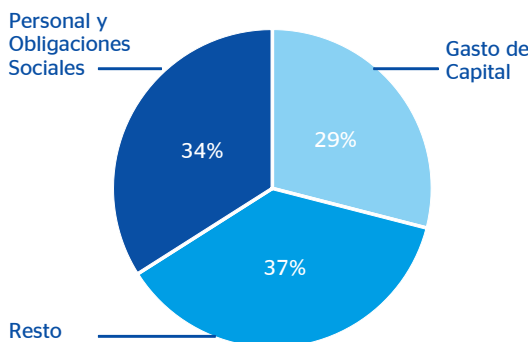
Gráfico 4.7
Crecimiento del empleo en Lima Metropolitana
(promedio móvil 3m de var. % a/a)



Fuente: INEI

El gasto público también mantendrá un fuerte ritmo de expansión, en línea con lo previsto en el Presupuesto Público para este año, cuyo monto es superior en casi 7% real respecto al del 2013. Cabe destacar que el 63% de este incremento está explicado por los recursos adicionales para personal y gasto de capital (ver Gráfico 4.8). En este sentido, el consumo público seguirá reflejando los incrementos salariales acordados en el marco de las reformas a diversos sectores de la administración estatal. Así, los recursos orientados a gastos de personal se incrementarán en S/. 3,5 mil millones (USD 1,3 mil millones) este año, lo que beneficiará prioritariamente al personal de la salud, educación, Fuerzas Armadas y Policía Nacional (ver Tabla 4.1). Con ello, el esfuerzo remunerativo del sector público seguirá elevándose, al pasar de 3,6% del PIB en 2011 a 4,3% en 2014. Por otro lado, la inversión pública crecerá a tasas de dos dígitos en 2014 y 2015 debido al desarrollo de un buen número de proyectos de infraestructura. En este caso, los proyectos de transporte absorben la mitad del incremento del presupuesto de este año. Los proyectos importantes son aquellos relacionados con la rehabilitación y mejoramiento de carreteras en diversas zonas del país, así como la construcción de escuelas y hospitales.

Gráfico 4.8
Distribución del incremento del Presupuesto por tipo de gasto (estructura porcentual)



Fuente: MEF

Tabla 4.1
Sector público: gasto en reformas salariales en 2014 (millones de soles)

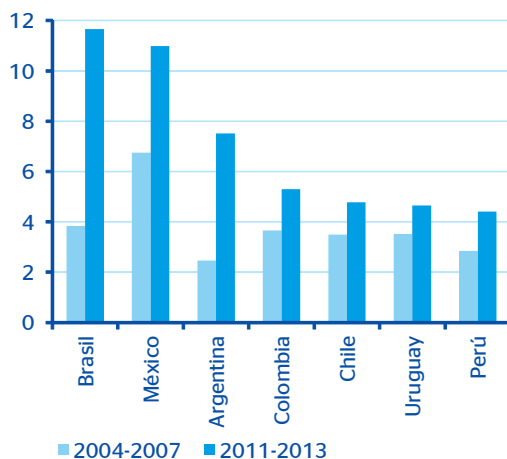
Medida	Monto
Reforma Magisterial- II Etapa	761
Reforma remunerativa en salud- II Etapa	776
Reforma remunerativa de las Fuerzas Armadas y Policía Nacional- II Etapa	762
Ley de Servicio Civil-I Etapa	500
Total	2.799

Fuente: MEF

También esperamos que la inversión privada mantenga un ritmo de expansión interesante en los siguientes años, cercana a 5%, lo que se apoya en la previsión de que la confianza empresarial seguirá reflejando, en promedio, niveles de optimismo similares a los actuales. Como resultado, el ratio de inversión privada se estabilizaría en un nivel superior al 20%. Cabe señalar que

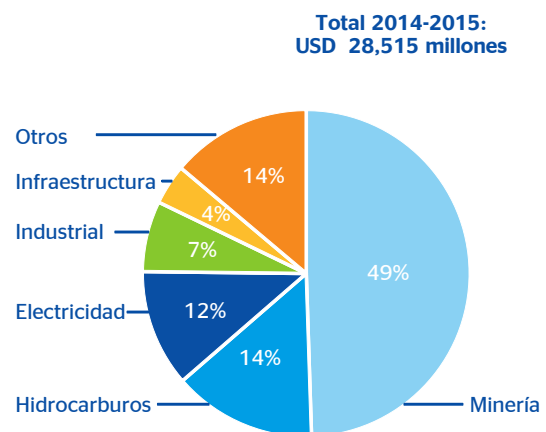
aunque la elevación de este ratio en los últimos años ha implicado una caída de la efectividad de la inversión, el Perú seguirá siendo uno de los países en los que el gasto de capital seguirá teniendo uno de los impactos más altos sobre el crecimiento del PIB (ver Gráfico 4.9). En este sentido, los niveles de inversión previstos son compatibles con un ritmo de acumulación de capital que valida nuestra estimación de crecimiento potencial cercano al 5,5%, por un lado, y con una brecha de financiamiento externo que se va reduciendo gradualmente, por otro.

Gráfico 4.9
Efectividad de la inversión en América Latina
(Ratio de inversión como % del PIB entre crecimiento del PIB *)



* Un número más bajo implica una mayor efectividad en la medida que cada punto porcentual de inversión generaría mayor crecimiento del PIB
Fuente: FMI y BBVA Research

Gráfico 4.10
Inversión sectorial prevista para 2014-2015
(estructura porcentual)



Fuente: BCRP

Los proyectos de inversión privada que se llevarán a cabo en el siguiente trienio siguen concentrados en Minería e Hidrocarburos (ver Gráfico 4.10), donde destacan Las Bambas (USD 5,200 millones), la Ampliación de Cerro Verde (USD 4,400 millones) y Quellaveco (USD 3,300 millones), todos orientados a la extracción de cobre. Cabe señalar, sin embargo, que la fecha de culminación de estos proyectos es entre 2015 y 2017, y en la actualidad, no hay proyectos con Estudios de Impacto Ambiental (EIA) aprobados que aseguren la continuidad de la inversión en minería más allá de este horizonte. La excepción es Minas Conga, que sí cuenta con el EIA aprobado, pero que enfrenta la oposición de los dirigentes locales, lo que ha impedido el inicio de su construcción. En adición a estos factores locales, también existen factores externos que podrían estar afectando la nueva inversión minera. Entre ellos, el más importante es una esperada corrección del precio de los minerales industriales, tanto por la desaceleración de la economía china, como por las mejores perspectivas de oferta global (dado el elevado flujo de inversiones de los últimos años). Además, como es el caso de los actividades extractivas no renovables, en ausencia de avances tecnológicos importantes, los nuevos proyectos mineros enfrentarán, en promedio, costos de extracción más elevados. Todo esto viene teniendo impacto sobre las perspectivas de las utilidades de las empresas mineras a nivel global, en circunstancias en que las condiciones financieras internacionales se han tornado menos complacientes. En este contexto, se vislumbra una desaceleración importante en la inversión minera a nivel global, lo que tendría repercusiones locales.

Otros proyectos importantes que se estarán implementando en los próximos años son aquellos vinculados a la provisión de infraestructura, cuya promoción está a cargo de ProInversión. En los dos últimos meses del año pasado, este organismo mostró un buen dinamismo y adjudicó 6 proyectos de inversión bajo la modalidad de APPs, por un monto de más casi USD 3,4 mil millones, lo que representó las dos terceras partes del total adjudicado en 2013. Entre estos proyectos, que comenzarán a ejecutarse este año, destacan: i) el Nudo Energético del Sur, que consiste en la instalación de dos centrales de generación termoeléctrica de 500MW cada una,

con una inversión estimada de USD 826 millones, ii) Chavimochic - III Etapa es un proyecto para irrigar más de 100 mil hectáreas de tierra, con una inversión estimada de USD 590 millones, iii) la Longitudinal de la Sierra - Tramo 2 consiste en la rehabilitación y mantenimiento de carreteras ubicadas en los Andes Norte del país, con una inversión estimada de USD 401 millones, y iv) la Red Dorsal de Fibra Óptica, proveerá transmisión de datos con banda ancha, conectando a Lima con las capitales regionales y de provincias, por una inversión estimada de USD 324 millones. Consideramos que el buen desempeño mostrado por este organismo es un aliciente para la inversión privada y esperamos que este nivel de compromiso se mantenga en el futuro; en particular, para llevar adelante la mayor parte de las concesiones programadas para el presente año (ver Tabla 4.2). Por lo pronto, tres consorcios han precalificado para participar en la concesión de la Línea 2 del Metro de Lima y su adjudicación está prevista para el 28 de febrero. El monto de inversión estimado solo para este proyecto superaría los montos comprometidos en todas las adjudicaciones de 2013 (USD 5 mil millones). Por otro lado, en relación con la concesión del Aeropuerto de Chinchero, el regulador estatal (Ositran) ya habría levantado todas sus observaciones y se viene reubicando a las familias de la zona, por lo que su adjudicación podría efectuarse en el corto plazo. En general, si se adjudicasen todos los proyectos previstos para este año, el monto de inversión comprometido duplicaría al del año pasado.

Tabla 4.2

Principales proyectos a ser adjudicados este año por ProlInversión

PROYECTO	LOCALIZACIÓN	INVERSIÓN ESTIMADA (US\$ millones)	FECHA DE ADJUDICACIÓN PROBABLE
Línea 2 y Ramal Av. Faucett - Av. Gambetta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao	Lima y Callao	5.701	1T14
Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto Sur	Arequipa, Cusco y Moquegua	3.722	1T14
Aeropuerto Internacional de Chinchero - Cusco	Cusco	658	1T14
Línea de Transmisión 220 kV Moyobamba - Iquitos y subestaciones asociadas	San Martín y Loreto	434	2T14
Sistema de Abastecimiento de LNG para el Mercado Nacional	Lima y Callao	250	4T14
Terminal Portuario General San Martín (Pisco)	Ica	103	1T14

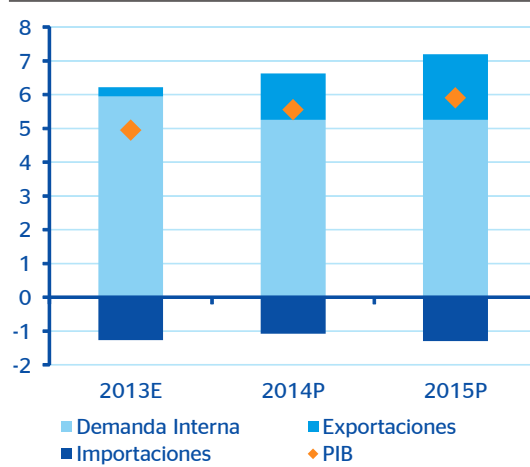
Fuente: ProlInversión

Si bien la evolución de la demanda doméstica es de primera importancia para brindar soporte y estabilidad al crecimiento del PIB, será el renovado auge de las exportaciones lo que marcará la diferencia hacia adelante, generando una aceleración de la actividad económica en 2014 y 2015. En tal sentido, anticipamos que el inicio de las operaciones de cinco grandes proyectos mineros entre 2013 y 2017, impulsarán los envíos al exterior, principalmente de cobre. El primero de ellos es Toromocho (operado por Chinalco), que inició operaciones en diciembre del año pasado, pero recién alcanzaría su máxima capacidad de producción (275 mil TMF anuales) a mediados de este año, con lo que la producción de cobre se vería incrementada en 20%. Constancia (operada por Hudbay Minerals) iniciaría sus operaciones a fines de este año y se espera que a partir de 2015 extraiga 80 mil TMF de cobre anuales (6% de la producción actual). Por su parte, el proyecto Las Bambas (operado actualmente por Glencore Xstrata, pero que sería transferido a un consorcio de capitales chinos), cuenta con un avance de 50% y adicionaría más de 30% (400 mil TMF anuales) a la producción de cobre desde su ingreso, a fines de 2015. Finalmente, la Ampliación de Cerro Verde (Freeport - Mac Moran) y Quellaveco (Anglo American) iniciarían operaciones en 2016 y 2017, con una producción anual superior a las 200 mil TMF cada una.

A este auge minero, se sumará el crecimiento de las exportaciones no tradicionales (de mayor valor agregado), tanto por factores de oferta domésticos (buenas cosechas de productos agroindustriales hacia fines de año pasado), como por la recuperación de la economía global. En este contexto, el aporte de las exportaciones a la actividad económica será mayor en los siguientes dos años (ver Gráfico 4.11).

Gráfico 4.11

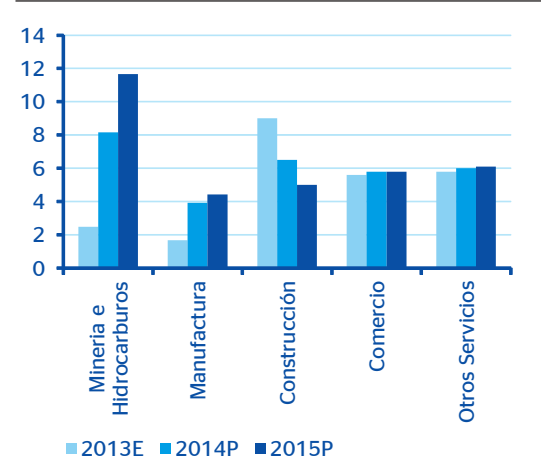
Perú: contribución al crecimiento del PIB 2013-2015 (% y pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.12

Perú: crecimiento sectorial 2013-2015 (var % a/a)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Por el lado sectorial, la Minería incrementaría su dinamismo en los próximos dos años, tornándose en el sector de más alto crecimiento (ver Gráfico 4.12). También que esperamos que, con el soporte de un gasto privado más estable, Comercio y Servicios continúen creciendo a tasas de entre 5,5% y 6,0% anual. Por su parte, la Manufactura contará con el soporte de la demanda interna, la recuperación de la actividad global y el buen desempeño de los sectores primarios, por lo que se espera una recuperación de su tasa de expansión. Finalmente, la Construcción que en los últimos dos años tuvo un desempeño excepcional, impulsado por la inversión minera y en infraestructura, seguirá mostrando buenas tasas de expansión, pero menores, en línea con una evolución más moderada del gasto de capital privado.

A mediano plazo, la economía peruana mantendrá tasas de crecimiento de alrededor de 5,5%

Para el periodo 2016-2018 proyectamos que el crecimiento anual de la economía peruana convergerá hacia 5,5%, similar al ritmo de expansión del PIB potencial de acuerdo a nuestros cálculos. El soporte de este crecimiento vendrá por la acumulación de capital y la expansión del empleo. Sin embargo, vemos que el aporte de la productividad declina con relación a lo observado en el periodo 2000-2010. Esta tendencia ya se ha venido presentando en la Manufactura (ver Recuadro 2) y debería llamarnos la atención, dado que el elemento que genera un aumento sostenida de los ingresos per cápita son las ganancias de productividad. Así, en una perspectiva de largo plazo, acelerar el ritmo de crecimiento requerirá implementar de manera inmediata políticas por el lado de la oferta, que permitan incrementar la competitividad y productividad del país. Estas medidas necesitarían estar orientadas a cerrar la brecha de infraestructura del país, mejorar la calidad de la educación pública, impulsar el gasto en investigación, reformar el mercado laboral e impulsar la simplificación administrativa para reducir sustancialmente la informalidad.

Recuadro 2. Ganancias de competitividad de la manufactura necesitan ser consolidadas con las reformas pendientes

Los principales indicadores de productividad no indican con claridad rotunda si las manufacturas han ganado o perdido competitividad en la última década. Esto está probablemente relacionado con la heterogeneidad del desempeño de los distintos sectores manufactureros así como con el relativamente bajo peso de las manufacturas en las exportaciones totales, principalmente de las menos intensivas en recursos primarios. Sin embargo, la lectura conjunta de los indicadores del desempeño de las exportaciones y del análisis de las idiosincrasias nacionales apunta hacia una ganancia de competitividad del sector manufacturero en la última década, pese el deterioro reciente.

Las manufacturas ganaron cuota en las exportaciones en un entorno de mayor productividad

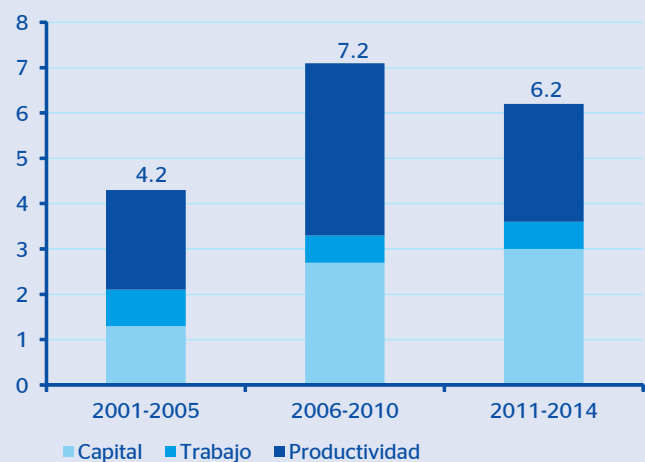
Perú es el país de la región que ha experimentado un mayor crecimiento del ratio de exportaciones sobre PIB en la década 2002-2012, aunque tuvo un ligero retroceso en el último lustro, y es, además, uno de los pocos, junto con México y Chile, donde ha aumentado el peso de las exportaciones manufactureras en el PIB (+2.4 pp)

El crecimiento de las exportaciones de manufacturas en Perú ha sido muy significativo en la última década. El país ha ganado cuota mundial en sus principales productos manufacturados no básicos (textiles de punto o ganchillo, productos plásticos, productos químicos inorgánicos y textiles de lana), sobre todo en el primer lustro de la década. A pesar de estas ganancias en las cuotas mundiales, el peso del conjunto de las manufacturas en el total de exportaciones ha disminuido por el fuerte crecimiento de los productos primarios.

Este desempeño positivo de las manufacturas se ha dado en un entorno de mayor productividad para la economía en general. Entre los años 2002 y 2012, el PIB registró un crecimiento promedio de 6,4%. Según datos del Ministerio de Economía, alrededor del 40% del crecimiento económico en los últimos años se debe a mejoras en productividad. En dicho período la productividad en Perú se incrementó a un ritmo anual de alrededor de 2,6 pp del PIB (ver Gráfico R2.1), siendo uno de los mayores crecimientos de LATAM. A pesar de esta evolución favorable de los últimos años, los niveles de productividad en el Perú siguen siendo bajos y solo representan el 16% del nivel de EE.UU, lo que indica que aún existe amplio potencial para alcanzar mejoras a través de reformas educativas, condiciones favorables para la formalización de la economía, profundización del sistema financiero y mayor apertura comercial, entre

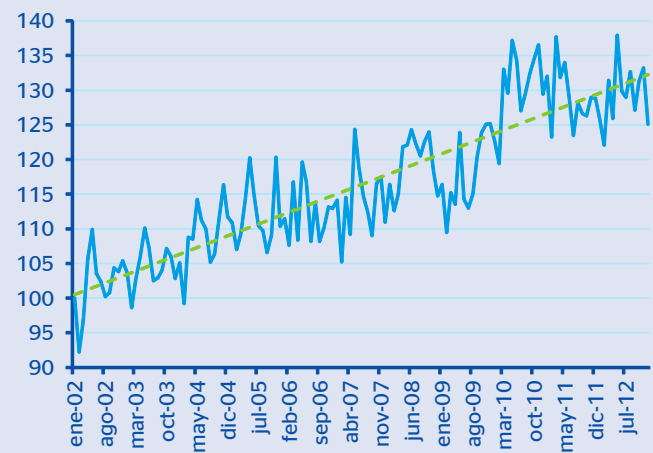
otras medidas. En el sector manufacturero, la mejora de la productividad (medida como el PIB real manufacturero entre el empleo urbano en la industria) observada en el período 2002-2012 ha sido de alrededor del 25% (ver Gráfico R2.2).

Gráfico R2.1
PIB y contabilidad del crecimiento (Var. % y pp)



Fuente: BCRP

Gráfico R2.2
Productividad de las manufacturas (Índice)



Fuente: INEI, BCRP, BBVA Research

Aún tenemos un amplio margen de mejora competitiva

El Índice Global de Competitividad del 2012-2013 ubicó a Perú en el puesto número 61 de un total de 148 países analizados. Esta ubicación representa una mejora importante respecto a la medición del año 2007, donde

ocupó el puesto 86 de un total de 131 países, pero su posición sigue estando rezagada en relación con otros países de la región, como Chile, Brasil y México. El factor que se presenta como el más problemático a la hora de hacer negocios es la corrupción, seguido por la ineficiencia de la burocracia estatal y la regulación tributaria. La ineficiencia que impone la burocracia excesiva en algunos ámbitos también se refleja en el informe Doing Business del Banco Mundial, según el cual la exportación de un contenedor estándar de mercancías requiere 6 documentos, cuesta 860 dólares y tarda 12 días. Así, a nivel mundial, Perú se sitúa en el puesto 56 en el ranking de 183 países en la facilidad del comercio transfronterizo.

Tanto en la medición del 2007 como en la del 2012, Perú se encuentra muy rezagado en innovación, presentando pobres niveles de gasto en I+D y baja calidad de las instituciones científicas. En este sentido, las exportaciones peruanas de productos con carga tecnológica representan un porcentaje residual dentro del total de exportaciones a lo largo del período analizado.

Por otro lado, aunque la calidad de la infraestructura parecería haber mejorado en los últimos años, aún

está lejos de ser considerada en niveles de desarrollo y eficiencia conforme a estándares internacionales. Entre los países de la Alianza del Pacífico (Chile, México, Colombia y Perú), es el tercero menos desarrollado en cuanto a calidad de infraestructura. En el caso de las carreteras, por ejemplo, solo el 14% se encuentran pavimentadas, lo que, sumado al tráfico generado por otras deficiencias en las vías, genera significativas pérdidas de tiempo y mayores costes.

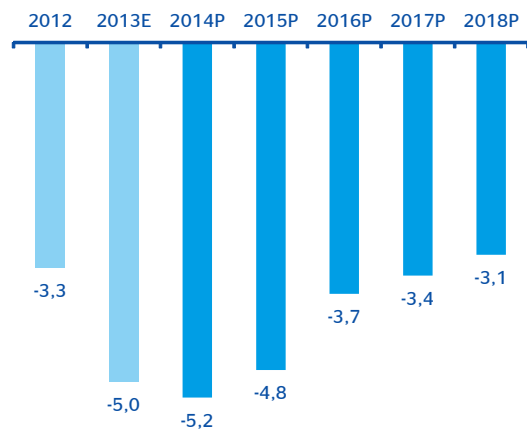
A manera de conclusión, podemos señalar que factores como incrementos en la productividad, políticas de apertura comercial (tanto a través de reducción de aranceles como de acuerdos de libre comercio), facilidades en el entorno de negocios, entre otros, explican el incremento de la competitividad de la última década en la industria. Sin embargo, a pesar de estas mejoras y, de cara hacia el futuro, aún quedan muchos aspectos por desarrollar. Entre los principales temas pendientes para la agenda de la competitividad destacan las mejoras en infraestructuras, el fortalecimiento de las instituciones, mejoras en la calidad de la educación y el impulso de la innovación y el uso de la tecnología.

Déficit en cuenta corriente aún será elevado en 2014 y 2015

Proyectamos que el déficit en cuenta corriente se mantendrá alrededor de 5% del PIB durante este y el próximo año, y que se irá cerrando gradualmente a lo largo del horizonte de previsión (ver Gráfico 4.13), debido al mayor volumen de exportaciones mineras, ante la entrada en fase operativa de los mega-proyectos mineros actualmente en ejecución.

Gráfico 4.13

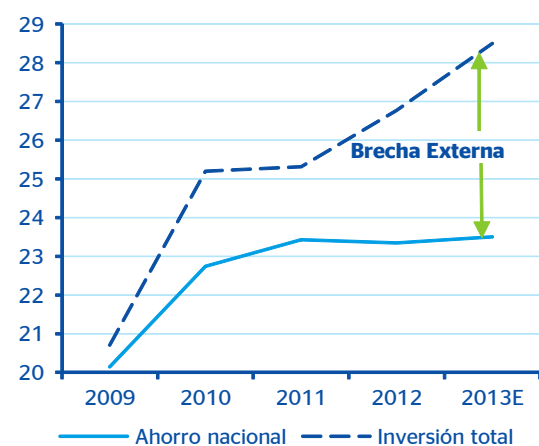
Cuenta corriente de la balanza de pagos 2012-2018 (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 4.14

Ahorro e inversión 2013-2015 (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Un déficit externo cercano a 5% es relativamente abultado y activa una alerta ya que en la coyuntura actual de evaluación de los mercados emergentes podría afectar la percepción de vulnerabilidad externa del país e inducir presiones en los mercados financieros locales. Sin embargo, es importante enfatizar que, a diferencia de otras economías emergentes, la ampliación del déficit en cuenta corriente se explica, principalmente, por el incremento de la inversión total y no por una caída del ahorro interno que reflejaría un exceso de gasto público y de consumo privado (ver Gráfico 4.14 y Tabla 4.3). Así, se observa que en el caso peruano el ahorro interno se mantuvo relativamente estable en tanto que la participación de la inversión total como porcentaje del PIB se elevó en aproximadamente siete puntos porcentuales desde el año 2009.

Tabla 4.3

Ahorro, inversión y cuenta corriente en países diversos (% del PIB)

	Ahorro		Inversión		Cuenta Corriente	
	2007	2013E	2007	2013E	2007	2013E
Argentina	26,7	20,9	24,1	24,2	2,6	-0,8
Brasil	18,4	15,8	18,3	19,2	0,1	-3,4
Chile	24,7	20,8	20,6	25,7	4,1	-4,6
India	36,8	30,6	38,1	35,0	-1,3	-4,4
Turquía	15,2	12,6	21,1	20,0	-5,8	-7,4

Fuente: FMI

Más aún, el financiamiento externo de la cuenta corriente ha sido, principalmente, mediante Inversión Extranjera Directa (IED), que es de largo plazo, lo que contrasta positivamente con respecto a otras economías emergentes que exhiben una gran dependencia del financiamiento externo de corto plazo que las deja muy expuestas a los cambios súbitos en la dirección de los flujos de capitales. Cabe agregar que la mayor parte de la IED ha estado dirigida al sector

transable de la economía (los grandes proyectos mineros), lo que en el futuro permitirá contar con moneda extranjera reducir los pasivos externos que hoy se elevan de manera temporal.

Cabe recordar que un análisis importante que hicimos en nuestro informe anterior fue la estimación del tamaño del déficit estructural en cuenta corriente; es decir, el déficit limpio de efectos cíclicos de corto plazo y que toma en cuenta los valores de largo plazo de los metales que Perú exporta. La conclusión fue que, más allá de los factores coyunturales que actualmente han elevado el déficit en cuenta corriente, su valor de largo plazo es más bajo y sostenible en el mediano plazo (es decir, consistente con una evolución no explosiva de la deuda externa como porcentaje del PIB).

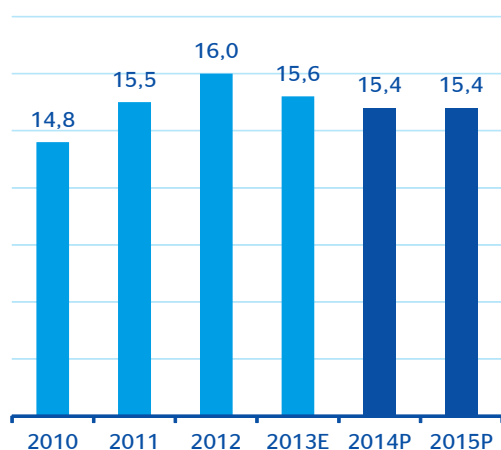
Finalmente, cabe anotar que para cerrar la brecha externa en los próximos años se requerirá un aumento relativamente importante del ahorro interno para mantener el ratio de inversión sobre PIB en niveles cercanos al 28-29%. Asumiendo que el ahorro público se mantendrá estable (supuesto conservador si se tiene en cuenta los aumentos salariales para la administración pública, lo que más bien sugeriría que el ahorro del gobierno podría incluso descender), el esfuerzo de mayor ahorro interno para cerrar el déficit externo tendrá que recaer sobre el sector privado. Este análisis de las brechas de Ahorro-Inversión para los siguientes años pone de manifiesto las limitaciones que se enfrentará para acelerar el crecimiento: será difícil crecer más de 5,5% si se quiere reducir el déficit en cuenta corriente y la dependencia del financiamiento externo. En este sentido, será poco probable ver tasas de crecimiento de la inversión de dos dígitos de manera sostenida como en el pasado o una aceleración del consumo en los siguientes años.

Sector público: déficits moderados desde el próximo año

Para el 2014, esperamos un crecimiento de los ingresos fiscales de alrededor de 8% (nominal), ritmo que se mantendría en los años siguientes y que estaría en línea con el menor dinamismo de la actividad económica y con el ajuste a la baja que esperamos en los precios de los metales. Con ello, la presión tributaria se mantendría en sus niveles actuales de alrededor de 15% (ver Gráfico 4.15). El objetivo planteado por el Gobierno de alcanzar niveles de presión tributaria del orden del 18% tendría una baja probabilidad de ocurrencia.

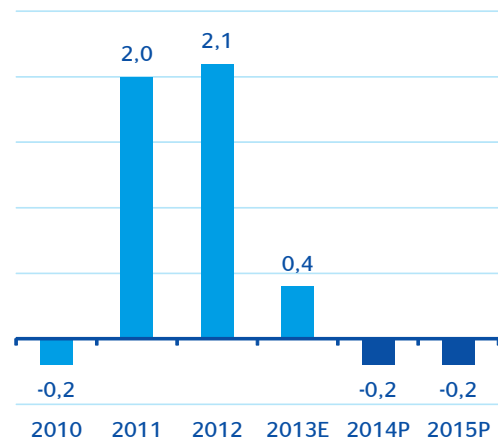
Por el lado del gasto público, nuestras proyecciones asumen que no se evitaría un manejo procíclico del gasto. La partida Personal y Obligaciones Sociales se incrementará producto de los cambios en las políticas remunerativas entre las que se encuentran la reforma del sector salud, reforma salarial de la Policía Nacional y de las Fuerzas Armadas (alrededor de S/. 2 800 millones de gasto adicional en el año 2014).

Gráfico 4.15
Presión tributaria (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 4.16
Resultado fiscal 2010-2015 (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

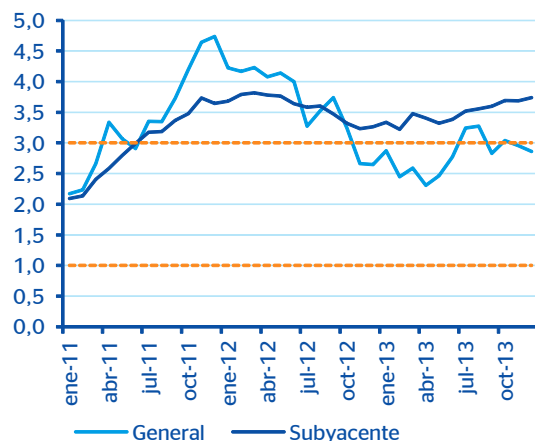
Como consecuencia de estas previsiones de ingresos y gastos del sector público, esperamos resultados deficitarios equivalentes al -0.2% del PIB tanto para el año 2014 como para el 2015 (ver Gráfico 4.16). Estos resultados no comprometerían la solvencia fiscal, dado que el ratio deuda sobre PIB continuará mostrando una tendencia decreciente para los próximos años (pasando de un nivel actual de 18% a 15% en el 2017). Con ello, Perú seguirá siendo uno de los países con menor nivel de endeudamiento dentro de los que tienen similar calificación similar calificación crediticia (BBB+ según S&P). Adicionalmente, la deuda pública neta es 2% del PBI, una de las más bajas de la región, lo que deja espacio a la política fiscal para implementar políticas contracíclicas en caso de ser necesario.

5. Inflación se moverá hacia el interior del rango meta desde el segundo trimestre

En línea con lo previsto en nuestros reportes anteriores, en los últimos meses la inflación interanual ha estado fluctuando alrededor del límite superior del rango meta del Banco Central (2%, +/- 1pp). En parte, este comportamiento ha reflejado la depreciación de la moneda local (alrededor de 9% en los últimos 12 meses), la que ha tenido una incidencia al alza sobre los precios locales de productos importados y de ciertos servicios. Al respecto, estimamos que el traspaso acumulado de variaciones en el tipo de cambio hacia los precios es de aproximadamente 10%, luego de 18 meses, por lo que calculamos que la incidencia inflacionaria en el último año por este factor habría sido de 0,6 puntos porcentuales.

Sin embargo, consideramos que los principales factores que han impedido que la inflación se mueva de manera sostenida hacia el interior del rango meta han sido ciertas presiones de demanda sobre los precios y las expectativas de inflación a mediano plazo que están algo desalineadas respecto del centro del rango. Sobre lo primero, cabe señalar que la inflación subyacente se ha mantenido por encima del rango meta desde julio de 2011 (ver Gráfico 5.1) y que otros indicadores que también tratan de medir la tendencia inflacionaria explicada por el empuje de la demanda muestran una tendencia alcista (ver Tabla 5.1). En general, esta evolución de los precios es consistente con nuestra percepción de que el PIB ha estado convergiendo, desde arriba (señal de presiones de demanda), hacia su nivel potencial (sostenible en el mediano plazo). Con relación a las expectativas de inflación, se observa que se han mantenido entre 2,7% y 2,8%, a uno o dos años vista, por encima del nivel de 2% al que apunta el Banco Central en el mediano plazo, según lo que se desprende de la manera en la que define su meta de inflación, que pone énfasis en el centro del rango. Nótese que cuando las expectativas de inflación se ubican por encima de 2%, se introduce cierta fricción para que la inflación se dirija hacia el centro del rango, incluso en ausencia de presiones de demanda y de choques de oferta, ya que los formadores de precios los ajustarán tomando en consideración una inflación más alta.

Gráfico 5.1
Inflación interanual (%)



Fuente: BCRP

Tabla 5.1
Diversas medidas de inflación (% interanual)

Inflación:	Dic-2012	Dic-2013
...total	2,6	2,9
...subyacente	3,3	3,7
...sin alimentos y combustibles	1,9	3,0
...de no transables	3,2	3,1
... de no transables sin alimentos	2,0	3,4
...expectativas para 2014	2,6	2,8
...expectativas para 2015	2,6*	2,7

* dato a feb-14.
Fuente: BCRP

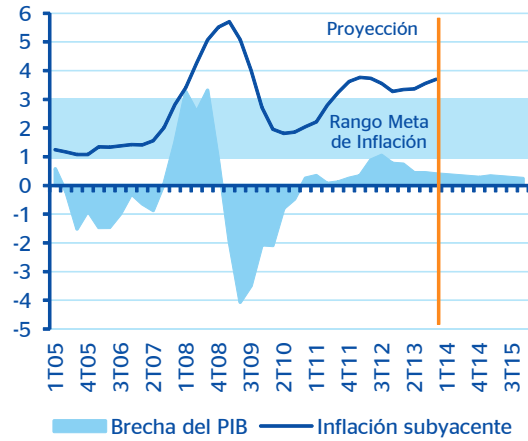
Hacia adelante, prevemos un panorama inflacionario más favorable

Nuestras previsiones de crecimiento del PIB para este y el próximo año (5,6% y 5,9%, respectivamente) son compatibles con una brecha del producto (diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial, que cuando es positiva se considera como señal de presiones de demanda) que se irá cerrando en los siguientes meses (ver Gráfico 5.2). Así, en un contexto en el que el PIB crecerá alrededor de su nivel potencial, las eventuales presiones de demanda se irán diluyendo, lo que se traduciría en un descenso de la inflación subyacente (que representa alrededor del 65% de la inflación total).

Además, como hemos venido señalando en nuestros informes pasados, las perspectivas de oferta mundial de insumos alimentarios son favorables por lo que esperamos un descenso en sus cotizaciones. Según la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por sus siglas en inglés) la producción de cereales alcanzará un máximo y crecerá cerca de 9% con relación a la campaña anterior, lo que favorecerá un descenso de los precios del trigo (10,8%), maíz (29,0%) y soya (13,5%) en relación con los promedios del año pasado. Finalmente, no se esperan incrementos importantes en el tipo de cambio (depreciación de la moneda), dado que la sobre valoración de la moneda local ya se habría corregido en gran medida durante 2013 (depreciación de 9%), por lo que su influencia sobre los precios sería mucho menor al que se habría dado en los meses anteriores.

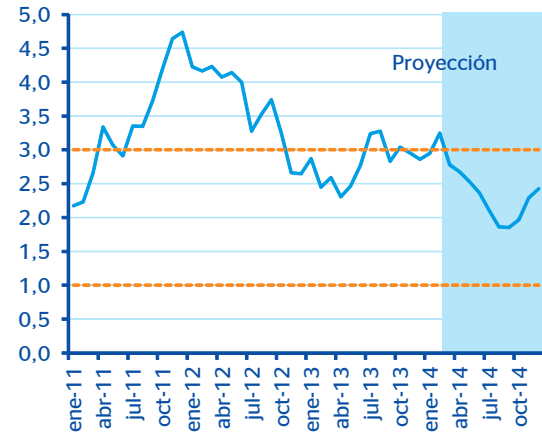
En este contexto, esperamos que la inflación interanual se dirija gradualmente hacia al interior del rango meta desde el segundo trimestre y que cierre el 2014 en 2,4% (ver Gráfico 5.3), el nivel de fin de año más bajo desde 2010.

Gráfico 5.2
Brecha del producto (% del PBI potencial) e
Inflación subyacente



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 5.3
Inflación interanual (%)



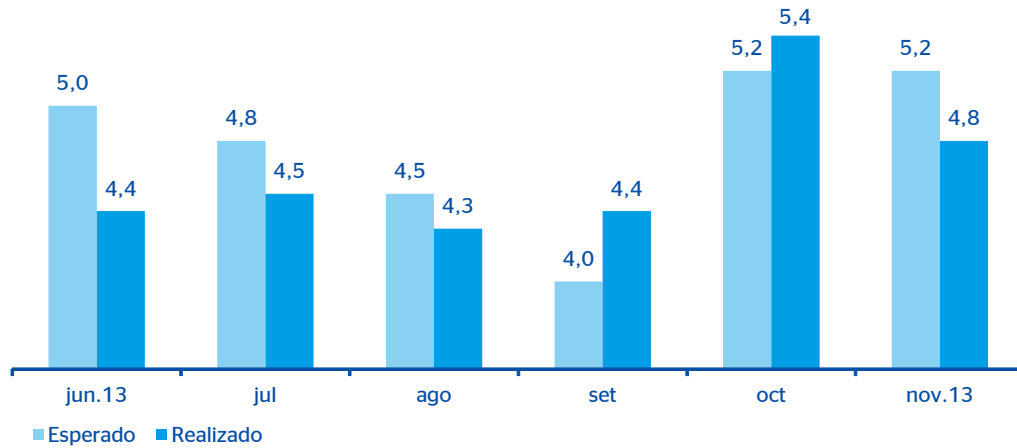
Fuente: BCRP y BBVA Research

6. Política monetaria: tasa de interés de referencia sin cambios en 2014

Sorpresa en el ritmo de crecimiento del producto durante los últimos meses, que se ubicó por debajo del potencial, llevó al Banco Central a flexibilizar la posición monetaria

En general, el ritmo de crecimiento del producto ha venido sorprendiendo a la baja. El consenso de mercado anticipaba que el PIB se expandiría a un ritmo mensual promedio de 4,8% entre junio y noviembre (último dato disponible), pero finalmente el alza fue menor (ver Gráfico 6.1). Esta expectativa se situaba ya por debajo de la tasa a la que se estima que puede potencialmente crecer la economía peruana sin generar desbalances macroeconómicos. La sorpresa negativa, la relativa debilidad del crecimiento, y el retorno de la inflación al interior del rango meta le han dado espacio al Banco Central para flexibilizar su posición de política monetaria. Ello se ha venido realizando principalmente a través de la disminución del requerimiento de encaje en moneda local, que desde junio ha implicado una liberación de fondos de más de PEN 7 mil millones (equivalente a algo más de 4 puntos porcentuales del crédito de la banca al sector privado), y también incluyó un recorte en noviembre de 25pb en la tasa de política. La flexibilización de la posición monetaria le ha dado soporte al crecimiento del crédito al sector privado, que desde fines del primer semestre del año pasado se aceleró en 4pp. Más aún, como las medidas implementadas se han dado sobre todo por el lado de la moneda local, se ha favorecido la desdolarización del crédito (el crédito en soles se aceleró en más de 8pp durante el segundo semestre, mientras que en dólares retrocedió cerca de 6pp) y de esta manera se sigue reduciendo la vulnerabilidad de la economía por el descalce de monedas.

Gráfico 6.1
PIB: expectativa y dato ejecutado (var. % interanual)

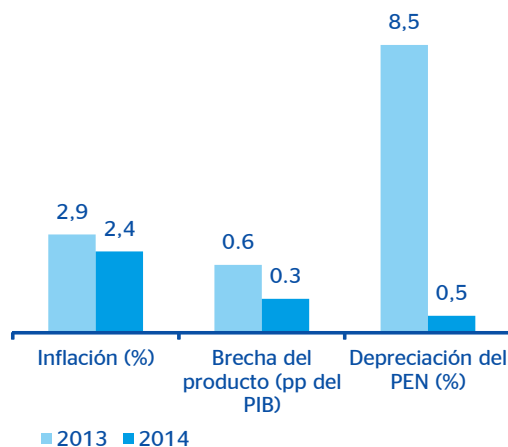


Fuente: Bloomberg y BCRP

Presiones inflacionarias más moderadas en 2014 llevarán al Banco Central a mantener la tasa de política en su nivel actual de 4,0% en lo que resta del año

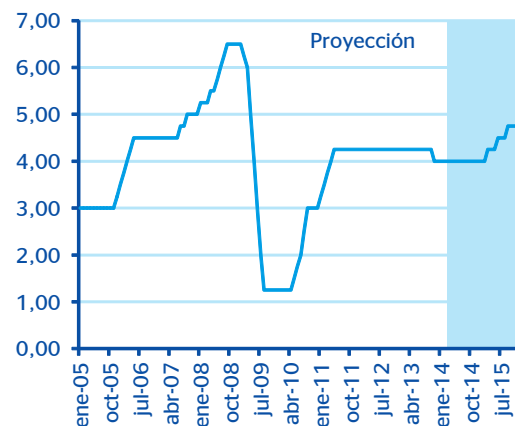
La relativa debilidad del crecimiento en los últimos meses ha recortado, según nuestras estimaciones, la brecha positiva del producto. Por ello, y junto con una expansión del PIB que prevemos que en 2014 se situará más en línea con su ritmo potencial, las presiones de demanda sobre los precios estarán contenidas durante el año. La inflación irá así convergiendo hacia el centro del rango, en particular desde el segundo trimestre, proceso que estará también apoyado por una depreciación de la moneda local más moderada este año y por cotizaciones internacionales de insumos alimentarios que seguirán disminuyendo (ver Gráfico 6.2). En este contexto, la tasa de interés de referencia permanecerá en los próximos meses en su nivel actual de 4,0% (ver Gráfico 6.3). Si eventualmente fuese necesario darle un soporte adicional al crecimiento, estimamos que el Banco Central se apoyará en la reducción de los requerimientos de encaje en moneda doméstica, los que a pesar de haber descendido en los últimos meses todavía siguen siendo relativamente elevados. Difícilmente el Banco Central empleará la tasa de política para apuntalar la actividad pues con ello exacerbaría las presiones de depreciación sobre la moneda local en un contexto volátil por el retiro del estímulo monetario en Estados Unidos.

Gráfico 6.2
Determinantes de la posición de la política monetaria



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 6.3
Tasa de interés de referencia (%)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Cabe mencionar, por otro lado, que tampoco prevemos que el instrumento convencional de política monetaria será utilizado en algún momento para darle soporte al sol peruano, como sí lo han hecho algunas otras economías emergentes en el reciente episodio de alta volatilidad cambiaria. El Banco Central de Perú cuenta con elevadas reservas internacionales para actuar en estos episodios y es el instrumento que usualmente ha venido empleando para acotar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio.

Finalmente, nuestro escenario base para 2015 incorpora un ajuste acumulado de 75pb en la tasa de política monetaria. Ello se dará en un entorno en el que el producto se acelerará transitoriamente (hasta 5,9%, algo por encima del ritmo potencial que estimamos) y en el que se dará inicio a la normalización de las condiciones monetarias en Estados Unidos a través de alzas en la tasa de fondos federales.

7. Riesgos externos se mantienen latentes, pero Perú cuenta con fortalezas para atenuar sus eventuales impactos

Por el lado externo, los principales factores de riesgo a la baja sobre nuestro escenario base de crecimiento para Perú son:

Acentuación de las tensiones financieras en economías emergentes más vulnerables. En las últimas semanas se han incrementado las dudas sobre la capacidad que tendrían algunas economías emergentes (EMs) para administrar los impactos del recorte del estímulo monetario en los Estados Unidos, o un eventual estallido de problemas en el sector financiero de China. En este contexto, las EMs con altos déficit externos y fiscales, o con problemas estructurales, o con una mala administración económica, han enfrentado fuertes presiones a la baja (depreciación) sobre sus monedas y una gran volatilidad en sus mercados financieros. En alguna medida, estas presiones también se han trasladado hacia EMs sólidas, como la peruana, por lo que en un entorno más complicado para los emergentes vulnerables no se puede descartar que un aumento de la aversión al riesgo sobre este tipo de economías se contagie hacia Perú. Bajo este escenario, veríamos una tendencia a depreciarse de la moneda peruana, volatilidad en los mercados financieros locales y un endurecimiento de las condiciones de financiamiento externo, eventos que podrían afectar negativamente al sector real de la economía (por efectos de hoja de balance, descalce de monedas o mayores tasas de interés), cuya magnitud dependerá de la intensidad del contagio y de su duración. En un caso extremo, habría un menor flujo de capitales de largo plazo hacia Perú.

Cabe mencionar que bajo este escenario de riesgo, la ocurrencia de eventos complicados en las EMs más vulnerables podría ser relativamente recurrente en los siguientes meses. Teniendo en cuenta lo observado en eventos de stress similares en el pasado, se esperaría que los inversionistas internacionales tomen, inicialmente, posiciones defensivas en todas las economías emergentes, sin discriminar entre las más débiles y las que no presentan problemas, por lo que habría contagio. No obstante, es importante resaltar que Perú exhibe fortalezas para enfrentar este tipo de eventos, como una alta disponibilidad de liquidez internacional y una amplia capacidad de respuesta por el lado de las políticas fiscal y monetaria (ver Tabla 7.1), las que finalmente serán elementos de diferenciación con respecto a otras economías emergentes.

Tabla 7.1

Indicadores de vulnerabilidad externa y fiscal

	2008	2013*
Deuda pública bruta	25,9	18,1
Fondo de estabilización fiscal (% del PIB)	1,4	4,1
RIN (% del PIB)	24,5	31,7
RIN (veces PECP** de la economía)	5,0	10,2
PECP** de la banca (% de las colocaciones)	5,1	2,7

* Dato más reciente

** PECP: Pasivos Externos de Corto Plazo

Fuente: BCRP y BBVA REsearch

Desaceleración brusca de la economía china. Esta posibilidad está vinculada a las fragilidades financieras que han ido aflorando en China (problemas de liquidez, incremento de la deuda de los gobiernos locales, crecimiento de la banca paralela informal), lo que ha obligado a las autoridades a aceptar tasas de crecimiento más moderadas y a ser más cautelosos con la implementación de eventuales políticas de estímulo. El estallido de problemas financieros podría inducir un crecimiento significativamente menor en China respecto al estimado en el escenario base. Este factor de riesgo para Perú es más estructural, con impactos perdurables y sensibles sobre las exportaciones de metales y sus cotizaciones internacionales, lo que debilitaría los fundamentos de Perú. En este caso, la respuesta de política económica deberá acomodar gradualmente la transición hacia un nuevo equilibrio, con una moneda más depreciada y un crecimiento más bajo. Nuevamente, la ventaja de Perú es que tiene fortalezas que le permitirían suavizar esta transición en este escenario de riesgo y evitar ajustes severos.

Cabe agregar que estos eventos externos podrían exacerbarse por un deterioro de las confianzas a nivel local. Así, observaríamos una desaceleración más pronunciada de la inversión del sector privado, una mayor cautela en el gasto de consumo de las familias y una moderación más intensa de la actividad económica. En este caso, los estímulos fiscal y monetario tendrían que ser más agresivos.

8. Tablas

Tabla 8.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2012	2013e	2014p	2015p
PIB (% interanual)	6,3	5,0	5,6	5,9
Inflación (% interanual, fdp)	2,6	2,9	2,4	2,3
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2,57	2,79	2,80	2,72
Tasa de interés de política (% fdp)	4,25	4,00	4,00	4,75
Consumo privado (% interanual)	5,8	5,0	4,8	4,9
Consumo público (% interanual)	9,4	5,5	6,5	4,0
Inversión (% interanual)	14,8	6,9	6,9	5,9
Resultado fiscal (% del PIB)	2,1	0,4	-0,2	-0,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,3	-5,0	-5,2	-4,8

Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Tabla 8.2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% interanual)	Inflación (% interanual, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés de política (% fdp)
1T12	6,0	4,2	2,67	4,25
2T12	6,4	4,0	2,67	4,25
3T12	6,8	3,7	2,60	4,25
4T12	5,9	2,6	2,57	4,25
1T13	4,6	2,6	2,59	4,25
2T13	5,6	2,8	2,75	4,25
3T13	4,4	2,8	2,78	4,25
4T13	5,2	2,9	2,79	4,00
1T14	5,5	2,8	2,79	4,00
2T14	5,1	2,4	2,78	4,00
3T14	5,9	1,9	2,79	4,00
4T14	5,7	2,4	2,80	4,00

Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

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](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".

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

Daniel Barco
+51 1 2111548
daniel.barco@bbva.com

Isaac Foinquinos
+51 1 2111649
ifoinquinos@bbva.com

Francisco Grippa
+51 2111035
fgrippa@bbva.com

Rosario Sánchez
+51 1 2112015
rdpsanchez@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

México
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.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

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

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

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

Política de Recuperación y Resolución
José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global
Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Perú
Av. República de Panamá 3055
San Isidro
Lima 27 - Perú
Teléfono: + 51 1 2112042
E-mail: bbvaresearch_peru@bbva.com
www.bbvaresearch.com