

# Situación Perú

Tercer Trimestre 2013  
Análisis Económico

- **Desaceleración en China y dudas sobre el recorte del impulso monetario en Estados Unidos** llevan a que precios de materias primas corrijan a la baja y condiciones financieras globales se endurezcan.
- **En este contexto, prevemos que la economía peruana crecerá 5,8% en 2013 y 2014.** El gasto del sector privado avanzará a un ritmo más moderado, pero el mayor impulso del lado fiscal atenuará el impacto sobre el producto.
- **Déficit en la cuenta corriente se ampliará transitoriamente** por encima del 5% del PIB debido a los menores precios de exportación.
- **Poco espacio para que la moneda local recorte las pérdidas de los últimos meses.** Al cierre del año se ubicará alrededor de su nivel actual, pero no se descartan episodios de volatilidad que el Banco Central moderará con sus intervenciones.
- **La política monetaria estará más enfocada en su rol estabilizador frente a la turbulencia externa.** La primera línea de acción será continuar con la reducción de encajes.

# Índice

1. Resumen .....	3
2. Entorno exterior: desaceleración en China y dudas sobre el retiro del impulso monetario en EE.UU. ....	4
3. Perú: nuevas previsiones de crecimiento se ubican alrededor de 5,8% .....	7
Recuadro 1. Medidas recientes tomadas por el gobierno para estimular la inversión privada .....	11
Recuadro 2. Mantener altas tasas de crecimiento en el mediano plazo requiere fortalecer factores que den soporte a la productividad .....	16
4. Menor dinamismo del gasto privado limitará presiones de demanda sobre precios.....	20
5. Tipo de cambio volátil por eventos externos.....	21
6. Política monetaria más enfocada en rol estabilizador frente a turbulencia externa.....	24
7. Principales factores de riesgo provienen del exterior.....	26
8. Tablas.....	27

Fecha de cierre: 1 de agosto de 2013

## 1. Resumen

**La economía mundial muestra un debilitamiento cíclico, sobre todo en las economías emergentes, y afronta unas condiciones financieras menos laxas.** Este escenario económico global menos favorable nos lleva a una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento mundial en 2013, hasta el 3,1%, dos décimas menos que hace tres meses. Las perspectivas de expansión en 2014 se mantienen inalteradas, en 3,8%. Este deterioro ha estado condicionado por (i) una desaceleración más intensa de lo esperado en las economías emergentes (entre ellas en China), lo que se refleja en una revisión a la baja de sus previsiones de crecimiento, frente a unas previsiones básicamente inalteradas en las economías desarrolladas; y (ii) un endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global, resultado de la reacción del mercado a la comunicación del detalle de los planes de la Fed para una paulatina disminución de su impulso monetario.

**Nuestras nuevas previsiones de crecimiento económico para Perú siguen señalando un panorama positivo,** con tasas de expansión anual del PIB que estimamos se mantendrán ligeramente por debajo de 6,0% en el periodo 2013-2017. En general, consideramos que los indicadores de actividad disponibles muestran que la economía peruana está en un proceso de moderación cíclica, luego de varios trimestres de fuerte expansión, y no en el inicio de una fase de desaceleración pronunciada y prolongada. Por ello, prevemos un “aterrizaje suave” de la economía hacia tasas de crecimiento sostenibles en el mediano plazo.

**Con relación a las proyecciones de crecimiento que teníamos hace tres meses, las que presentamos en este informe son más bajas debido a un entorno externo menos favorable** que, localmente, inducirá una moderación del gasto privado, en particular de inversión. Esta perspectiva es consistente con la disminución del optimismo empresarial durante este año, el que se ha visto afectado por la volatilidad en los mercados financieros internacionales, las condiciones de financiamiento externas menos favorables, los menores precios de los metales que Perú exporta y el menor crecimiento esperado para China. Además, la ralentización de la inversión implicará un menor dinamismo del mercado laboral, y por lo tanto, del consumo.

**A partir de 2014, proyectamos una mayor expansión fiscal debido al desarrollo de grandes obras de infraestructura, lo que atenuará en alguna medida el menor impulso de la demanda del sector privado.** Como resultado del mayor gasto público y de mejoras más acotadas en los ingresos fiscales con relación a lo esperado hace tres meses, proyectamos una reducción gradual de los superávit públicos a partir de este año, y eventualmente déficit moderados a partir de 2015. Esta evolución prevista para los resultados fiscales de los próximos años no compromete la sostenibilidad de las finanzas públicas ya que el ratio de deuda del gobierno sobre PIB seguirá descendiendo, aunque a un ritmo menor que el anticipado en nuestro informe anterior. En este contexto, cabe preguntarse si es conveniente seguir reduciendo el ratio de deuda pública, que ya es bastante bajo, frente a la alternativa de estabilizarlo y dar más espacio para el gasto en infraestructura pública.

**Asimismo, desde 2015 el crecimiento tendrá un soporte adicional debido a la aceleración temporal de las exportaciones por la entrada en operación de diversos proyectos mineros.** La mejora en los volúmenes exportados de metales permitirá que empezar a cerrar los déficit en cuenta corriente (como % del PIB) que, en un entorno de cotizaciones esperadas más bajas para los minerales que Perú exporta, se ampliarán este y el próximo año a niveles cercanos al 5,5% del PIB.

**Hacia adelante, los retos siguen siendo enormes para sostener el dinamismo económico.** En particular, se requerirá de medidas que impulsen la productividad como desarrollo a gran escala de la infraestructura, mejoras en la calidad de la educación y una reforma de la administración pública.

**Por el lado de los precios, la moderación prevista del gasto privado mantendrá las eventuales presiones de demanda acotadas.** Además, se espera que las cotizaciones internacionales de insumos agrícolas y del petróleo se mantengan relativamente estables. En este contexto, la inflación se ubicará en 2,8% al cierre de 2013 y durante el 2014, en ausencia de choques de oferta, tenderá a dirigirse hacia el centro del rango meta del Banco Central (2,0% +/- 1,0 punto porcentual).

**En el mercado cambiario, prevemos que en los siguientes meses los movimientos del tipo de cambio serán mayormente laterales, fluctuando entre 2,70 y 2,80.** Por el lado comercial la mejora en los flujos será acotada pues si bien los volúmenes exportados de metales mostrarán un mayor dinamismo luego de que se solucionaran los problemas de oferta que enfrentaron desde fines del año pasado, los precios internacionales de metales tendrán todavía cierto recorrido adicional a la baja. Por el lado financiero el balance es similar pues continuarán ingresando capitales para financiar la inversión extranjera directa de proyectos en construcción, pero probablemente también se observará que los inversionistas no residentes aprovecharán ventanas de oportunidad para gradualmente reducir sus elevadas posiciones en bonos soberanos. En síntesis, tendremos flujos contrapuestos, con un tipo de cambio sin tendencia clara. No descartamos que se presenten episodios de alta volatilidad cuando finalmente la Reserva Federal de Estados Unidos decida iniciar el proceso de recorte en el ritmo de expansión monetaria. En estos seguramente veremos un comportamiento más activo del Banco Central, con intervenciones más decididas a través de ventas de moneda extranjera, sobre todo si el tipo de cambio se encuentra presionado por encima de 2,80. En general, el panorama cambiario que prevemos para la moneda local (más débil que en nuestro reporte anterior) es consistente con un leve deterioro de los fundamentos de la economía peruana, menores precios de los metales, menor ahorro público, y una mayor percepción de riesgo sobre las economías emergentes.

**En cuanto a la política monetaria, en la medida que no se prevén presiones inflacionarias, el Banco Central cuenta con un amplio espacio para adoptar un rol estabilizador que le dé mayor soporte al gasto privado, en caso que sea necesario.** Prevemos que la principal línea de acción para orientar la política monetaria hacia una posición algo más acomodaticia en el entorno de turbulencia externa será revertir parcialmente los altos niveles de encaje. De hecho, esto ya se ha empezado a hacer y probablemente veamos nuevos recortes en los siguientes meses. Con ello se buscará compensar en alguna medida el endurecimiento de las condiciones globales de financiamiento. No anticipamos que se produzcan cambios en la tasa de política pues ello induciría presiones adicionales hacia el debilitamiento de la moneda local.

**Los principales factores de riesgo sobre la economía peruana provienen del exterior.** El primero, es que el proceso de recorte del estímulo monetario en Estados Unidos sea desordenado y que ello genere un ajuste más intenso en las condiciones de financiamiento a nivel global y una mayor incertidumbre. El segundo factor de riesgo, que consideramos más de mediano plazo, es que la desaceleración en China sea más pronunciada que la prevista en el escenario base. Si bien las autoridades de ese país cuentan con instrumentos para estimular la economía, también es cierto que las fragilidades financieras que muestra restringen el margen de acción. En este escenario, los impactos a nivel local vendrían principalmente por un ajuste más pronunciado de los precios de los metales, la confianza empresarial y menores volúmenes de exportación. No obstante, Perú sigue exhibiendo fortalezas por el lado fiscal, monetario y del sistema financiero que permitirían atenuar los impactos de eventuales choques externos.

## 2. Entorno exterior: desaceleración en China y dudas sobre el retiro del impulso monetario en EE.UU.

**La economía global muestra un debilitamiento cíclico, sobre todo en emergentes, y afronta unas condiciones financieras menos laxas**

El escenario económico global es menos favorable que el vigente hace tres meses, cuando difundimos nuestras anteriores previsiones de crecimiento, lo que nos lleva a la revisión a la baja de nuestras perspectivas de PIB mundial hasta un crecimiento en 2013 del 3,1%, dos décimas menos de lo previsto hace tres meses. Para 2014 se mantienen las expectativas de aceleración,

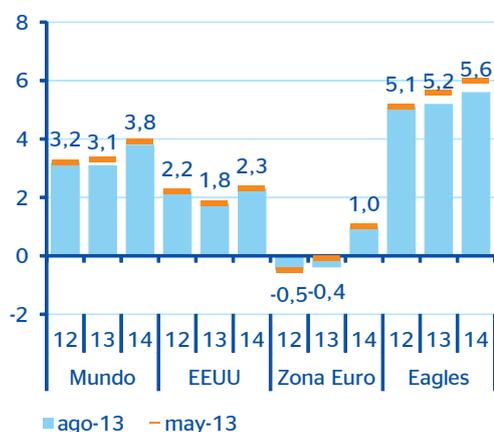
en este caso hasta el 3,8%, una décima menos de lo previsto el trimestre pasado. Detrás de ese deterioro y de la consecuente revisión de previsiones subyacen, al menos, dos motivos. Por una parte, las economías emergentes están experimentando una desaceleración más intensa de lo esperado, reflejado en una mayor revisión a la baja de sus previsiones de crecimiento (Gráfico 1). Entre ellas cabe destacar la moderación en China, por sus repercusiones globales, más allá de la propia Asia, por ejemplo en las economías sudamericanas. En segundo lugar, se ha producido un evento no esperado, al menos en el momento en el que se produjo, como es el endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global. Este tensionamiento ha sido resultado fundamentalmente de la reacción del mercado a la comunicación del detalle de la Fed de sus planes de paulatina disminución y posterior reversión de la tercera ronda de su programa de expansión cuantitativa.

### Acostumbrando al mercado a una menor liquidez: el mayor impacto se sentirá en las economías emergentes con mayor necesidad de financiamiento en el corto plazo

Aunque sea por múltiples causas, la mayor parte del repunte en las condiciones de financiamiento a nivel global se origina a mediados de mayo con el detalle anunciado por la Fed de sus planes para limitar primero, y poner fin después, a su programa de expansión monetaria. La Fed ha reafirmado su compromiso con el mantenimiento de tasas de interés muy bajas durante un periodo prolongado y, lo que quizás es más importante, todo el proceso es condicional a la recuperación económica, es decir, a que la economía continúe creciendo a “velocidad de crucero”.

Sin embargo, la reacción del mercado a este plan (incluso después de ser bien aclarado en sus detalles) ha resultado más intensa de lo probablemente deseado por la Fed. Como se puede observar en el Gráfico 2, las tasas de interés a largo plazo llegaron a aumentar en más de 100 puntos básicos, mientras que los futuros descuentan ahora la primera subida de la tasa de política monetaria para comienzos de 2015, prácticamente un año antes de lo esperado hace dos meses. En nuestra opinión, es probable que lo observado en los mercados financieros sea en parte sobre-reacción, como muestran recientes cesiones a la baja de las tasas, tanto de las largas como de las expectativas de las más cortas. Aún así, la puesta en marcha del mecanismo ha generado un proceso de recomposición de carteras ante el fin de la abundante liquidez y, por tanto, de la demanda extra de bonos que contenía las tasas de interés en niveles excepcionalmente bajos. En nuestra opinión, pues, estamos ante el inicio de un ciclo de normalización de las condiciones financieras, con tipos de interés más altos y una menor demanda para los activos de riesgo.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB en las principales regiones (%)



\* EAGLEs: Emerging and Growth-Leading Economies. Grupo compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
EEUU: tipos de interés de los bonos a 10 años (%)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Las economías emergentes han resultado las más afectadas por el reciente recrudecimiento de las tensiones financieras. En la actualidad, la situación claramente ha revertido las buenas condiciones de financiamiento externo previas, con salidas de flujos de capitales de los mercados emergentes (Gráfico 3). Además de caídas en bolsa y en el precio de los bonos, se ha producido también una depreciación generalizada de sus monedas.

Hay varios factores detrás de esta intensa salida de capitales. Además de la inmediata anticipación al nuevo escenario de liquidez global con una recomposición de carteras, la debilidad cíclica de algunas de las economías grandes emergentes y el riesgo creciente de una desaceleración más intensa en China, son factores que apuntan en la misma dirección. También, la expansión monetaria en Japón ha estado lejos de generar el flujo de capitales que se esperaba a economías emergentes en busca de rentabilidades más elevadas.

Con todo, siendo muy intensa la salida de flujos de capital de los mercados emergentes, existen razones para ser optimista. En primer lugar, los datos más recientes de flujos de capital muestran una moderación en las salidas en las últimas semanas. En segundo, el perfil del inversor que ha protagonizado las salidas es de un horizonte de inversión de más corto plazo, frente a inversores de perfil institucional, con horizontes de inversión más largos. Finalmente, esta reordenación de carteras ha de tener en cuenta que si se avanza hacia un entorno de menor soporte de la liquidez desde los bancos centrales es porque el ciclo económico global tiende a mejorar y ello sin olvidar los fundamentales de que han construido las economías emergentes en cuanto a la certidumbre de sus políticas y sus ventajas comparativas con las más desarrolladas en ratios de solvencia.

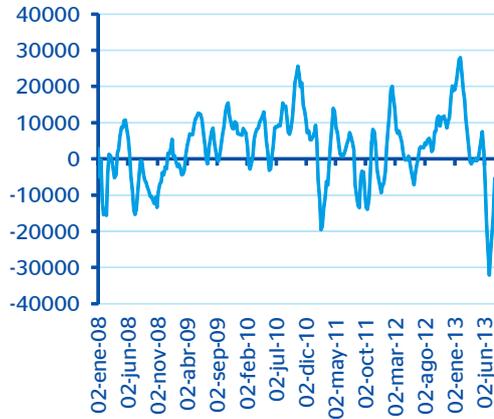
## **Desaceleración en China: entorno cíclico global y medidas que buscan acotar el endeudamiento y el alcance de la banca en la sombra**

El reciente tensionamiento que se ha producido en el mercado interbancario chino no es sino un aspecto accesorio del proceso que las autoridades chinas han adoptado para poner coto al fuerte crecimiento del crédito, tanto en el sector bancario "oficial" como el crédito generado por el llamado sector financiero en la sombra, no regulado. El compromiso de las autoridades con este objetivo ha quedado claro en los últimos meses, al permitir, de forma llamativa, fuertes tensiones de liquidez en el sistema interbancario.

El escenario base sigue siendo de continuidad de una desaceleración moderada (Gráfico 4). Las medidas para limitar el crecimiento del crédito supondrán un cierto lastre sobre el crecimiento, pero aun así, las autoridades chinas parecen cómodas con las actuales tasas de crecimiento del PIB, mientras sean el resultado de cambios que hagan más sostenible (y saludable) el crecimiento en el medio y largo plazo. Seguimos considerando que el Gobierno chino continúa teniendo margen de actuación en caso de que la evolución económica comprometa sus objetivos de crecimiento. Las autoridades poseen los instrumentos para evitar cualquier accidente en el sistema financiero, al menos en el corto plazo, y no descartamos nuevas medidas de estímulo económico.

Gráfico 3

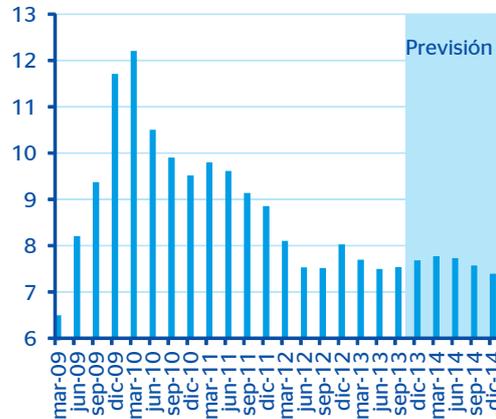
Flujos de capitales a economías emergentes (mm de dólares, promedio móvil de cuatro semanas)



\* Flujos de capitales a renta fija y variable  
Fuente: BBVA Research y EPFR

Gráfico 4

China: crecimiento del PIB (%a/a)



Fuente: BBVA Research y CEIC

### Eventos de riesgo global están más diversificados, pero su potencial impacto sería más acotado

Este escenario central global, de alta probabilidad, tiene todavía unos rangos de incertidumbre algo más sesgados a la baja que al alza, pero sin que se vislumbren con probabilidad relevante eventos disruptivos, que impidan un panorama de sostenido crecimiento global en 2013 y 2014, al menos cerca de los niveles de 2012. Este diagnóstico es un signo de vuelta a la normalidad en el panorama económico.

Los riesgos bajistas que podrían retrasar de nuevo la recuperación global (relativamente menos probables que en otras ocasiones) serían fundamentalmente la permanencia de eventos que complicaron el panorama el trimestre pasado hasta llegar a producir tensiones adicionales en las condiciones de acceso al financiamiento y deterioro de la confianza de los agentes económicos. Se podría tratar de: i) una nueva caída, intensa y continuada, en el precio de los activos sin riesgo como el bono del Tesoro de EE.UU. como resultado de un mercado menos atado a los deseos de la Reserva Federal; ii) un resurgimiento de las dudas en los avances hacia la Unión Bancaria y en la “excepcionalidad” de Grecia y; iii) una mayor desaceleración de la economía china en su necesario proceso de rebalanceo económico a la vez que acomoda gradualmente el ajuste del tamaño de su sistema financiero. Si bien es cierto que las autoridades cuentan con márgenes de actuación para evitar eventos “de cola”, el proceso de cambios que afronta China es mayúsculo, requiere de reformas amplias, continuadas y decisivas.

## 3. Perú: nuevas previsiones de crecimiento se ubican alrededor de 5,8%

Nuestras nuevas previsiones de crecimiento económico para Perú siguen señalando un panorama positivo, con tasas de expansión anual del PIB que estimamos se mantendrán ligeramente por debajo de 6,0% en el periodo 2013-2017 (ver gráfico 5). En general, consideramos que los indicadores de actividad disponibles muestran que la economía peruana está en un proceso de moderación cíclica, luego de varios trimestres de fuerte expansión, y no en el inicio de una

fase de desaceleración pronunciada y prolongada. Por ello, prevemos un “aterrizaje suave” de la economía hacia tasas de crecimiento sostenibles en el mediano plazo.

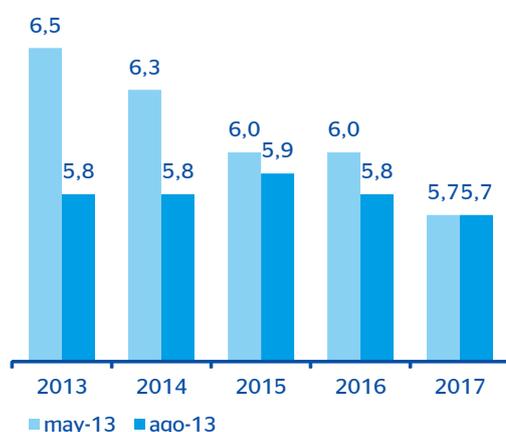
Con relación a las proyecciones de crecimiento que teníamos hace tres meses, las que presentamos en este informe son más bajas debido a un entorno externo menos favorable que, localmente, inducirá una moderación del gasto privado, en particular de inversión. Esta perspectiva es consistente con la disminución del optimismo empresarial durante este año, el que se ha visto afectado por la volatilidad en los mercados financieros internacionales, las condiciones de financiamiento externas menos favorables, los menores precios de los metales que Perú exporta y el menor crecimiento esperado para China. Además, la ralentización de la inversión implicará un menor dinamismo del mercado laboral, y por lo tanto, del consumo. La revisión a la baja del gasto privado ha sido particularmente importante en nuestras previsiones para este y el próximo año (ver gráfico 6).

A partir de 2014, proyectamos una mayor expansión fiscal debido al desarrollo de grandes obras de infraestructura, lo que atenuará en alguna medida el menor impulso de la demanda del sector privado. Como resultado del mayor gasto público y de mejoras más acotadas en los ingresos fiscales con relación a lo esperado hace tres meses, proyectamos una reducción gradual de los superávit públicos a partir de este año, y eventualmente déficit moderados a partir de 2015. Esta evolución prevista para los resultados fiscales de los próximos años no compromete la sostenibilidad de las finanzas públicas ya que el ratio de deuda del gobierno sobre PIB seguirá descendiendo, aunque a un ritmo menor que el anticipado en nuestro informe anterior. En este contexto, cabe preguntarse si es conveniente seguir reduciendo el ratio de deuda pública, que ya es bastante bajo, frente a la alternativa de estabilizarlo y dar más espacio para el gasto en infraestructura pública.

Asimismo, desde 2015 el crecimiento tendrá un soporte adicional debido a la aceleración temporal de las exportaciones por la entrada en operación de diversos proyectos mineros. La mejora en los volúmenes exportados de metales permitirá que empezar a cerrar los déficit en cuenta corriente (como % del PIB) que, en un entorno de cotizaciones esperadas más bajas para los minerales que Perú exporta, se ampliarán este y el próximo año a niveles cercanos al 5,5% del PIB.

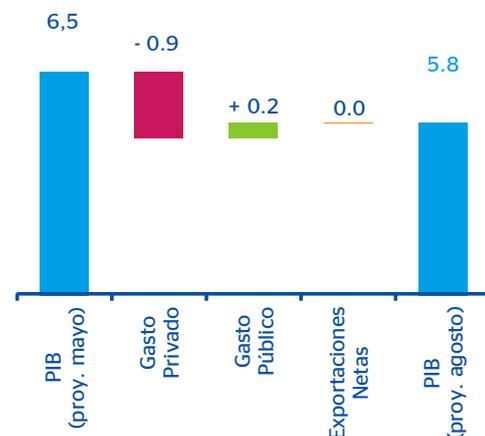
Hacia adelante, los retos siguen siendo enormes para sostener el dinamismo económico. En particular, se requerirá de medidas que impulsen la productividad como desarrollo a gran escala de la infraestructura, mejoras en la calidad de la educación y una reforma de la administración pública.

Gráfico 5  
Perú: crecimiento del PIB 2013-2017 (var. %)



Fuente: BBVA Research Perú

Gráfico 6  
Perú: componentes de la demanda que explican el cambio en la proyección de crecimiento para 2013 (var % y pp)



Fuente: BBVA Research Perú

## Los indicadores disponibles anticipan una moderación del gasto privado...

Durante el primer semestre del año han aparecido señales de que el ritmo de expansión del gasto privado empieza a moderarse. Ello es más claro en el caso de la inversión. Las importaciones de bienes de capital, por ejemplo, avanzaron cerca de 15% en 2012, pero en la primera mitad del año lo hicieron en algo menos de la mitad (ver tabla 1). La confianza empresarial, por su parte, se ha debilitado sustancialmente. Desde su pico en enero último, cuando alcanzó los 67 puntos, ha descendido a un nivel de 51 puntos en junio (ver gráfico 7), apenas por encima del nivel neutral. Este indicador suele anticipar bastante bien el comportamiento futuro de la inversión privada, por lo que la evolución que ahora muestra sugiere que este último avanzará más lentamente en adelante. Es importante mencionar que su fuerte ajuste en los últimos meses en principio anticiparía algo similar para el gasto empresarial. Esta conclusión se debilita, sin embargo, al observar lo que ocurre con los demás indicadores sobre el optimismo del empresariado. En general todos muestran una senda descendente en lo que va del año, pero la intensidad de la caída es más moderada en algunos de ellos en comparación con la de la confianza empresarial. Por ejemplo, el índice de expectativas que el empresario tiene sobre su propio sector se mantuvo estable en junio, en 56 puntos. Es decir, los empresarios confían en que a su sector le seguirá yendo relativamente bien en el futuro, pero la perspectiva cambia cuando opinan sobre el resto de sectores, aquellos sobre los cuales tienen menos información. La decisión de invertir depende finalmente más de lo que el empresario anticipa que ocurrirá en su propio sector, el que conoce, y no tanto sobre lo que piensa que ocurra en el resto de la economía. Por ello, la señal que se desprende del conjunto de indicadores de confianza del empresariado es que la inversión privada mostrará un menor dinamismo en los siguientes trimestres, pero que aún mantendrá un desempeño relativamente interesante.

Tabla 1

### Indicadores de actividad (var% a/a, índice)

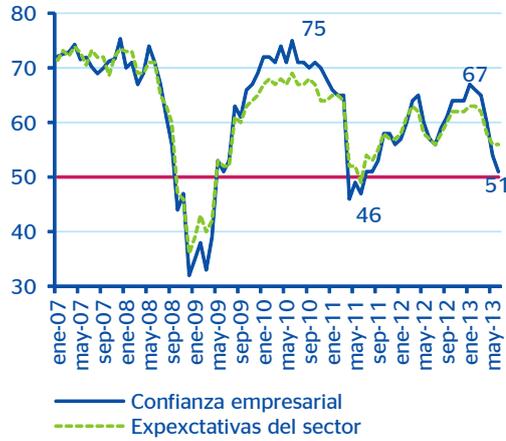
Indicadores de Actividad	1T13	2T13
Empleo dependiente	3	1
Ventas de autos familiares (fdp)	13	8
Confianza empresarial (índice)	66	55
Importación de bienes de capital *	7	6
Inversión pública	11	23
Consumo público	10	13
Producción eléctrica	6	7
Exportaciones (volumen)*	-14	2

\* Cifras a mayo

Fuente: INEI, Araper, BCRP, MEF, COES

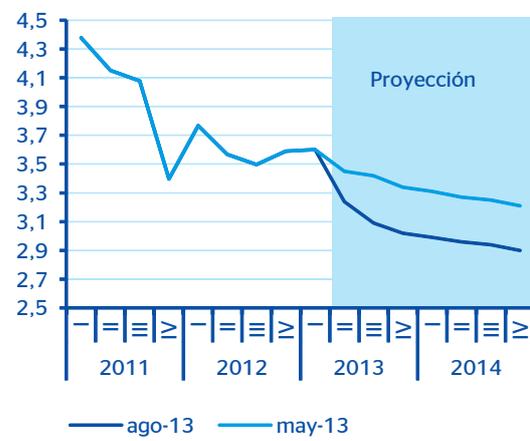
Además de lo que muestran los indicadores, hay tres elementos que apoyan un crecimiento más lento de la inversión privada en el horizonte de previsión con respecto a lo que preveíamos tres meses atrás. Primero, la caída del precio de los metales (ver gráfico 8) y la mayor incertidumbre sobre el nivel al que convergerán en el futuro, lo que en conjunto reduce el atractivo de los proyectos de inversión minera. Segundo, las condiciones financieras más ajustadas a nivel global, lo que se traducirá en mayores costos, tanto para las empresas que toman préstamos en el mercado internacional como para las que recurren a la banca local. Finalmente, la mayor volatilidad que viene registrando el nuevo sol, lo que eleva los riesgos del descalce cambiario o, alternativamente, genera la necesidad de asumir costos adicionales para demandar instrumentos de cobertura.

Gráfico 7  
**Confianza empresarial (Índice)**



Fuente: BCRP

Gráfico 8  
**Proyección de precio del cobre (USD/lb)**



Fuente: BBVA Research

En este contexto, el Gobierno lanzó, entre mayo y junio, dos paquetes de medidas para mejorar el ambiente de negocios (ver recuadro 1). Adicionalmente, también se viene agilizando la labor de ProInversión (entidad estatal encargada de promover la inversión privada), de tal manera que en julio último se efectuó la adjudicación de tres proyectos, por un total de USD 785 millones. Cabe señalar que este organismo planea efectuar este año adjudicaciones por un total de USD 9 mil millones, la mayor parte de ellas en el segundo semestre, destacando la correspondiente a la Línea 2 del Tren Eléctrico por un monto que equivale a aproximadamente la mitad del total a adjudicarse.

## Recuadro 1. Medidas recientes tomadas por el gobierno para estimular la inversión privada

Entre mayo y junio del presente año, el gobierno dictó dos grupos de medidas con la finalidad de promover la inversión privada. Estos paquetes estuvieron orientados, por un lado, a facilitar los procedimientos relacionados con las inversiones de infraestructura, minería y energía, y, por otro, a reducir las trabas burocráticas que enfrentan las empresas. Las principales medidas dictadas son las siguientes:

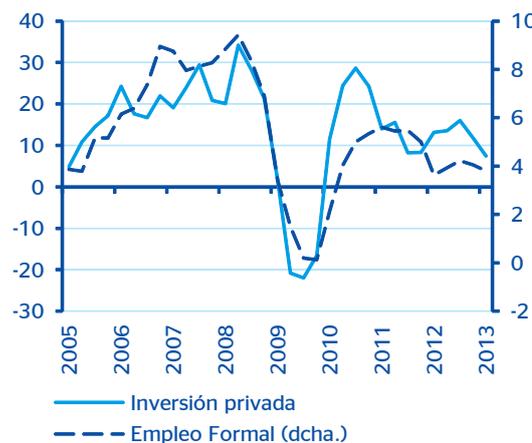
1. Ley de expropiaciones: esta disposición separa el acto de expropiación del bien del pago del justiprecio, con lo que se agiliza la adquisición de terrenos para la ejecución de los proyectos declarados de necesidad pública. Este procedimiento era poco usado debido a que tardaba entre dos y tres años y requería la aprobación de diez entidades distintas. En lo inmediato, los proyectos que se beneficiarían con esta norma son la carretera Interoceánica Sur y el aeropuerto Chinchero.
2. Ley que acelera la entrega de certificados de inexistencia de restos arqueológicos: esta ley establece un plazo de veinte días para la respuesta del ejecutivo y, en su defecto, la aplicación del silencio administrativo positivo. En el pasado la obtención de estos certificados tardaba alrededor de un año y medio.
3. Ventanilla única para los estudios de impacto ambiental (EIA): la norma establece que los términos de referencia para los EIA estarán listos en menos de un mes y un plazo máximo de cien días para los proyectos minero-energéticos. En estos casos, este procedimiento tardaba entre uno y dos años.
4. Creación del equipo de seguimiento de proyectos de inversión: este equipo tendrá como objetivo remover los obstáculos burocráticos de los proyectos de de infraestructura, minería y energía más importantes.
5. Ley de reforma del mercado de valores: esta norma se reducen las exigencias y los costos para el acceso al financiamiento a través del mercado de capitales para las empresas medianas y pequeñas.
6. Ley de reposición de capitales: esta norma confiere flexibilidad y, con ello, mayor valor a los bonos, al otorgarles la capacidad de ser utilizados como medio de pago y de ser vendidos antes de su vencimiento.
7. Medidas para facilitar los trámites de inversión: se fortalece la capacidad de Indecopi de sancionar a las entidades y funcionarios públicos que generen trabas burocráticas y, además, se facilita la calificación de proyectos de habilitación urbana y edificación.
8. Medidas para alentar el desarrollo de las empresas pequeñas y medianas: se fomenta el uso de facturas negociables, lo que daría mayor liquidez a las pymes, y se incrementa la previsibilidad en los pagos del Estado.
9. Reforma tributaria para impulsar la competitividad de las empresas: se reduce a la mitad el plazo para acogerse a la devolución anticipada del IGV y se permite la deducción de los gastos en investigación (vinculados o no al giro del negocio) y de capacitación del personal.
10. Reforma de la ley de obras por impuestos: se extendió este régimen a la inversión pública en general y con cargo a cualquier fondo del estado. Anteriormente, solo se podía usar para obras de infraestructura y en regiones que cuenten con canon, sobrecanon y regalías. Además, se incluyen dentro del régimen el mantenimiento de obras y los estudios de preinversión.

Estimamos que el impacto de estas medidas sobre inversiones concretas podría comenzar notarse en uno o dos años, en la medida que el equipo de seguimiento recién conformado ya identificó 31 grandes proyectos trabados, que representan inversiones por USD 22 mil millones. Por otro lado, también tomará algún tiempo para que las empresas pequeñas y medianas hagan uso frecuente de los mecanismos que las favorecen. En el corto plazo, se espera que estas medidas den soporte a las expectativas empresariales, debido a que, con ellas, el gobierno está mostrando mayor disposición para facilitar la iniciativa privada.

**Si bien el consumo privado mantiene un dinamismo interesante, la moderación de la inversión privada y del empleo afectará su evolución en los siguientes meses...**

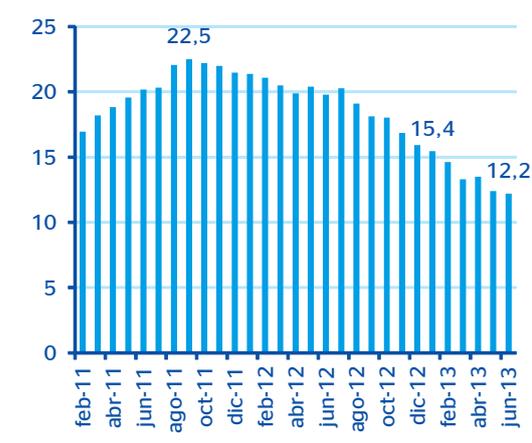
En la actualidad, los indicadores vinculados al consumo privado son, en promedio, alentadores; sobre todo los de relacionados con el empleo: la tasa de desocupación se encuentra en mínimos históricos (5.8% en 2T13) y el poder adquisitivo de los salarios se ha seguido incrementando (cerca de 3% real a/a en 2T13). Sin embargo, hacia adelante, las condiciones del entorno laboral podrían ser menos favorables, debido a que anticipamos que la moderación de la inversión privada comenzará a tener efecto sobre la generación de empleo. Ambas variables guardan una estrecha correlación (ver gráfico 9) y su comportamiento sugiere que una desaceleración de la inversión privada precede un menor crecimiento del empleo formal con una anticipación de entre uno y tres trimestres. Esto habría empezado a notarse en el empleo dependiente que apenas creció en el segundo trimestre (0,5% a/a), lo que implica una desaceleración respecto al trimestre previo (3%). En la actualidad, este efecto es más notorio en las empresas pequeñas. En este sentido, de acuerdo con nuestros estimados, el empleo formal urbano (dependiente y no dependiente) tenderá a crecer a una tasa de entre 2% y 3% a partir del tercer trimestre, por debajo del 4% por ciento promedio que venía registrando desde el año pasado.

Gráfico 9  
Perú:  
inversión privada y empleo formal (var. % a/a)



Fuente: BCRP y MTPE

Gráfico 10  
Crédito de consumo  
de la banca privada (var. % a/a)



Fuente: SBS y BBVA Research Perú

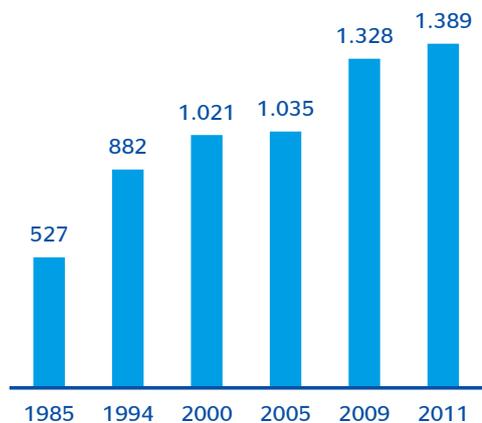
Esto se sumará a la ralentización que también viene registrando el entorno financiero, debido a la desaceleración del crédito de consumo (ver gráfico 10), como resultado de las medidas macroprudenciales que se han venido implementando en los últimos meses. Esto también se habría reflejado en la venta de bienes duraderos; en particular, la de autos familiares, que redujo su tasa de expansión a 8,3% en junio, después de haber crecido a tasas de dos dígitos durante 18 meses consecutivos.

**Mayor expansión fiscal atenuará la moderación del gasto privado**

Desde fines del año pasado, pero con mayor notoriedad partir de este año, el gasto corriente del sector público se ha elevado debido, principalmente, a aumentos salariales. Dado el número de trabajadores públicos (ver gráfico 11), que representa casi el 10% de la PEA ocupada total, esto tiene un impacto significativo sobre la actividad. Estas mejoras favorecieron en primer lugar al magisterio y a las fuerzas armadas, a lo que se ha sumado la reciente aprobación de la Ley del Servicio Civil, posiblemente la reforma más importante que ha llevado a cabo hasta

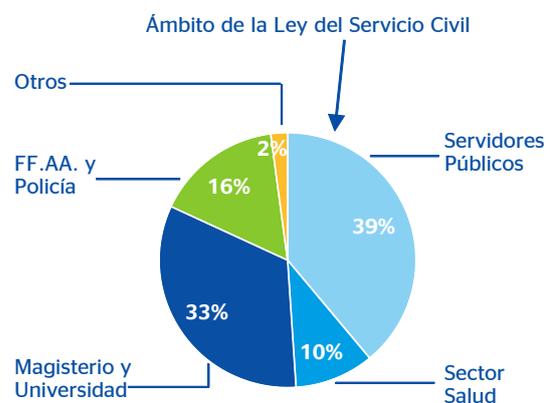
ahora la actual administración. Esta Ley, que comprende al 39% de los empleados del sector público (ver gráfico 12), establece criterios de contratación similares a los del sector privado y reduce la dispersión de regímenes laborales dentro de la administración pública. Más importante aún, la Ley estimula la productividad al establecer evaluaciones anuales de los funcionarios y causales de despido sobre la base de ellas (por ejemplo, si se desapruban dos evaluaciones seguidas, previa capacitación). El costo máximo de esta medida se calcula en alrededor de S/. 2,300 millones anuales (0,4% del PIB), destinados al pago de los beneficios que ahora gozarán los trabajadores del sector público, como gratificaciones (pago de un sueldo adicional en julio y diciembre) y CTS (seguro de desempleo autofinanciado).

Gráfico 11  
Evolución del servicio civil (miles de empleados)



Fuente: SERVIR

Gráfico 12  
Composición del servicio civil (%)



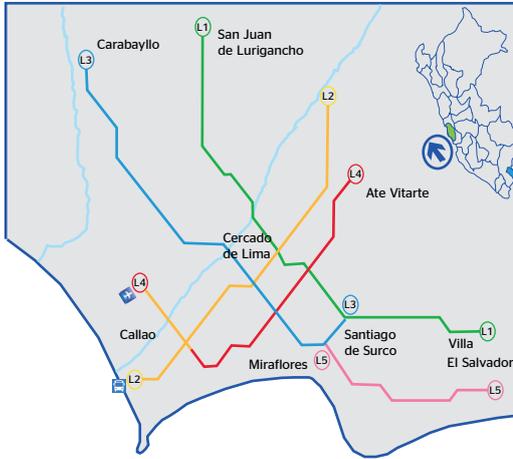
Fuente: SERVIR

Adicionalmente, se viene implementando una reforma del sector salud, que también implica salarios más altos para los médicos, así como la modernización de los centros hospitalarios y medidas para favorecer el acceso universal a los servicios. Se estima que el costo de esta reforma será de S/. 4,300 millones hasta el año 2016, de los cuales S/. 1,400 millones (0,3% del PIB) serían presupuestados el próximo año. Con estas reformas, se está logrando el objetivo del gobierno de contar con empleados públicos mejor remunerados en casi todos sus ámbitos (ver gráfico 12) y, en este contexto, esperamos que dichos estímulos reviertan a la economía nacional a través de una mayor eficiencia de los servicios provistos por el Estado.

Por el lado de la inversión pública, esperamos un dinamismo incluso mayor, con tasas de expansión promedio cercanas a 13% entre este año y el 2016. Esta proyección toma en cuenta la implementación de grandes obras de infraestructura pública, como la Línea 2 del Metro de Lima, la Carretera Longitudinal de la Sierra y la Red Dorsal de Fibra Óptica. El primero de estos proyectos consiste en el diseño, construcción y equipamiento de una línea de transporte ferroviario de 35 Km. de extensión (ver gráfico 13). La inversión estimada asciende a USD 4,500 millones (cofinanciada) y se concesionaría en el último trimestre de este año. De ejecutarse en cuatro años, esta inversión tendría un impacto directo de 0,5 pp del PIB cada año.

Asimismo, entre el último trimestre de este año y el primer semestre del próximo se adjudicarían los tramos 2, 4 y 5 de la Carretera Longitudinal de la Sierra. Este proyecto consiste en la rehabilitación y mantenimiento periódico de casi dos mil kilómetros de vías que transcurren a lo largo del centro del país (ver gráfico 14), que es una zona con difícil geografía, por la existencia de montañas. Con ello, se espera impulsar la integración económica y la complementariedad entre estas ciudades, así como su conectividad con las plataformas logísticas más desarrolladas de las ciudades cercanas al mar. La inversión estimada asciende a más de USD 900 millones (0,4% del PIB).

Gráfico 13  
**Metro de Lima (Estructura básica)**



Fuente: ProInversión

Gráfico 14  
**Carretera Longitudinal de la Sierra**



Fuente: BBVA Research Perú

Otro proyecto importante es el tendido de una Red Dorsal de Fibra Óptica, que implica conectar a más de 200 localidades del país a través de una red de banda ancha, lo que hará posible una mayor velocidad y, por lo tanto, también un mayor volumen en el flujo de datos que viajan a través de internet. El monto aproximado de la inversión es de USD 315 millones y se espera que sea adjudicado a fines de este año.

Dada la mayor agilidad que viene mostrando ProInversión y el mayor interés que viene mostrando el gobierno para alentar la inversión, en esta nueva proyección hemos adelantado los períodos en lo que se ejecutarían estos proyectos. En este sentido, esperamos que el Presupuesto Público del próximo año, que será elevado al Congreso a más tardar el 30 de agosto incluya el mayor gasto previsto tanto por las reformas del servicio civil como en los proyectos de infraestructura.

### Las exportaciones registrarán mayor crecimiento desde 2015, por la maduración de mega-proyectos mineros

En el primer semestre, el valor de las exportaciones totales cayó 12,6% (15,0% las tradicionales y 4,7% las no tradicionales). Este débil desempeño de las ventas al exterior ha estado vinculado a factores de oferta de naturaleza temporal que afectaron la producción minera en el primer trimestre del año (operaciones de mantenimiento y cierre de minas por agotamiento, las que están siendo reemplazadas gradualmente por otras), así como una menor demanda externa, lo que viene afectando el envío de productos con mayor valor agregado, como los textiles, por ejemplo. Para el resto del año, esperamos una mejora gradual de las exportaciones en la medida que los factores transitorios se irán disipando y se espera que las exportaciones no tradicionales se estabilicen. En este contexto, hemos ajustado a la baja el crecimiento previsto de las exportaciones este año, de 4,5% en el informe anterior a 2,0% en el actual.

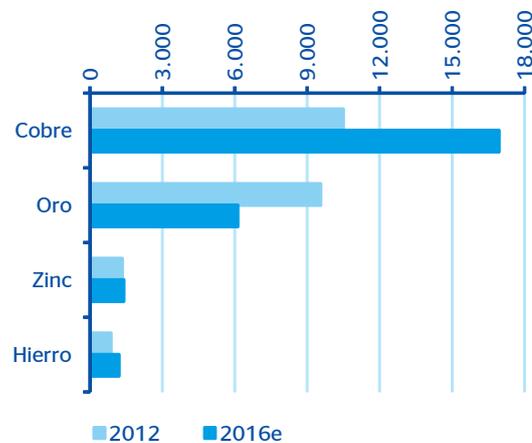
Hacia adelante, hemos mantenido una senda creciente en nuestras previsiones de exportación, debido al ingreso a etapa extractiva de importantes proyectos mineros, que ya cuentan con buen nivel de avance y financiamiento (ver gráfico 15). Así, entre este año y el próximo madurarán cuatro proyectos mineros que incrementarán en alrededor de 50% la producción de cobre (1,3 millones de TM en 2012). En el último trimestre de este año, ingresará a etapa productiva Toromocho, mientras que en el 2014 pasarán a esta fase Las Bambas, la ampliación de Toquepala y Constanza. Si a esto, se añaden los proyectos que comenzarán a culminarse en los

siguientes años (Quellaveco, sujeto a la decisión e continuidad por parte del directorio de Anglo American; y las ampliaciones de Cerro Verde y Toromocho) esperamos que la producción de cobre al menos se duplique hacia el 2016. Otro mineral que tendrá un incremento significativo en su producción será el hierro, por la ampliación de Marcona, lo que añadirá aproximadamente el 50% a la producción actual. Caso contrario es el del oro, que irá disminuyendo su peso dentro de las exportaciones mineras, debido a las menores leyes de algunas minas (como Yanacocha), lo que será atenuado por el ingreso de la mina Ollachea en 2015.

Adicionalmente, existen al menos dos proyectos que podrían hacer más notoria esta tendencia hacia una mayor concentración cuprífera de la producción minera. El primero de ellos es Minas Conga (en Cajamarca), que se encuentra paralizado debido a la oposición de la población aledaña a su ejecución. El segundo es La Granja, que es considerado uno de los depósitos más grandes de cobre del mundo y cuyo operador (Río Tinto) ha solicitado una modificación a su Estudio de Impacto Ambiental (EIA) para continuar en la etapa exploratoria por cuatro años adicionales. El hierro también podría incrementar su participación de ejecutarse el proyecto Pampa de Pongo que, con una inversión estimada de más de USD 3 mil millones, tendría una producción anual estimada equivalente a más de dos veces la producción total de la actualidad. En la medida que se presenten las condiciones adecuadas para la ejecución de estos tres proyectos, la producción de cobre y hierro pasaría a triplicarse en relación con la actual.

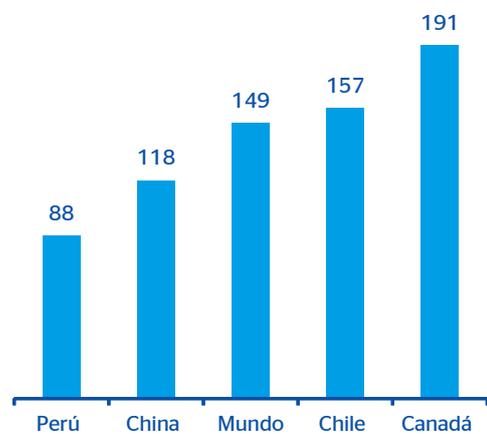
Finalmente, cabe señalar que no esperamos un impacto importante de los menores precios de los metales sobre las principales operaciones mineras debido a que sus costos operativos son relativamente bajos (ver gráfico16).

Gráfico 15  
**Valor de las exportaciones mineras (Millones de USD)**



Fuente: MINEM, BCRP, MEF y BBVA Research Perú

Gráfico 16  
**Costos operativos estimados promedio de extracción cuprífera (centavos de USD por libra)**



Fuente: APOYO

## Recuadro 2. Mantener altas tasas de crecimiento en el mediano plazo requiere fortalecer factores que den soporte a la productividad

En la década pasada (2001-2010) la economía peruana mostró un fuerte ritmo de expansión. Así, el PIB real registro un crecimiento promedio anual de 5.7%, con lo que el PIB per cápita real acumuló una expansión de 53%. ¿Qué factores han contribuido con este desempeño? Más importante aún, ¿Qué factores se requieren mantener o potenciar para sostener altas tasas de crecimiento a futuro? ¿Qué reformas o medidas de políticas se requieren? Para aproximar una respuesta a estas preguntas realizamos un ejercicio simple de contabilidad de crecimiento.

El análisis de las fuentes de crecimiento del PIB per cápita lo hacemos en dos pasos. En el primero, descomponemos el crecimiento del PIB per cápita, para lo cual utilizamos la siguiente identidad:

$$\frac{Y}{P} = \frac{Y}{L} \times \frac{L}{PET} \times \frac{PET}{P}$$

Lo que a su vez puede expresarse en términos de variaciones porcentuales de la siguiente manera:

$$\Delta\% \left( \frac{Y}{P} \right) = \Delta\% \left( \frac{Y}{L} \right) + \Delta\% \left( \frac{L}{PET} \right) + \Delta\% \left( \frac{PET}{P} \right)$$

Esta expresión pone de manifiesto que la evolución del PIB por habitante puede estar asociada al crecimiento de: (i) la productividad laboral o producto por trabajador (Y/L), (ii) la tasa de participación de la fuerza laboral o población económicamente activa sobre población en edad de trabajar (L/PET), y (iii) el bono demográfico o población en edad de trabajar sobre población total (PET/P). Esta descomposición y los datos correspondientes permiten identificar que en la década el crecimiento estuvo vinculado, principalmente, al incremento de la productividad laboral y, en menor medida, a factores de carácter demográfico (ver gráfico 17).

En el segundo paso, se busca identificar los factores que han impulsado el crecimiento de la productividad laboral. Para ello, se considera que el PIB depende del stock de capital físico (K), de la calidad del capital humano (H), y de la fuerza laboral (L):

$$Y = AK^\alpha (HL)^{1-\alpha}$$

La expresión anterior es en realidad una “función de producción” del tipo Cobb-Douglas, con retornos a escala constantes, en donde  $0 < \alpha < 1$  es la participación del capital en el producto y A representa la productividad total de factores o PTF. Miller (2003)<sup>1</sup>, estima que el valor de  $\alpha$  en Perú sería cercano a 0.50. Para el cálculo del stock

de capital se utiliza el método de inventarios perpetuos asumiendo un ratio capital inicial sobre PIB de 2.5 y una depreciación de 5%. El capital humano es aproximado mediante el promedio del número de años de escolaridad (primaria, secundaria y terciaria); los datos son tomados de Barro y Lee (2010)<sup>2</sup>

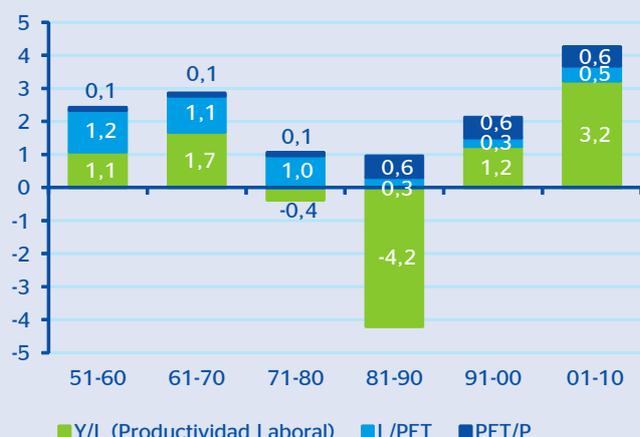
Partiendo de la función anterior, encontramos que el crecimiento de la productividad laboral queda determinado por la: (i) profundización del capital físico por trabajador (K/L), (ii) calidad de la fuerza laboral o capital humano (H), y (iii) productividad total de factores o PTF (A).

$$\Delta\% \left( \frac{Y}{L} \right) = \Delta\%A + \alpha \Delta\% \left( \frac{K}{L} \right) + (1 - \alpha) \Delta\%H$$

En este caso encontramos que el crecimiento de la productividad laboral ha estado asociado principalmente al incremento de la PTF (ver gráfico 18). Esta variable engloba diversos factores que han permitido un uso más eficiente de los recursos, como por ejemplo: (i) una mayor institucionalidad de las políticas económicas, (ii) un incremento de la apertura de la economía, (iii) mayor profundización financiera, (iv) condiciones externas favorables, etc. También observamos que un uso más intensivo del capital ha tenido una influencia positiva sobre la productividad laboral, en tanto que la contribución del capital humano ha mostrado una tendencia declinante.

Gráfico 17

### Contribución al crecimiento del PIB per cápita (puntos porcentuales)



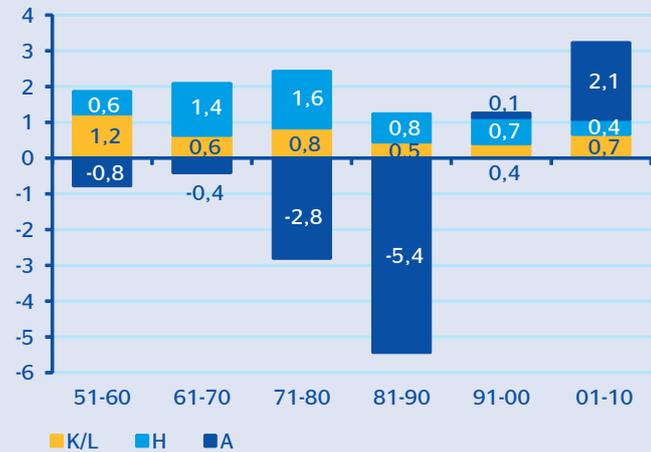
Fuente: BBVA Research Perú

1: Miller, Shirley (2003) "Métodos alternativos para la estimación del PBI potencial: Una aplicación para el caso de Perú", Documento de trabajo, Banco Central de Reserva del Perú.

2: Barro, R. y J. Lee (2010) "A New Data Set of Educational Attainment in the World, 1950-2010", NBER Working Paper No. 15902.

Gráfico 18

**Contribución al crecimiento de la productividad laboral (puntos porcentuales)**



Fuente: BBVA Research Perú

En síntesis, la evidencia señala que las altas tasas de crecimiento del PIB por habitante que se registraron de manera sostenida durante la década pasada se explicaron, principalmente, por el aporte de la productividad de la mano de obra y que, a su vez, esta se vio impulsada por la productividad total de factores (PTF).

Así, para seguir registrando altas tasas de expansión del PIB per cápita en el mediano plazo el elemento clave será mantener la contribución al crecimiento de la productividad laboral, ya que los factores de carácter demográfico irán gradualmente perdiendo impulso.

Entonces, ¿qué hacer para sostener el aporte de la productividad laboral al crecimiento? Una primera opción es fortalecer la PTF, lo que requerirá reformas de

carácter microeconómico que mejoren la eficiencia de los mercados. Por ejemplo, se podría flexibilizar el mercado laboral para fomentar que una cantidad importante de trabajadores que actualmente se encuentran realizando actividades en el sector informal de la economía, de baja productividad de bajos niveles de capital, pasen hacia los sectores formales.

Una segunda posibilidad es incrementar la intensidad en el uso del capital físico por trabajador (K/L), y elevar el aporte de esta variable al crecimiento económico hacia niveles similares a los registrados en la década de los 50's (contribución algo mayor a 1 punto porcentual, frente a 0,7 de la década pasada). El desarrollo masivo de infraestructura pública apuntaría en esta dirección. Cabe señalar que un estudio de la Universidad del Pacífico y la Universidad ESAN estimó que la brecha de infraestructura al 2021 ascendería a USD 88 mil o 44% del PIB de 2012, siendo los sectores que requieren mayores niveles de inversión Energía (38%), Transporte (24%) y Comunicaciones (22%).

Aún si se lograra cerrar la brecha de infraestructura, a mediano plazo no se puede sostener el incremento de la productividad laboral solo mediante la acumulación de factores, por lo que será importante revertir la tendencia declinante del aporte del capital humano. En este aspecto es donde falta mucho por avanzar, sobre todo en el caso de la educación pública. Según el informe del Programa Internacional para la Evaluación de Estudiantes (PISA, por sus siglas en inglés) de 2009 que mide la calidad de la educación, el Perú se encuentra en la posición 63 de 65 países. Además, se requiere redoblar los esfuerzos para disminuir los niveles de desnutrición crónica de los niños menores de 5 años (según la Encuesta Demográfica y de Salud Familiar 2012 el 20% de estos la padecen).

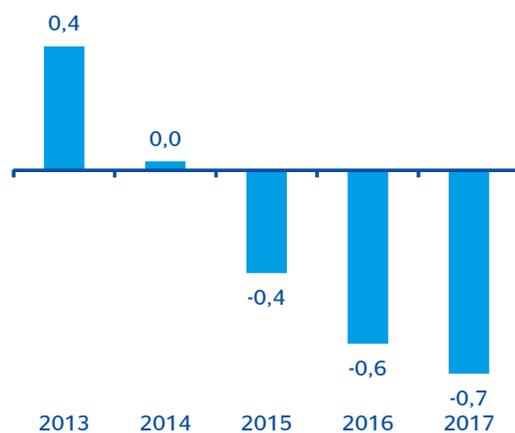
## Se prevé una reducción del ahorro público y una ampliación temporal del déficit en cuenta corriente

En nuestro horizonte de proyección, las reformas de la administración pública y los proyectos de infraestructura pública inducirán un mayor gasto; mientras que, por el lado de los ingresos fiscales, anticipamos que los esfuerzos para ampliar la base tributaria se verán atenuados por los menores ingresos tributarios en un contexto de crecimiento económico más moderado y precios más bajos de los metales. En consecuencia, estimamos que la presión tributaria se mantendrá relativamente estable, algo por encima de 16% del PIB.

Como resultado de esta previsión de ingresos y gastos fiscales, proyectamos una reducción gradual de los superávits públicos a partir de este año, para tornarse en déficit moderados a partir de 2015 (ver gráfico 19). Cabe señalar, que estos resultados no comprometen la solvencia fiscal en la medida que seguimos previendo un descenso del ratio de deuda pública sobre PIB, aunque más gradual que en nuestra proyección anterior (ver gráfico 20). Esto se explica por la mayor rapidez con la que crecerá la actividad en relación con la deuda pública.

Gráfico 19

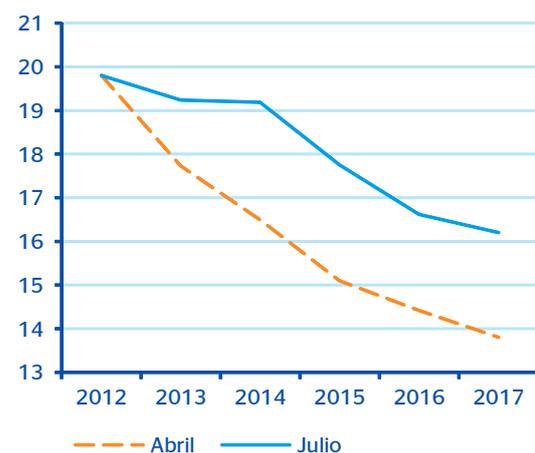
Resultado Económico del Sector Público: proyección (% del PIB)



Fuente: BBVA Research Perú

Gráfico 20

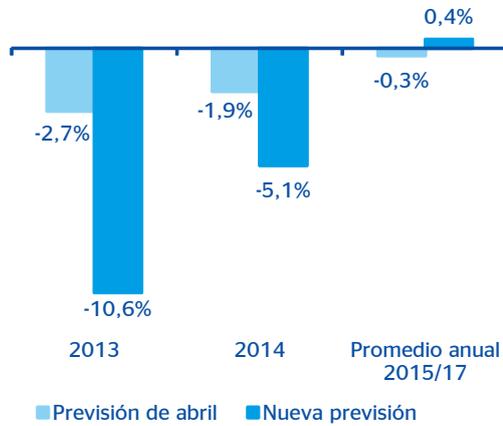
Deuda Pública (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

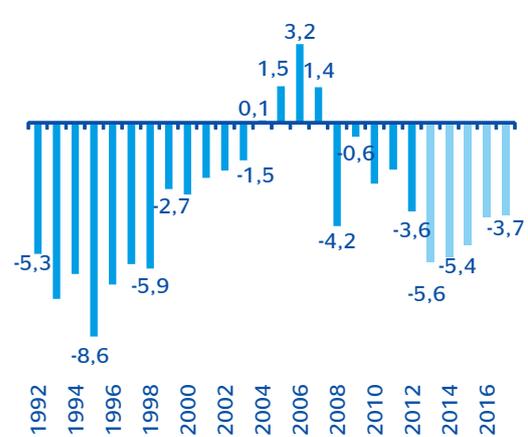
Por el lado externo, el ajuste a la baja en la proyección de precios de exportación (ver gráfico 21) deteriorará la cuenta corriente de la balanza de pagos, algo que el menor dinamismo previsto en la demanda interna -menores importaciones- solo compensará en parte. Este año y el próximo, el déficit se ubicará alrededor del 5,5% del PIB, un nivel que no se observaba desde fines de los años 1990s (ver gráfico 22). Si bien ello puede generar cierta preocupación, de un lado refleja principalmente el fuerte dinamismo de la inversión, y de otro, será temporal. Parte de esa inversión está orientada al sector transable de la economía, en particular al desarrollo de grandes proyectos mineros, los que desde fines de 2014 entrarán en producción y elevarán sustancialmente los volúmenes exportados de metales. Desde entonces, el déficit de la cuenta corriente seguirá una tendencia decreciente.

Gráfico 21  
Precios de exportación (var %, promedio anual)



Fuente: BBVA Research Perú

Gráfico 22  
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Naturalmente, la mayor brecha externa incrementa la vulnerabilidad de la economía peruana pues la torna más dependiente del financiamiento del exterior en un contexto en el que las condiciones para acceder a este serán más apretadas. Esto ya se ha empezado a observar. Las empresas mineras, por ejemplo, vienen enfrentando crecientes costos para fundear sus operaciones. Los rendimientos que se les exigen han aumentado sustancialmente, sobre todo para las de menor tamaño, y las emisiones de acciones mineras en los principales mercados bursátiles del mundo han disminuido drásticamente. Esto afectará particularmente las labores de exploración y podría retrasar el inicio de la construcción de nuevos proyectos. Empresas peruanas que operan en otros sectores productivos también enfrentan un panorama similar. En los primeros cuatro meses del año estas emitieron títulos en el exterior por más de USD 5 mil millones, un récord, pero desde mayo se han detenido.

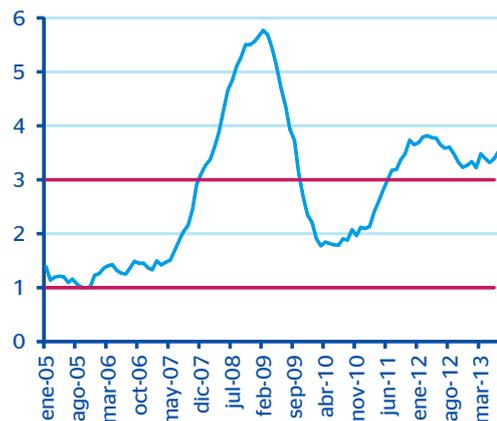
Nuestra previsión de financiamiento externo incorpora este entorno más complicado. Si bien seguimos proyectando que la inversión extranjera directa será importante, orientada entre otras actividades a la construcción de megaproyectos mineros ya en marcha y que cuentan con financiamiento asegurado, la hemos recortado para reflejar, por ejemplo, que las tareas de exploración minera disminuirán. También hemos revisado a la baja la proyección sobre colocaciones de títulos de empresas peruanas en el exterior, las que estimamos que en lo que resta del año serán poco significativas. Finalmente, hemos considerado que las elevadas tenencias de bonos soberanos por parte de inversionistas no residentes, que ascienden a cerca de 3,3% del PIB, revertirán paulatinamente en la medida de que los portafolios a nivel global se reacomodan en un entorno de mayor incertidumbre. Como resultado, en 2013 la cuenta financiera no excederá en mucho el déficit en la cuenta corriente, mientras que en 2014 los flujos financieros compensarán apretadamente los comerciales. Ello implica dos cosas. En primer lugar, que si el influjo de capitales termina siendo menor que el previsto, la economía peruana deberá ajustarse combinando un menor crecimiento del producto con una moneda más débil que lo que estamos considerando en nuestro escenario base. En segundo lugar, que es muy importante que la construcción de los megaproyectos mineros avance según los plazos estimados pues de lo contrario el déficit en la cuenta corriente se mantendrá en niveles altos por un tiempo más extenso, aumentando así la probabilidad de que se produzcan ajustes por el lado de la actividad económica y del mercado cambiario.

## 4. Menor dinamismo del gasto privado limitará presiones de demanda sobre precios

En línea con lo previsto, la inflación interanual se ha mantenido cerca del límite superior del rango meta del Banco Central (2% +/- 1pp) desde el segundo trimestre, ubicándose en 3,2% al cierre de julio. La resistencia que ha mostrado la inflación para converger hacia el centro del rango meta refleja, principalmente, que el componente subyacente de la inflación (el más vinculado a factores de demanda) se ha mantenido persistentemente por encima de 3,0%, en un contexto de fuerte dinamismo de la demanda interna (ver gráfico 23). Dentro de este componente, destacan los aumentos en rubros como Alimentos fuera del Hogar, Educación y Salud, con variaciones interanuales que se ubican entre 3% y 6%. Asimismo, algunos rubros cuyos precios están vinculados a la evolución del tipo de cambio se han visto afectados por la depreciación de la moneda local en lo que va del año. Este es el caso de Alquileres que a julio registran un incremento interanual de 2,4%. Hacia adelante, prevemos que la moderación del gasto privado reducirá las presiones de demanda sobre los precios, por lo que la inflación subyacente tenderá gradualmente a moverse hacia abajo.

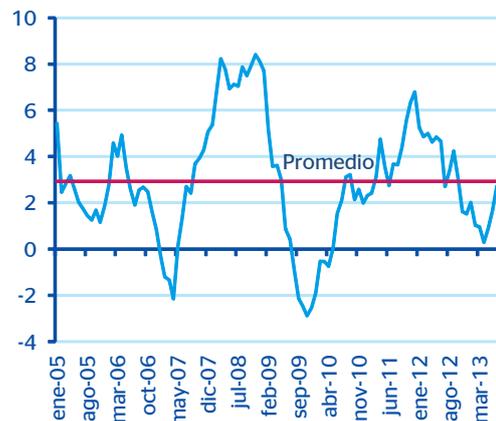
En cuanto al componente no subyacente de la inflación (el más vinculado a factores de oferta como variaciones en los precios de los alimentos), cabe señalar que desde abril viene acelerándose levemente. En realidad, esta evolución es un proceso de normalización y convergencia hacia niveles consistentes con sus promedios históricos, luego de haberse ubicado en mínimos hace unos meses por la reversión de choques de oferta que afectaron los precios de diversos alimentos (ver gráfico 24). Para los siguientes meses, la inflación no subyacente tenderá a estabilizarse en un contexto en el que no se registrarían mayores alzas en los precios internacionales de los insumos agrícolas y del petróleo. Así, según el último informe de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por sus siglas en inglés), la producción de cereales se incrementará de manera significativa en 2013, lo que mantendrá contenidos los precios de los insumos agrícolas. Sobre el precio internacional del petróleo, estimamos que se mantendrá estable y que incrementos vistos en las últimas semanas sólo serían transitorios y que tenderán a revertirse en la medida que se vayan calmando las tensiones políticas en Medio Oriente. Cabe señalar que nuestra previsión de inflación asume que el Fenómeno de la Niña, el cual ya se encuentra presente en la costa del país, tendrá un impacto moderado sobre la inflación; aunque es un factor de riesgo ya que si se intensifica tendría efectos sensibles sobre diversos productos agrícolas, especialmente los cultivos que requieren mayor cantidad de agua.

Gráfico 23  
Inflación interanual, componente subyacente (%)



Fuente: BCRP

Gráfico 24  
Inflación interanual, componente no subyacente (%)



Fuente: BCRP

Finalmente cabe agregar que si bien las expectativas de inflación han mostrado cierto descenso todavía se mantienen alrededor del límite superior del rango meta para este y el próximo año (ver gráfico 25), por lo que eventuales choques de oferta podrían elevarlas con el riesgo de efectos de segunda vuelta sobre precios.

En el balance de esta evolución heterogénea de los precios, prevemos que la inflación cerrará el año alrededor del límite superior del rango meta. En 2014, en ausencia de choques de oferta y un menor gasto privado que esperamos limitará las presiones de demanda sobre precios, veremos un mayor descenso del componente subyacente, con lo que finalmente la inflación convergerá al centro del rango meta (ver gráfico 26).

Gráfico 25

Expectativas de inflación para 2013 y 2014  
(%, fin de periodo)



Fuente: BCRP

Gráfico 26

Inflación interanual (%)

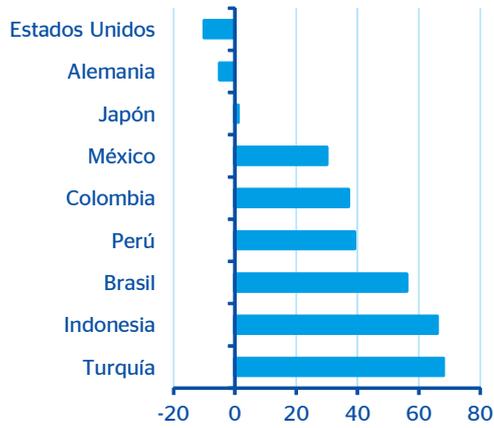


Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

## 5. Tipo de cambio volátil por eventos externos

Desde mayo, las tensiones financieras en los mercados globales aumentaron debido a la creciente posibilidad de que la Reserva Federal disminuya anticipadamente el ritmo de su estímulo monetario y de que la actividad económica en China se desacelere de manera pronunciada. Las economías emergentes han sido las más afectadas (ver gráficos 27 y 28).

Gráfico 27  
CDS para la deuda soberana 5 años (variación entre abr.30 y jul.19, en puntos básicos)



Fuente: Bloomberg

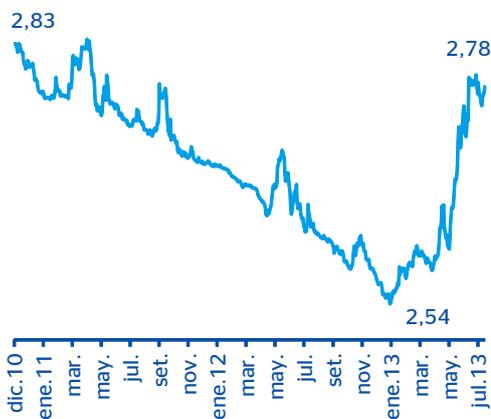
Gráfico 28  
Índices bursátiles (var. % entre abr.30 y jul.19)



Fuente: Bloomberg

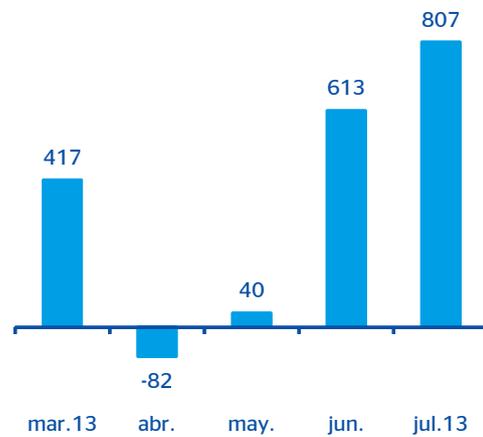
Perú no ha sido la excepción. En este entorno más complicado, la moneda local se debilitó 5% desde abril y 9% desde fines del año pasado, recortando así la apreciación de los dos últimos años (ver gráfico 29). En términos de flujos, diversos factores explican este comportamiento. En primer lugar, los agentes económicos han optado por incrementar sus posiciones netas en moneda extranjera. La banca, por ejemplo, aumentó su posición de cambio contable en cerca de USD 900 millones desde fines de abril (ver gráfico 30). Esto se dio incluso a pesar de que más del 90% del flujo de los depósitos captados en los últimos meses ha estado denominado en moneda extranjera (mayor preferencia del público por el dólar, algo que contrasta con lo que se observaba hasta abril). En el mercado cambiario forward, las posiciones también se han movido en favor de la moneda extranjera en cerca de USD 500 millones desde fines de abril. Los inversionistas no residentes pueden haber buscado así cubrir el mayor riesgo cambiario de algunos de sus activos denominados en soles que tenían al descubierto, entre ellos bonos soberanos.

Gráfico 29  
Tipo de cambio PEN/USD (un aumento refleja el debilitamiento de la moneda local)



Fuente: BCRP

Gráfico 30  
Posición de cambio contable de la banca (USD millones)



Fuente: BCRP

En segundo lugar, los flujos comerciales han sufrido un marcado deterioro. El fuerte retroceso de los precios de los metales y la debilidad de los volúmenes exportados han llevado a que el superávit en la balanza comercial muestre una pronunciada tendencia a la baja (ver gráfico 31), incluso pasando a terreno negativo en los dos últimos meses (en abril y mayo el déficit fue de más de USD 400 millones). Si bien aún no se dispone de datos para junio y julio, es probable que la situación no haya mejorado. El precio del oro disminuyó 10% desde fines de mayo y el del cobre cayó 5%, dos productos que en conjunto representan más del 40% del total exportado, lo que debe haber compensado una eventual recuperación de los volúmenes de ventas de metales al exterior. Finalmente, por el lado de los flujos financieros, el soporte que estos le daban a la moneda local se ha debilitado. Así, por ejemplo, las colocaciones de títulos de empresas peruanas en el exterior, que mostraban un alto dinamismo hasta abril, alcanzando récords, han cesado desde mayo. En síntesis, los flujos han venido apoyando la depreciación de la moneda doméstica. Y durante gran parte de ese recorrido el Banco Central se ha mantenido relativamente al margen, con intervenciones acotadas, de manera que no hubo mayor contrapeso para esos flujos. Al parecer, la autoridad monetaria consideraba que la moneda local se encontraba sobrevalorada, con lo que su debilitamiento era saludable. Solo cuando el tipo de cambio se aproximó a 2,80 hubo una intervención más enérgica (ventas de moneda extranjera por USD 570 millones y colocaciones de títulos en soles cuyo rendimiento se reajusta con la evolución del tipo de cambio por el equivalente a cerca de USD 1 000 millones).

Gráfico 31

**Balanza comercial (USD millones, promedio últimos doce meses)**



Fuente: BCRP

Gráfico 32

**Tipo de cambio USD/PEN**



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Hacia adelante, vemos poco espacio para que la moneda local recorte las pérdidas de los últimos meses. Nuestra previsión es que fluctuará en el rango entre 2,70 y 2,80, cerrando el año 2013 alrededor de 2,76 (ver gráfico 32). Por el lado comercial, estimamos que en lo que resta del año los precios de los metales caerán algo más con respecto a sus niveles actuales conforme la Reserva Federal empieza a disminuir el ritmo de su estímulo monetario y China muestra mayores señales de ralentización. De esta manera, la mejoría que prevemos en los volúmenes exportados de estos productos luego de que se solucionaran los problemas de oferta que registraron desde fines del año pasado le dará en el balance un leve soporte a la moneda local. Por el lado financiero, seguirán entrando capitales para financiar la inversión extranjera directa de proyectos en construcción. Pero será difícil observar mayores emisiones de títulos corporativos en el exterior debido a que las condiciones se han deteriorado. Además, los inversionistas no residentes buscarán aprovechar ventanas de oportunidad para gradualmente reducir sus posiciones en bonos soberanos (un ajuste rápido podría generarles pérdidas importantes de capital en un mercado con poca liquidez y profundidad como el peruano). De un lado, la expectativa de apreciación de la moneda local se ha desvanecido, lo que acota la rentabilidad de estas tenencias, y por otro, el atractivo de los bonos del Tesoro norteamericano

se ha incrementado, tanto por rendimiento como por riesgo. Finalmente, en un contexto en el que la moneda local se muestra débil, los portafolios del público podrían tener cierto sesgo a dolarizarse. En síntesis, vemos flujos contrapuestos que llevarán al sol a registrar principalmente movimientos laterales en lo que resta del año, sin una tendencia clara, y con un Banco Central atento para intervenir (cuenta con un amplio nivel de reservas internacionales) si el tipo de cambio se ve presionado muy por encima de su nivel actual. No descartamos que se presenten episodios de alta volatilidad cuando finalmente la Reserva Federal de Estados Unidos decida iniciar el proceso de recorte en el ritmo de expansión monetaria. En 2014 este proceso continuará, por lo que estimamos que la moneda doméstica se debilitará algo más, finalizando ese año alrededor de 2,80.

En general, la nueva trayectoria que prevemos para el tipo de cambio (sol depreciado con respecto al ejercicio de abril) es consistente con un deterioro de los fundamentales de la economía peruana: menores precios de metales, cuentas fiscales más débiles, y mayor percepción de riesgo.

## 6. Política monetaria más enfocada en rol estabilizador frente a turbulencia externa

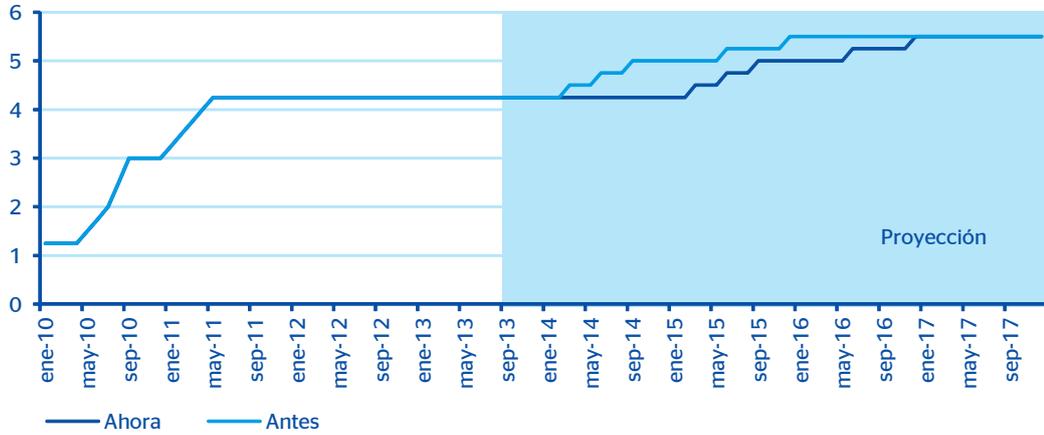
### **En los últimos tres meses, el panorama macroeconómico a nivel global cambió de manera importante...**

En lo que concierne a las economías emergentes, hemos pasado de una situación en la que preocupaba el fuerte influjo de capitales y el riesgo de burbujas y sobrecalentamiento a otra en la que las condiciones de financiamiento se han endurecido, los precios de los activos domésticos han corregido fuertemente a la baja, y la actividad se desacelera. La economía peruana no ha sido ajena a este cambio. Localmente, la moneda ha enfrentado fuertes presiones a debilitarse, mientras que los indicadores de gasto privado sugieren que este empieza a perder dinamismo, sobre todo por el lado de la inversión, lo que eventualmente tendrá un impacto sobre el consumo. En este contexto, las presiones de demanda sobre los precios se moderarán, lo que llevará a que la inflación siga en los próximos meses una trayectoria más coherente con el rango meta del Banco Central.

### **... y con ello también el tono que prevemos en adelante para la política monetaria**

El nuevo panorama local que anticipamos para los precios y la actividad sugiere que la posición monetaria será más acomodaticia que la considerada en nuestro reporte anterior (ver gráfico 33). El tono algo restrictivo que según nuestras estimaciones tiene su orientación actual (en una definición amplia que incluye no solo el instrumento convencional de tasa de política sino también los encajes) otorga espacio para que la política monetaria adopte un rol estabilizador y le dé un mayor soporte al gasto privado.

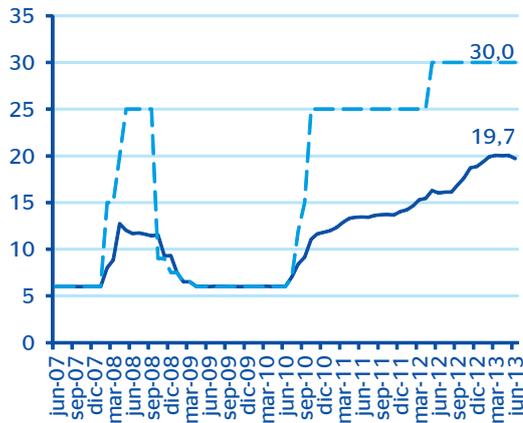
Gráfico 33  
Tasa de interés de referencia (% en términos nominales)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

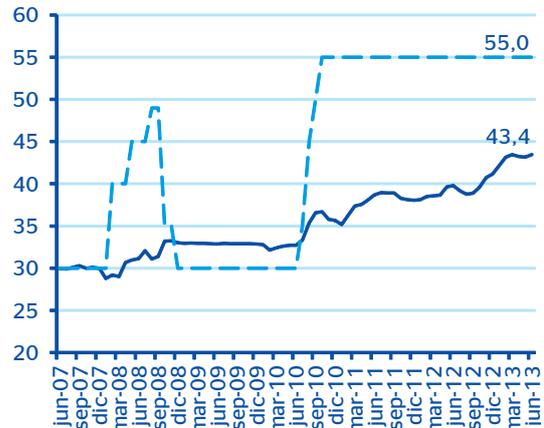
Preveamos que la principal línea de acción del Banco Central en el entorno de turbulencia externa será revertir parcialmente los altos niveles de encaje (ver gráfico 34 y 35). De hecho, ya ha empezado a hacerlo y es probable que veamos nuevos recortes en los siguientes meses. Esta inyección de liquidez permitirá compensar en parte las más duras condiciones de financiamiento a nivel global. Por el contrario, no preveamos movimientos en la tasa de política monetaria en lo que resta del año ni en 2014. Una reducción de esta tasa de referencia para apuntalar el gasto del sector privado también tornaría más atractiva la toma de posiciones a favor de la moneda extranjera y debilitaría aún más al sol peruano. El Banco Central, sin embargo, ha insinuado con sus intervenciones en el mercado cambiario que la moneda local ya ha alcanzado un nivel acorde con sus fundamentos y que presiones de depreciación adicionales (por encima de 2,80) serían excesivas.

Gráfico 34  
Tasa de encaje en moneda nacional  
(% de las obligaciones sujetas a encaje)



Fuente: BCRP

Gráfico 35  
Tasa de encaje en moneda extranjera  
(% de las obligaciones sujetas a encaje)



Fuente: BCRP

## 7. Principales factores de riesgo provienen del exterior

A corto plazo, el principal factor de riesgo es un retiro desordenado del programa de flexibilización cuantitativa del Banco Central de los Estados Unidos (FED). Fallas en la comunicación por parte de la FED en relación a la manera, el ritmo y el plazo en que realizará este retiro podría llevar a una mayor sobre-reacción de los mercados financieros y con ello a un prematuro endurecimiento no deseado de las condiciones monetarias en Estados Unidos.

Un riesgo más a mediano plazo es una desaceleración más pronunciada de la economía china, y las consecuencias que ello podría tener sobre los precios de los metales que Perú exporta. Al respecto, cabe señalar que las autoridades chinas han mostrado una mayor disposición para aceptar un ritmo de expansión de la economía menor pero sostenible. Lo que está detrás de esto son las fragilidades financieras que muestra China (expansión excesiva del crédito impulsado por la banca paralela informal pobremente regulada, incremento de la deuda de los gobiernos locales, un nuevo calentamiento de los precios inmobiliarios), las que se habrían exacerbado con las medidas implementadas para atenuar los impactos de la crisis financiera global de 2008-2009. Esta experiencia obliga al gobierno chino a ser ahora más cauto al momento de implementar políticas de estímulo para contrarrestar los choques externos.

Los impactos a nivel local serían diferenciados. En el caso que el riesgo provenga de Estados Unidos, el canal financiero sería más importante, mientras que en el caso sea de China sería el canal comercial. En el primer caso, se elevaría la prima de riesgo, con lo que se encarecería el financiamiento, se reducirían los in-flujos de capitales y habría presiones al alza sobre el tipo de cambio (depreciación de la moneda local). Mientras que en el segundo caso, se observaría una disminución de la demanda externa principalmente de productos tradicionales en los que China es nuestro principal socio comercial. En los dos casos, observaríamos un desplome de los precios internacionales de los minerales (cobre y oro), lo que ampliaría aún más el déficit de cuenta corriente, así como una reducción de los niveles de confianza y gasto privado.

Adicionalmente, existe el riesgo que la respuesta de la confianza empresarial al entorno macroeconómico externo sea más sensible de lo esperado, con lo que observaríamos una mayor desaceleración de la inversión privada. Esta respuesta podría ser aún mayor en caso que el impacto de las recientes medidas dictadas por el gobierno para impulsar la inversión sea lento.

Sin embargo, las crecientes fortalezas de la economía peruana (ver tabla 2) nos hacen prever que en cualquier escenario los impactos sean relativamente limitados. La posición fiscal ha mejorado en los últimos años y hay espacio para implementar medidas contra cíclicas, mientras que por el lado monetario se cuenta con instrumentos cuyo uso facilitaría la provisión de liquidez y apoyaría el crecimiento.

Tabla 2  
**Indicadores fiscales y de vulnerabilidad externa (% del PIB)**

	2008	2013*
Deuda pública bruta	25,9	18,6
Fondo de Estabilización fiscal	1,4	4,3
RIN (% PIB)	24,5	33,9
RIN (veces PECP** de la economía)	5,0	7,0
PECP** de la banca (% colocaciones)	5,1	5,4

\* Dato más reciente

\*\* PECP: Pasivos externos de corto plazo

Fuente: BCRP

## 8. Tablas

Tabla 3

## Previsiones macroeconómicas anuales

	2011	2012	2013p	2014p
PIB (% interanual)	6,9	6,3	5,8	5,8
Inflación (% interanual, fdp)	4,7	2,6	2,8	2,2
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2,70	2,57	2,76	2,78
Tasa de interés de política (% fdp)	4,25	4,25	4,25	4,25
Consumo privado (% interanual)	6,4	5,8	5,3	4,5
Consumo público (% interanual)	4,8	10,6	11,0	8,0
Inversión (% interanual)	5,1	14,9	8,9	6,2
Resultado fiscal (% del PIB)	1,9	2,1	0,4	0,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,9	-3,6	-5,6	-5,4

Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Tabla 4

## 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	4,8	2,6	2,59	4,25
2T13	6,3	2,8	2,73	4,25
3T13	5,5	2,4	2,80	4,25
4T13	6,5	2,8	2,76	4,25
1T14	6,3	2,7	2,74	4,25
2T14	6,0	2,3	2,73	4,25
3T14	5,8	2,1	2,75	4,25
4T14	5,1	2,2	2,78	4,25

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](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

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

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

**Hugo Perea**  
+51 1 2112042  
hperea@bbva.com

**Francisco Grippa**  
+51 1 2111035  
fgrippa@bbva.com

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

**Isaac Foinquinos**  
+51 1 2111649  
ifoinquinos@bbva.com

**BBVA Research***Economista Jefe del Grupo*

**Jorge Sicilia**

*Economías Emergentes:*

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

Análisis Transversal Economías Emergentes  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

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

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

**Interesados dirigirse a:**

**BBVA Research Latam**  
Pedro de Valdivia 100  
Providencia  
97120 Santiago de Chile  
Teléfono: + 56 26791000  
E-mail: bbvaresearch@bbva.com  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)