

Situación Perú

Cuarto Trimestre 2013
Análisis Económico

- **La actividad global se sigue recuperando, pero con lentitud.** La reducción de las tensiones financieras ha dado soporte al crecimiento, aunque se mantienen diversos factores de riesgo global.
- **En Perú, el crecimiento del PIB será 5,3% este año y subirá a 5,6% en 2014.** Además del impulso de las exportaciones y del gasto público, la consolidación de la confianza será clave para estabilizar el crecimiento alrededor del potencial.
- **La ampliación del déficit externo será transitoria.** Además, su origen (vinculado a inversión), financiamiento (de largo plazo) y sostenibilidad en términos estructurales minimizan riesgos de un ajuste abrupto.
- **Por el lado fiscal, se esperan déficit moderados desde 2014.** Los resultados deficitarios no afectarán la solvencia de las cuentas públicas: la deuda pública sobre PIB seguirá descendiendo y se ubicará alrededor de 15% en 2017.
- **Tasa de política monetaria sin variación en 2014.** No se esperan cambios en los encajes para lo que resta del año, aunque este instrumento seguirá siendo la primera opción para flexibilizar la política monetaria en caso sea necesario.

Índice

1. Resumen	3
2. Una lenta recuperación global con riesgos sesgados a la baja	5
3. Perú: crecimiento alrededor de 5,5% para los siguientes años	8
Recuadro 1. Metodología de cálculo de la cuenta corriente estructural y sostenible.....	18
Recuadro 2. Cambio en las reglas fiscales favorece rol estabilizador de las cuentas públicas	23
Recuadro 3. La Alianza del Pacífico, el gigante de América Latina que apuesta por la integración comercial y financiera.....	26
4. Inflación empezará a moverse hacia el centro del rango meta durante 2014.....	30
Recuadro 4. Eliminación de franja de precios a la importación de alimentos aliviaría la inflación.....	32
5. Banco Central: pausa en la flexibilización de encajes hasta fin de año y tasa de referencia estable en 2014	33
6. Se reducen tensiones en mercados financieros locales, aunque no se descartan periodos de volatilidad	35
7. Riesgos por el lado externo podrían tener impacto medio/alto sobre la economía peruana	36
8. Tablas	38

Fecha de cierre: 31 de octubre de 2013

1. Resumen

La economía mundial ha seguido mostrando signos de recuperación, pero a un ritmo algo más lento al que esperábamos. Si bien hay mejoras destacables en los indicadores de actividad de Europa y China, en Estados Unidos los datos han venido por debajo de lo esperado. En este contexto hemos revisado dos décimas a la baja el crecimiento esperado en 2013 y 2014, a 2,9% y 3,6%, respectivamente. En tal sentido, seguimos esperando una aceleración del crecimiento el próximo año, lo que se ha tornado más probable con la disminución de las tensiones financieras luego de que la Fed sorprendiese a los mercados con la postergación del tapering.

Sobre la economía peruana, esperamos para este año un crecimiento de 5,3%, resultado positivo que muestra un proceso de expansión muy resistente a episodios de turbulencia externa como los registrados a lo largo de 2013. Cabe señalar que los últimos datos de expectativas empresariales y de actividad sugieren que la desaceleración mostrada por la economía peruana a largo de este año parece haber tocado fondo a finales del tercer trimestre.

Para el periodo 2014-2017, esperamos un ritmo de crecimiento promedio anual de alrededor de 5,6%, el que contará con el soporte de la aceleración temporal de las exportaciones debido a la entrada en operación de grandes proyectos mineros actualmente en ejecución (como consecuencia de esto esperamos un pico de crecimiento de 5,9% en 2015), y de una contribución sostenida por el lado de la demanda interna.

Así, las perspectivas de crecimiento para Perú, este y los próximos cuatro años, siguen siendo favorables. Sin embargo, para avanzar dentro del grupo de países de ingresos medios o cerrar las diferencias en ingreso con otros países de la región en un tiempo razonable, Perú deberá sostener tasas de crecimiento como las que exhibe actualmente por más tiempo. Para esto la economía peruana deberá reducir su dependencia de los impulsos transitorios, como los provenientes de las exportaciones de minerales, y apuntalar los factores que tienen una incidencia permanente como la productividad y la competitividad.

Para este y el próximo año se espera que el déficit en cuenta corriente se ubique en un nivel equivalente al 5,3% del PIB, el más alto desde 1998. La ampliación de este déficit se explica, por un lado, por la caída en los términos de intercambio y los menores volúmenes exportados y, de otro, por el fuerte dinamismo de la inversión (en particular, de su componente importado). Esto último es importante resaltar porque, a diferencia de lo que se ha visto recientemente en otras economías emergentes, la ampliación del déficit externo en Perú no responde a una caída del ahorro interno sino al empuje de la inversión. Además, proyectamos que el incremento de la brecha externa será transitorio y empezará a cerrarse a partir de 2015 por el incremento de las exportaciones mineras, y que el déficit seguirá financiado por inversión extranjera directa dirigida hacia el sector transable de la economía. Finalmente, nuestra estimación del nivel estructural del déficit en cuenta corriente (considerando precios de metales de largo plazo y excluyendo efectos del ciclo económico) muestra que su nivel es sostenible.

Proyectamos un leve deterioro del resultado fiscal respecto de nuestras previsiones de hace tres meses. Esta previsión toma en cuenta mejoras más acotadas en los ingresos tributarios debido a un ritmo de expansión económica algo menor. Así, prevemos que este año el fisco registrará un pequeño superávit de 0,2% del PIB y déficit moderados que en promedio se ubicarán en 0,4% por año en el periodo 2014-2017. Cabe señalar que los resultados fiscales ligeramente deficitarios que se esperan para los próximos años son compatibles con una trayectoria descendente del ratio de deuda pública sobre PIB, el que proyectamos se ubicará alrededor de 15% del PIB hacia finales de 2017. Así, la sostenibilidad de las finanzas públicas quedará consolidada por lo que durante el horizonte de previsión es probable que la calificación de la deuda pública siga mejorando (actualmente en BBB+) y logre ingresar al grupo con calificación A. Un aspecto a resaltar es la modificación a la regla fiscal vigente (actualmente, bajo la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal) que contempla límites a la expansión del gasto corriente no financiero y al tamaño del déficit, incorporando elementos estructurales y una mayor institucionalidad. Si bien la nueva regla enfrentará algunas dificultades técnicas para

la medición del resultado fiscal estructural, el mayor desarrollo institucional para la formulación de la política fiscal que traerá la conformación de un Comité de especialistas y la orientación de vincular los gastos del gobierno a sus ingresos de carácter permanente es un gran avance.

La inflación convergerá gradualmente hacia el centro del rango meta durante 2014. La moderación cíclica de la economía mantendrá las presiones de demanda sobre los precios acotadas y no se esperan choques de oferta por el lado de los alimentos y combustibles. Sin embargo, la convergencia hacia el centro del rango meta enfrentará cierta inercia porque las expectativas de inflación se mantienen cerca del techo del rango meta de inflación del Banco Central (2% +/- 1 punto porcentual).

Banco Central: pausa en la flexibilización de los encajes hasta fines de año y tasa de referencia estable en 2014. La disminución de las tensiones en los mercados financieros locales ha permitido que el BCRP haga una pausa en el proceso de flexibilización de los requerimientos de encaje y una evaluación de sus impactos. En general, debido a las mejoras en la expansión del crédito y en los indicadores de actividad más recientes no esperamos modificaciones adicionales sobre este instrumento para lo que resta del año. Además, en la medida que la inflación continúe moviéndose hacia el centro del rango meta y la economía se mantenga creciendo alrededor de su nivel potencial no se requerirán cambios en la tasa de referencia. En todo caso, seguimos considerando que cualquier cambio en la posición de política monetaria se instrumentalizará en primer lugar mediante reducciones adicionales en los requerimientos de encaje.

El tipo de cambio se mantendría relativamente estable entre S/. 2,74 y S/. 2,80, pero no se descartan episodios de volatilidad por turbulencias financieras en el exterior. Luego de la corrección que se registró entre mayo y agosto de este año, consideramos que el tipo de cambio se ubica actualmente en niveles consistentes con sus fundamentos. El nivel más alto respecto de lo que esperábamos a principios de año se explica por un cierto deterioro en algunas de las variables que determinan su trayectoria en el mediano plazo (ampliación del déficit en cuenta corriente, menores términos de intercambio, ligero deterioro de los resultados fiscales). Cabe agregar que no se descartan periodos de volatilidad en las cercanías del inicio del recorte de la flexibilización monetaria por parte de la FED y la incertidumbre en por la ampliación del límite de la deuda pública en los EE.UU.

Riesgos por el lado externo podrían tener un impacto medio/alto sobre la economía peruana. Seguimos percibiendo que las principales fuentes de riesgo provienen del exterior. A corto plazo, desde los EE.UU destacan un retiro desordenado del programa de flexibilización cuantitativa de la FED y la incertidumbre vinculada a las discusiones políticas sobre los temas fiscales. Estos eventos podrían generar una reversión (o parada en los flujos de capitales), un descenso mayor en los precios de los metales y una elevación pronunciada de las tasas de largo plazo en los EE.UU. A mediano plazo, existe el riesgo de una desaceleración brusca de China, lo que induciría una caída persistente en las cotizaciones y los volúmenes de los minerales que Perú exporta. Estos eventos podrían exacerbarse por un deterioro de las confianzas a nivel local. Sin embargo, Perú continúa exhibiendo fortalezas por el lado fiscal y monetario que le permitirían implementar respuestas de política económica para atenuar estos impactos.

2. Una lenta recuperación global con riesgos sesgados a la baja

El ciclo económico mejora sobre todo en las economías avanzadas, aunque lejos todavía de una recuperación energética

Dos rasgos generales han caracterizado el último trimestre desde un punto de vista macroeconómico. Por una parte, la evolución de los indicadores de confianza de los agentes económicos y de la volatilidad en los mercados financieros ha continuado reflejando la baja posibilidad de eventos de riesgo extremos, disruptivos para el panorama global. Así, la recuperación económica continúa asentándose y tiene menos riesgo de descarrilar. Sin embargo, también durante el trimestre se han registrado eventos que contribuyen a un escenario de recuperación global débil, muy acotada en el horizonte de uno o dos años. Entre estos eventos cabe señalar el cierre parcial del gobierno en EE.UU. y la más o menos pronta salida de los excepcionales apoyos de liquidez.

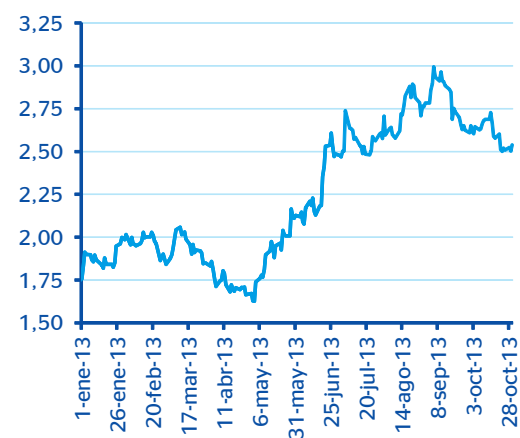
En su conjunto, revisamos dos décimas a la baja el crecimiento esperado de la economía mundial en 2013 y 2014, hasta el 2,9% y 3,6%. La revisión de 2013 se deriva de las peores cifras registradas en EEUU, así como a la desaceleración experimentada en algunos de los países de Asia emergente, afectados también por las turbulencias financieras que siguieron al anuncio de la Fed de la próxima disminución del ritmo de compra de activos (conocido como tapering de su programa de expansión cuantitativa). El crecimiento en 2014 también se revisa a la baja, hasta el 3,6%. Tras esta revisión bajista están las economías emergentes (con la excepción de China, cuyas previsiones se mantienen), aunque seguirán siendo los mayores contribuyentes al crecimiento global (ver Gráfico 1). La mayor tasa de crecimiento global de 2014 viene respaldada por una aceleración de la economía en todas las áreas geográficas, con la excepción de Asia, donde se espera que el crecimiento se mantenga relativamente estable.

Gráfico 1
Crecimiento mundial y contribución por regiones (var. %)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2
EEUU: tipos de interés de la deuda pública a 10 años (%)



Fuente: Bloomberg

Las tensiones en los mercados financieros causadas por el anuncio del *tapering* de la Fed retroceden, dando soporte no sólo en EEUU

La Fed sorprendió cuando en septiembre decidió no dar comienzo al proceso de reducción del ritmo de compra de activos de su programa de expansión cuantitativa (QE). El retraso de

su inicio ha reforzado el carácter "dependiente de los datos" del programa (la evaluación de los datos económicos que vayan apareciendo). Además, la postergación habría tomado en cuenta el efecto proveniente de la incertidumbre sobre la negociación del déficit fiscal y el techo de deuda pública.

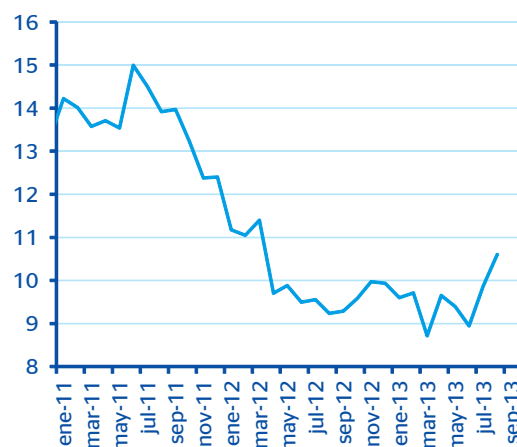
Las aclaraciones sobre el proceso de tapering que los miembros de la Fed se esmeraron en hacer ante la inesperada reacción del mercado luego de que en mayo deslizaran que podría iniciarse antes de fines de año, y el posterior retraso del mismo hasta (previsiblemente) comienzos de 2014, han disminuido los riesgos de descarrilamiento de la recuperación. Por una parte, se ha revertido gran parte del alza en tipos de interés registrada desde mayo (ver Gráfico 2) y los mercados ahora no anticipan alzas de tipos hasta 2015. Por otra parte, han caído la volatilidad y las tensiones financieras a nivel global, especialmente en lo que respecta a las economías emergentes de Asia y Latinoamérica, afectadas también por una reducción de las entradas de capital. Así, los temores de un "frenazo brusco" en emergentes han ido perdiendo paulatinamente intensidad y, al mismo tiempo, las economías emergentes muestran indicios de recuperación de la confianza y la actividad, tras el freno en los meses centrales del año.

En todo caso, el tapering terminará llegando, cambiando un escenario global de inyecciones de liquidez que favorecían flujos indiscriminados hacia mercados emergentes. El impacto del tapering una vez que efectivamente esté en marcha será, previsiblemente, una mayor discriminación de los flujos hacia economías emergentes de acuerdo a los fundamentales de cada una de ellas.

China vuelve a estimular su crecimiento, pero de una forma más acotada

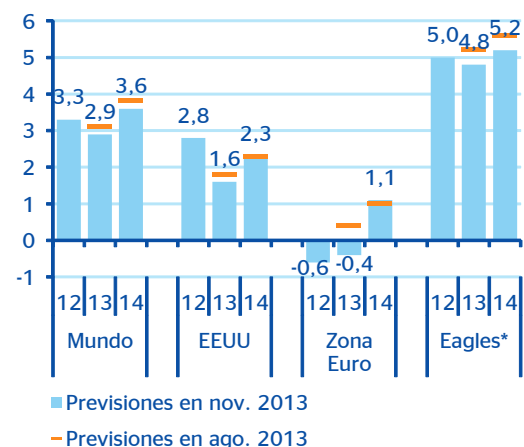
También en China se han disipado, al menos en el corto plazo, las dudas existentes a comienzos de año sobre la posibilidad de un ajuste brusco en su economía: ha mantenido un alto ritmo de crecimiento, y los datos más recientes (tercer trimestre) apuntan a que el PIB se estaría acelerando (ver Gráfico 3). Los mejores datos con relación a lo previsto a lo largo de 2013, hacen que se revisen ligeramente al alza las perspectivas anuales, del 7,6% de crecimiento al 7,7%. Aun así, persisten dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en el medio y largo plazo ya que el reciente repunte del crecimiento ha sido resultado de la mejora de la demanda externa, pero también de medidas puntuales de política impositiva y de gasto público con un renovado recurso al crédito.

Gráfico 3
China: producción industrial (% a/a)



Fuente BBVA Research y Haver

Gráfico 4
Previsiones de crecimiento global (%)



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

Fuente BBVA Research y FMI

El acuerdo fiscal en EEUU ha sido un nuevo parche que no afronta la sostenibilidad fiscal a largo plazo y no evita el impacto contractivo a corto

El acuerdo fiscal alcanzado el 16 de octubre en EEUU es una mera prórroga de la situación actual, ya que sólo considera que el gobierno tendrá financiación hasta enero, mientras que el nuevo techo de deuda será alcanzado en febrero. Se avencinan de nuevo intensas negociaciones sobre recortes en gasto discrecional y aumento de impuestos. EEUU, por tanto, vuelve a afrontar un proceso incierto ya vivido durante estos meses y en anteriores ocasiones, algo que no puede dejar de tener consecuencias negativas. Lo más probable es que el cierre parcial del gobierno haya tenido un impacto directo relativamente marginal en el PIB del trimestre, unas pocas décimas quizá. Sin embargo, la amenaza de continuidad de este proceso puede tener un impacto adicional. En todo caso, persistirá una situación en la que las políticas económicas empujan en direcciones contrarias, con una política monetaria laxa, que lo seguirá siendo por un largo periodo de tiempo, y una política fiscal innecesariamente contractiva en el corto plazo. Así, el déficit público en EE.UU. habrá caído sin presión del mercado (al contrario que en Europa), desde el 6,8% en 2012 hasta el 4% en 2013, lo que puede suponer un drenaje de 1,3 puntos porcentuales de crecimiento del PIB en 2013. Y ello, sin abordar los retos de largo plazo de sostenibilidad fiscal de la economía norteamericana. En todo caso, en nuestro escenario central, un menor lastre fiscal en 2014 y la continuación de la recuperación permitirán un aumento del crecimiento en EE.UU., desde el 1,6% que estimamos para 2013, hasta el 2,3% en 2014 (ver Gráfico 4).

Mejora la percepción sobre Europa y se disipan los riesgos más extremos. Siguen las reformas hacia una mejor gobernanza y el crecimiento vuelve

En Europa se han confirmado las previsiones y ha continuado mejorando la situación económica, hasta el punto que la zona euro salió de la recesión en el segundo trimestre de 2013, tras 6 trimestres de recesión, con un crecimiento del 0,3%. La lectura de los datos es positiva en dos aspectos, pues el reciente rebote se fundamenta también en una mejora de la demanda doméstica y la mejora de la actividad se extiende también a la periferia, contribuyendo a eliminar los riesgos sistémicos que caracterizaron trimestres anteriores. La recuperación de actividad ha venido facilitada por una disminución de las tensiones financieras en la zona y por una relajación de los objetivos de más corto plazo de consolidación fiscal.

El aumento del PIB en esta parte del año formaba parte de nuestro escenario, y no se ha dado ningún elemento adicional que nos haga cambiar nuestra expectativa de débil recuperación. En 2013 el PIB europeo caerá un 0,4%, para crecer el 1,1% en 2014. Esta débil recuperación resulta consistente con el proceso de desapalancamiento en marcha en el sector privado de algunas de las economías del área y la fragmentación financiera aún vigente, que afecta a la capacidad de oferta de crédito bancario. Los próximos meses serán decisivos en los avances hacia la unión bancaria, con la entrada en funcionamiento del supervisor único, el BCE, y la definición de los mecanismos de resolución bancaria, sobre cuyo modelo de implementación se discute aún.

Riesgos en la previsión: sesgados a la baja pero a priori con menor probabilidad y menor impacto

Los riesgos sobre el escenario central descrito en las secciones anteriores se han reducido. Ello no quita que el balance de riesgos continúe sesgado a la baja, dada la existencia de diversos factores. Cabe señalar, en primer lugar, la posibilidad de una "salida desordenada" del QE de la Fed, que pueda generar un incremento excesivo de los tipos de interés (en EEUU, y en otros países). Unas condiciones financieras demasiado tensas para el resto del mundo, podrían abortar una recuperación global no especialmente intensa, especialmente en la zona euro.

En segundo lugar, cabe identificar como factor de riesgo el posible ajuste en el crecimiento de China y de otras economías emergentes. Esto podría ser el resultado de factores idiosincráticos, pero también resultado de los dilemas a los que se tienen que enfrentar las políticas domésticas en un entorno financiero global menos favorable.

Finalmente, hay que seguir señalando como riesgo global el resurgimiento de la crisis del euro. Las autoridades han de sostener la buena percepción de los mercados con avances decididos en el fortalecimiento de la unión monetaria, en particular en su faceta bancaria. Con todo, son diversos los elementos que podrían hacer que la mejor percepción cambiase, desde un freno en las reformas necesarias hasta resultados inesperados en los trabajos de revisión de los balances bancarios y test de resistencia a escenarios de riesgo, necesarios para la puesta en marcha del supervisor bancario único, el BCE. Finalmente, como muestran pasadas experiencias, desacuerdos en la definición de políticas que fortalezcan el área del euro, en este caso los mecanismos de resolución de entidades bancarias, pueden producir tensiones y volatilidad en los mercados financieros.

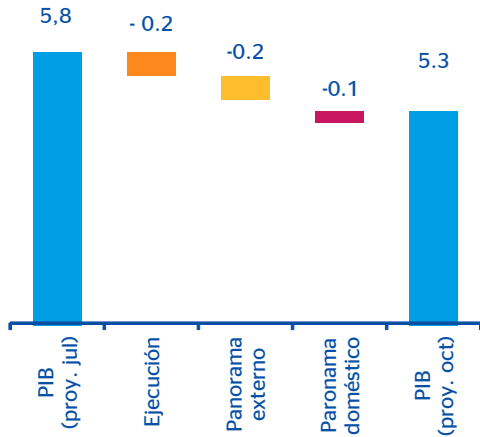
3. Perú: crecimiento alrededor de 5,5% para los siguientes años

La desaceleración mostrada por la economía peruana a largo de este año ha sido algo más acentuada que lo esperado inicialmente, pero parece haber tocado fondo a finales del tercer trimestre. En efecto, los últimos datos del conjunto de indicadores de expectativas empresariales que publica el Banco Central han mostrado una recuperación generalizada, aunque aún se mantienen en niveles bajos comparados con los que vimos a inicios del año. En todo caso, anticipan una mejora del gasto de inversión del sector privado. También entre agosto y setiembre diversos indicadores de actividad mostraron un mejor desempeño con relación a los dos o tres meses previos (producción minera, volumen exportado, generación de electricidad, expansión del crédito). Por el lado menos positivo, se debe señalar que la confianza del consumidor se ha mantenido en 50, lo que señala que las familias mantienen cierta cautela sobre sus decisiones de gasto en un entorno en el cual consideran que existe mayor dificultad para conseguir empleo. Sin embargo, esta percepción debería cambiar gradualmente en la medida que la inversión empiece a ganar mayor dinamismo y con ello la generación de empleo.

En el balance, consideramos que los datos de confianza y de actividad más recientes anticipan un mejor desempeño del PIB en el cuarto trimestre. Esta evolución del producto está en línea con lo que mencionamos en nuestra publicación anterior: la economía peruana está pasando por un proceso de moderación cíclica, luego de varios trimestres de fuerte expansión apoyada por condiciones externas excepcionalmente favorables, por lo que la desaceleración es transitoria y refleja una fase de transición hacia tasas de crecimiento más en línea con nuestras estimaciones del PIB potencial.

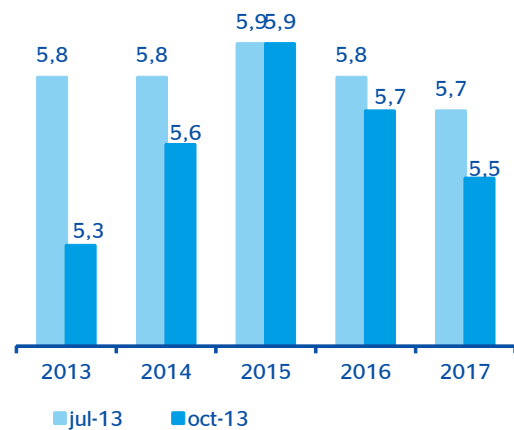
En este contexto, esperamos que este año la economía crezca 5,3%, lo que, si bien es una revisión a la baja con respecto a nuestra previsión de hace tres meses (debido a una caída más acentuada de las exportaciones y un menor dinamismo del gasto privado; ver Gráfico 5), es un resultado positivo y sigue mostrando un proceso de expansión económica muy resistente a periodos de turbulencia externa como los registrados a lo largo de 2013.

Gráfico 5
Perú: cambio en previsión del PIB 2013
(var. % y pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6
Perú: crecimiento del PIB 2013-2017
(var % a/a y pp)



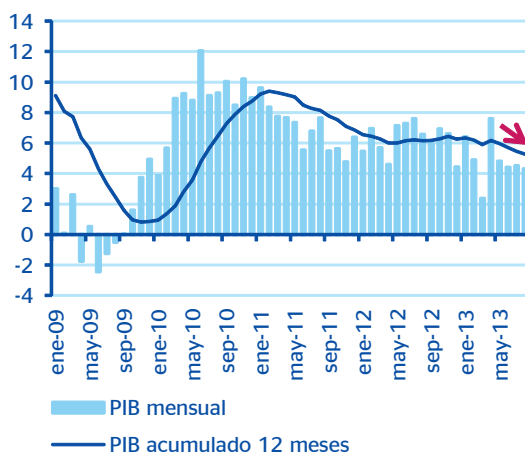
Fuente: BBVA Research

Para el periodo 2014-2017, esperamos un ritmo de crecimiento promedio anual de alrededor de 5,6% (ver Gráfico 6), que tendrá el soporte de una aceleración temporal de las exportaciones debido a la entrada en operación de grandes proyectos mineros actualmente en ejecución, y de una contribución sostenida por el lado de la demanda interna.

Desaceleración del crecimiento habría tocado fondo

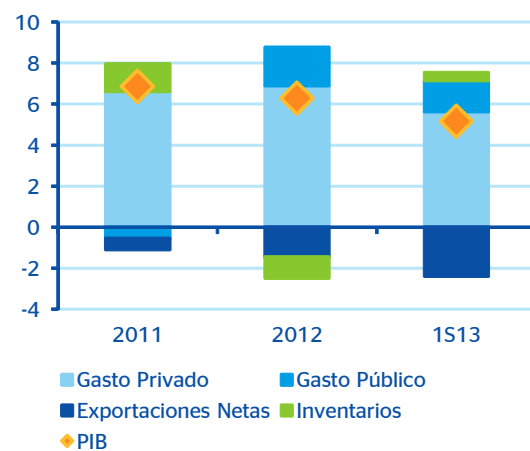
El ritmo de crecimiento de la economía peruana ha venido desacelerándose desde inicios de 2011 (ver Gráfico 7), tendencia que se acentuó en la primera parte de este año debido a una contribución más negativa de las exportaciones por la caída de los volúmenes de ventas al exterior (ver Gráfico 8). También el aporte del gasto del sector privado mostró una declinación con relación al año previo, lo que reflejó un desempeño más discreto de la inversión.

Gráfico 7
Perú: evolución mensual del PIB
(var. % a/a)



Fuente: BCRP y BBVA Research

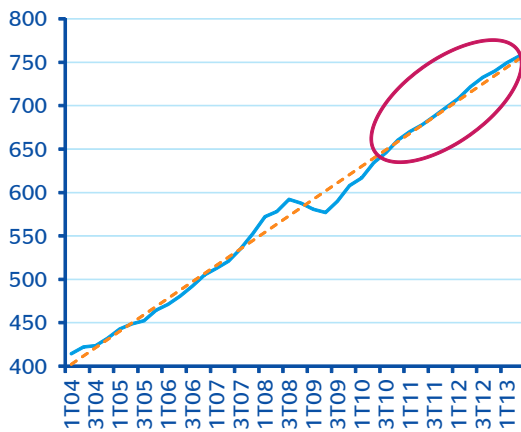
Gráfico 8
Perú: contribución al crecimiento del PIB
(var % a/a y pp)



Fuente: BCRP y BBVA Research

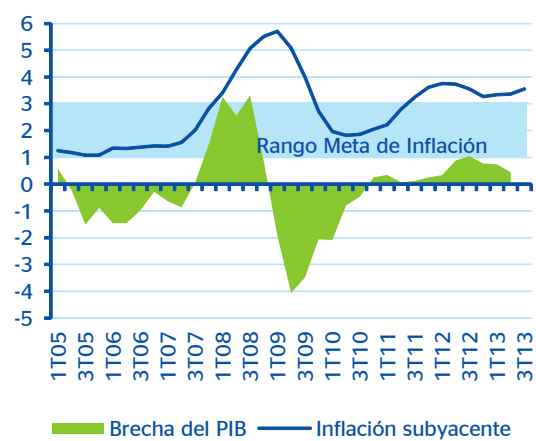
De acuerdo a nuestras estimaciones del PIB potencial (nivel de producción que puede sostenerse sin generar desequilibrios macroeconómicos), la desaceleración observada desde hace un par de años refleja un proceso de moderación cíclica en el que el PIB se ha ido moviendo, desde arriba, hacia niveles sostenibles en el mediano plazo, luego de varios trimestres de las altas tasas de crecimiento impulsadas por condiciones externas excepcionalmente favorables (ver Gráfico 9). La percepción de que la economía peruana se ha estado expandiendo por encima del potencial puede corroborarse con evidencia que sugiere la existencia de ligeras presiones de demanda sobre los precios. Al respecto, cabe señalar que la inflación subyacente se ha mantenido por encima del rango meta desde julio de 2011, en un contexto en el que la brecha del producto (diferencia entre el PIB observado y el potencial) ha sido sostenidamente positiva (ver Gráfico 10).

Gráfico 9
Perú: PIB desestacionalizado y tendencia (Índice del PIB real)



Fuente: BCRP y BBVA Research

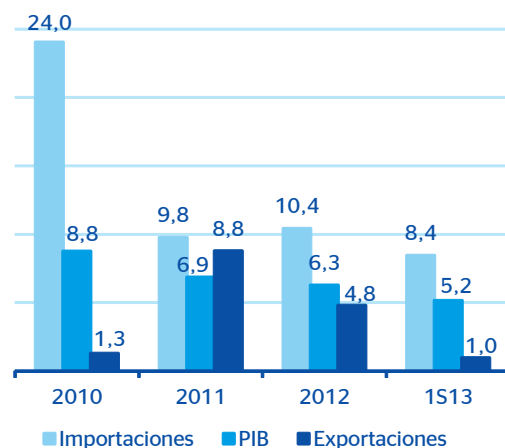
Gráfico 10
Perú: Brecha del producto e inflación subyacente (%)



Fuente: BCRP y BBVA Research

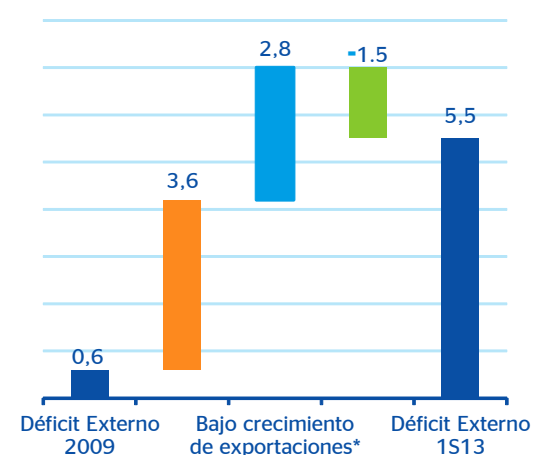
La fuerte expansión del PIB, y en particular de la demanda interna, también se ha reflejado en presiones sobre la cuenta corriente debido al incremento de las importaciones (ver Gráfico 11). De hecho, las adquisiciones de bienes y servicios del exterior son la principal explicación del deterioro de la cuenta corriente en los últimos años (ver Gráfico 12).

Gráfico 11
Comercio Exterior y PIB (Var % real)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 12
Descomposición del aumento del déficit en cuenta corriente (% del PIB y pp)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Para el último trimestre del año, esperamos una recuperación gradual del dinamismo del PIB

Los últimos indicadores de actividad y gasto disponibles sugieren que la desaceleración del crecimiento habría tocado fondo y anticipan un mejor desempeño para el último trimestre del año (ver Gráfico 13). Por un lado, la producción de electricidad viene ganando impulso desde setiembre y se expandió casi 8% en octubre, el ritmo más alto en lo que va del año. Por otro, la recaudación tributaria se aceleró en setiembre (9,3%), debido a una mejora del pago de IGV doméstico e impuesto a las utilidades. Adicionalmente, la flexibilización de los encajes viene estimulando el crecimiento del crédito, sobre todo el dirigido a las empresas.

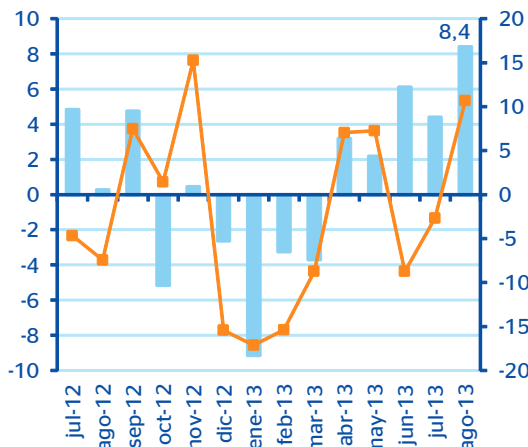
Gráfico 13
Indicadores de actividad (Var % real a/a)



Fuente: BCRP, MEF, COES, SBS, SUNAT y BBVA Research

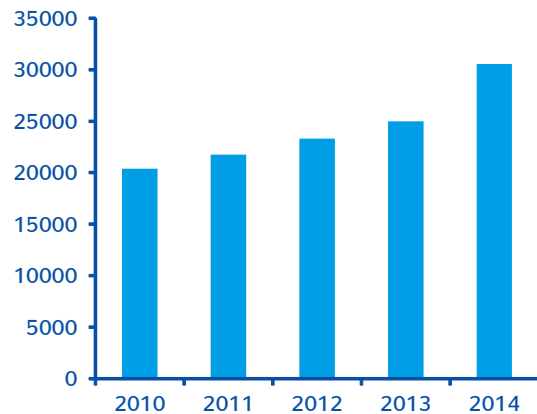
En cuanto a los componentes del gasto, las exportaciones brindarán un mayor soporte al producto, en línea con la recuperación de la producción minera, la que ha repuntando desde junio (ver Gráfico 14) y que tendrá un impulso adicional con el inicio de la etapa operativa del proyecto cuprífero Toromocho, a partir de diciembre de este año. Además, la caída de las exportaciones y de la minería en los primeros meses de 2013 generaría un efecto estadístico de baja base de comparación, lo que tendrá efectos positivos sobre los resultados del primer trimestre del próximo año.

Gráfico 14
Producción minera y exportaciones (var % real a/a)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 15
Presupuesto fiscal para personal y obligaciones sociales (S/. millones)



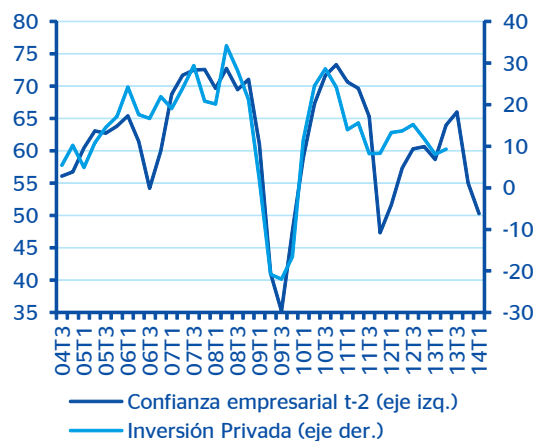
Fuente: BCRP y BBVA Research

Finalmente, esperamos que el gasto público continúe dando soporte a la demanda interna en lo que resta de 2013 y en 2014. Esta previsión toma en cuenta los mayores recursos destinados a gastos corrientes debido a los cambios en las políticas remunerativas en el marco de reformas realizadas en algunas áreas del sector público (ver Gráfico 15), así como los mayores niveles de inversión pública considerados en el presupuesto del 2014 (ver sección sobre política fiscal más adelante).

Recuperación de la confianza será el elemento clave para asegurar un aterrizaje suave

Como se ha mencionado anteriormente, la economía peruana se encuentra en una fase de convergencia hacia tasas de crecimiento cercanas al 5,5%. Para que este proceso siga siendo gradual y ordenado, es necesario fortalecer la confianza del sector privado, con lo que se evitarían movimientos bruscos (e innecesarios) en el gasto de inversión debido a profecías auto-cumplidas en la que la apatía empresarial y un bajo crecimiento se retroalimentarían mutuamente (ver Gráfico 16). En este sentido, ha sido positivo que en octubre se haya registrado un salto de 5 puntos en el indicador de confianza empresarial, con lo que se ubicó en 53 puntos, retornando al tramo optimista (ver Gráfico 17).

Gráfico 16
Confianza empresarial e inversión
(Índice y var % real a/a)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 17
Indicadores de expectativa empresarial (Índices)

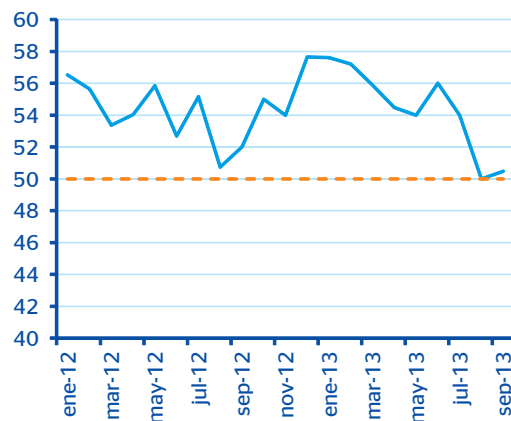


Fuente: BCRP y BBVA Research

Adicionalmente, los indicadores de “expectativas del sector” y de “expectativas de la demanda de la propia empresa”, que también correlacionan bien con la inversión y que reflejan una mayor certeza sobre las opiniones de los empresarios ya que responden a interrogantes acerca de su entorno más próximo, anticipan una mejor evolución del gasto empresarial para los siguientes meses. Estos dos indicadores se encuentran por encima del indicador de confianza empresarial (ver gráfico 17). por lo que hemos considerado en nuestras proyecciones que este último convergerá a niveles a los que actualmente exhiben los dos primeros (entre 55 y 60 puntos). Desde luego, para que la mejora de las expectativas empresariales se concrete se requiere que las condiciones del entorno macroeconómico y de los negocios tengan un tono positivo. Por el lado externo, esto sería apuntalado por un menor ruido proveniente de las principales economías del mundo. Por el lado doméstico, que las expectativas depreciatorias que se presentaron los meses previos se disipen y que se promueva un mayor dinamismo en el ambiente de negocios. Para este fin, más importante que anunciar proyectos o medidas será comenzar a obtener resultados concretos. Estos resultados pueden incluir, por ejemplo, la reducción de trámites y plazos para permisos y licencias para los negocios, la licitación y pronta ejecución de grandes proyectos de infraestructura, y el acceso al mercado de capitales por parte de empresas medianas.

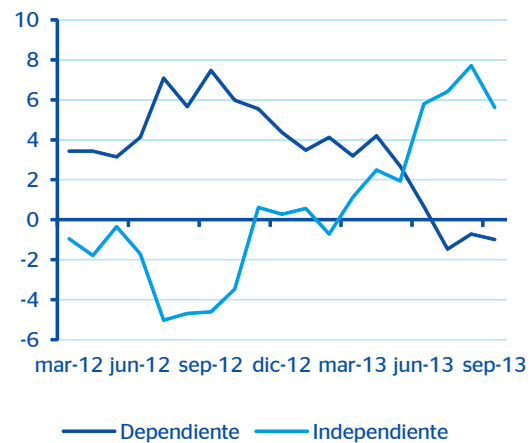
Por el lado del consumidor, la confianza (medida por el INDICCA de Apoyo Consultoría) se ha mantenido en un nivel neutral (50 puntos) en los últimos tres meses, después de ubicarse en niveles de optimismo históricamente altos para inicios del año (ver Gráfico 18). Mientras que la inflación, sobre todo de alimentos, ha venido afectando la percepción de bienestar de los sectores de menores ingresos (NSE E y D), el deterioro en la posibilidad de encontrar trabajo ha comenzado a ser una preocupación en casi todos los niveles socioeconómicos. Con relación a esto último, si bien las estadísticas muestran una reducción en la tasa de desempleo (de 6,1% a inicios del 2013 a 5,6% en el tercer trimestre), la moderación de la inversión privada habría empezado a tener efectos sobre el empleo dependiente, que es una fuente más estable de ingresos. Así, a agosto, el empleo dependiente se redujo 0.7% respecto a similar periodo del año anterior, mientras que el independiente aumentó 7,6% (ver Gráfico 19).

Gráfico 18
Confianza del consumidor (Índice)



Fuente: Apoyo Consultoría

Gráfico 19
Empleo Lima Metropolitana (Var. % interanual)

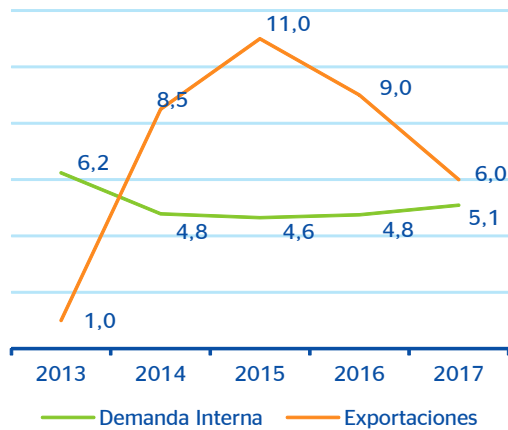


Fuente: BCRP y BBVA Research

Hacia adelante, las perspectivas de crecimiento para la economía peruana siguen siendo favorables

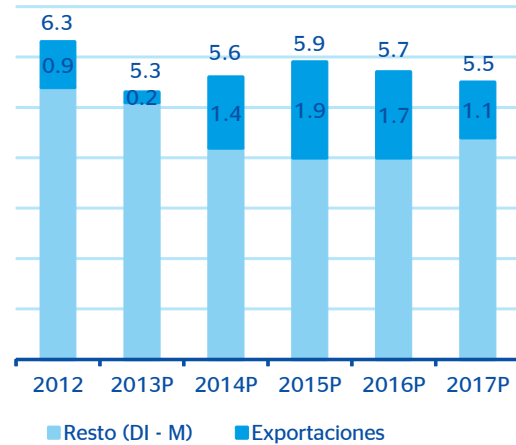
Para el periodo 2014-2017, proyectamos un ritmo de crecimiento promedio anual alrededor de 5,6%, que tendrá el soporte de una aceleración temporal de las exportaciones debido a la entrada en operación de grandes proyectos mineros actualmente en ejecución y, como consecuencia de esto, esperamos un pico de crecimiento de 5,9% en 2015 (ver Gráficos 20 y 21). Asimismo, se estima una contribución sostenida por el lado de la demanda interna.

Gráfico 20
Demanda interna y exportaciones
(Var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 21
Aportes al crecimiento anual del PIB
(Var. % y pp)



Fuente: BCRP y BBVA Research

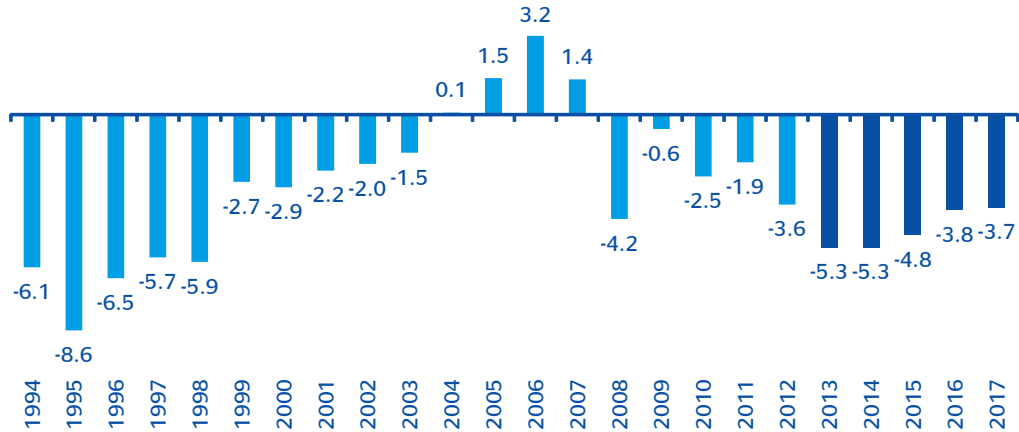
Así, las perspectivas de crecimiento para Perú siguen siendo favorables y que de realizarse se traducirán en un incremento del poder adquisitivo por habitante de aproximadamente 20% hacia el 2017. Sin embargo, para avanzar dentro del grupo de países de ingresos medios o cerrar las diferencias en ingreso con otros países de la región en un tiempo razonable, Perú deberá sostener tasas de crecimiento como las que exhibe actualmente por más tiempo. Por ejemplo, para alcanzar el nivel de ingreso por habitante que tiene Chile hoy, al ritmo actual de crecimiento del PIB y de la población, le tomará a Perú alrededor de doce años (ver más adelante, sección sobre Mirando el Mediano Plazo). En general, más allá de 2017, para sostener el dinamismo de la expansión de la economía se requerirá reducir su dependencia de los impulsos transitorios, como los provenientes de las exportaciones de minerales, y apuntalar los factores que tienen una incidencia permanente como la productividad y la competitividad. Para esto será necesario el desarrollo a gran escala de la infraestructura, mejoras en la calidad del capital humano y reformas que permitan movilizar trabajadores hacia actividades de mayor rendimiento (reducción de la informalidad).

Déficit en cuenta corriente se ampliará transitoriamente en 2013 y 2014

Para este y el próximo año, los déficit en cuenta corriente se elevarán temporalmente por encima del 5% del PIB, los niveles más altos desde finales de los 90's, periodo en el que el contagio de las crisis asiática y rusa indujeron ajustes súbitos e importantes en los déficit externos (ver Gráfico 22). En este sentido, y mirando las presiones que soportaron hace poco algunas economías emergentes que exhibían déficit externos relativamente grandes, cabe preguntarse qué tan probable es presenciar hoy un ajuste externo similar en Perú: ¿es sostenible esta ampliación temporal de la brecha externa?, ¿es parte de un proceso natural de aumento permanente de la productividad y de los ingresos?, ¿se están creando desequilibrios que eventualmente llevarán a un fuerte ajuste externo? Para analizar estas interrogantes, analizamos el origen, composición y financiamiento del déficit de la cuenta corriente¹, y si su nivel estructural (el que elimina precios excepcionalmente altos/bajos de los metales así como los efectos del estado del ciclo económico) es sostenible (consistente con sus fundamentos).

1: El análisis sigue la línea de Roubini, Nouriel y Paul Wachtel (1998) "Current Account Sustainability in Transition Economies", National Bureau of Economic Research, Working Paper 6468

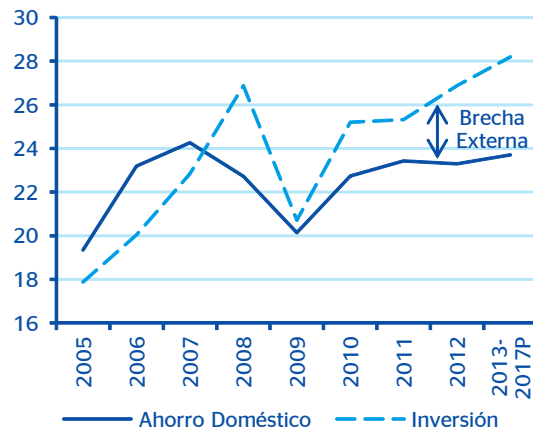
Gráfico 22
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

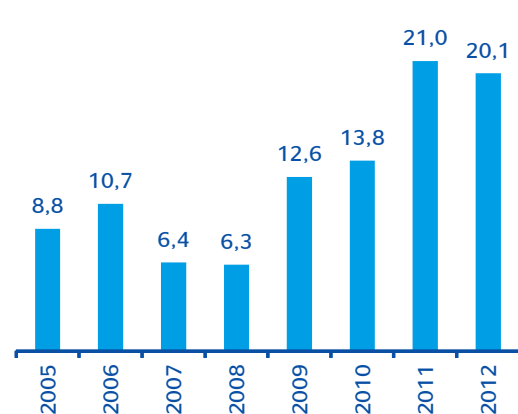
Con relación a su origen, el déficit en cuenta corriente puede deberse a un menor ahorro interno o a un incremento de la inversión. En general, los déficit en cuenta corriente asociados a una caída del ahorro interno, usualmente inducido por desequilibrios fiscales, no son sostenibles en el tiempo y requieren un ajuste interno que reduzca el gasto excesivo y la dependencia del financiamiento externo. En cuanto a los déficit externos vinculados a altos niveles de inversión, serán sostenibles si se llevan a cabo en el sector transable, ya que conducirá a mayores niveles de exportaciones en el futuro que permitirán atender el servicio de deuda externa del país. En el caso peruano la ampliación del déficit se explica por un aumento de la inversión (ver Gráfico 23). Cabe señalar que una parte importante del incremento de la inversión del sector privado se ha ejecutado en sectores transables como la minería. Así, tenemos que la inversión minera triplicó su participación como porcentaje de la inversión privada (ver Gráfico 24), en tanto que los niveles de ahorro interno se mantuvieron estables.

Gráfico 23
Inversión y ahorro doméstico (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 24
Inversión minera
(% de la Inversión privada nominal)

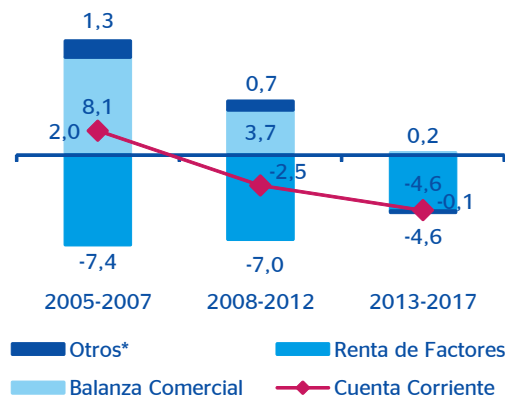


Fuente: BCRP y BBVA Research

Al examinar la composición del déficit de la cuenta corriente, se encuentra que, en el caso peruano, una parte importante del desequilibrio está asociado a las utilidades de las empresas extranjeras (principalmente mineras) que operan en Perú. Sin embargo, una fracción importante

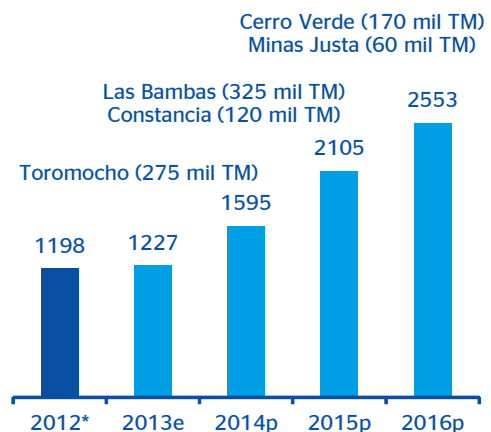
de las utilidades, en lugar de ser remesadas al exterior, es reinvertida en el mismo país en actividades transables (ver Gráfico 25). Además, dado que una parte importante de los envíos de la economía al exterior son materias primas que dependen de los precios internacionales de estas, la renta neta de factores refleja ingresos vinculados a estos envíos y actuaría como un estabilizador automático que se reduciría ante una caída de las cotizaciones de los productos de exportación, aliviando las presiones sobre la cuenta corriente. Ambas razones sugieren que un desequilibrio generado por utilidades de empresas extranjeras es más sostenible que uno asociados a balanzas comerciales persistentemente deficitarias o a elevados pagos de intereses. En el caso que el principal factor fuese un déficit comercial, la brecha externa sería el reflejo de pérdida de competitividad del sector exportador. En el caso peruano, si bien este y el próximo año esperamos ligeros déficits comerciales (los primeros desde hace 11 años), debido a los menores términos de intercambio, el impulso a las exportaciones que darán la entrada en operación de nuevos proyectos mineros, por ejemplo en producción de cobre (ver Gráfico 26), conducirán a niveles positivos en la balanza comercial. Por otro lado, en el caso de que la brecha externa esté asociada a pagos de intereses, esto sería el reflejo de acumulación de deuda externa, lo que podría tornarse insostenible. Este último no es el caso de Perú.

Gráfico 25
Cuenta Corriente, por componentes
(% del PIB nominal)



Fuente: BBVA Research Perú

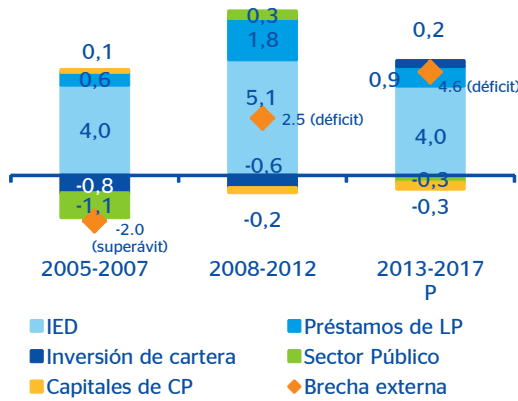
Gráfico 26
Producción de cobre
(Miles de TM)



Fuente: BCRP

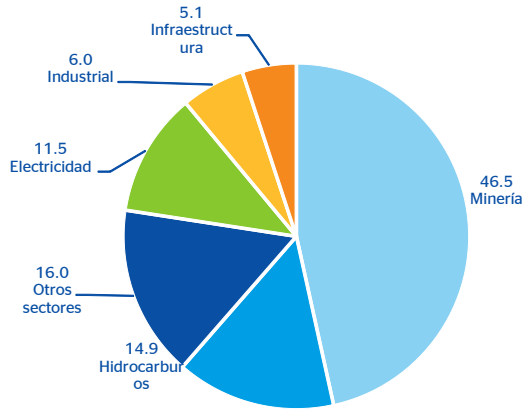
La composición del financiamiento del déficit de la cuenta corriente es otro factor importante a tener en cuenta al momento de evaluar los riesgos que eventualmente ello conlleva. La inversión extranjera directa (IED) de largo plazo es más estable que los capitales de corto plazo y la inversión de cartera o en acciones es más peligrosa que los préstamos por colocaciones de bonos en el exterior. En Perú el déficit en cuenta corriente se ha financiado principalmente mediante IED, la cual proyectamos continuará siendo el componente más importante de la cuenta financiera en el futuro (ver Gráfico 27), con una participación mayoritaria de la inversión en el sector transable (ver Gráfico 28).

Gráfico 27
Cuenta financiera de la balanza de pagos
(% del PIB)



Fuente: BBVA Research Perú

Gráfico 28
Anuncios de proyectos de inversión privada 2013-2015 (Estructura porcentual)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Finalmente, resulta útil tener una medida de cuenta corriente que se encuentre limpia de factores cíclicos o de corto plazo al cual llamaremos estructural o consistente con sus fundamentos, lo que permitirá ver el grado de desajuste de la brecha externa (ver Recuadro 1). Según nuestras estimaciones, la cuenta corriente estructural muestra un déficit de 2,5% del PIB, con lo que el desajuste sería moderado (actualmente de 2,8 puntos porcentuales del PIB). Además, es importante resaltar que el nivel estructural es sostenible en el mediano plazo (en el sentido de que los pasivos externos como porcentaje del PIB no crecen explosivamente).

Sin embargo, existen factores de riesgo, como por ejemplo un posible retraso de la entrada de operación de proyectos mineros que podrían llevar a déficit superiores al 5% por un tiempo más prolongado y a una reversión brusca de capitales con consecuencias sensibles sobre el crecimiento económico. Al respecto, Freund (2005)² encuentra para unos 25 episodios de ampliación de la brecha externa, que en promedio una típica reversión comienza cuando el déficit se deteriora por cuatro años y alcanza el 5.0% del PBI. Asimismo, el 80% de la brecha externa desaparece en tres años, la depreciación real de la moneda se ubica entre 10%-20% y que el crecimiento real de los ingresos se desacelera por tres años.

En conclusión, tenemos indicios que la ampliación de la brecha externa no generará desequilibrios importantes que lleven a posibles ajustes bruscos de política en el futuro cercano. Según nuestras previsiones, este proceso sería transitorio y sostenible a mediano plazo. Sin embargo, no descartamos completamente los riesgos de un deterioro más prolongado o de una reversión abrupta del flujo de capitales.

2: Freund, C. (2005). "Current Account Adjustment in Industrial Countries". Journal of International Money and Finance, Vol. 24, págs. 1278-1298.

Recuadro 1. Metodología de cálculo de la cuenta corriente estructural y sostenible

El cálculo de la cuenta corriente estructural se realiza en dos pasos. En el primero, se estima un modelo de datos de panel para 72 países que abarca el periodo 1980-2012 mediante la técnica de Mínimos Cuadrados Generalizados Factibles (FGLS, por sus siglas en inglés) que permite corregir por autocorrelación y heteroscedasticidad. El análisis se hace en tres dimensiones de acuerdo a la siguiente ecuación:

$$CA_{it} = \eta_i + \beta_{long} \bar{X}_i + \beta_{med} (\bar{X}_{it}^{5yMA} - X_i) + \beta_{short} (X_{it} - \bar{X}_{it}^{5yMA}) + \phi_{cyc} Z_{cyc,it_i} + u_{it}$$

donde CA es la cuenta corriente y X es el conjunto de variables teóricas que determinan la cuenta corriente (ver

Tabla 1). Esta ecuación permite que la cuenta corriente se descomponga en dos partes: (i) una de largo y mediano plazo (o estructural) que se refleja en el promedio de cada variable en todo el periodo y la desviación de su promedio de los últimos 5 años con respecto al promedio en todo el periodo, y (ii) una de corto plazo (o cíclica) que toman en cuenta la desviación de cada variables con respecto a su promedio de los últimos 5 años. Adicionalmente, Z es un conjunto de variables globales e idiosincráticas que solo tienen un efecto cíclico de corto plazo. Las variables se expresan en desviación del promedio mundial, excepto la variable dependiente, los activos externos netos como % del PIB, la balanza comercial del petróleo y la variación de los términos de intercambio, debido a que en estos casos el promedio mundial sería cero.

Tabla 1

Variables determinantes de la cuenta corriente

Variable	Signo esperado	Explicación teórica	
Demografía	Ratio de dependencia de los mayores (% población total)	(-)	Un aumento de la proporción de población no activa reduce la tasa de ahorro
	Ratio de dependencia de los jóvenes (% población total)	(-)	
	Crecimiento de la población (%)	(-)	Un indicador de la disponibilidad de la fuerza laboral que permitirá tener mayores déficits
	Gasto en salud (% del PIB)	(-)	El mayor gasto en salud debilita el ahorro
Crecimiento y desarrollo	Inversión (% del PIB)	(-)	El aumento de la inversión dado el ahorro constante empeorará el balance en cuenta corriente
	Brecha del PBI (% del PIB potencial)	(-)	Un aumento en la brecha del producto incrementa la inversión y reduce el ahorro
	PIB per cápita (log de ajuste por PPC USD)	(-)	Los países de bajos ingresos normalmente tienen déficits en cuenta corriente ("Catch Up")
Factores de ahorro	Balance fiscal (% PIB)	(+)	Déficit fiscales más altos aumentan el ingreso disponible y disminuyen el ahorro. Hipótesis de déficits gemelos
	Crédito al sector privado (% del PIB)	?	Un mayor desarrollo de sistema financiero, puede inducir un mayor ahorro (+). Un nivel más alto podría indicar menos restricciones de crédito y por lo tanto, menos ahorro (-)
	Activos externos netos (% del PIB)	(-)?	Mayores activos externos netos deben generar flujos de ingresos extranjeros netos mayores (+). Por otro lado, puede permitir a los países que se ejecuten mayores déficits comerciales (-). Negativo en trabajos empíricos
Factores comerciales y externos	Apertura del comercio (% del PIB)	?	Es un indicador de las barreras al comercio (o los costos del comercio en un sentido más amplio). También podría relacionarse con otros atributos que hacen un país atractivo para el capital extranjero (+)
	Balanza comercial de petróleo (% del PIB)	(+)	Los altos precios del petróleo aumentan el saldo de la cuenta corriente de los países exportadores de petróleo y disminuyen el saldo de los importadores de petróleo (+)
	Términos de intercambio (índice)	(+)	Altos términos de intercambio mejora la balanza comercial y la cuenta corriente
Factores cíclicos exógenos	Términos de intercambio (variación en %)	(+)	Un aumento en términos de intercambio debería aumentar la renta real disponible y por lo tanto el ahorro (+)
	Tipo de cambio real efectivo	(+)	Una depreciación real mejora la balanza comercial y la cuenta corriente
	VIX (cambio en%)	(+)	El aumento de la aversión global al riesgo inducen ahorros preventivos (+)

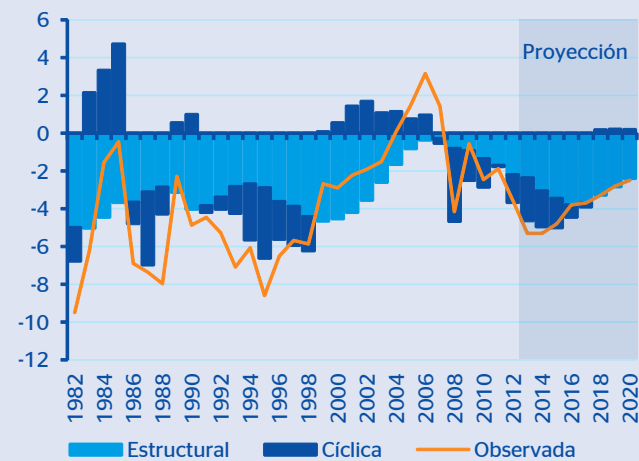
Fuente: Diversas, BBVA Research

En el segundo paso, se adapta la estimación de los coeficientes de corto y medio plazo que resultan de la estimación del panel al caso de Perú. En concreto, se reestiman dichos coeficientes en un modelo bayesiano de series temporales específico de Perú, donde se utilizan los coeficientes de corto y medio plazo del modelo de panel, y su distribución, como información previa en la estimación bayesiana. La estimación de los coeficientes de largo plazo del modelo de panel se mantiene intacta.

Los resultados de las estimaciones muestran que en los últimos años la cuenta corriente estructural se encuentra por encima de la observada, sin embargo, ambas convergen al final del horizonte de proyección (ver Gráfico 29). Entre los factores cíclicos más importantes que explicarían esta brecha en el corto plazo están los términos de intercambio que se esperan sean menores a los observados en los últimos años mientras que, por el contrario, los niveles de inversión se mantendrá altos con relación a los observados previamente (ver Gráfico 30).

Gráfico 29

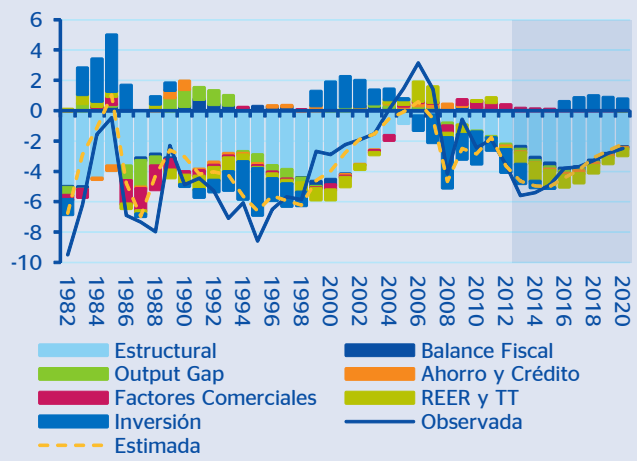
Cuenta corriente observada y estructural (% del PIB)



Fuente: BBVA Research Perú

Gráfico 30

Cuenta corriente, descomposición cíclica (% del PIB)



Fuente: BBVA Research

Por otro lado, el cálculo de la cuenta corriente sostenible se basa en un enfoque intertemporal de la restricción presupuestaria de la economía de la siguiente forma:

$$B_t - B_{t-1} = CC_t$$

Donde CC_t denota la cuenta corriente estructural y B_t son los activos externos netos. Dividiendo esta ecuación por el PBI se puede demostrar que la cuenta corriente sostenible es:

$$CC^s \approx \frac{g + \pi}{1 + g + \pi} B^s$$

Donde g es la tasa de crecimiento real del PBI, π es la tasa de inflación. Utilizando nuestras proyecciones de PBI, inflación y activos externos netos para el periodo 2013-2017, la cuenta corriente sostenible que es consistente con estos niveles es -2,3%, cifra que es cercana al resultado estructural. Esta medida de sostenibilidad reflejaría tanto la disponibilidad de capital extranjero para financiar el déficit corriente como la predisposición del país deudor de amortizar su deuda externa.

Sector público: déficit moderados desde el próximo año

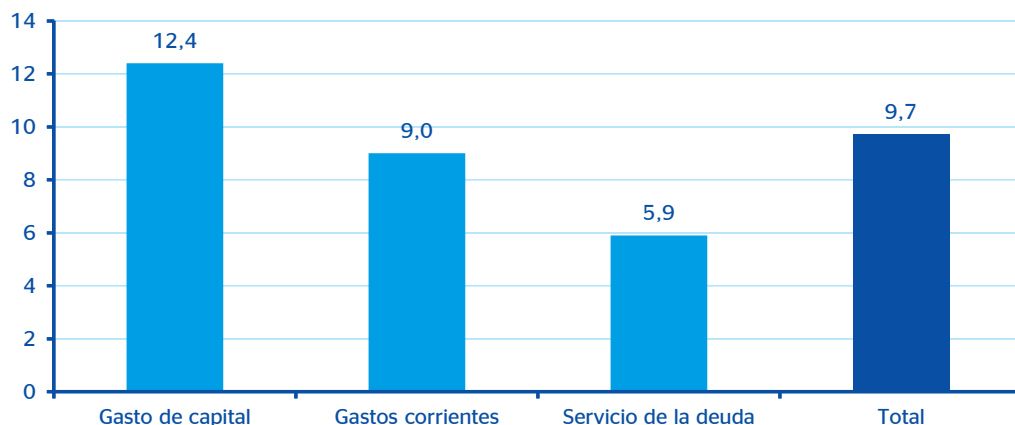
Nuestras proyecciones consideran que el crecimiento de los ingresos fiscales se verá afectado por el menor dinamismo de la economía y por el ajuste en los precios de los metales (esperamos una reducción del precio promedio del cobre de 8,6% en el 2013 y de 9,0% en el 2014). En este contexto, los ingresos tributarios cerrarían en el 2013 en niveles similares a los registrados el año previo, para luego crecer a una tasa promedio anual de 8% (nominal) hacia el 2017. Con estos incrementos, la presión tributaria se mantendría en el actual nivel de 16% del PIB durante todo el horizonte de proyección. En este sentido, consideramos poco probable que se cumpla el objetivo del Gobierno de elevar la presión tributaria a 18% hacia el 2016.

Por el lado del gasto público, esperamos aumentos provenientes tanto del gasto corriente, producto de reformas salariales implementadas en algunas áreas de la administración pública, como de mayores niveles de ejecución de proyectos de inversión pública y concesiones de proyectos privados por parte del Gobierno (ver Gráfico 31).

En cuanto a las políticas remunerativas, destacan la reforma del sector salud, la ley de reforma magisterial y la reforma salarial de la Policía Nacional y de las Fuerzas Armadas. En conjunto, su implementación implica S/. 2,300 millones adicionales en el Presupuesto de 2014 para atender las mejoras salariales de médicos, profesores y profesionales castrenses. Con ello, el esfuerzo salarial del Gobierno ha elevado el peso de la partida personal y obligaciones sociales como porcentaje del PIB pasando de representar 4,5% en el 2012 a 5,1% en el 2014. En la medida en que las reformas implementadas estén acompañadas de mayor calidad de los servicios que brinda el Estado, estos gastos podrían generar mejores niveles en la competitividad futura del país. Adicionalmente, cabe mencionar que alrededor del 9% de la PEA ocupada trabaja en el sector público y en su mayoría pertenecen a niveles de ingreso intermedio, con lo cual podría esperarse algún impacto positivo sobre el consumo privado de las familias en estos segmentos.

Gráfico 31

Presupuesto 2014 respecto al año previo (var %)



Fuente: BBVA Research Perú

Tabla 2

Principales proyectos de inversión a nivel del presupuesto fiscal del año 2014 (S/. millones)

Proyecto	Pliego	Presupuesto 2014
Construcción de la línea 2 y ramal Av. Faucett-Gambetta de la red básica del metro de Lima y Callao	M. Transportes	1550
Mejoramiento de la Av. Nestor Gambetta-Callao	M. Transportes	330
Construcción y equipamiento de instituciones educativas para el II ciclo de educación básica regular	M. Educación	268
Proyecto especial sistema eléctrico de transporte masivo de Lima y Callao	M. Transportes	267
Rehabilitación de la carretera panamericana norte	M. Transportes	217
Construcción y mejoramiento carretera Camana-DV. Quilca-Matarani-Ilo-Tacna	M. Transportes	151
Mejoramiento de la carretera San Marcos-Cajabamba-Sausacocho	M. Transportes	143
Majes Siguan II Etapa	GR. Arequipa	126
Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Chamaya-Jaén-San Ignacio-Rio Canchis	M. Transportes	120
Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Chongoyape-Cochabamba-Cajamarca	M. Transportes	111
Mejoramiento de riego y generación hidroenergético del Alto Piura	GR. Piura	76

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

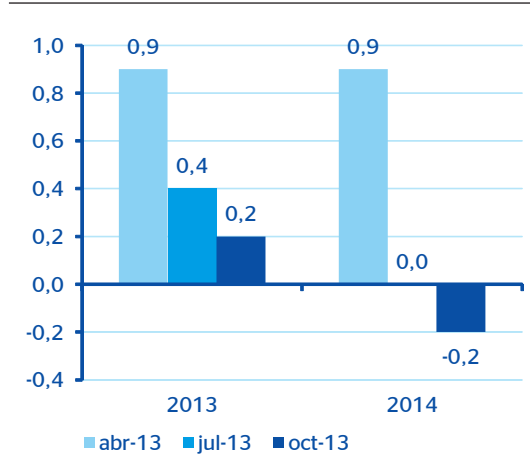
Por el lado de la inversión pública, la ejecución al tercer trimestre de este año registra un crecimiento interanual de 18% real y, dado que el nivel de ejecución es menor al 50% del presupuesto anual, esperamos que se mantenga este ritmo de expansión en lo que resta del año. Para el año 2014, el presupuesto fiscal asignó S/. 32 mil millones al gasto de capital, lo que implica un aumento de más de 12% respecto a 2013 (ver Gráfico 31). De estos recursos, alrededor del 83% están destinados principalmente al financiamiento de proyectos de inversión, así como a la elaboración de estudios de perfiles y factibilidad. Los proyectos de mayor envergadura se encuentran en el sector transportes (ver Tabla 2), entre los que destacan la construcción de la línea 2 del metro de Lima (S/. 1,550 millones), el mejoramiento de la avenida Néstor Gambetta en el Callao (S/. 330 millones) y el proyecto especial sistema eléctrico de transporte masivo de Lima (S/. 267 millones). Sin embargo, la gran mayoría de proyectos de inversión son relativamente pequeños y, en algunos casos, presentan problemas para su ejecución. En este sentido, para incentivar el crecimiento de los proyectos, el presupuesto 2014 ha contemplado destinar S/.500 millones al Fondo de Promoción a la Inversión Pública Regional y Local (FONIPREL), que financiará no solo proyectos, sino también estudios de preinversión. Además, se ha creado el Fondo de Apoyo a las Asociaciones Público Privadas Cofinanciadas (Fondo APP), con recursos por hasta S/. 1,500 millones. El objetivo de esto sería asegurar el cofinanciamiento y otorgamiento de garantías de proyectos declarados viables.

Cabe señalar que la agencia de Promoción de la Inversión Privada (Proinversión) tiene en cartera 25 proyectos con fecha de adjudicación prevista en el periodo IV trimestre 2013-IV trimestre 2014 por un monto de alrededor de USD12,800 millones. Entre los principales proyectos ya convocados destaca el Tramo 2 de la carretera longitudinal de la sierra con una inversión estimada de USD 552 millones bajo la modalidad de cofinanciación, el Metro de Lima y Callao (USD 5,508 millones, cofinanciado), mejoras a la seguridad energética y desarrollo del gasoducto sur peruano (USD 2,431 millones, concesión) y proyecto Chavimochic-tercera etapa (USD 606 millones, cofinanciado).

Como resultado de estas previsiones de ingresos y gastos del sector público, esperamos un menor superávit fiscal para el año 2013 (0.2% del PIB) y déficit moderados a partir del 2014 (ver Gráfico 32). Estos resultados no comprometen la solvencia de las cuentas fiscales en la medida que el ratio de deuda sobre PIB continuará mostrando una tendencia decreciente para los próximos años (pasando de un nivel actual de 18% a 15% en el 2017) aunque más gradual

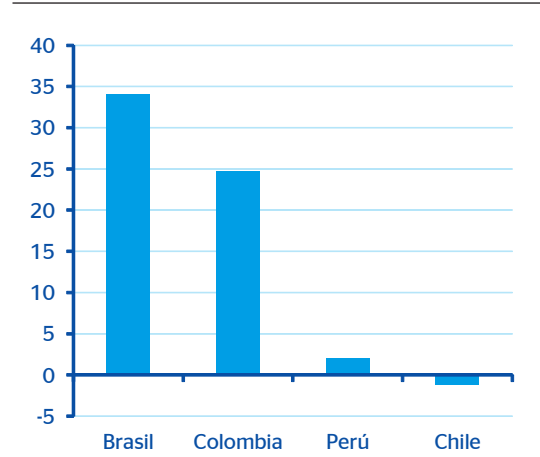
que nuestra proyección previa. Este ha sido uno de los factores para que Fitch Ratings eleve la calificación de la deuda soberana denominada en moneda extranjera a BBB+ en octubre último, en una acción similar a la que anteriormente efectuó S&P. Cabe señalar, que dentro de los países calificados como BBB+ por esta última agencia, Perú es el segundo con menor nivel de endeudamiento, además el nivel de deuda peruana se encuentra muy por debajo del que registran países con calificación superior (A). Adicionalmente, la deuda neta del país está entre las más bajas de la región, lo que deja espacio a la política fiscal para implementar políticas contracíclicas en caso de ser necesario (ver Gráfico 33).

Gráfico 32
Resultado fiscal (% del PIB)



Fuente: FMI y BBVA Research

Gráfico 33
Deuda neta (% del PIB)



Fuente: Bloomberg

Recuadro 2. Cambio en las reglas fiscales favorece rol estabilizador de las cuentas públicas

A partir del año 2000 entró en vigencia en el país la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF). El objetivo de esta Ley fue establecer los lineamientos para una mejor gestión de las finanzas públicas, crear el Fondo de Estabilización Fiscal y, con ello, contribuir a la estabilidad económica y crecimiento sostenible del país. Los principales límites cuantitativos que se establecieron con esta ley son: (i) déficit fiscal anual del Sector Público Consolidado no podrá ser mayor al 1% del PIB, (ii) incremento anual del gasto no financiero del Gobierno General no podrá exceder a la tasa de inflación promedio anual más dos puntos porcentuales y (iii) el endeudamiento público a mediano plazo deberá ser consistente con el principio de equilibrio o superávit fiscal. Además se establecieron otros límites del gasto y endeudamiento para Gobiernos Regionales y Locales, entre otras medidas.

La implementación de esta Ley fue beneficiosa, permitiendo un manejo transparente y responsable de las cuentas macro fiscales. El resultado más destacable de estas políticas fue la reducción de los niveles de endeudamiento del sector público, que pasaron de representar casi 50% del PIB en el 2000 a niveles actuales inferiores al 20%. Adicionalmente, el servicio de la deuda pública pasó de representar el 26% de los recursos del presupuesto público en el 2005 a solamente 8% en el presupuesto del 2013. Por otro lado, la implementación de estas reglas, junto con el crecimiento económico sostenible y los mayores precios de las materias primas han permitido tener varios años de superávit fiscal y acumular recursos por USD 8,6 mil millones en el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF).

A pesar del éxito de la Ley en reducir el ratio de deuda, el problema que presenta es que las reglas que establece son procíclicas y no facilitan el rol estabilizador de la política fiscal en épocas de crisis o desaceleración económica. Esto representa una restricción importante si se considera la fuerte dependencia de los ingresos del sector público en relación con las materias primas. Por ello, cuando el gobierno ha tenido como fin atenuar las fases desfavorables del ciclo se ha visto en la necesidad de relajar temporalmente algunas de las reglas.

Para evitar estas modificaciones y la incertidumbre que podrían generar, el Gobierno ha presentado un proyecto que modifica la LRTF, incorporando elementos estructurales en los límites impuestos. Entre las principales medidas propuestas destacan:

- El déficit fiscal estructural del sector público no financiero no podrá ser mayor a 1% del PIB. El Gobierno deberá adoptar un estimado del resultado económico estructural como guía ex ante.

- El límite al gasto no financiero del gobierno nacional se establecerá sujetándose a la guía ex ante del resultado estructural previsto y se establecerá para un periodo de 3 años.

A nivel subnacional:

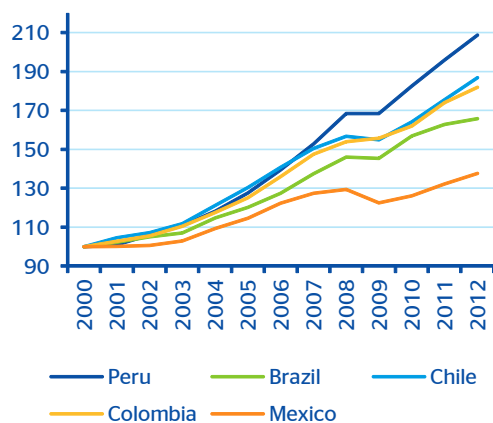
- La relación entre el saldo de deuda total y el promedio de los ingresos corrientes totales de los últimos 4 años no podrá ser superior al 100%.
- La variación porcentual anual del gasto no financiero no deberá ser mayor a la variación del promedio móvil de 4 años de los ingresos anuales
- Únicamente pueden obtener endeudamiento externo con el aval del Estado y solo para financiar infraestructura pública.

Conceptualmente, consideramos que es necesario realizar cambios en la LRTF y que incorporar elementos estructurales en las reglas es positivo. Sin embargo, notamos algunos problemas que podría tener la aplicación de la propuesta presentada. En primer lugar, dado que la regla fiscal de nivel de gasto se apoya en un ejercicio estructural (lo que implica calcular precios de commodities a largo plazo y PIB potencial, entre otros) y estos no son fácilmente medibles, podrían cometerse errores de estimaciones importantes. Un ejemplo de estos errores de medición son las estimaciones realizadas por el FMI para España, Grecia e Irlanda que muestran significativos cambios entre las realizadas en 2007, antes de la crisis, y las revisiones de 2011. En segundo lugar, la regla y los cálculos que implica no son sencillos y por tanto serán difíciles de explicar y entender, lo que podría reducir su éxito y aceptación social. Finalmente, será necesario que estos cálculos los realice una comisión de técnicos que sea realmente independiente del Gobierno, quienes no estarían sujetos a rendición de cuentas. Respecto a este punto cabe preguntarse si querrán las autoridades elegidas que técnicos externos a ellas calculen los elementos estructurales que definirán sus niveles de gasto. En general, creemos que la adecuación de las reglas fiscales al nuevo entorno económico es favorable, y el proyecto presentado en ese sentido es un buen esfuerzo realizado por el Gobierno. Sin embargo, se podría evaluar como alternativa una regla de aplicación más sencilla (tal vez buscar estabilizar el ratio de deuda pública sobre PIB a lo largo del ciclo en un nivel socialmente aceptable). Lo que no debe perderse de vista es que el objetivo final es mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Mirando el mediano plazo: ¿qué nos falta para movernos hacia actividades con mayor valor agregado?

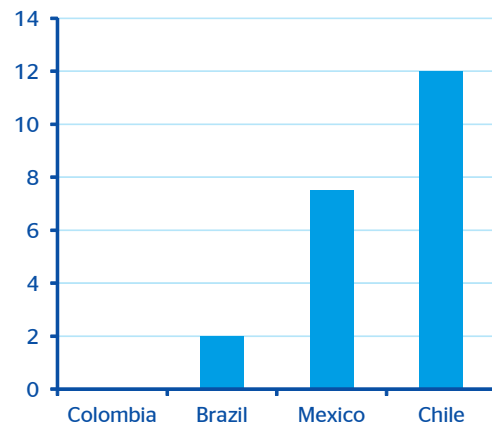
En los últimos diez años la economía peruana ha registrado tasas de crecimiento promedio de 6,4%, resultado de las reformas económicas realizadas, de un manejo monetario y fiscal responsable y de un entorno externo favorable con altos precios de los metales. Este importante dinamismo ha permitido incrementar los niveles de ingresos en 81% en el periodo 2001-2012 y reducir la pobreza de 42,4% en el 2007 a 25,8% en el 2012. Aunque Perú ha crecido más rápido que otros países de la región (ver Gráfico 34) y, con ello, ha reducido la brecha de ingresos, aún se encuentra por debajo de varios de ellos. En ese sentido el PBI per cápita peruano, en términos de paridad de poder adquisitivo (PPP), equivale al 58% del de Chile y al 67% de México. Al ritmo de crecimiento actual, alcanzar un ingreso similar al que tiene Chile hoy nos tomaría alrededor de 12 años (ver Gráfico 35).

Gráfico 34
Índice de ingreso per cápita PPC (2000=100)



FMI y BBVA Research

Gráfico 35
Años que le faltan a Perú para alcanzar nivel de ingreso actual de diversos países de la región (ingreso por habitante, ajustado por PPC)



Fuente: FMI y BBVA Research

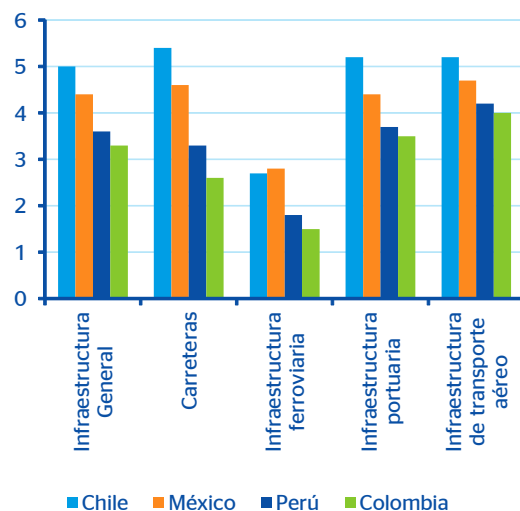
En general, el crecimiento económico peruano se ha basado en actividades con poco valor agregado, y se ha visto favorecido en gran parte por los buenos precios de los metales que exporta. En este sentido, el 75% de las exportaciones corresponden a actividades primarias y el 14% de los ingresos fiscales provienen de los sectores de recursos naturales (minería e hidrocarburos). Lograr tener un crecimiento sostenible pasaría por diversificar las actividades productivas, acercándonos más a aquellas que tienen mayor valor agregado. En este sentido, tal vez deberíamos empezar a preocuparnos por generar una tendencia hacia una mayor industrialización. Algunas experiencias internacionales indican que incrementar la competitividad y atraer mayor inversión extranjera para desarrollar industria es muy beneficioso para el crecimiento sostenido del país. Un ejemplo de esto es el caso de Irlanda, cuya economía en el periodo 1993-2000 se expandió en casi un 80% y el consumo per cápita pasó de equivaler al 65% del promedio de la UE en 1987 a igualarlo en el 2000. Irlanda, implementó políticas económicas, que incluían incentivos tributarios y concesiones, lo que, unido a la disponibilidad de un mercado laboral altamente calificado, logró atraer importantes inversiones, especialmente en el sector manufactura de alta tecnología.

A diferencia del caso irlandés, uno de los problemas más importantes a los que se enfrenta el Perú para dar el salto hacia actividades de mayor valor agregado es la capacidad y preparación de la mano de obra. En el Índice de capital humano del Foro Económico Mundial, que mide la capacidad de los países para contar con trabajadores sanos, educados y con un entorno laboral propicio, el Perú ocupó el puesto 75 de 122 países, 39 posiciones detrás de Chile y

también detrás de otros países de la región como Uruguay, Brasil, México, Ecuador, Argentina y Colombia. Dentro de los componentes del índice (educación, salud y bienestar, mano de obra y empleo y entorno propicio) en el que quedamos peor ubicados es en educación, con el puesto 84. Al hecho de que gran parte de la población no cuenta con educación superior, se suma el que, en muchos casos, la educación superior brindada es de pobre calidad. Otro factor en el que nos encontramos muy rezagados es en infraestructura. En este punto, así como en el anterior, el rol del estado como facilitador en cuellos de botella sería clave. De acuerdo a la última medición del Reporte Global de Competitividad correspondiente al 2012 - 2013, elaborado por el World Economic Forum (WEF), el Perú se ubicó en el puesto 61 de un total de 148 países. Aunque la calidad de la infraestructura parecería haber mejorado en los últimos años, aún se encuentra lejos de ser considerada en niveles de desarrollo y eficiencia conforme a estándares internacionales (ver Gráficos 36 y 37). Dentro de los países de la alianza del pacífico (Chile, México, Colombia y Perú), Perú es el tercero menos desarrollado en cuanto a calidad de infraestructura. En el caso de carreteras, por ejemplo, solo el 14% se encuentran pavimentadas, lo que, sumado al tráfico generado por otras deficiencias en las vías, generan significativas pérdidas de tiempo y mayores costos. En este sentido, si bien el crecimiento económico de los últimos años ha sido importante en mejorar ingresos y reducir la pobreza, hacia adelante es necesario que las actividades productivas se vuelvan de mayor valor agregado, incrementando la productividad y competitividad de la industria.

Gráfico 36

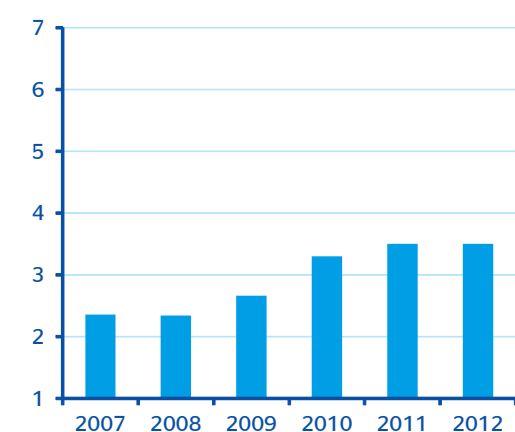
Competitividad en infraestructura
(Índice; 1=muy precaria, 7= buen desarrollo)



Fuente: WEF

Gráfico 37

Calidad de infraestructura portuaria
(Índice; 1=muy precaria, 7= buen desarrollo)



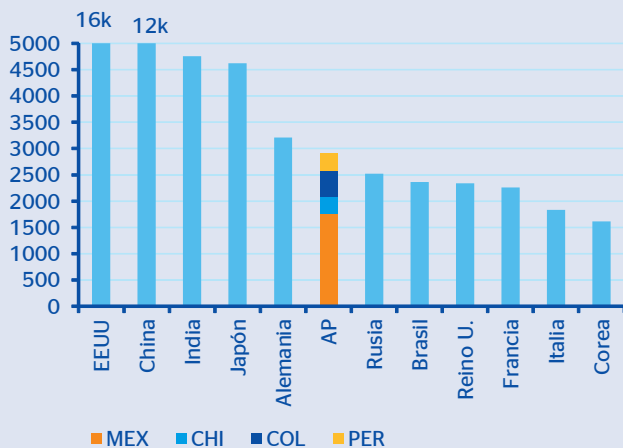
Fuente: WEF

Recuadro 3. La Alianza del Pacífico, el gigante de América Latina que apuesta por la integración comercial y financiera

La Alianza del Pacífico (AP) es un proceso integrador profundo y de índole económico-comercial, que tiene como uno de sus pilares construir de manera participativa y consensuada un área de integración profunda para avanzar progresivamente hacia la libre circulación de bienes, servicios, capitales y personas. Está conformada por ahora por Chile, Colombia, México y Perú –Costa Rica y Panamá se encuentran en proceso de incorporación–y busca no sólo la integración entre sus miembros sino también con el resto del mundo, con especial énfasis en Asia-Pacífico.

La apuesta por la integración entre estas cuatro economías hace que sea cada vez más relevante ver a este bloque en su conjunto, y no como países aislados. Bajo este prisma, hay que tener en cuenta que los cuatro países que conforman la AP representan la sexta economía mundial, sólo por detrás de Alemania y por delante de Rusia y Brasil (ver Gráfico 38). Más importante aún: será la cuarta economía que más contribuirá al crecimiento mundial en los próximos diez años, sólo por detrás de China, India y Estados Unidos (ver Gráfico 39). En definitiva, parece claro que la AP se constituye en el verdadero gigante de Latam.

Gráfico 38
Mayores economías en 2012 (mm USD ajustados por PPC)

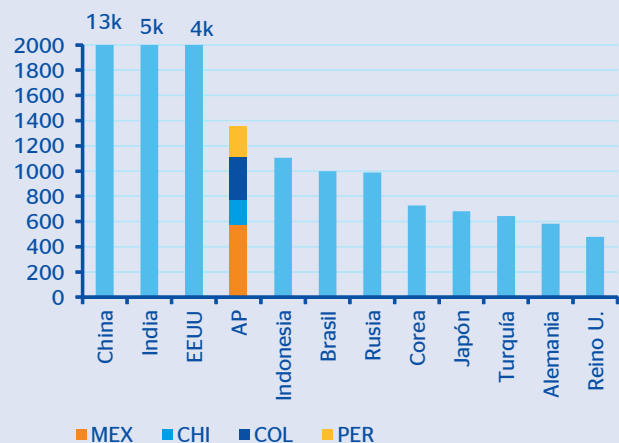


Fuente: BBVA Research y FMI

Pero el tamaño no lo es todo. También es importante el tipo de políticas que se espera que implementen los países que conforman la Alianza. Aquí la AP destaca también por su apuesta por la integración, no sólo entre sus miembros sino también con la economía global. Los países de la Alianza son las economías emergentes que tienen un mayor número de acuerdos de libre comercio firmados (ver Gráfico 40), incluyendo, en el caso de Perú y Chile, con las cuatro principales áreas económicas: EEUU, Unión Europea, Japón y China. Esto en contraposición, por ejemplo, con Brasil, que no tiene acuerdos de libre comercio con ninguna de ellas.

La apuesta por la integración comercial también pasa por potenciar los flujos comerciales entre los países miembros de la AP. Así, se han producido avances

Gráfico 39
Mayores contribuciones al crecimiento mundial en los próximos 10 años (mm USD ajustados por PPC)

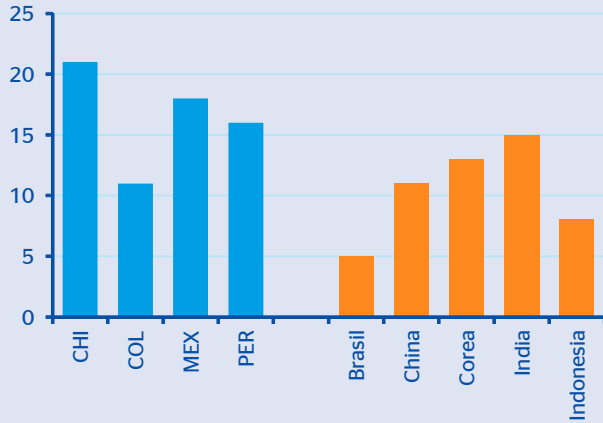


Fuente: BBVA Research y FMI

importantes al desgravarse completamente el 92% de las partidas arancelarias, mientras que un 6,5% adicional se desgravará en plazos muy cortos. Con todo, dada la estructura actual de las exportaciones (principalmente manufactureras en México, frente a la preponderancia de materias primas en los países andinos) existe una cierta asimetría en el potencial para aumentar el comercio de bienes dentro de la Alianza, que favorecería en principio a México más que a los tres países andinos (ver Gráfico 41). Aun así, el potencial es elevado para la cooperación, transmisión de know-how e inversión en los sectores de desarrollo de infraestructuras y mercados de capitales³.

3: Para un análisis más detallado de los vínculos comerciales en la Alianza del Pacífico véase nuestro Observatorio Económico de agosto de 2012 "New Pacific Alliance Bloc: Mexico and Andeans look towards Asia" disponible en http://www.bbva.com/research/KETD/fbin/mult/120822_EW_EAGLEs_New_Pacific_Alliance_Bloc_tcm348-355823.pdf?ts=25102013

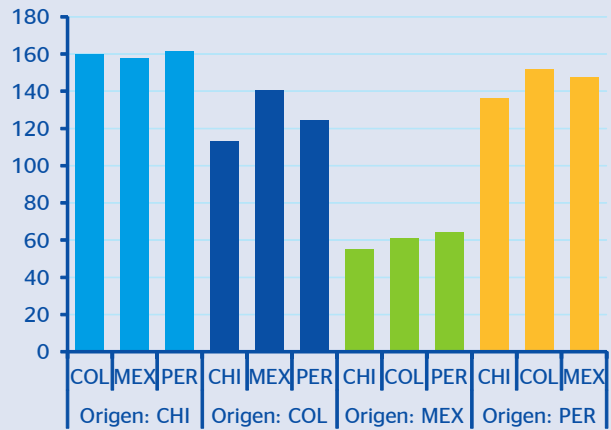
Gráfico 40
Número de acuerdos comerciales firmados



Fuente: BBVA Research y OMC

También en la AP hay una apuesta clara por la apertura e integración financiera tanto con el resto del mundo como entre los países que la conforman. Así, los países de la AP han sido grandes receptores de inversión directa (tanto en términos absolutos como en relación al tamaño de sus economías), proveniente sobre todo de EEUU y Europa, pero con un creciente interés desde Asia. Más importante aún, de acuerdo a la UNCTAD, los países de la AP se encuentran dentro del 25% superior en el ranking global

Gráfico 41
Índice de potencial de exportaciones
(0 = muy elevado; 200=muy pequeño)



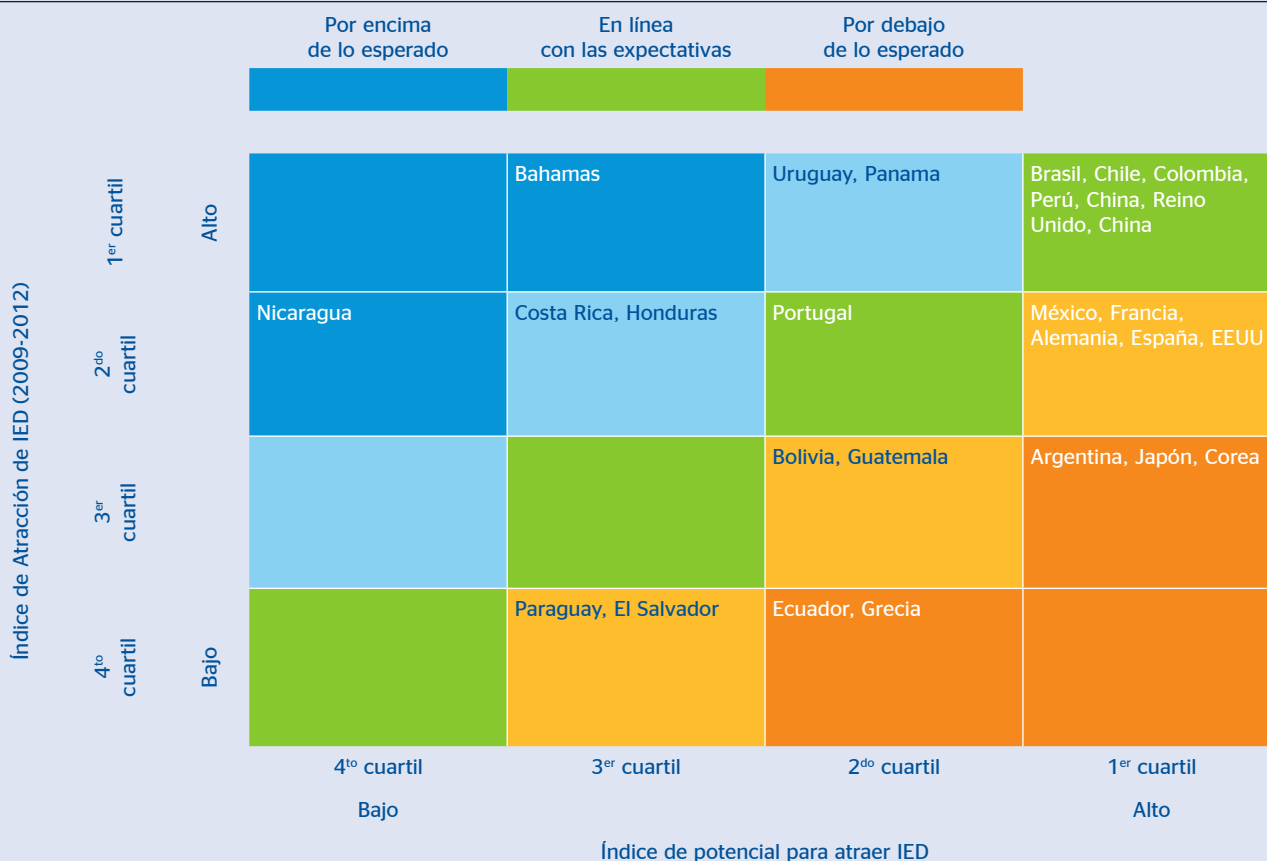
Fuente: BBVA Research y COMTRADE

de países por su potencial para atraer IDE. Como muestra la Tabla 3, comparando ambas dimensiones (flujos de IDE observados y potencial de atracción de IDE), podemos observar que los países de la Alianza del Pacífico no sólo tienen una alta potencialidad para atraer flujos de IDE sino que en realidad los consiguen atraer dentro de lo que se esperaría para ese alto potencial⁴, a diferencia de muchos otros países de la región⁵.

4: México aparece solamente en el segundo cuartil del ranking mundial de atracción de IDE, si bien hay que tener en cuenta que en su caso son muy importantes las operaciones de producción no participativas o Non-equity mode of production (NEMs) tales como la producción manufacturera por contrato o el outsourcing de servicios, que no se contabiliza como IDE pero incluye muchas de sus ventajas, incluyendo la transferencia de know-how y tecnologías.

5: Un análisis más detallado del potencial para atraer IDE y de los flujos de IDE dentro de la AP se puede encontrar en nuestro Observatorio Económico de noviembre de 2013 "Integración financiera en la Alianza del Pacífico" disponible en http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/120822_EW_EAGLEs_New_Pacific_Alliance_Bloc_tcm348-355823.pdf?ts=25102013

Tabla 3
Ranking de entrada de IED (2009-2012) y de potencial para atraer IED (2012)

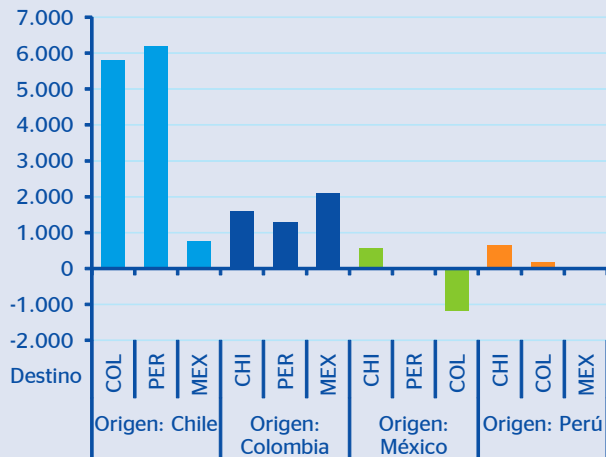


Nota: El ranking y la distribución por cuantiles se realiza sobre un total de 177 países. En la tabla solamente se presentan los países Latinoamericanos y algunos países seleccionados fuera de la región.
Fuente: BBVA Research y UNCTAD

Al igual que en el caso de los flujos comerciales, si observamos los flujos de IDE dentro de la AP destaca en primer lugar el escaso porcentaje dentro del total de IDE recibida por los cuatro países (3% del total en 2009-2012). Además, también se encuentran fuertemente concentrados en flujos de IDE desde Chile hacia Perú y Colombia (ver Gráfico 42), probablemente promovidos por el menor tamaño de la economía chilena (en búsqueda de diversificación y expansión de operaciones de algunas de sus empresas dentro de la región). Indudablemente también ha contribuido que la madurez

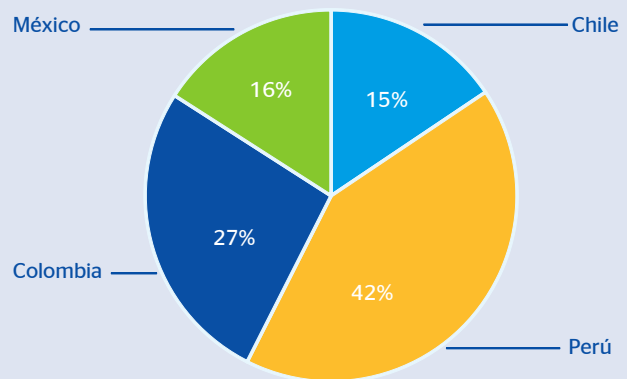
del sistema de pensiones en Chile permitió inyecciones de capital a empresas con políticas de expansión regional, particularmente en los sectores de ventas al por menor y financiero. La concentración de los flujos de IDE en Perú y Colombia estaría condicionado por su cercanía geográfica y cultural, asociada a menores costos de monitoreo y control de dichas inversiones. Lo anterior se refleja también en las cifras agregadas entre el 2009 y 2012, donde Perú absorbe el 42% de la inversión extranjera intra-AP, seguido por Colombia con un 27% (ver Gráfico 43).

Gráfico 42
Flujos acumulados de IED intra-AP, 2009-2012. Por origen-destino (millones de USD)



Fuente: BBVA Research y Banco Central de Chile

Gráfico 43
Destino de la IED intra-AP. Acumulado 2009-2012 (% del total)



Fuente: BBVA Research y Banco Central de Chile

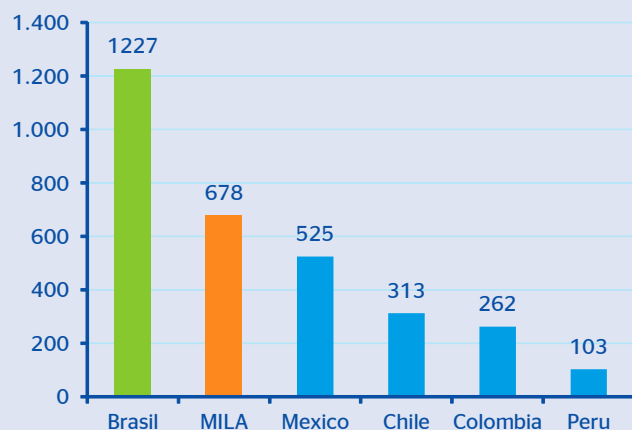
Es cierto que la integración por el lado de flujos de cartera aún es incipiente, pero iniciativas como el mercado integrado latinoamericano (MILA) tienen, cuando se complete la incorporación de México a inicios de 2014, el potencial de crear una bolsa de valores con una capitalización similar a la de Brasil (ver Gráfico 44), si bien la profundidad y liquidez de sus mercados es menor que la de éste último. En ese contexto, esperaríamos que los flujos cruzados comiencen a aumentar aprovechando y generando sinergias hacia mercados más profundos e integrados, especialmente si se sigue avanzando en la homologación, clarificación y coordinación de los tratamientos tributarios entre las autoridades de cada país.

¿Cuáles son las perspectivas económicas de la AP a largo

plazo? Hablamos de una región con un elevado crecimiento potencial, cercano al 6% en Perú y de alrededor del 5% en Colombia y Chile. En el caso de México, la agenda de reformas actual podría aumentar el crecimiento potencial hasta cerca del 4%. Esto significa un crecimiento potencial promedio para la AP cercano al 4,5% anual, superior al brasileño y casi el triple de lo que se espera para las economías desarrolladas (ver Gráfico 45).

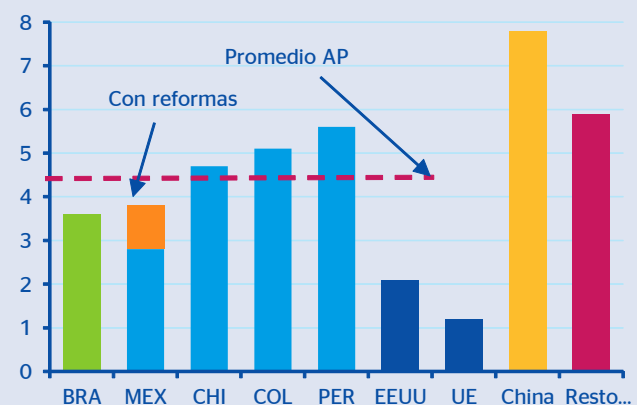
Aunque la región tiene aún desafíos importantes por delante (alta informalidad, falta de infraestructuras, baja calidad de la educación y la salud) se ha ido avanzando en los últimos años en la dirección adecuada. Una apuesta decidida por reformas en esos ámbitos podrá aumentar aún más su ya alto crecimiento potencial.

Gráfico 44
Capitalización bursátil en diciembre 2012 (miles de millones de USD)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 45
Crecimiento Potencial (%)

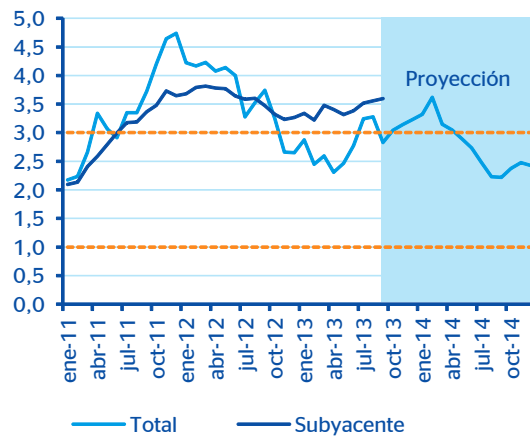


Fuente: BBVA Research y COMTRADE

4. Inflación empezará a moverse hacia el centro del rango meta durante 2014

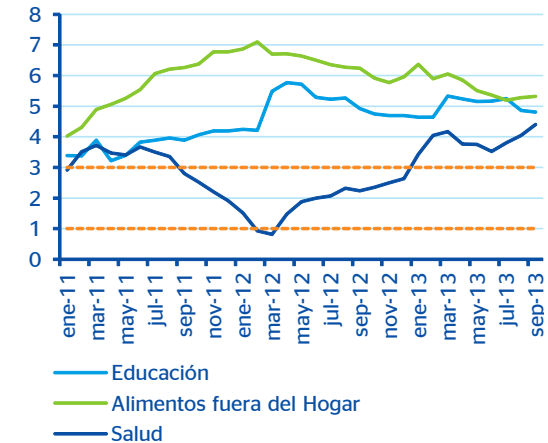
En los últimos meses la inflación ha fluctuado alrededor del límite superior del rango meta del Banco Central (2%, +/- 1pp) ubicándose en 3.0% al cierre de octubre (ver Gráfico 46). La resistencia que ha mostrado la inflación para converger hacia su nivel objetivo refleja, principalmente, que el componente subyacente (el más vinculado a factores de demanda y que representa casi las dos terceras partes del total) viene ubicándose casi dos años y medio por encima del límite superior del rango meta, destacando algunos subcomponentes por crecer a tasas cercanas al 5% como por ejemplo, Alimentos fuera del Hogar y Educación (ver Gráfico 47). Este comportamiento se da en un contexto en que la economía ha estado creciendo a un ritmo algo por encima que el potencial (ver sección 3).

Gráfico 46
Inflación interanual (%)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 47
Inflación subyacente interanual, subcomponentes (%)

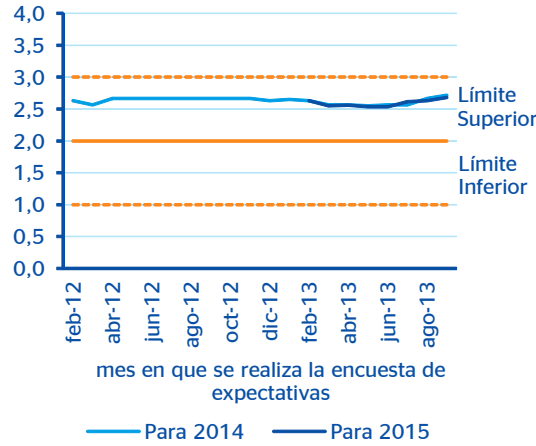


Fuente: BCRP y BBVA Research

La resistencia a ceder del componente subyacente de la inflación se explicaría por las elevadas expectativas inflacionarias que estarían reflejando la percepción de que los cambios en los costos, como consecuencia de la recurrencia de los choques de oferta, son permanentes. Esto a su vez incrementa el grado de transmisión de costos hacia los precios finales (efectos de segunda vuelta), lo que se agrava en un contexto de fase expansiva del ciclo económico. En efecto, nuestras estimaciones indican que el grado de persistencia de la inflación se ha elevado en los últimos años⁶. Así, las expectativas se vienen ubicando consistentemente cerca al límite superior del rango meta, incluso en un horizonte de mediano plazo (ver Gráfico 48) en donde deberían converger a su nivel objetivo como se esperaría bajo un esquema de metas explícitas de inflación.

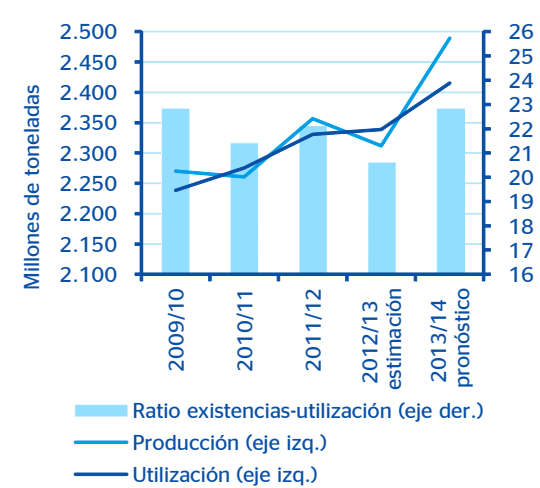
6: Para más detalles ver Decreto Supremo N° 115-2001-EF, Anexo II.

Gráfico 48
Expectativas inflacionarias para 2014 y 2015
(%, fin de periodo)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 49
Cereales: producción, utilización y existencias a nivel global (millones de toneladas)



Fuente: BCRP y BBVA Research

En ausencia de choques de oferta el retorno de la inflación al interior del rango meta será gradual

En el corto plazo, la reversión de los choques de oferta sobre alimentos producidos localmente, así como una eventual normalización de la cotización internacional del petróleo (en la medida que las tensiones en el Medio Oriente se mantengan controladas), debería inducir una tendencia a la baja sobre la inflación.

En 2014, no prevemos choques de oferta externos. Por un lado, como señaláramos en nuestros informes pasados, las perspectivas de oferta mundial de cereales son favorables (ver Gráfico 49) lo que mantendrá contenidos los precios de los insumos agrícolas, aunque la transmisión a nivel doméstico podría ser algo más lenta (ver Recuadro 4). Por otro lado, el precio internacional del petróleo se mantendrá relativamente estable en la medida que se vayan calmando las tensiones políticas en Medio Oriente. A nivel local, el menor gasto privado que esperamos limitará las presiones de demanda sobre precios y veremos un descenso paulatino del componente subyacente.

En este contexto, esperamos que la inflación retorne al interior del rango meta hacia el segundo trimestre del próximo año. Cabe señalar que a pesar que estimamos que la brecha del producto será casi nula durante 2014, la inflación cerrará algo por encima del nivel objetivo debido a la resistencia a ceder de las expectativas.

Recuadro 4. Eliminación de franja de precios a la importación de alimentos aliviaría la inflación

En lo que va del presente año los precios internacionales de los principales insumos agrícolas han caído fuertemente (el maíz, trigo y soya acumulan una reducción de 40%, 16%, 11%, respectivamente). Sin embargo, los precios al consumidor domésticos de los bienes que utilizan dichos insumos no han caído de forma similar. Una de las razones detrás de esto es que la importación de algunos de estos insumos como el maíz, azúcar y arroz está sujeta a una franja de precios.

Esta franja se calcula partir de las desviaciones estándar del promedio de los últimos 60 meses de los precios internacionales deflactados por la inflación de Estados Unidos. Cuando el precio de importación se encuentra por encima de esta franja, el importador accede a un descuento que como tope máximo es el arancel establecido, mientras que cuando está por debajo paga un derecho adicional (valor fijo) al arancel. En teoría este mecanismo permitiría que el precio doméstico se mantenga en o cerca de la franja. Sin embargo, dado que los aranceles a estos productos son cero, el impacto de los precios internacionales hacia los locales es completo e inmediato cuando el precio de importación está por encima de la franja ya que no hay descuento para el que compra dichos insumos, pero cuando los precios están por debajo, la transmisión es lenta en la medida que los importadores pagan un derecho adicional.

Actualmente, los precios de importación se encuentran por debajo de la franja (ver Tabla 4). Como consecuencia, los importadores están asumiendo mayores costos (equivalente al derecho adicional pagado) lo que imprime cierta resistencia a la baja en los precios al consumidor de

los bienes que utilizan estos insumos. Así, por ejemplo, en el caso de los productos avícolas se tiene que el costo del maíz (su principal insumo que representa alrededor del 70%) es mayor en 20% al precio de importación, con un aporte a la inflación que estimamos esta alrededor de 0,3 puntos porcentuales. Caso similar presentarían las bebidas que utilizan el azúcar como insumo.

Una opción para evitar que el impacto de los bajos precios internacionales en los precios domésticos sea lento es que la franja se recalcule a partir de un promedio en un periodo más largo de tiempo de los precios internacionales ya que los 60 meses que se utilizan actualmente para su cálculo están considerando precios altos como los observados en la segunda mitad de 2008. La lógica es que la franja tome en cuenta ciclos más largos de los precios internacionales. De bajarse la banda, tendría un efecto positivo a la baja sobre la inflación.

Tabla 4
Precios de referencia y límite inferior de la franja de precios para la importación de alimentos

	Maíz	Azúcar	Arroz Pilado
Precio CIF de referencia (USD por TM)*	243	513	470
Límite inferior de la franja (USD por TM)	289	677	624
Diferencia porcentual	18,9	32,0	32,8

* Corresponde del 16-Sep al 30-Sep
Fuente: El Peruano, Sunat

7: Para más detalles ver Decreto Supremo N° 115-2001-EF, Anexo II

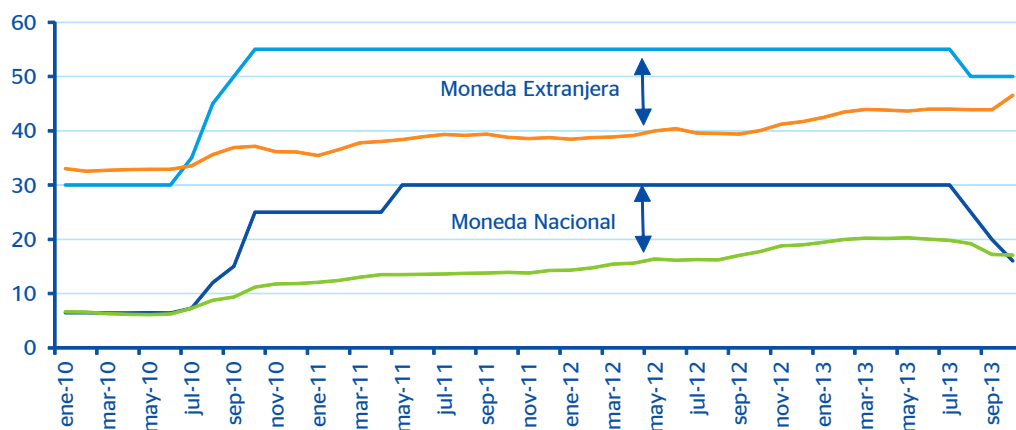
5. Banco Central: pausa en la flexibilización de encajes hasta fin de año y tasa de referencia estable en 2014

Luego de que hacia la tercera semana de mayo la FED deslizara la posibilidad de que el inicio del recorte de su programa de flexibilización monetaria (QE3) podría adelantarse para fines de este año, se observaron fuertes tensiones financieras en los mercados emergentes. La economía peruana no fue la excepción y entre fines de mayo y agosto se presenciaron retrocesos de los índices bursátiles e incrementos de los rendimientos exigidos para los bonos soberanos y globales (así como de los spreads de estos últimos).

Adicionalmente, en este periodo el tipo de cambio se elevó de manera sensible (depreciación de la moneda local) y se redujo la demanda por créditos en moneda extranjera debido al mayor riesgo cambiario. Para moderar las presiones al alza sobre el tipo de cambio, el Banco Central (BCRP) procedió, como es usual en episodios de este tipo, a vender dólares en el mercado cambiario y colocar Certificados de Depósitos Reajustables (CDR, certificados indexados al tipo de cambio) para atender las demandas por coberturas cambiarias provenientes de inversionistas institucionales locales (ver sección 6).

En cuanto al crédito, para asegurar que su evolución sea ordenada y no genere fricciones sobre la economía, el BCRP redujo los requerimientos de encajes (ver Gráfico 50 y Tabla 5). La flexibilización fue notoriamente más agresiva sobre los encajes en moneda local, dada la mayor preferencia del público por créditos en esta moneda, demanda que requería fuentes de fondeo en un contexto de incremento de la dolarización de los depósitos. Así, entre junio y octubre, el BCRP implementó medidas todos los meses para flexibilizar los encajes en moneda local: redujo el encaje marginal de 30% a 16% y estableció topes al encaje medio (el primero en junio de 20% y el más reciente vigente desde el pasado mes de octubre de 16%). Estas medidas han liberado fondos por S/. 4137 millones (equivalente a 3,8% del total de colocaciones bancarias en moneda nacional) y al parecer han inducido una aceleración de los créditos en moneda local que en junio registraron una tasa de expansión interanual de 12,8% a una de 19,3% en agosto (último dato disponible). Así, la flexibilización de los encajes también ha servido para dar soporte al dinamismo de la actividad mediante la expansión del crédito.

Gráfico 50
Encaje medio y marginal en moneda nacional y extranjera (% del TOSE)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Tabla 5
Medidas de encaje recientes (% del TOSE)

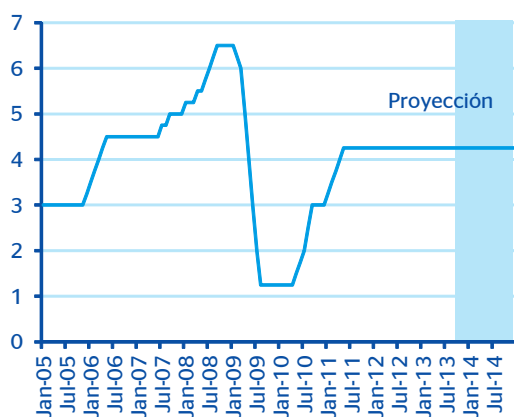
	Medidas recientes de encaje				
	Moneda nacional		Moneda extranjera		
	Encaje marginal para depósitos	Tope de encaje medio	Régimen general		Adeudados externos
			Encaje marginal para los depósitos	Tope de encaje medio	Corto plazo
May.13	30%		55%		60%
Jun.13	30%	20%	55%		60%
Jul.13	30%	-	55%		60%
Ago.13	25%	19%	50%	45%	50%
Set.13	20%	17%	50%	-	50%
Oct.13	16%	16%	50%	-	50%

Fuente: BCRP

La disminución de las tensiones en los mercados financieros locales ha permitido que el BCRP haga una pausa en el proceso de flexibilización de los requerimientos de encaje y una evaluación de sus impactos. En general, debido a las mejoras en la expansión del crédito y en los indicadores de actividad más recientes no esperamos modificaciones adicionales sobre este instrumento para lo que resta del año.

Finalmente, en la medida que la inflación continúe moviéndose hacia el centro del rango meta y la economía se mantenga creciendo alrededor de su nivel potencial no se requerirán cambios en la tasa de referencia (ver Gráfico 51 y Tabla 6). En todo caso, seguimos considerando que cualquier cambio en la posición de política monetaria se instrumentalizará en primer lugar mediante reducciones adicionales en los requerimientos de encaje.

Gráfico 51
Tasa de referencia (%)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Tabla 6
Determinantes de la tasa de referencia

Factor	Estado	Efecto esperado sobre tasa de referencia
Inflación	Convergiendo al rango	=
Expectativas de inflación	Ancladas	=
Ciclo económico	PIB cerca a nivel potencial	=

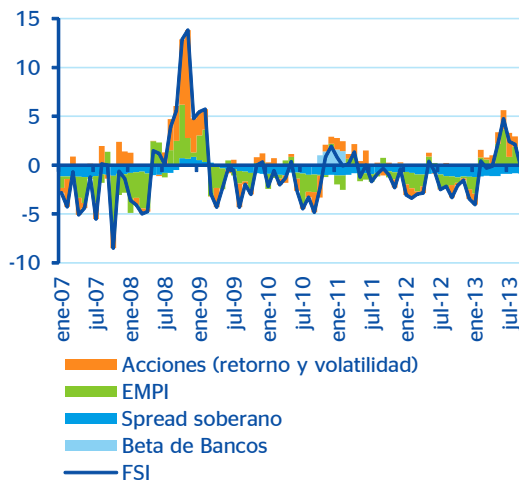
Fuente: BBVA Research

6. Se reducen tensiones en mercados financieros locales, aunque no se descartan periodos de volatilidad

Tipo de cambio se mantendrá fluctuando entre S/. 2,74 y S/. 2,80

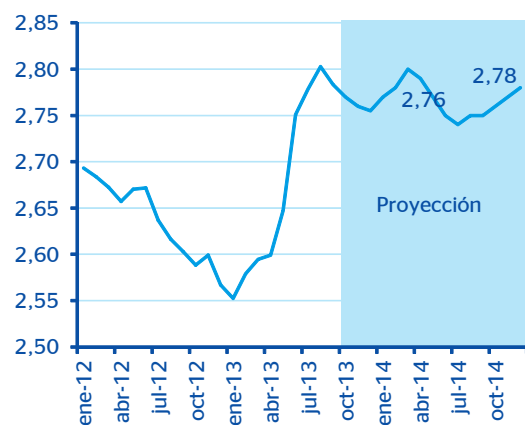
Luego de las tensiones financieras que se registraron entre mayo y julio, vinculadas a la expectativa del inicio del tapering por parte de la Reserva Federal, los mercados financieros se estabilizaron en las últimas semanas (ver Gráfico 52). Esta distensión cobró mayor fuerza cuando la Fed sorprendió a los mercados al decidir postergar el inicio del tapering en setiembre. En este contexto, el tipo de cambio pasó a ubicarse entre S/. 2,75 y S/. 2,80 por dólar. Estos valores se encuentran cerca del nivel fundamental que actualmente estimamos para la moneda peruana, de S/. 2,75, y que es superior al que calculábamos a inicios de año. Esto está vinculado a la corrección registrada en el precio de los metales en la primera parte del año, lo que amplió nuestra proyección de déficit en cuenta corriente esperado (sobre todo para 2013 y 2014), y se reflejará en una menor oferta de dólares por el lado comercial.

Gráfico 52
Perú: Índice de estrés financiero FSI (Índice)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 53
Tipo de cambio (S/. por dólar)



Fuente: BCRP y BBVA Research

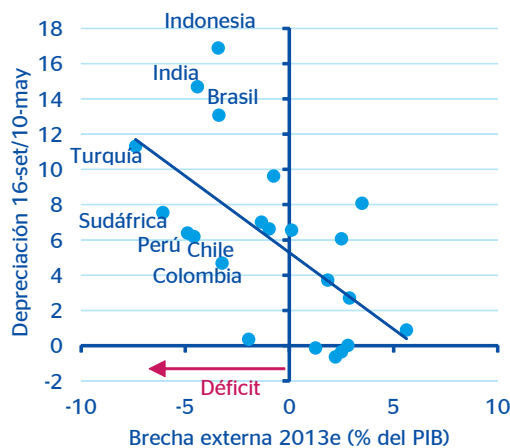
Hacia adelante, esperamos que el tipo de cambio se mantenga cerca de este valor fundamental, de tal manera que estimamos que este año cierre en un valor aproximado de S/. 2,76 y el 2014 en S/. 2,78 (ver Gráfico 53). Sin embargo, no descartamos que se presenten episodios de volatilidad. Por un lado, las perspectivas acerca del inicio y la ejecución misma del tapering, seguirán influyendo sobre el valor local del dólar. Además, en la medida que los acuerdos fiscales a los que se deben arribar en Estados Unidos entre diciembre de este año y febrero del próximo (relacionados con el presupuesto y el techo de la deuda) influyan sobre las perspectivas de la recuperación económica o sobre las decisiones de la Reserva Federal, también podrían generar alguna volatilidad.

Por otro, el nivel más amplio del déficit en cuenta corriente también podría ser fuente de presiones cambiarias, sobre todo si se presentan episodios de fluctuaciones significativas en el precio de los metales. Sin embargo, esperamos que la volatilidad originada por esta fuente no sea tan amplia como en otros países con una brecha externa de similar magnitud. Así, por ejemplo, durante el reciente período de volatilidad cambiaria, la depreciación del sol fue menor a la de

la mayoría de países con un déficit en cuenta corriente relativamente alto (ver Gráfico 54). Esto estaría vinculado al hecho de que mientras en el Perú esta brecha refleja un nivel de inversión relativamente alto (cerca de 30% del PIB), en otros países, como Indonesia, India y Turquía, está vinculado a déficits fiscales que han reducido el ahorro doméstico. En tal sentido, mientras que el déficit externo de Perú se irá cerrando en tanto empiecen a madurar las inversiones en sectores transables (principalmente minería), en estos otros países, se podría requerir un ajuste contractivo de las cuentas públicas.

Gráfico 54

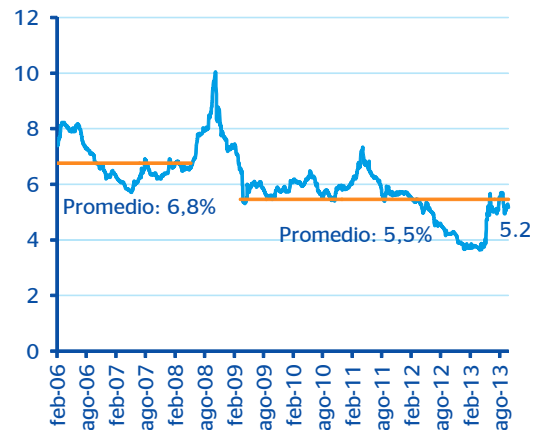
Depreciación y brecha externa en países emergentes (moneda local por dólar y % del PIB)



Fuente: FMI y BBVA Research

Gráfico 55

Rendimiento del Bonos Soberano 2020 (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

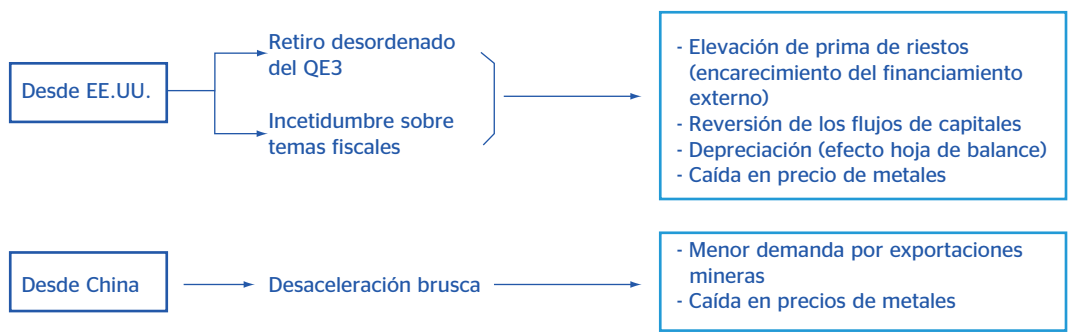
Cabe señalar, que la mayor estabilidad de los últimos meses también se ha reflejado en el mercado de renta fija. En este caso, luego de que los rendimientos aumentaran desde mayo, estos se han situado cerca de su nivel promedio de los últimos cuatro años (ver Gráfico 55).

7. Riesgos por el lado externo podrían tener impacto medio/alto sobre la economía peruana

Seguimos percibiendo que las principales fuentes de riesgo provienen del exterior (ver Tabla 7). A corto plazo, desde los EE.UU destacan: (i) un retiro desordenado del programa de flexibilización cuantitativa de la FED (fallas en la comunicación sobre la manera, el ritmo y el plazo en que realizará este retiro podría llevar a una mayor sobre-reacción de los mercados financieros), y (ii) la incertidumbre vinculada a las discusiones políticas sobre los temas fiscales. A mediano plazo, existe el riesgo de una desaceleración brusca de China debido a las fragilidades financieras que enfrenta actualmente y que obligan a sus autoridades a ser más cautelosos con la implementación de eventuales políticas de estímulo.

Gráfico 56

Escenarios de Riesgo externo



Fuente: BBVA Research

Los impactos a nivel local de los escenarios adversos descritos anteriormente serían diferenciados. En el caso que se materialice el escenario de riesgo proveniente de los 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 inlujos 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.

Estos eventos podrían exacerbarse por un deterioro de las confianzas a nivel local, por lo que observaríamos una desaceleración de la inversión privada y de la actividad económica en general. Sin embargo, Perú continúa exhibiendo fortalezas por el lado fiscal y monetario que le permitirían implementar respuestas de política económica para atenuar estos impactos (ver Tabla 8).

Tabla 7

Indicadores fiscales y de vulnerabilidad externa

	2008	2013*
Deuda pública bruta	25,9	18,3
Fondo de estabilización fiscal (% del PIB)	1,4	4,1
RIN (% del PIB)	24,5	32,4
RIN (veces PECP** de la economía)	5,0	8,3
PECP** de la banca (% de las colocaciones)	5,1	5,4

* Dato más reciente

** PECP: Pasivos Externos de Corto Plazo

Fuente: BCRP y BBVA Research

8. Tablas

Tabla 8

Previsiones macroeconómicas anuales

	2011	2012	2013p	2014p
PIB (% interanual)	6,9	6,3	5,3	5,6
Inflación (% interanual, fdp)	4,7	2,6	3,2	2,4
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)	6,2	5,8	5,3	4,5
Consumo público (% interanual)	6,2	9,4	8,0	7,5
Inversión (% interanual)	4,8	14,8	9,0	6,0
Resultado fiscal (% del PIB)	2,0	2,2	0,2	-0,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,9	-3,6	-5,3	-5,3

Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Tabla 9

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	4,8	2,8	2,78	4,25
4T13	5,8	3,2	2,76	4,25
1T14	6,2	3,2	2,74	4,25
2T14	5,5	2,7	2,73	4,25
3T14	5,4	2,2	2,75	4,25
4T14	5,3	2,4	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 / 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

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