

Situación Perú

Segundo Trimestre 2013
Análisis Económico

- **La economía mundial continúa recuperándose gradualmente.** La mayor resistencia que muestra ante choques negativos favorecerá la continuidad de su avance.
- **Mantenemos las previsiones de crecimiento de Perú de 6,5% en 2013 y 6,3% en 2014.** La fortaleza de la demanda interna compensará la debilidad transitoria de las exportaciones.
- **La posición de la política fiscal tendrá este año un tono algo más expansivo.** La sostenibilidad de las cuentas públicas se vería favorecida con la incorporación de elementos estructurales en la regla fiscal.
- **Debilidad de la moneda local es transitoria.** Fundamentos, fuertes influjos de capitales de largo plazo, y estabilización de los precios de las materias primas la llevarán a fortalecerse en los próximos meses.
- **La tasa de política monetaria se mantendrá en su nivel actual en 2013.** Junto con los altos encajes, la posición monetaria seguirá siendo así algo restrictiva.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Panorama externo: la economía mundial sigue recuperándose gradualmente, con heterogeneidad.....	4
3. Perú: mantenemos previsiones de crecimiento en 6,5% para 2013 y en 6,3% para 2014	6
Recuadro 1. Impacto de los menores precios de metales sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos	10
Recuadro 2. Reglas fiscales: ¿elevación del límite de gasto o resultado estructural?.....	12
4. Presiones de demanda llevarán la inflación alrededor del límite superior del rango meta en los próximos meses.....	15
5. Algo más de volatilidad cambiaria en el resto del año.....	17
Recuadro 3. Nivel actual de las reservas internacionales aún por debajo del óptimo	21
6. En los siguientes meses la tasa de referencia permanecerá inalterada.....	23
7. Europa y la abundancia de liquidez global son los principales riesgos provenientes del exterior	24
8. Tablas	26

Fecha de cierre: 2 de mayo de 2013

1. Resumen

Las perspectivas de crecimiento para la economía peruana siguen siendo favorables. Del lado externo, continúa la recuperación de las economías avanzadas más grandes, si bien de manera heterogénea, mientras que los mercados emergentes siguen dando un soporte importante al PIB mundial. Este panorama es en líneas generales similar al que preveíamos y por ello no hemos realizado mayores cambios en nuestras proyecciones. Estimamos que en adelante la recuperación irá ganando algo más de tracción en un contexto en el que la actividad global se viene mostrando resistente a situaciones que antes hubieran llevado a una enorme volatilidad financiera. Ello reduce la probabilidad de que choques externos tengan impactos importantes sobre el crecimiento mundial. Del lado local, la economía mantiene un buen dinamismo. El balance general de los indicadores de actividad continúa apuntando a que la tendencia subyacente del producto es robusta. Ello se da en particular con la demanda interna, que compensa la debilidad transitoria de las exportaciones. Además, los indicadores de confianza empresarial y de las familias siguen en niveles elevados, lo que anticipa un buen desempeño del gasto del sector privado en los próximos trimestres. De consolidarse este optimismo y junto con la continuidad de las buenas condiciones de financiamiento, el crecimiento económico será este año de alrededor de 6,5%, el mismo que anticipamos hace tres meses. El empuje que se observará en 2014 por el lado de las exportaciones debido a la entrada en operación de diversos proyectos mineros compensará la moderación en el gasto privado y una posición fiscal menos acomodaticia, de manera que ese año el producto avanzará 6,3%.

Cabe mencionar que este año la política fiscal tendrá un tono algo más expansivo. Si bien nuestra proyección de hace tres meses recogía este impulso, el avance del gasto público en remuneraciones viene siendo mayor que el previsto. Ello se da en un contexto en el que el gasto privado es robusto, por lo que el impulso adquiere un carácter procíclico. En ese sentido, una posición fiscal relativamente neutral hubiera sido más adecuada para evitar recargar el rol estabilizador sobre la política monetaria. Hacia adelante, la sostenibilidad de las cuentas públicas sería favorecida con la incorporación de elementos estructurales en la regla fiscal. Con ello se aseguraría el manejo contracíclico de las cuentas fiscales.

Por el lado de los precios, la inflación se mantiene al interior del rango meta y se ubica actualmente en 2,3%. Esto esconde, sin embargo, tendencias heterogéneas dentro de sus componentes. La inflación no subyacente ha disminuido fuertemente debido a la reversión de choques de oferta y ello es lo que ha hecho posible que el ritmo de avance de los precios se mantenga dentro del rango objetivo, pues la inflación más vinculada con presiones de demanda se sitúa más cerca del 3,5%. Eventualmente esta situación en el componente no subyacente tenderá a normalizarse, mientras que las presiones de demanda seguirán altas debido a la expansión sostenida del gasto interno y a las reducidas holguras en el mercado laboral. Prevemos así que la inflación estará más próxima al techo del rango meta en los siguientes meses y que recién en 2014 se observará una convergencia gradual hacia el centro del mismo en un entorno de moderación del gasto privado y público y suponiendo que no se vuelvan a producir nuevos choques de oferta.

En el mercado cambiario, los fundamentos continúan apoyando la tendencia de la moneda local a apreciarse, en particular el avance de la productividad. Esta trayectoria se verá reforzada por el fuerte y sostenido influjo de capitales privados de largo plazo, tanto bajo la forma de inversión extranjera directa como de financiamiento que obtienen las empresas peruanas en el exterior, algo que se ha venido observando en los primeros meses del año. Sin embargo, hay elementos que atenuarán esta tendencia. Por lo pronto, la percepción de algunos agentes en el mercado se ha tornado menos favorable a la moneda doméstica. Ello luego de la fuerte corrección a la baja que han tenido los precios internacionales de los metales durante las últimas semanas y del retroceso de los volúmenes exportados en el primer trimestre, a lo que se suma un aumento en el ruido político local. Como resultado, se han producido algunos recortes de posiciones en activos denominados en soles. La actuación del Banco Central será como es usual otro factor que acotará el ritmo al que prevemos que se fortalecerá el sol peruano en lo que resta del año. En 2014, a medida que los mercados anticipen que las condiciones monetarias en las

economías avanzadas empezarán a normalizarse, generando un reacomodo de portafolios a nivel global, el tipo de cambio tendrá un comportamiento más estable.

En cuanto a la política monetaria, la posición actual tiene cierto tono restrictivo si consideramos una medida amplia de esta que incorpore no solo el efecto de la tasa de política sino también los elevados encajes. Ello es entendible en un contexto en el que la demanda interna se mantiene muy robusta no solo por el fuerte avance del gasto privado sino también por el impulso del sector público, con lo que el esfuerzo de estabilización recae sobre la política monetaria. No prevemos mayores cambios en esta posición en lo que resta del año. En 2014, cuando las inyecciones de liquidez a nivel global empiecen a moderarse, el Banco Central tendrá espacio para recomponer la posición monetaria, recortando encajes (su uso intensivo ha generado distorsiones en el mercado crediticio) y compensando con el alza de la tasa de política sin que ello genere presiones importantes hacia la apreciación del sol.

Finalmente, los principales factores de riesgo provenientes del exterior siguen siendo dos. El más importante es Europa y está asociado con un endurecimiento de las condiciones crediticias luego del manejo que se dio al rescate de Chipre. Este riesgo es más probable que el que identificamos en nuestro reporte anterior, pero su impacto sería más acotado por el soporte que brindaría el Banco Central Europeo. Esta misma razón y las crecientes fortalezas de la economía peruana nos hacen prever que los impactos de este choque serían relativamente limitados a nivel local. El segundo riesgo importante es que en el entorno de abundante liquidez global se produzca un influjo de capitales masivo que lleve, por un lado, a una fuerte apreciación de la moneda y con ello a que el sector exportador pierda competitividad, y por otro a una expansión excesiva del crédito y así a que se formen burbujas en los precios de algunos activos. En este escenario se produciría una fuerte aceleración transitoria de la actividad (con posterior caída cuando los flujos de capitales reviertan), sobreendeudamiento en el sector privado, un aumento de las presiones inflacionarias, y una ampliación del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que no sería sostenible. El reto de las autoridades económicas será acotar estos efectos, para lo que será prudente mantener una posición fiscal más neutral.

2. Panorama externo: la economía mundial sigue recuperándose gradualmente, con heterogeneidad

A nivel global, el producto habría crecido 0,7% t/t en el primer trimestre del año según nuestras estimaciones, superando levemente el 0,6% de fines de 2012. Con ello, la recuperación económica continúa, aunque de manera gradual. Por zonas geográficas, los indicadores disponibles apuntan a que Europa vuelve a quedar rezagada con respecto a EEUU y Japón, de manera que se tiene una creciente dispersión en el ritmo de crecimiento dentro del conjunto de economías más desarrolladas. Los mercados emergentes, por su parte, seguirán liderando la expansión global. Con todo, se estima que el PIB mundial avanzará 3,3% en 2013, una décima por encima del estimado para 2012 (Gráfico 1). En 2014 se alcanzarían tasas cercanas al 4%, aunque los riesgos siguen estando sesgados a la baja.

En el área del euro la recuperación se retrasa a 2014, a pesar del papel del BCE como cortafuegos de las tensiones financieras ayudado por el impulso dado a la unión bancaria. Ha sorprendido positivamente la efectividad del BCE como garante del euro ante choques como el desordenado rescate a Chipre, la situación política en Italia o el dictamen del tribunal constitucional portugués. Esto se ha reflejado en una escasa respuesta de los mercados y de las tensiones financieras ante estos eventos (Gráfico 2). Por el lado negativo, los indicadores de coyuntura muestran la generalización de la debilidad cíclica más allá de la periferia europea, lo que justifica la reciente

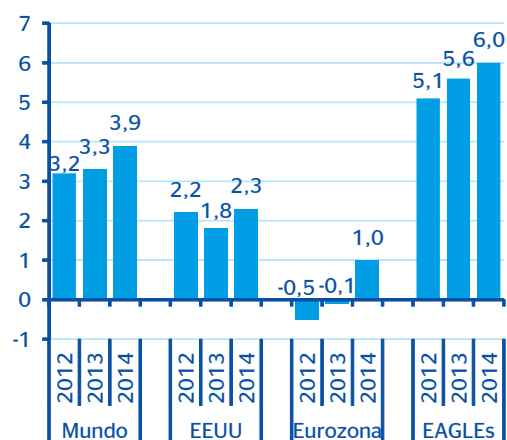
bajada de tipos de interés del BCE. Si bien esta última es una medida positiva, difícilmente reducirá por sí sola una fragmentación financiera que ya impacta menos a emisores soberanos o incluso a grandes corporativos, pero que sigue afectando a hogares y empresas por el desigual funcionamiento del canal bancario. Las condiciones de oferta de crédito bancario en el conjunto del área siguen tensionándose al tiempo que en países periféricos sigue cayendo la demanda de crédito. Se necesita algo más que la ampliación de la línea de liquidez a los bancos al menos hasta mediados de 2014, y deberían concretarse las medidas en estudio para dinamizar la financiación empresarial, con la participación de instituciones como el Banco Europeo de Inversión.

En este contexto, nuestro escenario contempla una revisión a la baja del crecimiento en la Eurozona. Estimamos una caída del PIB en 2013 de -0,1% y un aumento del 1% en 2014, cuatro y tres décimas menos, respectivamente, de lo pronosticado en nuestra publicación de enero. Los riesgos, en todo caso, siguen sesgados a la baja, siendo clave que Alemania no se mantenga como la única fuente de crecimiento del área gracias a su fácil acceso a la financiación, elevada competitividad y mayor exposición a las fuentes de demanda global con mejor comportamiento.

Una consecuencia adicional del debilitamiento del ciclo europeo es el creciente debate sobre el grado apropiado de consolidación fiscal, aquel que logre una senda creíble de caída de déficit sin un deterioro tal del crecimiento en el corto plazo que haga vano el esfuerzo de ajuste. El apoyo de la Comisión Europea al retraso de los objetivos del déficit público en algunos países europeos va en la línea de primar calidad y composición del ajuste fiscal y enfatizar las reformas estructurales sobre los objetivos de corto plazo. ¿Qué falla en Europa? Un avance más decidido hacia la unión bancaria, llevar el debate de los objetivos de déficit a medidas estructurales y un compromiso más firme con las reformas en los países de la periferia.

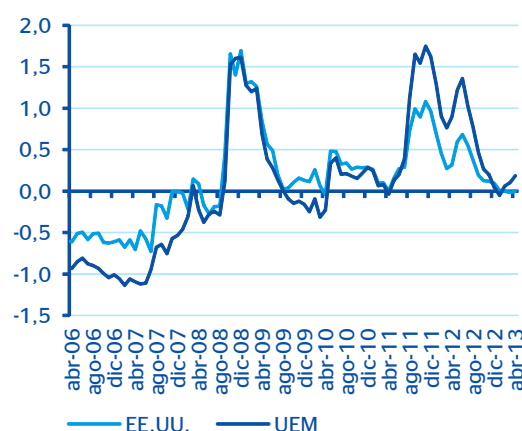
En EEUU, la fortaleza de la demanda privada frente al freno del ajuste fiscal sostiene sus perspectivas de crecimiento. La incertidumbre sobre la política fiscal a corto plazo ha disminuido respecto a escenarios que incluían el cierre de oficinas del gobierno (si bien no se han tomado todavía medidas creíbles de consolidación fiscal a largo plazo). La eliminación de algunas rebajas tributarias y la entrada en vigor de recortes de gasto no han disparado las alarmas en los mercados financieros (Gráfico 2), ni parecen haber supuesto finalmente un freno de consideración del gasto privado gracias a una expansión monetaria que mantiene unas condiciones de financiación muy favorables y contribuye a la mejora del ingreso y de la riqueza. Así, resulta razonable mantener las perspectivas de crecimiento de 2013 en el 1,8% a pesar de la sorpresa bajista de la demanda pública en el PIB de los últimos dos trimestres.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB



EAGLEs es el grupo de países emergentes que más contribuirán al crecimiento en los próximos 10 años. Los países EAGLEs son China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.
 Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
BBVA Indicador de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

Por el lado de China, la economía pierde fuerza en el primer trimestre de 2013 con la sorpresa negativa de una débil inversión, a pesar de la mayor fortaleza de la demanda externa y de que el crecimiento se mantiene en línea con el objetivo del gobierno del 7,5% para 2013. Así, las medidas puestas en marcha para acotar la fragilidad financiera doméstica parecen haber contribuido a la desaceleración. No obstante, el cambio en el modelo de crecimiento hacia un mayor peso del consumo continúa. Con inflación también más baja de lo previsto, se ha reducido la presión para endurecer las condiciones monetarias, por lo que las autoridades tienen margen de maniobra dado su compromiso con un crecimiento sostenible para lograr el objetivo de crecimiento anunciado. Por ello, nuestro escenario de crecimiento en China se mantiene inalterado en el 8% para 2013 y 2014.

Finalmente, es importante mencionar que el sostenimiento en el tiempo de la expansión monetaria, a la que se ha unido el banco central de Japón, supone desafíos. El objetivo de que los inversores se desplacen buscando rentabilidad hacia activos de mayor riesgo puede llegar a favorecer en algunos mercados valoraciones alejadas de sus fundamentos de largo plazo, lo que puede suponer ajustes desordenados al ir retirando estímulos. Este riesgo crece dada la falta de coordinación entre los bancos centrales con políticas de expansión cuantitativa, atentos, cada uno de ellos, a sus respectivos objetivos domésticos de inflación anclada y crecimiento sostenible. En el caso de las economías emergentes, aunque por ahora están soportando bien las fuertes entradas de flujos, resulta esencial mantener la vigilancia sobre los excesos domésticos que pueden generar.

3. Perú: mantenemos previsiones de crecimiento en 6,5% para 2013 y en 6,3% para 2014

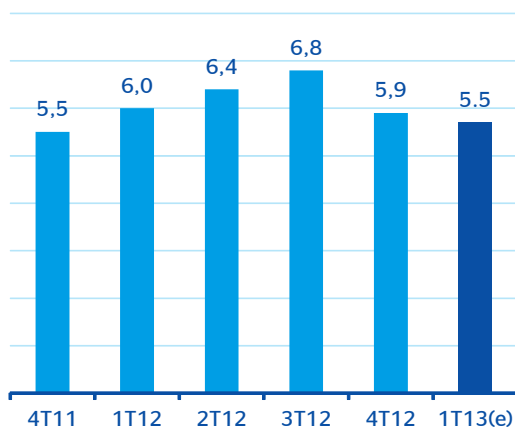
A inicios de año, la actividad económica mantiene una tendencia favorable, impulsada por el dinamismo de la demanda interna. Además, los indicadores de gasto y de confianza de consumidores y empresarios anticipan que en el segundo trimestre veremos una aceleración de la tasa interanual de crecimiento, y en adelante habrá un mayor soporte por el lado exportador cuando los factores transitorios que últimamente lo afectaron empezarán a disiparse. Así, más allá de cierta volatilidad por el lado externo, el buen momento de la economía continúa y estimamos que de sostenerse el elevado optimismo empresarial las tasas de crecimiento de la actividad serán superiores al 6% este y el próximo año.

El crecimiento del PIB continuó siendo robusto en los primeros meses del año

En el primer trimestre, el producto se habría expandido alrededor de 5,5% en términos interanuales (ver gráfico 3). Si se elimina el efecto estadístico de menores días laborables en los tres primeros meses de este año en comparación con similar periodo de 2012 (año bisiesto, dos días no laborables para el sector público, y Semana Santa), estimamos que el crecimiento del PIB se habría ubicado por encima de 6,0%. Ello sugiere que la fortaleza subyacente de la actividad económica se mantiene. Algo similar se desprende del análisis en términos desestacionalizados y corrigiendo por diferencias en el número de días. En particular, se observa que la actividad se habría acelerado en la primera parte de 2013 (ver gráfico 4).

Gráfico 3

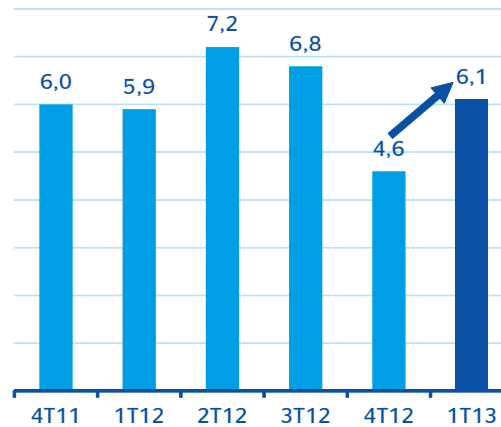
Perú: crecimiento del PIB (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Gráfico 4

Perú: tasa de crecimiento desestacionalizada (var. % intertrimestral anualizada)



Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Por el lado del gasto, el soporte del crecimiento sigue siendo el fuerte avance de la demanda interna, y en particular, de la inversión, que viene creciendo a tasas de dos dígitos tanto en su componente público como privado. Esto ha permitido compensar la caída de las exportaciones, que ha sido algo mayor a la esperada en el primer trimestre.

Indicadores de gasto y elevado optimismo anticipan que se mantendrá la evolución favorable de la demanda interna en los siguientes meses

Por el lado del gasto de las familias, la confianza del consumidor se mantiene en niveles relativamente elevados, en un entorno laboral favorable y de expansión del crédito (ver Tabla 1). Ello se da en un contexto en el que la generación de empleo se aceleró en el primer trimestre (3,1% interanual frente a 2,0% en 4T12), lo que ha mantenido la tasa de desempleo en niveles históricamente bajos (6,4% en 1T13). Además, el crédito a personas mantuvo una expansión destacada a inicios de año (18% interanual).

Tabla 1

Perú: indicadores de actividad y de gasto

	4T12	1T13	Abril
Consumo privado			
Empleo (var. % interanual)	2	3	
Crédito a personas (var. % interanual)	19	17	
Confianza del consumidor (índice de APOYO)	56	57	54
Inversión privada			
Confianza empresarial (índice)	64	66	
Emissiones de títulos corporativos en el mercado internacional (millones de USD)	400	2.100	2.946
Gasto público			
Remuneraciones (var. % interanual, en términos reales)	10	16	
Inversión (var. % interanual, en términos reales)	10	11	
Demanda interna			
Producción eléctrica (var. % interanual)*	6	7	6
Demanda externa			
Exportaciones (var. % interanual, en términos reales)**	1	-19	

* Dato corregido por año bisiesto y días laborados.

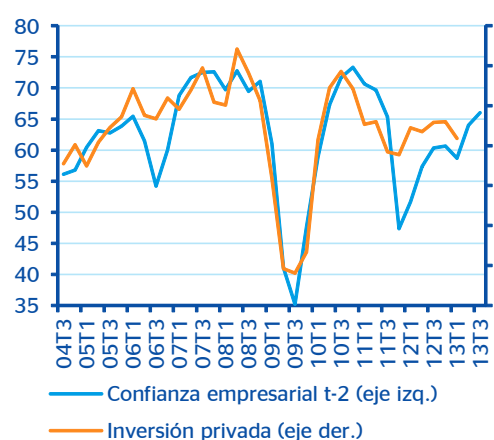
** A febrero.

Fuente: BCRP, Apoyo Consultoría y BBVA Research Peru

Los indicadores vinculados a la inversión también muestran una tendencia positiva, lo que ha ubicado la confianza empresarial en una zona de elevado optimismo (66 puntos) y sugiere que el gasto de capital privado seguirá expandiéndose a tasas de dos dígitos el resto del año (ver gráfico 5). Un factor que apoya esta previsión es la abundancia de liquidez global, lo que viene incentivando la emisión internacional de títulos por parte de empresas locales. Así, en lo que va del año, las colocaciones internacionales de empresas peruanas ya han superado el monto emitido durante todo el año pasado (por encima de USD 5 mil millones hasta abril frente a algo más de USD 3 mil millones en 2012). Además, la tasa corporativa en soles para clientes preferenciales viene registrando una importante disminución, lo que complementa, a nivel doméstico, las favorables condiciones financieras para las empresas (ver gráfico 6).

Gráfico 5

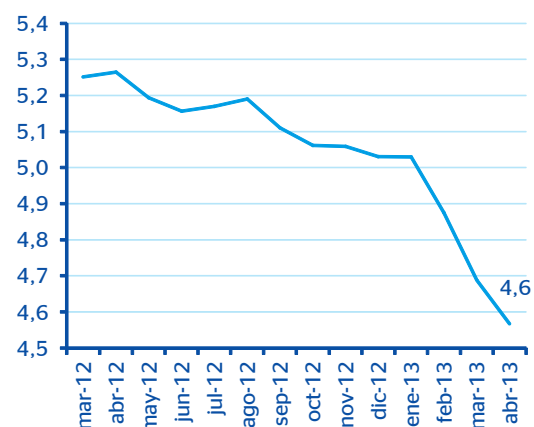
Confianza empresarial e Inversión privada (índice y var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Gráfico 6

Tasa de interés preferencial corporativa en soles (%)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú.

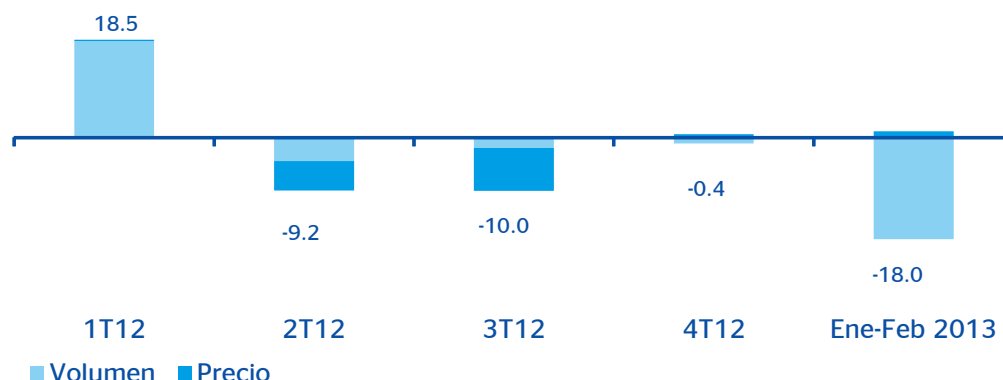
El gasto público también siguió dando impulso a la demanda interna, a través de los incrementos salariales para la administración pública y una mejor ejecución de obras de infraestructura en relación con el primer trimestre de 2012. Estimamos que el resto del año el gasto de inversión seguirá creciendo por encima de 10%, impulsado en buena medida por el tendido de redes de transporte, entre las que destacan el Tren Eléctrico (Línea 1) y las carretas IIRSA Norte y Sur. Asimismo, se espera que en el segundo semestre de este año se concesione la Línea 2 del Tren Eléctrico, que demandará una inversión de USD 5,3 mil millones, y el desarrollo del Gasoducto Sur Peruano por casi USD 2,5 mil millones.

En resumen, prevemos que este año la demanda interna seguirá creciendo por encima del producto, lo que a nivel agregado seguirá compensando la debilidad temporal de las exportaciones.

La caída de las exportaciones en el primer trimestre estuvo en buena parte vinculada con factores de oferta

A principios de año, las ventas al exterior retrocedieron fuertemente debido a los menores volúmenes exportados (ver gráfico 7). A ello se habría sumado en abril el fuerte descenso en las cotizaciones internacionales de los metales.

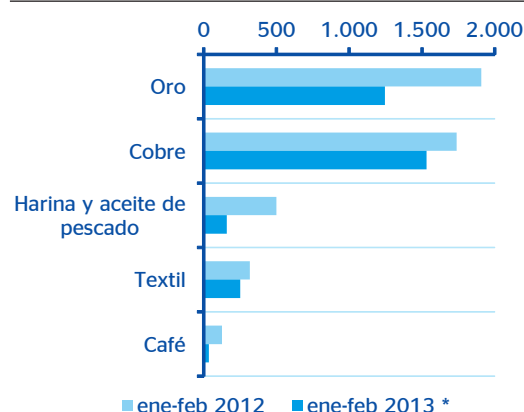
Gráfico 7

Exportaciones de bienes (var. % interanual)

Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

El retroceso de los volúmenes exportados está vinculado con factores puntuales en algunos de los principales productos que se colocan en el exterior (ver gráfico 8). Entre ellos, destaca la menor producción de oro debido a las menores leyes de la mina Yanacocha y los mayores costos tecnológicos que implica formalizar la minería en Madre de Dios. Asimismo, la exportación de cobre disminuyó en los primeros meses del año debido a las tareas de mantenimiento en Antamina (mina que explica cerca de un tercio de la producción de cobre) y por el relevo productivo que representa el cierre de la mina Tintaya y el paulatino ingreso de Antapaccay, ambas bajo la administración de Xstrata. Por su parte, la producción de harina y aceite de pescado se redujo como consecuencia de las menores cuotas de pesca en la temporada de diciembre y enero últimos. A ello se suma la respuesta negativa del sector textil a la devaluación del bolívar venezolano, lo que ha generado una importante disminución en los envíos a Venezuela (uno de los principales destinos de productos textiles). Finalmente, la plaga de la roya ha mermado la productividad de las cosechas de café, cuyo precio ha disminuido en más de 30% interanual.

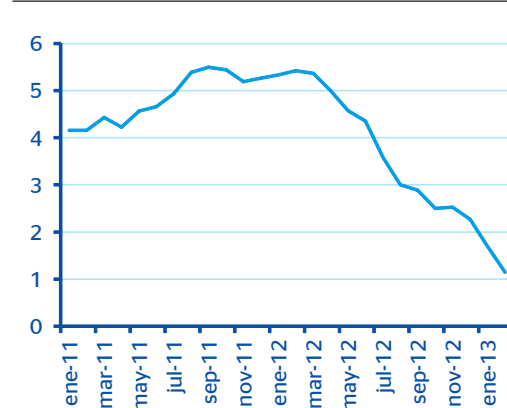
Gráfico 8

Productos con mayores caídas en valor exportado (USD millones)

* Datos disponibles a febrero.

Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Gráfico 9

Balanza comercial (% del PIB del resultado de últimos 12 meses)

Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Con ello, el superávit (anualizado) de la balanza comercial se redujo desde 2,3% del PIB en diciembre del año pasado a 1,2% en febrero (ver gráfico 9). Ello ampliará en el corto plazo el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Sin embargo, anticipamos que esta tendencia comenzará a revertirse en los siguientes meses cuando algunos de los factores que han venido afectando negativamente las exportaciones comiencen a disiparse. En ese sentido, la producción de cobre se verá favorecida con la normalización de las operaciones de Antamina en abril y con el gradual incremento de la

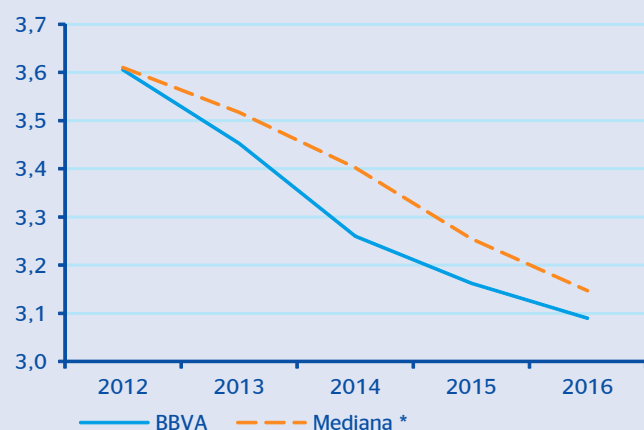
producción de Antapaccay. Adicionalmente, se espera un alza en la extracción de zinc debido a la entrada en operación de la mina Santander y a la mayor producción de Milpo y El Brocal. Además, la cuota de pesca que se ha anunciado para la temporada mayo-junio es mayor que la anterior y se espera que sea aún más alta a fin de año, debido a la previsible recuperación de la biomasa marina. Un aspecto adicional que comenzará a notarse en la tasa de crecimiento de las exportaciones a partir del segundo trimestre es el efecto favorable de una baja base de comparación interanual. Como año, prevemos que las exportaciones registrarán entonces una expansión, aunque esta será inferior a 5% debido a lo ocurrido en los primeros meses de 2013.

Recuadro 1. Impacto de los menores precios de metales sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos

Entre marzo y abril, las cotizaciones internacionales de los minerales han venido retrocediendo. Por un lado, las perspectivas recientes de una desaceleración más acentuada de China y la posibilidad de que ello disminuya la demanda de metales básicos afectaron el precio del cobre. Por otro, el rumor de la venta de las tenencias de oro del Banco Central de Chipre generó el temor de que otros bancos centrales de la periferia europea ejecuten una acción similar, lo que repercutió en el precio del oro. Dado que las exportaciones mineras representan el 57% de las exportaciones peruanas, diversos analistas han revisado a la baja sus proyecciones de balanza comercial para Perú, lo que también se habría reflejado en el mercado cambiario local.

Gráfico 10

Proyecciones del precio del cobre (USD/lb.)



* Al 30 de abril.

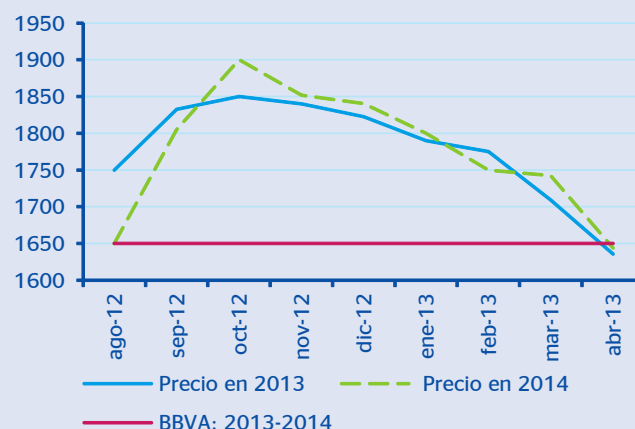
Fuente: BBVA Research y Bloomberg

De manera similar, nuestro escenario base considera un retroceso del precio del oro en 2013: 1,650 USD/oz. frente a un precio promedio de 1,670 USD/oz. en 2012. Si bien el precio spot se encuentra actualmente por debajo de 1,500 USD/oz., la mayoría de analistas espera una recuperación hacia un nivel que es coherente con nuestra previsión (ver gráfico 11). En este sentido, el principal factor que le da soporte a la cotización es la lenta recuperación de la economía mundial, la que conllevará tasas de interés internacionales en niveles muy bajos por

Nuestras previsiones base para este año anticipan un precio promedio del cobre algo menor al de 2012: 3,45 USD/lb. frente a 3,61 USD/lb. Esto se explica por la incertidumbre proveniente de la velocidad de la recuperación en EEUU y Europa y por la volatilidad que vienen mostrando los datos de actividad en China. Además, se registró una acumulación de inventarios algo mayor a la esperada en los primeros meses de 2013. Para los siguientes años, estimamos que el precio de este metal mantendrá esta trayectoria descendente que lo conducirá hacia un nivel de largo plazo cercano a 3,0 USD/lb. Cabe señalar que estas proyecciones son más conservadoras que las del consenso de mercado (ver gráfico 10).

Gráfico 11

Proyección del precio del oro: estimados de mercado (USD/oz.)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

lo menos hasta 2015.

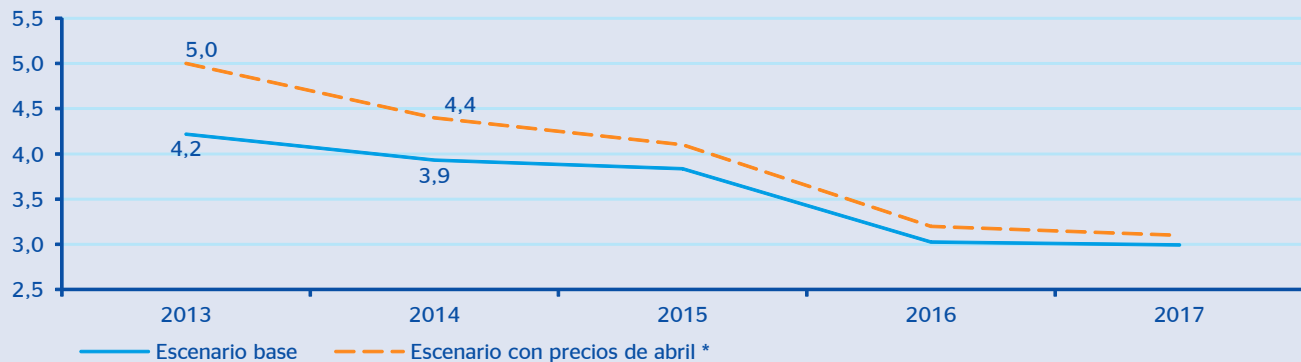
En este escenario base, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicaría en 4,2% este año y 3,9% el próximo.

Cabe preguntarse, sin embargo, hasta qué nivel podría deteriorarse la brecha externa si el precio del cobre y del oro se mantuviesen en los niveles promedio registrados en abril: 3,3 USD/lb para el cobre y 1,500 USD/oz. en el caso del oro. Para ello realizamos un ejercicio en el

que, manteniendo todo lo demás constante e igual a lo considerado en el escenario base, corregimos estos precios a la baja (ello no solo afecta las exportaciones de bienes, sino también las remesas de utilidades que realizan las empresas mineras hacia sus matrices en el exterior). Como resultado, el déficit externo se incrementaría a 5,0%

del PIB este año y a 4,4% el próximo (ver gráfico 12). En un escenario algo más ajustado en el que las cotizaciones se redujesen a 3,2 USD/lb para el cobre y 1,400 USD/oz para el oro, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos aumentaría hasta 5,5% del PIB en 2013.

Gráfico 12

Déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos (% del PIB)

* Cobre: 3,3 USD/lb; Oro: 1,500 USD/oz.

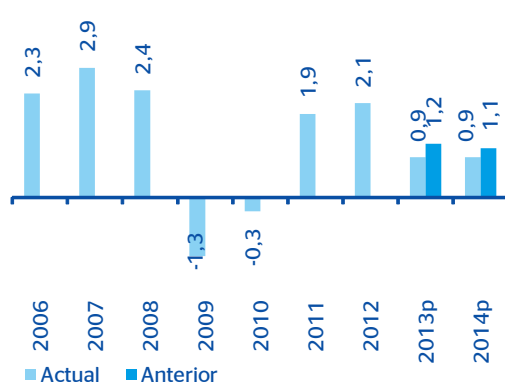
Fuente: BBVA Research

Política fiscal: aumentos salariales y cambios en reglas macrofiscales

Con relación a nuestra publicación de febrero, hemos revisado a la baja las previsiones de superávit fiscal para 2013 y 2014 que ahora se ubican en 0,9% del PIB para ambos años (los superávits previstos hace tres meses eran 1,2% y 1,1%, respectivamente; ver gráfico 13). Este ajuste refleja, principalmente, el mayor gasto público en remuneraciones durante el primer trimestre del año (18,9% interanual frente a un avance proyectado de 12%).

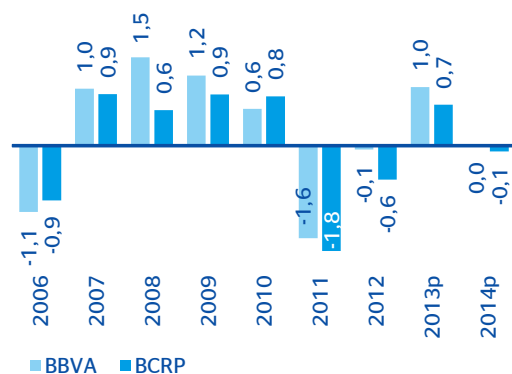
En cuanto al impulso fiscal (indicador que elimina los efectos del ciclo económico sobre la posición fiscal, lo que permite identificar su estímulo sobre la demanda agregada), esperamos que sea positivo, por lo que a diferencia del año pasado la política fiscal será expansiva en 2013 y tendrá un carácter pro cíclico (ver gráfico 14). Consideramos que dado que el crecimiento se ubicará por encima de 6,0%, una política fiscal relativamente neutral hubiera sido lo más adecuado para evitar recargar el rol estabilizador de la demanda interna sobre la política monetaria y dar soporte a los esfuerzos del Banco Central para atenuar el ritmo de apreciación de la moneda (una política fiscal menos expansiva ayuda a esterilizar los excedentes monetarios que se generan por las compras de dólares del BCR).

Gráfico 13

Resultado fiscal (% del PBI)

Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Gráfico 14

Impulso fiscal * (% del PIB)

* El impulso fiscal resulta de la diferencia en el resultado estructural primario, lo que constituye un indicador de cómo la posición fiscal afecta al ciclo económico.

Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Recuadro 2. Reglas fiscales: ¿elevación del límite de gasto o resultado estructural?

La Ley de Equilibrio Financiero para este año ha reemplazado transitoriamente las reglas macrofiscales consideradas en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF). En concreto, para este año se ha establecido que el resultado del sector público no financiero no podrá ser deficitario, lo que reemplazará en 2013 a los límites contemplados en la LRTF para el consumo público del gobierno central (que no puede exceder el 4% de crecimiento en términos reales) y para el déficit fiscal (que no puede ser mayor a 1% del PIB). También se ha derogado la ley que establecía el objetivo de una mejora anual de al menos 0,2% del PIB para el resultado fiscal estructural (que excluye factores cíclicos y transitorios).

Una interpretación sobre la flexibilización de las reglas macrofiscales para este año es el deseo del gobierno de realizar mejoras en la administración pública y acelerar el gasto de mantenimiento de infraestructura, objetivo que posiblemente se vea acotado por el límite al crecimiento del consumo público contemplado en la LRTF. Así por ejemplo, la eliminación temporal de este límite ha permitido que el Presupuesto fiscal de este año considere aumentos salariales entre 15% y 20% para aproximadamente el 60% de empleados del sector público. De otro modo, con incrementos de remuneraciones de estas magnitudes se hubiera excedido el límite de expansión para el consumo público y, por lo tanto, incumplido la LRTF.

Sin embargo, estas exoneraciones imprevistas para el cumplimiento de las reglas fiscales, así como el retroceso sobre la intención de dar un mayor énfasis al análisis estructural de las cuentas públicas pueden tener efectos no deseados. Por ejemplo, generar una percepción de mayor discrecionalidad en el gasto público, algo que la LRTF busca limitar. Más aún, cuando los incrementos salariales contemplados no se han anunciado como parte de una reforma integral y sistemática de la administración pública, y el financiamiento de esta medida se basa sobre incrementos de ingresos tributarios bastante ambiciosos. El punto importante es definir lo que el Estado puede gastar sin afectar la sostenibilidad de las finanzas públicas a futuro.

Dados los réditos tan importantes en términos de estabilidad macroeconómica y calificación crediticia que las reglas fiscales han inducido en Perú, resulta claro que es necesario mantenerlas. Las incluidas en la LRTF han funcionado muy bien para anclar la percepción de un manejo disciplinado de las cuentas públicas. Sin embargo, han sido cuestionadas porque: (i) sus límites son muy exigentes y no permiten realizar reformas a la administración pública (que implican líneas de carrera y aumentos salariales) ni un nivel de gasto adecuado en

mantenimiento de infraestructura, y (ii) tienden a inducir un carácter pro cíclico a la política fiscal ya que, como están definidas, el gobierno tiende a gastar más cuando los ingresos son elevados.

Una opción que subsanaría el primer cuestionamiento es elevar de manera permanente el límite para el gasto de consumo público (bienes, servicios y remuneraciones), evitando cambios discrecionales transitorios en las reglas pre anunciadas. Incluso podría considerarse la definición de un techo para la expansión del gasto no financiero total (que incluye gasto en inversión pública) y luego se elegiría la composición entre gasto corriente e inversión en función de los objetivos a alcanzar (por ejemplo, un nivel de inversión pública como porcentaje del PIB), aunque en este caso aumentaría la discrecionalidad del gasto. El problema con esta opción es que no evitaría que la política fiscal sea, eventualmente, pro cíclica y no es necesariamente consistente con la sostenibilidad intertemporal de las finanzas públicas.

Una segunda alternativa de mejora para la LRTF, que consideramos superior a la anterior ya que atacaría los dos cuestionamientos mencionados anteriormente, y que también atacaría la discrecionalidad, siempre que la autoridad que evalúa el déficit estructural sea suficientemente independiente, sería una regla sobre el resultado fiscal estructural. Bajo este concepto, el balance del sector público deduce del resultado convencional los efectos del ciclo económico y de los precios de las materias primas más importantes que el país exporta, y es un mejor indicador de la posición fiscal en el largo plazo. Así, cuando los precios de los minerales están por encima de sus niveles de largo plazo, la recaudación fiscal será elevada. Pero este efecto sobre los ingresos fiscales es transitorio en la medida que los precios de los minerales tenderán a converger a sus niveles de equilibrio que, eventualmente, podrían ser más bajos. La misma idea se aplica cuando la recaudación es excepcionalmente elevada porque la economía está en un periodo de expansión. Al eliminar estos efectos transitorios (altos precios de los minerales y una economía creciendo por encima de su nivel potencial), se tiene una mejor idea del desempeño de las finanzas públicas y pondría en evidencia que los ingresos son extraordinarios y temporales por lo que sería pertinente ahorrarlos para usarlos en el futuro cuando se deban enfrentar choques que afecten la economía. Así, la definición de una regla sobre balances estructurales asegura un manejo contracíclico de la política fiscal.

Ahora bien, un punto central es definir el tamaño del resultado estructural que queremos. ¿Debe ser un superávit? ¿Puede ser un déficit? ¿De qué tamaño?

Algunos analistas han sugerido buscar un resultado estructural que establezca el nivel actual de 18% del ratio de deuda pública sobre PIB (uno de los más bajos a nivel global)¹. El argumento es que Perú ya ahorró lo suficiente en los últimos 12 años, reduciendo el ratio anterior desde alrededor de 50% del PIB a los niveles actuales. Además, dadas las brechas de infraestructura existentes, las buenas condiciones de financiamiento y la expectativa de una economía con perspectivas de crecimiento sostenido que implica generaciones futuras más ricas (no se requieren ahorros para realizar transferencias intergeneracionales) también apuntan a considerar el ratio actual de deuda pública sobre PIB como suficiente.

La sostenibilidad intertemporal de la deuda pública enfatiza el análisis de las variables como porcentaje del PIB (deuda, resultado fiscal, etc) y nos permite obtener una expresión simple (aproximada) para el cálculo del resultado fiscal (como porcentaje del PIB) consistente con un ratio estable de deuda pública sobre PIB:

$$d + i\bar{b} = (\pi + g)\bar{b}$$

Donde:

d: déficit primario como % del PIB (gastos no financieros menos ingresos)

i: tasa de interés nominal

$\bar{b}$: ratio de deuda como % del PIB que se desea estabilizar

$i\bar{b}$: gasto financiero del gobierno (pago de intereses de deuda)

π : inflación

g: tasa de crecimiento del PBI

Así, el lado izquierdo de la ecuación es el resultado fiscal. Trabajando sobre el lado derecho de esta ecuación, si asumimos una inflación de 2% (la meta del Banco Central) y una tasa de crecimiento de 6%, y queremos estabilizar

el ratio actual de deuda pública, se requiere un déficit de 1,4% del PIB: $(0,02+0,06) \times 18\%$.

Definido el tamaño del déficit que mantiene a lo largo del ciclo económico el ratio de deuda pública en 18%, el otro reto es estimar el resultado estructural. Este no es un tema fácil de resolver dada la complejidad para definir los niveles de largo plazo de las materias primas e identificar el estado del ciclo económico. Usualmente, se establece una comisión que se encarga de esta tarea, siendo crucial su independencia para dar credibilidad a la regla y evitar manipulaciones. Desde luego, la estimación de estas variables que no son directamente observables genera controversia por las diferentes metodologías que pueden adoptarse. Por ejemplo, los cálculos del FMI sobre las posiciones estructurales hacia 2007 (el año previo a la crisis financiera global) mostraban que España tenía un amplio superávit estructural y que Irlanda mostraba unas cuentas fiscales estructuralmente equilibradas. Así, fallaron en mostrar las debilidades fiscales subyacentes, posiblemente porque se ignoraron los efectos de las burbujas de activos. Cálculos posteriores realizados por el FMI en octubre de 2011 señalaron que en realidad Irlanda tenía un déficit estructural de 8,4% del PIB y no un equilibrio, en tanto que España tenía un déficit estructural alrededor de 1% del PIB y no un superávit.

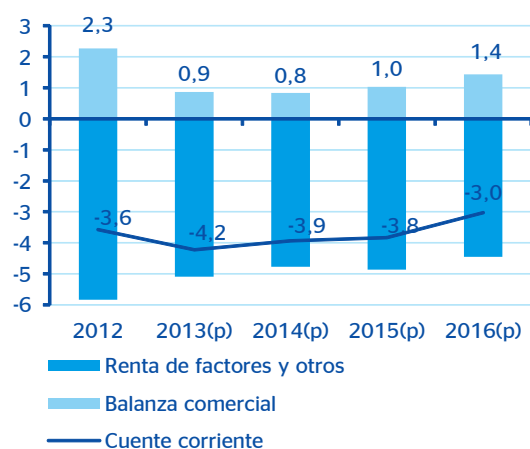
Sin embargo, más allá de las dificultades técnicas que acarrea su implementación, consideramos que una regla sobre el balance estructural como la sugerida es una alternativa superior para fortalecer la LRTF en la medida que acota la posibilidad de una política fiscal pro cíclica y permite definir un déficit sostenible que ayudaría a atender las necesidades el tamaño del gasto público consistente con la sostenibilidad del balance fiscal, y establece un déficit en la medida que se sugiere mantener el ratio actual de deuda.

1: Ver Ghezzi Piero (2012): "Elementos para una nueva regla fiscal en el Perú", mimeo, diciembre

En el mediano plazo, la mayor producción minera impulsará las exportaciones, lo que compensará la moderación de la demanda interna

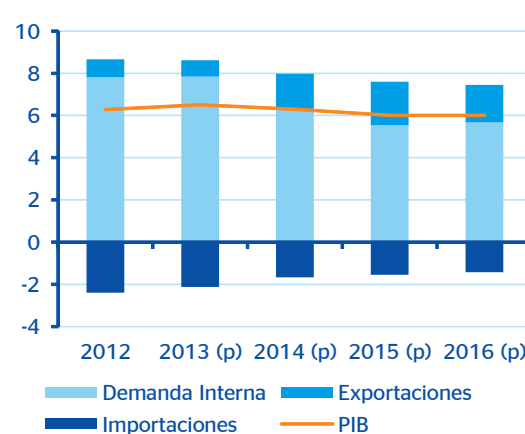
Hacia el 2016, las perspectivas de las exportaciones mineras son favorables. En particular, estimamos que la producción de cobre se verá triplicada con el ingreso a etapa productiva de Toromocho hacia fines de este año, Las Bambas y Constancia en el 2014 y de la ampliación de Cerro Verde y Quellaveco en 2016. Esto tendrá una incidencia positiva en la balanza comercial y, por consiguiente, en la cuenta corriente de la balanza de pagos, cuyo déficit irá disminuyendo en los siguientes años (ver gráfico 15).

Gráfico 15
Balanza comercial y en cuenta corriente
(% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 16
Contribución al crecimiento del PIB
(puntos porcentuales)



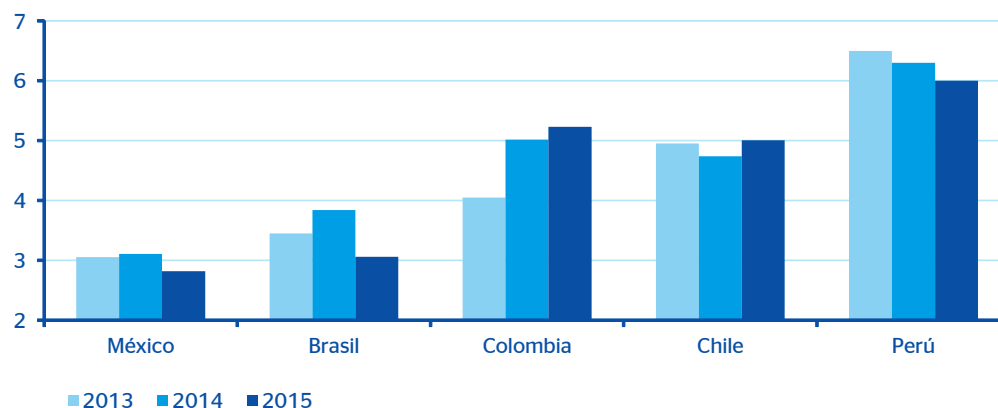
Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

En contraparte, a partir de 2014, la demanda interna comenzará a moderar su impulso hacia tasas más sostenibles en el largo plazo (ver gráfico 16). Esta previsión se apoya en la desaceleración que anticipamos para el gasto privado y público. Por el lado privado, el crecimiento del consumo sería algo menor, en línea con el menor espacio para la expansión del empleo (la tasa de desempleo se encuentra en mínimos históricos y existe escasez de trabajadores para algunas ramas industriales). La inversión también se moderaría, debido a la menor disponibilidad de proyectos de gran envergadura y a otros factores domésticos que han venido retrasando algunas inversiones en minería e hidrocarburos (disputas sociales y cambios institucionales para obtener licencias medioambientales). Por el lado público, la preservación del equilibrio fiscal determinará un menor ritmo de aumento del gasto en los siguientes años (ver recuadro2).

En consecuencia, esperamos que, a partir del próximo año, se registre una evolución más equilibrada del gasto externo y doméstico. En particular, estimamos que el ritmo de crecimiento de la demanda interna será similar al del producto total y que este último seguirá evolucionando en línea con su tendencia potencial de largo plazo. Este buen resultado depende de que se preserven los actuales niveles de confianza empresarial y que, por lo tanto, la inversión mantenga un buen impulso. Si estas se consolidan, la tasa de expansión del PIB seguirá por encima de 6% para 2013 y 2014, con lo que el Perú continuará siendo una de las economías de más alto crecimiento en América Latina (ver gráfico 17).

Gráfico 17

Crecimiento del PIB en América Latina (var % interanual)



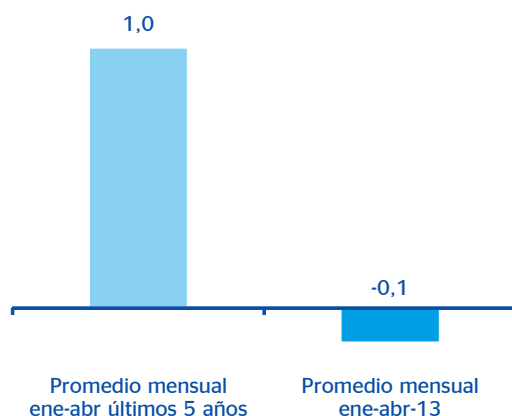
Fuente: BBVA Research Peru

4. Presiones de demanda llevarán la inflación alrededor del límite superior del rango meta en los próximos meses

Al cierre de abril, la inflación interanual se ubicó en 2,3%, algo por debajo de lo inicialmente esperado. Este comportamiento obedeció a que los precios de los alimentos mostraron un comportamiento atípico a principios de año, disminuyendo cuando estacionalmente es habitual que se eleven (ver gráfico 18). Las favorables condiciones climatológicas llevaron a que la oferta de algunos productos con alto peso dentro de la canasta de consumo fuese mayor. Con ello, la inflación no subyacente, el componente que agrupa los bienes y servicios con precios más volátiles, se situó en 0,3% interanual. El nivel de precios no subyacente se ubica así en un nivel bastante bajo. En términos relativos al índice de precios total (ver gráfico 19), se encuentra en mínimos de los últimos años. Eso torna poco probable que la inflación no subyacente continúe tan rezagada y hacia adelante esperamos que se normalice, ubicándose por lo menos más en línea con sus promedios históricos de alrededor de 2% de ritmo de avance interanual en un contexto en el que los precios internacionales de insumos agrícolas y petróleo no tienen mayor recorrido adicional a la baja.

Gráfico 18

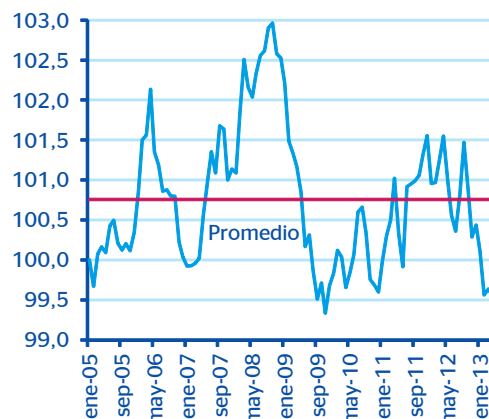
Inflación mensual de alimentos dentro del componente no subyacente (%)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 19

Nivel de precios no subyacente (relativo al nivel de precios total, índice ene-2005=100)

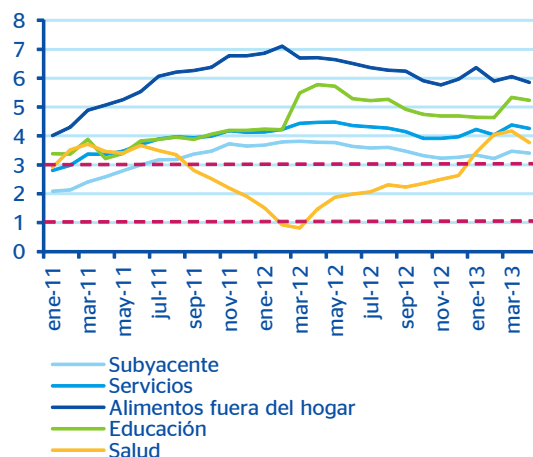


Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

La inflación subyacente, por otra parte, indicador que refleja mejor las presiones de demanda sobre los precios, continúa por encima del rango meta (2%, +/- 1pp). Los precios en rubros como Alimentos fuera del Hogar, Educación y Salud crecen a tasas de entre 3% y 6% (ver gráfico 20 y Tabla 2). Preveemos que ello continuará a lo largo del año debido a la fortaleza de la demanda interna, que en los dos primeros meses del año avanzó a un ritmo promedio mensual de 10% interanual, y un mercado laboral ajustado, en el que la tasa de desempleo (Lima Metropolitana) se ubica alrededor de 6,5%, la más baja desde que se tiene registro de este indicador (ver gráfico 21). Las apretadas condiciones laborales estarían presionando los salarios al alza, lo que al no estar relacionado directamente con mejoras en productividad elevan los costos relativos de las empresas que estas eventualmente podrían trasladar a los precios de sus productos. En este contexto, nuestras estimaciones apuntan a que la inflación subyacente se mantendrá alrededor de 3% en 2013, consistente con una brecha de producto ligeramente positiva que solo se cerraría hacia fines de año.

Gráfico 20

Inflación interanual, componente subyacente (%)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Tabla 2

Algunos rubros de la inflación subyacente (%)

	Peso (% del total)	Dic-11	Dic-12	Abr-13
Inflación subyacente	65,2	3,6	3,3	3,4
Alimentos dentro del hogar	11,3	4,7	4,3	4,1
Alimentos fuera del hogar	11,7	6,8	6,0	5,8
Educación	9,1	4,2	4,7	5,2
Salud	1,1	1,9	2,6	3,8

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

En el balance de esta evolución heterogénea de los precios, prevemos que la inflación cerrará el año alrededor del límite superior del rango meta. A partir de 2014, en un contexto de moderación del PIB y en ausencia de choques de oferta, la inflación convergerá gradualmente hacia el centro del mismo (ver gráfico 22).

Gráfico 21

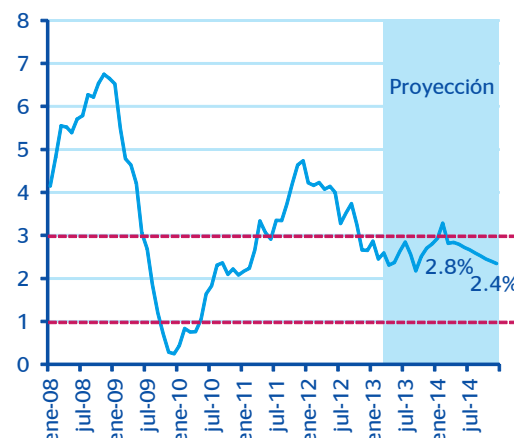
Tasa de desempleo en Lima Metropolitana
(%, promedio móvil últimos 12 meses)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 22

Inflación interanual (%)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

5. Algo más de volatilidad cambiaria en el resto del año...

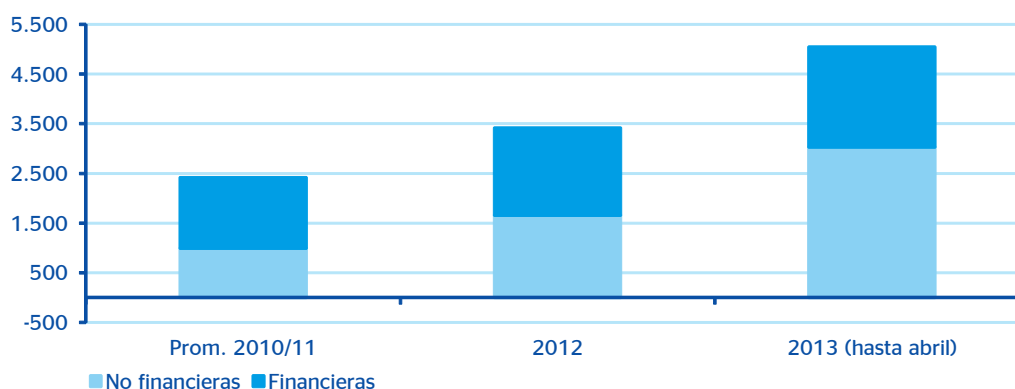
Fundamentos e influjos de capitales fortalecerán al sol peruano

Como comentamos en nuestro reporte anterior, la tendencia subyacente del sol peruano es a apreciarse. De un lado, las mejoras relativas de la productividad del país durante los últimos años, en particular en el sector transable, favorecen la exportación de productos manufacturados a menores costos. De otro, la trayectoria decreciente de los pasivos externos (como porcentaje del PIB) lleva a que los superávits en la cuenta corriente de la balanza de pagos que se requieren generar en el futuro para afrontar esas obligaciones sean menores, lo que es consistente con un tipo de cambio PEN/USD más bajo. Estos elementos son los que han apoyado en los últimos diez años, y en general siguen apoyando, la tendencia a fortalecerse de la moneda peruana.

Este avance de la productividad torna atractiva a la economía local e induce así a un influjo de capitales de largo plazo. Por ejemplo, cada vez más empresas peruanas buscan financiamiento directo en el exterior y lo están encontrando en condiciones favorables. Esta emisión de títulos en el extranjero se aceleró en abril y a la fecha el monto total colocado en 2013 sobrepasó al que se realizó durante todo el año pasado (ver gráfico 23), cuando alcanzaron un récord. En un contexto en el que las perspectivas sobre la economía peruana son positivas (y por lo tanto las empresas seguirán creciendo), el encaje es alto, y las condiciones de financiamiento externo continuarán siendo atractivas, todo apunta a que estas operaciones se seguirán dando. También se registrarán influjos de capitales de largo plazo orientados al sector privado a través de inversión extranjera directa vinculada con grandes proyectos mineros que están en fase de construcción y con otros sectores como energía, industria, infraestructura y comercio. Prevemos que por esta vía ingresarán en 2013 alrededor de USD 11 500 millones, una cifra similar a la del año pasado. En síntesis, los fundamentos y el influjo de capitales de largo plazo llevarán a que la moneda local tienda a fortalecerse en lo que resta del año.

Gráfico 23

Emisiones de títulos de empresas peruanas en los mercados internacionales (USD millones)



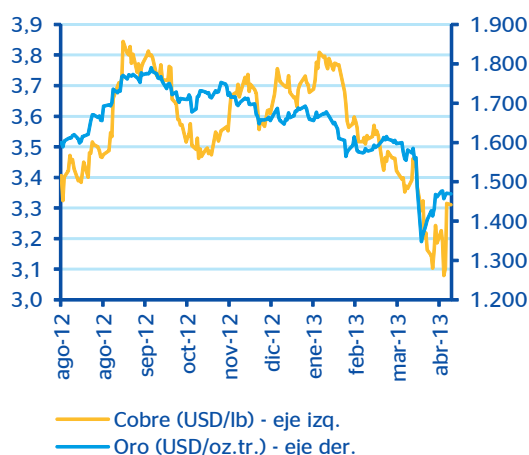
Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Velocidad de la apreciación del sol peruano dependerá del entorno internacional y de la actuación del Banco Central

En las últimas semanas el tipo de cambio registró presiones al alza que estuvieron muy vinculadas con factores externos. La mayor discusión al interior de la Reserva Federal de Estados Unidos sobre una eventual moderación anticipada en el ritmo de inyección de fondos líquidos, la forma cómo se resolvió el rescate de Chipre y sus posibles consecuencias sobre la banca europea y la recuperación de la actividad en ese continente, y datos macroeconómicos que han sorprendido a la baja en varios de los mercados más grandes, incluyendo a China, son elementos que en conjunto han elevado la incertidumbre y llevado, por ejemplo, a que los precios de las materias primas retrocedan fuertemente (ver gráfico 24). Ello se ha dado en un contexto en el que la balanza comercial ya se venía mostrando débil, con un déficit de más de USD 500 millones durante el primer bimestre (superávit promedio de USD 1 300 millones en el primer bimestre de los tres años anteriores) debido tanto a la fortaleza de la demanda interna, que sigue impulsando las importaciones, como a la debilidad de los volúmenes exportados por algunos factores puntuales. Como resultado, el mercado ha corregido a la baja sus previsiones para esta variable. Junto con el mayor ruido político doméstico, ello ha llevado, por ejemplo, a que los inversionistas recorten al menos de momento algunas de sus posiciones en activos denominados en moneda local (ver gráfico 25) y a que la banca opte por incrementar su posición de cambio, debilitando al sol peruano.

Gráfico 24

Cotizaciones internacionales de cobre y oro



Fuente: Bloomberg

Gráfico 25

Rendimiento del bono soberano 2020

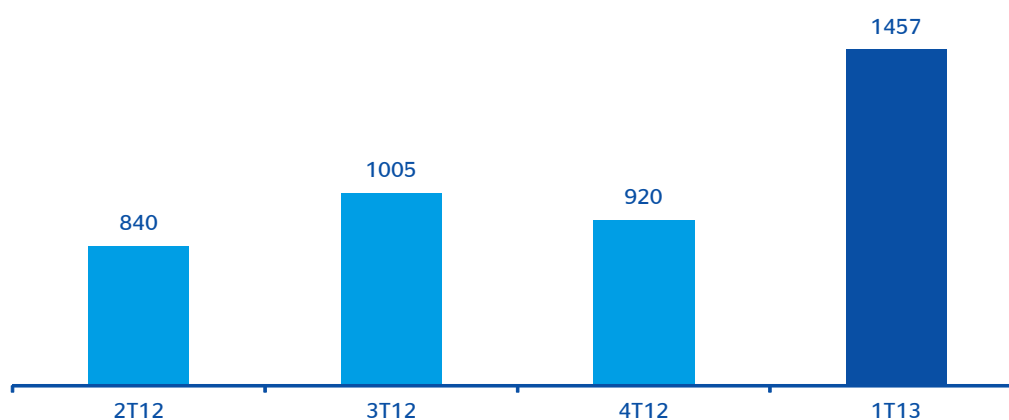


Fuente: Bloomberg

No prevemos, sin embargo, que en adelante los factores externos le den mayor apoyo adicional al dólar en el mercado cambiario local. Por el lado de los precios de exportaciones, estimamos una trayectoria más estable en los siguientes meses luego de la fuerte corrección a la baja que recientemente registraron. Nuestro escenario base considera que los estímulos monetarios en las economías avanzadas, sobre todo en Estados Unidos, irán disminuyendo solo gradualmente debido a que la recuperación es aún débil, como lo confirman los datos macroeconómicos más recientes, y que el bache en China (importante demandante de metales en el mercado internacional) es transitorio pues con una inflación acotada se tiene espacio para que las autoridades de ese país apoyen el crecimiento y se alcance una expansión del producto de alrededor de 8% en el año. Los precios de las principales exportaciones peruanas encontrarán soporte en este entorno. A ello se añade, por el lado de los volúmenes exportados, que se tienen proyectos mineros que están entrando en fase de producción, reemplazando a otros, y que gradualmente irán alcanzando su plena capacidad operativa.

Por el lado del Banco Central, el soporte que le han venido dando sus intervenciones al tipo de cambio continuará, pero consideramos que este podría ser algo más débil. En el primer trimestre de 2013 las compras de moneda extranjera avanzaron a un ritmo mensual de casi USD 1 500 millones (ver gráfico 26), 25% por encima del ritmo del año pasado. Y aún hay espacio para seguir acumulando reservas internacionales (ver recuadro 3). A pesar de ello, el nivel de estas reservas es cada vez más cercano al óptimo. Además, la acumulación de reservas internacionales conlleva costos importantes que si bien no son decisivos según lo que han afirmado funcionarios del Banco Central, serán un elemento más a considerar. Una alternativa para mantener el ritmo de compras de dólares sin generar tantas pérdidas sería reducir la esterilización. En una economía con altas y sostenidas tasas de crecimiento como la peruana, inyecciones de fondos líquidos pueden ser digeridas sin generar desbalances, como por ejemplo inflación. Pero es difícil para cualquier economía digerir inyecciones de liquidez tan importantes como las que se generan en Perú con las intervenciones cambiarias. Por lo tanto, acotar la esterilización monetaria se traduciría en mayores presiones de demanda, empujando el nivel general de precios hacia arriba (cuando la inflación subyacente se ubica ya por encima de la meta) y elevando aún más el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En resumen, si bien el Banco Central tiene espacio para seguir comprando dólares en el mercado, difícilmente lo hará al mismo ritmo al que lo ha estado haciendo a principios de año, de manera que el soporte de las intervenciones cambiarias tenderá a debilitarse.

Gráfico 26

Banco Central: intervenciones cambiarias en posición compradora (USD millones, promedio mensual)

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Por el lado de los encajes, estos ya han alcanzado niveles altos. En los últimos meses se ha recurrido de manera constante al aumento del encaje exigible en moneda extranjera. Así, los fondos que la banca debe encajar como proporción del saldo de obligaciones en dólares que tiene acumularon una subida de 425pb desde setiembre. Con ello se ha buscado moderar el crecimiento de los créditos, en particular los hipotecarios y de consumo denominados en dólares, pero la medida también ha tenido un impacto cambiario porque los bancos deben reacomodar sus tenencias de moneda extranjera para cumplir con el mayor requerimiento. El fuerte aumento de los encajes genera distorsiones en los mercados de fondos prestables. Como antes se mencionó, actualmente se observa que un número de empresas cada vez mayor acude directamente al mercado internacional para obtener financiamiento. En un entorno de fuerte expansión de la liquidez en las economías avanzadas y de buenas perspectivas sobre la economía peruana, estos fondos se obtienen a tasas muy atractivas, por debajo de las que la banca local puede ofrecer (debido a que esta tiene que enfrentar el costo del encaje). Es decir, el incremento de los encajes en dólares para contener el avance del crédito en esa moneda y acotar así la exposición del sector no transable de la economía al riesgo cambiario crediticio pierde eficacia, sobre todo si el requerimiento es ya alto, porque hay agentes económicos que pueden eludirlo. Pierde eficacia también el soporte que se le da al tipo de cambio, pues si bien la banca demandará más dólares para cumplir con las mayores exigencias, se producirá a la vez un influjo de moneda extranjera vinculado con las emisiones de títulos que las empresas peruanas realizarán en el exterior. Incluso contribuye a cierta fragmentación entre empresas que tienen el tamaño o la logística para acudir a los mercados internacionales y las que no pueden hacerlo. Finalmente, encajes altos generan incentivos que favorecen el descalce de plazos en la banca, pues en términos relativos premian el financiamiento externo de largo plazo (el requerimiento de encaje para este es menor que para el de corto plazo) que luego las entidades bancarias podrían canalizar hacia colocaciones de plazos más cortos. Es por todo ello que no vemos mucho recorrido adicional al alza en las tasas de encaje, por lo menos no de la manera en que han venido subiendo en los últimos meses. Así, otro de los soportes del tipo de cambio se debilitaría.

En síntesis, los fundamentos y el influjo de capitales de largo plazo apoyarán una tendencia de la moneda doméstica a apreciarse en los próximos meses, pero el ritmo al que esto se producirá estará sujeto tanto al desempeño del entorno externo como a la actuación de la autoridad monetaria. Nosotros preveemos que estos dos soportes para el dólar en el mercado cambiario local serán algo más débiles en el resto del año. En 2014, a medida que los mercados anticipen que las condiciones monetarias en las economías avanzadas empezarán a normalizarse, generando un reacomodo de portafolios a nivel global, el tipo de cambio tendrá un comportamiento más estable.

Recuadro 3. Nivel actual de las reservas internacionales aún por debajo del óptimo²

En los tres últimos años las reservas internacionales netas de Perú se han duplicado (ver gráfico 27) y actualmente alcanzan un nivel cercano a los USD 70 mil millones. Esto

equivale a 34% del PIB y en estos términos es el nivel más alto entre las principales economías de la región (ver gráfico 28).

Gráfico 27

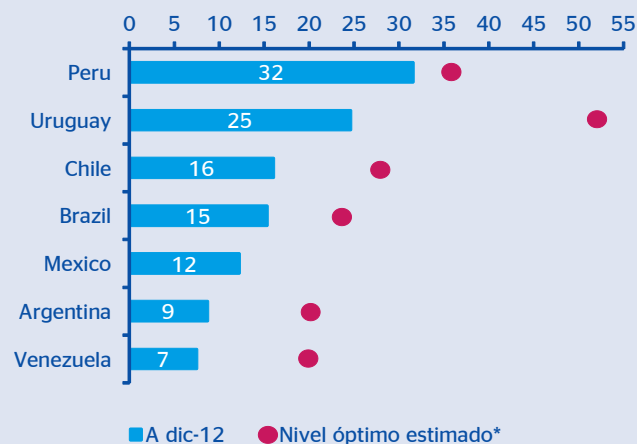
Perú: reservas internacionales netas (USD millones)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 28

LatAm: reservas internacionales en 2012 (% del PIB)



Fuente: FMI, CIA, BCRP y BBVA Research

El Banco Central de Perú ha venido aprovechando las presiones hacia el fortalecimiento de la moneda local para intervenir en el mercado en posición compradora y acumular así reservas internacionales. Esta acumulación conlleva costos, sin embargo, en especial cuando la emisión de moneda local que se debe realizar para comprar esos dólares es significativa y por lo tanto requiere ser esterilizada para que no genere desequilibrios, como por ejemplo inflación. Para absorber este exceso de expansión de la liquidez, el Banco Central emite instrumentos de esterilización monetaria por los que paga una tasa de interés que usualmente es superior al rendimiento que obtiene con los dólares que invierte en el exterior en activos muy líquidos y de alta calificación crediticia (activos internacionales de reserva). La diferencia entre las tasas que el Banco Central paga y aquellas con las que se remuneran los activos de reserva se ve amplificada en una coyuntura como la actual en la que las tasas de interés internacionales se ubican en mínimos. Así, a mayores compras de dólares, mayor acumulación de reservas internacionales, pero también es mayor el monto a esterilizar y así el costo financiero. En 2012, por ejemplo, las pérdidas del Banco Central alcanzaron los S/. 1 200 millones, en gran parte debido a

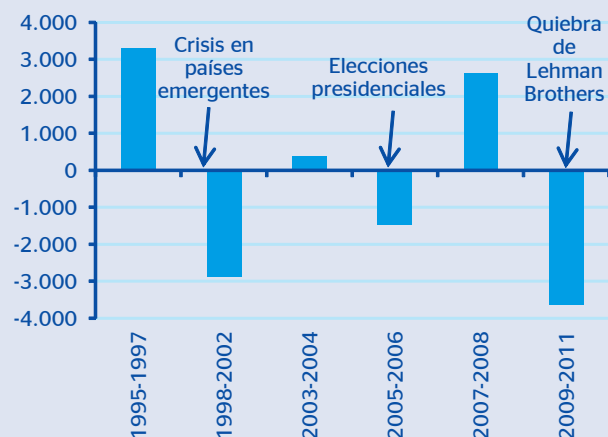
estas operaciones, lo que equivale a 60% de sus reservas patrimoniales. Si existen costos, ¿por qué entonces se acumulan reservas internacionales? Y en todo caso, ¿por qué Perú acumula tantas reservas internacionales, las más altas en Latinoamérica (como proporción del producto)?

Este saldo de moneda extranjera que el Banco Central mantiene en activos externos muy líquidos y seguros eventualmente puede ser empleado para enfrentar episodios turbulentos como el de 2008, por ejemplo. En episodios como estos (ver gráfico 29), las reservas internacionales le han permitido al Banco Central, por un lado, atender la mayor demanda de moneda extranjera de la banca (ante la no renovación de líneas del exterior de corto plazo, dolarización de depósitos, retiro de depósitos en moneda extranjera), y por otro, moderar las presiones al alza sobre el tipo de cambio (ver gráfico 30). Esto último es importante en una economía como la peruana en la que 50% del crédito de la banca está denominado en dólares y por lo tanto se tiene una exposición importante al riesgo cambiario crediticio. Este contexto sugiere que en Perú sería conveniente contar con un nivel de reservas internacionales mayor que en países que no tienen esa particularidad.

2: Próximamente estaremos publicando un Economic Watch sobre este tema.

Gráfico 29

Perú: incremento acumulado de las salidas de capitales de corto plazo (USD millones)

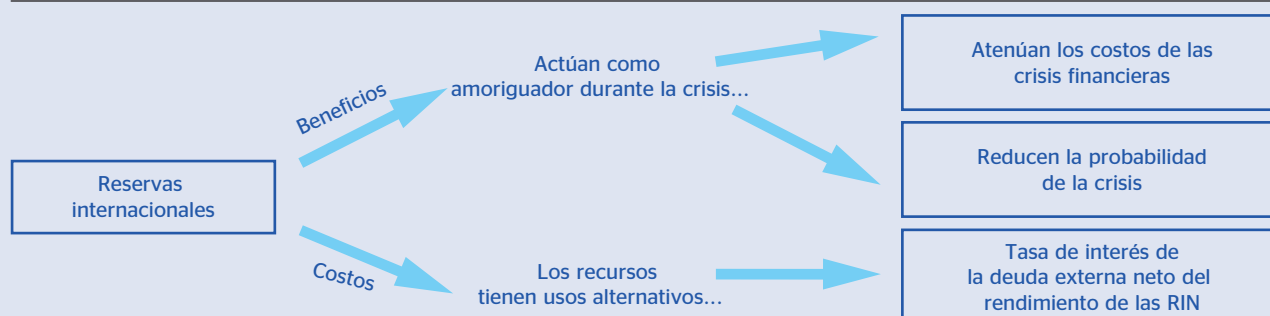


Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Por lo tanto, hay beneficios de mantener un alto nivel de activos externos líquidos, sobre todo en una economía como la peruana, pero también hay costos, como los tiene cualquier seguro. ¿Cuál es entonces el nivel óptimo que equilibra costos y beneficios adicionales de las reservas internacionales? Hay dos metodologías que buscan responder a esta pregunta. La primera es la tradicional y compara el nivel de las reservas internacionales con algún umbral ad-hoc para una variable macroeconómica que refleje una fuente importante de demanda potencial de moneda extranjera en un período de estrés. Entre estas se tiene, por ejemplo, los pasivos externos de corto plazo del país, las importaciones, algún agregado monetario, o incluso una variable ponderada que capture a las tres anteriores (como lo hace el FMI³). Según esta metodología, las reservas internacionales de Perú exceden en todos los casos el nivel adecuado. Sin embargo, la metodología es criticada porque es estática, lo que no permite tomar en cuenta la evolución que se da en los vínculos financieros

Gráfico 31

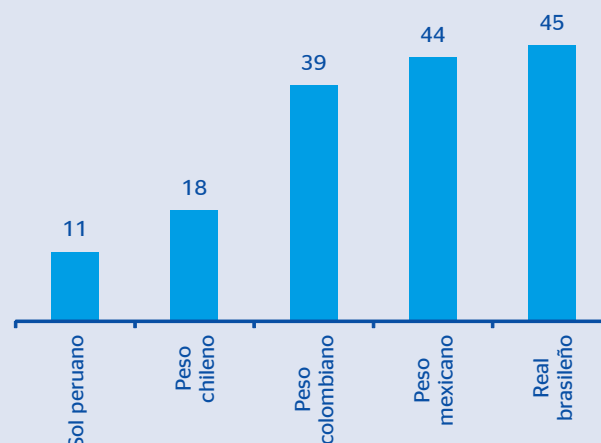
Beneficios y costos de acumular reservas internacionales



Fuente: BBVA Research Perú

Gráfico 30

LatAm: depreciación nominal de las monedas como resultado de la quiebra de Lehman Brothers (var. % acumulada entre 07/2008 y 03/2009)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research Peru

a lo largo del tiempo, y no incorpora las características particulares de cada economía. La segunda metodología compara los beneficios y costos de mantener reservas internacionales (ver gráfico 31). Es así más cercana al tipo de análisis económico relevante para responder la pregunta. El estudio de Calvo, Izquierdo y Loo-Kung (2012) sigue esta línea, por ejemplo, y concluye que el nivel óptimo para Perú se ubica alrededor del 36% del PIB. Ello implicaría que aún habría espacio para seguir acumulando activos externos por más de USD 12 mil millones, considerando que este año el PIB alcanzaría un nivel de alrededor de USD 225 mil millones. Este espacio podría ser incluso mayor si se consideran los beneficios que genera en tiempos normales el mantener un alto nivel de reservas internacionales: al actuar como seguro en eventuales períodos críticos, reduce la intensidad del ciclo y con ello favorece el influjo de capitales privados orientados al sector privado en las épocas buenas.

3: Fondo Monetario Internacional (2011), "Assessing reserve adequacy."

6. En los siguientes meses la tasa de referencia permanecerá inalterada

La posición de la política monetaria tiene actualmente cierto tono restrictivo en un contexto en el que se perciben presiones de demanda

La tasa de política se ubica actualmente en un nivel próximo al neutral según diversas estimaciones⁴ (ver tabla 3), incluyendo las nuestras (ver gráfico 32). Sin embargo, al considerar también el efecto de los mayores requerimientos de encaje obtenemos una medición más amplia de las condiciones monetarias que las ubican próximas a terreno restrictivo. Ello es coherente con el panorama de actividad y de precios que se ha descrito anteriormente. De un lado, la demanda interna mantiene un fuerte dinamismo que ha reducido las holguras en el mercado laboral y en algunas industrias, y que se refleja en un déficit externo de alrededor de 4% del PIB. Estas tendencias se mantendrán a lo largo del año en un contexto de elevado optimismo de los empresarios y las familias, favorables condiciones financieras, y sesgo expansivo de la política fiscal. Por el lado de precios, se perciben presiones de demanda que exceden la meta del Banco Central. Si bien el fuerte descenso del componente no subyacente de la inflación ha permitido que el ritmo de avance de los precios se mantenga dentro del rango objetivo, eventualmente esto tenderá a normalizarse. Por ello, nuestra previsión es que la inflación al cierre de 2013 se sitúe cerca del límite superior del rango meta y el actual tono restrictivo de la posición monetaria es consistente con ello. No se descarta que se observen algunos incrementos adicionales en los encajes en los próximos meses para asegurarlo, pero estos serían de menor intensidad que los que se han registrado desde setiembre último.

Tabla 3

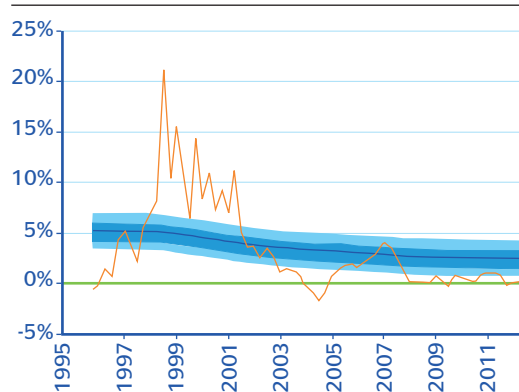
Tasa de interés de política monetaria: nivel neutral según diversas estimaciones (% en términos reales)

1. Modelo CAPM de consumo	5,0
2. Paridad no cubierta de tasas de interés	2,3
3. Regla de Taylor dinámica	1,8
4. Tendencia estocástica común implícita	1,5
5. Filtro Hodrick-Prescott	1,3
6. Modelo de equilibrio general	1,3
7. Regla de Taylor aumentada con expectativas de inflación	1,0
Promedio	2,0

Fuente: FMI

Gráfico 32

Tasa de interés de política monetaria: nivel neutral según estimación BBVA y nivel observado (en términos reales)



Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

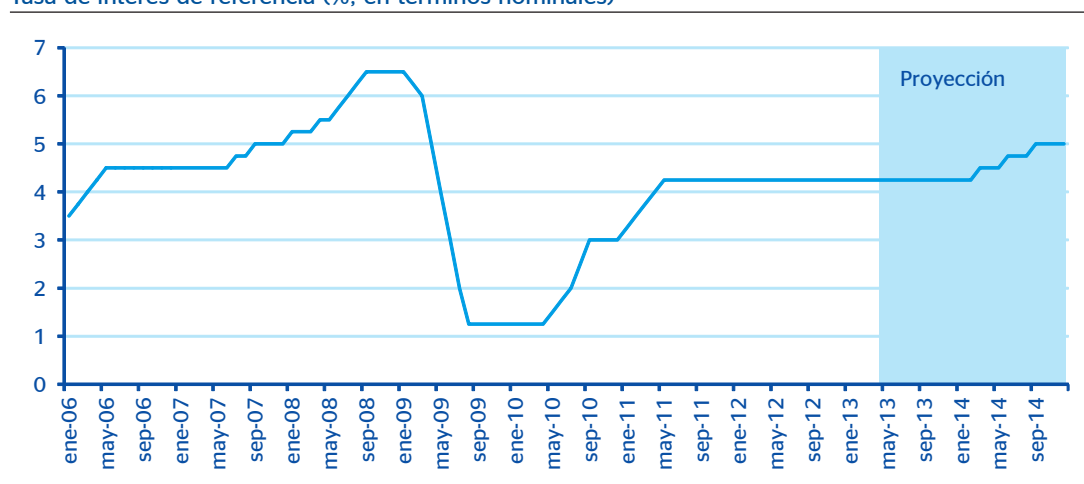
4: Magud, N. y E. Tsounta (2012), "To cut or not to cut: that is the (Central Bank's) question. In search of neutral interest rates in Latin America," FMI WP/12/243, Washington, D.C.

En 2014 habrá algo más de espacio para recomponer el stance de la política monetaria, elevando la tasa de referencia y reduciendo encajes

El uso intensivo de los encajes para apretar las condiciones monetarias genera distorsiones, como antes se mencionó. Ello se ha dado para evitar que se exacerbén los influjos de capitales a Perú en un entorno de amplia liquidez global, el que se mantendrá en el corto plazo. En 2014, sin embargo, cuando estos estímulos empiecen a moderarse, en particular en Estados Unidos, las presiones hacia la apreciación del sol disminuirán y el Banco Central tendrá algo más de espacio para hacer un mejor balance en los componentes de la posición monetaria, apoyándose más en el instrumento convencional. Estimamos que entonces se observará cierta corrección a la baja en los requerimientos de encaje, lo que será compensado con un incremento en la tasa de referencia (ver gráfico 33).

Gráfico 33

Tasa de interés de referencia (% en términos nominales)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

7. Europa y la abundancia de liquidez global son los principales riesgos provenientes del exterior

El principal factor de riesgo está asociado con un endurecimiento de las condiciones crediticias en Europa

El principal factor de riesgo externo sigue siendo Europa. Sin embargo, el choque más probable que podría producirse allí es distinto al de nuestros reportes anteriores. La forma cómo se manejó el rescate del sector bancario de Chipre podría tener consecuencias negativas importantes sobre la confianza en otros sistemas bancarios de la periferia y llevar a un deterioro de las condiciones crediticias que retrasarían aún más la recuperación económica. La probabilidad de ocurrencia de este escenario es mayor que la de los principales riesgos que identificamos hace tres meses, pero su impacto sería más acotado debido a que el apoyo comprometido por el Banco Central Europeo contendría las tensiones sobre el riesgo soberano, de manera que el choque estaría más circunscrito al ámbito financiero europeo.

En este escenario de riesgo, la economía peruana se vería afectada a través de varios canales. En primer lugar, se elevaría la prima de riesgo, con lo que se encarecería el financiamiento, se reducirían los flujos de capitales y se verificarían presiones al alza sobre el tipo de cambio (depreciación de la moneda local). Luego se observaría una disminución de los precios de las materias primas y de la demanda externa. Finalmente, se reduciría la confianza de empresarios y consumidores. La inversión privada sería, en este contexto, el componente más afectado del gasto, algo que ya se observó durante la crisis de 2008-2009.

El tamaño más reducido del choque y las crecientes fortalezas de la economía peruana (ver tabla 4) nos hacen prever que los impactos locales serían relativamente limitados. La posición fiscal ha mejorado en los últimos años y hay espacio para implementar medidas contra cíclicas, mientras que por el lado monetario se cuenta con instrumentos cuyo uso facilitaría la provisión de liquidez y apoyaría el crecimiento.

Tabla 4

Indicadores fiscales y de vulnerabilidad externa (% del PIB)

	2008	2013*
Deuda pública bruta	25,9	19,8
Fondo de Estabilización fiscal	1,4	3,6
RIN (% PIB)	24,5	34,6
RIN (veces PECP** de la economía)	5,0	8,1

* Dato más reciente.

** PECP: pasivos externos de corto plazo

Fuente: BCRP

En el plano local, el principal riesgo está asociado a los flujos de capitales masivos

En un contexto de abundante liquidez global, el Perú viene alcanzado una posición atractiva para invertir, lo que viene atrayendo capitales extranjeros. Entre los efectos positivos de estos flujos es que permiten acceso a préstamos del exterior en condiciones favorables. Sin embargo, si estos son excesivos y de corto plazo, podrían tener efectos indeseables en la economía.

Los canales a través de los cuales las entradas de capital pueden ocasionar impactos negativos sobre la economía son tres. En primer lugar, podrían inducir fuertes presiones apreciadoras sobre la moneda local hasta el punto de llevarla por debajo de su nivel de equilibrio, lo que restaría competitividad al sector transable (en especial al no tradicional), con efectos negativos sobre el empleo, las exportaciones y por ende ampliando el déficit de la cuenta corriente hacia niveles insostenibles. En segundo lugar, podrían financiar una excesiva expansión del crédito y de la demanda interna llevando a un sobreendeudamiento de las familias y generando presiones inflacionarias. Asimismo, la apreciación moneda local y el menor costo de los préstamos en moneda extranjera harían más atractivos estos últimos incrementando el riesgo cambiario crediticio. Finalmente, podrían generar una sobrevaloración de activos, por ejemplo en el sector no transable (inmobiliario), que eventualmente lleven al estallido de una burbuja con sus consecuencias negativas sobre la riqueza de las familias, el consumo y la actividad.

El reto de las autoridades económicas será buscar maneras de reducir la vulnerabilidad de la economía ante estos factores, lo que se puede exacerbar ante cambios súbitos en la dirección de los flujos de capital. Una opción son los controles de capitales, sin embargo, algunos señalan que estas restricciones sólo son efectivas en el corto plazo porque los inversionistas finalmente encuentran mecanismos de elusión. En este sentido, la aplicación de medidas macro-prudenciales parece ser una forma más aceptada para buscar desalentar un excesivo flujo de capitales siempre y cuando no limiten las decisiones de consumo y ahorro de las familias y empresas.

8. Tablas

Tabla 5

Previsiones macroeconómicas anuales

	2011	2012	2013p	2014p
PIB (% interanual)	6,9	6,3	6,5	6,3
Inflación (% interanual, fdp)	4,7	2,6	2,8	2,4
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2,70	2,57	2,49	2,48
Tasa de interés de política (% fdp)	4,25	4,25	4,25	5,00
Consumo privado (% interanual)	6,4	5,8	5,7	5,3
Consumo público (% interanual)	4,8	10,0	9,0	4,5
Inversión (% interanual)	5,1	14,9	12,2	6,8
Resultado fiscal (% del PIB)	1,9	2,1	0,9	0,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,9	-3,6	-4,2	-3,9

Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Tabla 6

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% interanual)	Inflación (% interanual, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés de política (% fdp)
1T11	8,8	2,7	2,8	3,75
2T11	6,9	2,9	2,8	4,25
3T11	6,7	3,7	2,7	4,25
4T11	5,5	4,7	2,7	4,25
1T12	6,0	4,2	2,7	4,25
2T12	6,4	4,0	2,7	4,25
3T12	6,8	3,7	2,6	4,25
4T12	5,9	2,6	2,6	4,25
1T13	5,9	2,6	2,6	4,25
2T13	6,7	2,7	2,6	4,25
3T13	6,4	2,2	2,5	4,25
4T13	7,0	2,8	2,5	4,25
1T14	6,7	2,8	2,5	4,50
2T14	6,1	2,7	2,4	4,75
3T14	6,2	2,5	2,4	5,00
4T14	6,3	2,4	2,5	5,00

Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Perú:

Economista Jefe de Perú

Hugo Perea
+51 1 2112042
hperea@bbva.com

Francisco Grippa
+51 1 2111035
fgrippa@bbva.com

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

Isaac Foinquinos
+51 1 2111649
ifoinquinos@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk
Análisis Transversal Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

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

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
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

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Análisis Macro México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@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 Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@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

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

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

Interesados dirigirse a:

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