

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

## Perú. Pausa monetaria en octubre

Unidad de Perú

El Banco Central decidió mantener en octubre la tasa de interés de referencia en 3,50%, en línea con el consenso del mercado. El comunicado que acompañó a la decisión continuó enfatizando, por el lado de la actividad, que esta sigue avanzando a un ritmo por debajo del potencial y que los indicadores adelantados sugieren algo similar en los próximos meses. En cuanto a los precios, destacó que las expectativas inflacionarias se sitúan dentro del rango meta, que los factores de oferta que empujaron la inflación hacia arriba se vienen moderando, y que el nivel en el que se ha decidido ubicar a la tasa de política es coherente con una proyección de inflación que converge a 2% en 2015. También hubo cosas nuevas en el comunicado en comparación con el de setiembre. Primero, se omitió que el débil ritmo al que avanza la actividad es menor que el esperado. Segundo, se añadió que el Banco Central percibe algunas señales de recuperación en setiembre. Y finalmente, que la decisión de mantener la tasa de interés de referencia en 3,50% tomó en cuenta la mayor volatilidad en los mercados financieros y de cambios.

Para nosotros en BBVA la decisión del Banco Central sí fue hasta cierto punto sorpresiva (previsión BBVA para la tasa en octubre: 3,25%). Por el lado de la actividad, vemos que el producto continúa avanzando a un ritmo lento en el tercer trimestre: en julio creció 1,2% en términos interanuales, el panorama es similar para agosto, y si bien en setiembre hay algunos primeros indicadores de que será algo mejor, en parte ello obedece a que la base de comparación interanual es baja para algunos sectores, entre ellas Construcción y Minería, de manera que el desempeño que muestren en el mes se sostendrá con dificultad en adelante. Es decir, la expansión del PIB en el tercer trimestre habría

sido similar o incluso algo menor que la del segundo, con lo que la recuperación aún no se da. La debilidad del producto sorprende así no solo por su intensidad sino también por su persistencia.

Tenemos también la impresión de que si bien habrá una mejora en las cifras de crecimiento en el último trimestre del año (en comparación con los dos anteriores), esta no será tan pronunciada como anticipábamos hasta hace algunas semanas. Y es que los *drivers* que empujarían el producto no avanzan al ritmo esperado. De un lado, la producción minera (Toromocho y Antamina) no ha logrado despegar y estimamos que solo lo hará en 2015. De otro, el impulso fiscal es débil, sobre todo por el lado de la inversión. Hay dificultades para acelerar el gasto de capital en el sector público, no solo en el nivel de los gobiernos subnacionales, y probablemente esto continuará en el corto plazo. A todo ello se suma un sector privado que se muestra más cauteloso en sus decisiones de gasto, algo entendible en un entorno en el que la desaceleración ha sido importante y más prolongada de lo que se anticipaba. En el caso particular de las empresas, algunas de ellas han acumulado inventarios de manera indeseada y probablemente buscarán recortarlos en lo que resta del año, lo que afectará la producción.

Sobre este último punto, es interesante observar los resultados de la última encuesta de expectativas macroeconómicas (setiembre) que mensualmente publica el Banco Central. De allí se desprende un balance general positivo de la situación actual de las empresas y de sus expectativas para los siguientes meses. En ese sentido, podría estar anticipando un punto de inflexión para la actividad. ¿Es claramente así? Y si lo es, ¿es la recuperación que se anticipa de la

intensidad prevista? El indicador de inventarios muestra que en setiembre las empresas encuestadas acumularon existencias con respecto al nivel que estas alcanzaron el mes anterior. El nivel de este indicador es el más alto de 2014 y la variación que tuvo en el mes es una de las más pronunciadas en el año. Por otro lado, las mismas empresas encuestadas responden que la demanda las sigue sorprendiendo negativamente (el indicador de nivel de demanda con respecto a lo esperado se encuentra por debajo de los 50 puntos). En conjunto, ambos indicadores sugieren que la acumulación de inventarios es indeseada, de manera que concluir que estamos ante un punto de inflexión puede ser algo precipitado. Por otro lado, la expectativa de la economía a tres meses, empleada usualmente para medir la confianza empresarial, muestra una interesante mejora en setiembre: aumentó 5 puntos en el mes, a 54 puntos. Es decir, las empresas encuestadas confían en que la actividad económica tendrá un mayor dinamismo en el cuarto trimestre en comparación con la situación actual. Recordemos que por ahora la actividad está débil, que el producto crece a un ritmo no muy por encima del 1,5% interanual. Desde este punto de vista, la mejora de la confianza empresarial, que naturalmente se valora de manera positiva, refleja que las empresas tienen la sensación de que la situación mejorará (índice mayor que 50 puntos) en algo (índice no muy por encima de 50) en comparación con lo que ven ahora (una débil expansión del producto). En otras palabras, esperan que el dinamismo sea en el margen mayor, pero no tan marcado, algo que la corrección a la baja en la cifra de crecimiento previsto para 2014 y 2015 apoya.

En síntesis, vemos que la actividad sigue débil y que, si bien habrá una recuperación en el último trimestre del año, esta no será tan pronunciada como anticipábamos hasta hace algunas semanas. En ese contexto, parece ser adecuado dar un empuje contracíclico adicional que sostenga esa recuperación (y la expectativa

empresarial), que la afiance, algo que de momento la política fiscal encuentra dificultades para hacer.

¿Hay espacio para este estímulo adicional? La decisión del Banco Central también nos sorprendió porque, junto con el panorama de actividad, percibimos que hay espacio por el lado de los precios para rebajar la tasa de política. La inflación en términos interanuales se ubicó en setiembre en 2,7% y prevemos que en el corto plazo se mantendrá dentro del rango meta. El panorama será incluso más benigno en 2015, en un entorno en el que si bien la actividad irá ganando tracción paulatinamente, la brecha del producto seguirá siendo negativa, a lo que suma la incidencia de las menores cotizaciones internacionales que se prevén para el petróleo e insumos alimentarios. Además, con una tasa de inflación más baja, probablemente también cederán las expectativas inflacionarias, algo que ya empezamos a notar (en setiembre descendieron una décima de punto porcentual, a 2,8% a un año vista). En este contexto, la tasa de interés real ex-ante estará presionada al alza y acotará la velocidad de convergencia del producto hacia su nivel potencial.

La variable que nos hacía ser cautelosos con un eventual recorte de tasa era el tipo de cambio. Un estímulo agresivo podría alimentar las actuales presiones de depreciación sobre la moneda local, sobre todo en un mercado poco profundo como el peruano, y dañar los balances de los agentes del sector privado con descalce de moneda. La intervención cambiaria para suavizar la depreciación, por otro lado, podría afectar la liquidez en soles y presionar al alza las tasas de interés en esta moneda (si era necesario intervenir con CDRBCRP o con ventas de dólares en lugar del nuevo *swap* cambiario). En ambas situaciones se atenúa el impacto del recorte de la tasa de referencia.

En el balance, percibíamos que las consideraciones de actividad y precios eran más importantes que la cambiaria y por ello previmos

que en octubre se recortaría la tasa de interés de referencia, pero de manera acotada. Ello finalmente no se dio. El Banco Central parece considerar prudente en un entorno de mayor volatilidad en los mercados financieros y de cambios mantener una posición que no alimente una mayor debilidad de la moneda, como sugiere el comunicado de prensa (al añadir como novedad a este factor como uno de los que se tomó en cuenta en la decisión de octubre), y confiar en que la recuperación que se observará en los próximos meses será de la intensidad prevista.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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