

# Situación Perú

Tercer trimestre de 2014  
Unidad de Perú

- El crecimiento económico mundial se acelerará desde la segunda mitad de 2014, luego de la ralentización de principios de año. En ello contribuirán cada vez más las economías avanzadas, por lo que gradualmente se irán retirando los estímulos monetarios en esos países
- En Perú, la actividad avanzará alrededor de 4% en 2014. El actual bache del producto se empezará a superar en el segundo semestre con el mayor impulso del sector minero y las medidas recientemente anunciadas por el Gobierno. El dinamismo será aún mayor en los siguientes dos años, próximo al 6%
- El déficit externo se ubicará en torno al 5% del PIB en 2014 y 2015, y luego empezará a cerrarse paulatinamente gracias al empuje del sector minero
- La inflación continúa fuera de la meta y las expectativas inflacionarias se han elevado. En este contexto, prevemos que los precios avanzarán 3,3% en 2014 y que el proceso de convergencia a la meta será algo más inercial
- El Banco Central enfrenta un dilema: desaceleración económica, pero también desbalances macroeconómicos. No hay mucho espacio para implementar estímulos monetarios adicionales. Estimamos que la tasa de referencia cerrará el año en 3,50%
- Principal riesgo es interno: mayor caída de la confianza empresarial que a través de la menor inversión privada acentúe el ajuste cíclico de la economía

## Índice

1. Resumen	3
2. Recuperación global más lenta, en un entorno complejo	5
3. Perú: crecimiento moderado en 2014, pero perspectivas son más favorables hacia adelante	8
Recuadro 1: Medidas fiscales para reactivar la economía	11
4. Mercados financieros locales muestran recuperación	20
5. La inflación sigue siendo complicada para el Banco Central	24
6. Banco Central prioriza rol estabilizador de la política monetaria	27
Recuadro 2: Estimación de la función de reacción del Banco Central	29
7. Factores de riesgo imprimen sesgo a la baja sobre nuestras previsiones de crecimiento para 2014 y 2015	33
8. Tablas	36

**Fecha de cierre: 1 de agosto de 2014**

# 1 Resumen

**El crecimiento económico mundial se acelerará a partir de la segunda mitad de 2014, luego de la ralentización en el primer semestre.** En general, los indicadores globales de actividad y las acotadas tensiones financieras son coherentes con una mejora paulatina del crecimiento mundial. En Estados Unidos, por ejemplo, la economía se ha recuperado del bache de inicios de año, intenso y que obedeció a factores transitorios como el mal clima y un fuerte ajuste de los inventarios. En China, las exportaciones han mejorado y se han implementado estímulos monetarios y fiscales, todo lo cual reduce el riesgo de una desaceleración brusca. En este entorno, prevemos que el crecimiento mundial aumentará de 3,0% en 2013 a 3,3% en 2014, y a 3,8% en 2015. En este contribuirán cada vez más las economías avanzadas, por lo que gradualmente irán disminuyendo los estímulos excepcionales en esos países. En el caso particular de la FED, en octubre dejará de ampliar su balance y prevemos que la primera subida de la tasa de interés de política monetaria se producirá en el tercer trimestre de 2015.

**En Perú, la actividad avanzará alrededor de 4% en 2014, acelerándose en el segundo semestre y aún más en los siguientes dos años.** La ralentización de los últimos meses ha sido pronunciada, con un ritmo de expansión del producto que actualmente se sitúa debajo del 2%. Sin embargo, los elementos que la explican son en parte de naturaleza transitoria. Prevemos que desde el tercer trimestre el desempeño de la economía peruana mejorará. En primer lugar, la actividad minera se acelerará, apoyada en que el megaproyecto minero Toromocho alcanzará finalmente un nivel de producción de plena capacidad y en que las minas que durante la primera mitad del año se paralizaron parcialmente por labores de mantenimiento volverán a operar. Ello se reflejará por el lado de la demanda en mayores exportaciones. En segundo lugar, las medidas que ha venido recientemente anunciando el Gobierno favorecerán el gasto de las familias y facilitarán que se dinamice el gasto público. Finalmente, habrá cierta recuperación de la demanda del sector privado apoyada en un mercado laboral que ha empezado a mejorar. Con el rebote del producto en el segundo semestre, algo mayor al 4,5%, el crecimiento en 2014 se ubicará alrededor de 4%. En los siguientes dos años, con el ingreso en fase operativa de algunos grandes proyectos mineros y la construcción de obras de infraestructura que recientemente se han concesionado, entre ellos la Línea 2 del Metro de Lima, la actividad avanzará a un ritmo más próximo al 6%.

**Por el lado de las cuentas externas, estimamos que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicará en torno al 5% del producto en 2014 y 2015, para luego empezar a cerrarse gradualmente.** En el primer trimestre de 2014 el déficit en la cuenta corriente alcanzó el 6,0% del PIB. Estimamos, sin embargo, que en lo que resta del año tenderá a ceder recogiendo el mayor empuje del sector minero (mayores exportaciones) y una demanda de importaciones que mostrará un avance aún acotado. Ello compensará la tendencia descendente del precio del cobre. En los próximos años, sobre todo desde 2016, con el ingreso en fase operativa de algunos otros grandes proyectos mineros, el déficit irá cerrándose paulatinamente. Cabe señalar que el influjo de capitales de largo plazo seguirá financiando estos déficit, aunque con menor holgura que en años anteriores. **Por el lado de las cuentas públicas, el resultado fiscal pasará a ser moderadamente negativo desde el próximo año.** Prevemos que en 2014 el resultado continuará siendo superavitario, pero solo levemente, menor que en años previos debido al impulso que el Gobierno imprimirá, sobre todo en el segundo semestre. En los siguientes años, el resultado se tornará moderadamente deficitario, con lo que se mantendrá la tendencia a disminuir del saldo de deuda pública bruta pero a un ritmo más lento, alcanzando un nivel de alrededor de 18% del PIB en 2018. Se incorpora así las operaciones de endeudamiento público para el financiamiento de grandes obras de infraestructura, como por ejemplo la modernización de la refinera de Talara.

**Los mercados financieros locales continuaron recuperándose en los últimos meses.** La tendencia alcista de los mercados observada en la segunda mitad del primer trimestre se ha mantenido en adelante y se ha conseguido recuperar así buena parte de las correcciones a la baja acumuladas desde mayo de 2013. Este comportamiento de los precios de los activos locales se ha apoyado en los buenos fundamentos de la

economía peruana, los que incluso llevaron a que Moody's mejore la calificación crediticia soberana en dos niveles, a A3, en la moderación de las tensiones financieras internacionales, el continuado apetito por el riesgo, y la aún abundante liquidez internacional, que en conjunto favorecieron renovados flujos de capitales pese a la desaceleración de la actividad económica. En el mercado cambiario, en particular, la moneda local se ha fortalecido desde febrero. Prevemos, sin embargo, que esta evolución empezará a revertir pronto y que el tipo de cambio cerrará el año en 2,85, estabilizándose en el medio plazo alrededor de 2,90. El elevado déficit externo y la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, la que fortalecerá al dólar globalmente, sustentan esta previsión. Cabe finalmente mencionar que la suspensión de pagos de deuda pública por parte de Argentina a fines de julio no tuvo impacto en los mercados financieros del resto de la región por sus escasos vínculos financieros y por el carácter idiosincrático del evento.

**Por el lado de los precios, el panorama sigue siendo complicado.** La inflación se mantuvo en los últimos meses por encima del rango meta. Si bien parte de esta desviación se debe a factores de oferta, como por ejemplo alzas en los precios de alimentos y combustibles, también se observan presiones por el lado de la demanda, en particular en los precios de servicios como salud y educación. En un contexto de desvío prolongado de la inflación por encima de la meta, que en el caso de la subyacente lleva ya tres años, las expectativas de inflación a un año vista (e incluso las de 2015 y 2016) se han incrementado hasta cerca del techo del rango objetivo. Ello le imprimirá inercia al proceso de formación de precios en los siguientes meses, compensando así las menores presiones inducidas por la moderación en el crecimiento de la actividad económica y por la reversión de choques de oferta. Prevemos que la inflación, ahora en 3,3%, fluctuará entre 2,9% y 3,5% en lo que resta del año, cerrando 2014 alrededor de su nivel actual. La convergencia al interior del rango meta y su consolidación dentro de este probablemente se dará solo en la segunda mitad de 2015.

**Este entorno macroeconómico coloca al Banco Central en un dilema.** De un lado, la actividad se ha desacelerado de manera pronunciada, más que lo esperado, y las expectativas empresariales se han deteriorado, lo que puede prolongar el bache. Ello sugiere recortar la tasa de referencia. De otro, la inflación, las expectativas de inflación y el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos son elevados, lo que sugiere por el contrario actuar con mesura. En este contexto, el Banco Central se ha inclinado por la priorización de su papel estabilizador del producto y recortó en julio la tasa de interés de política, aunque de manera acotada (-25pb). Complementa así las medidas que por el lado fiscal también se vienen implementando. Probablemente se produzca una rebaja similar en agosto. El papel más activista de la política monetaria, si bien entendible en la coyuntura actual, conlleva riesgos: una eventual pérdida de credibilidad. Creemos por ello que en adelante no se observarán estímulos adicionales por el lado monetario, con lo que la tasa de referencia cerrará el año en 3,50%. En 2015, la recuperación de la actividad favorecerá que el Banco Central oriente sus acciones a consolidar el retorno de la inflación a la meta. Con el ajuste de la tasa de política, que estimamos que coincidirá con el inicio del ciclo alcista de tasas en EEUU, atenuando así eventuales episodios de volatilidad en el mercado cambiario local, esta alcanzará un nivel de 4,0% a fines de ese año.

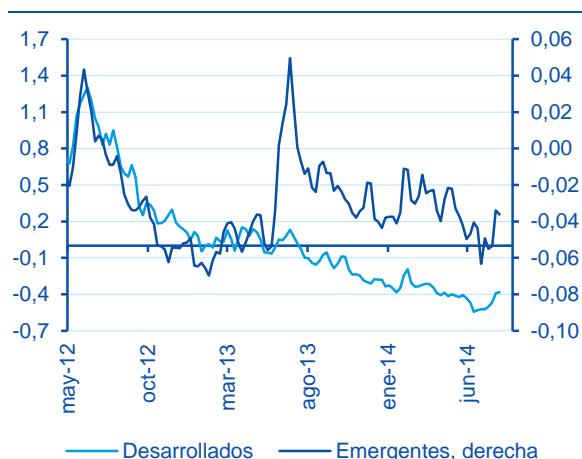
**Finalmente, percibimos que el principal riesgo es actualmente interno: una mayor caída de la confianza empresarial que a través de la menor inversión acentúe el ajuste cíclico de la economía.** Nuestra previsión de crecimiento incorpora una mejora de la actividad desde el tercer trimestre del año. La minería se recuperará y las medidas recientemente anunciadas por el Gobierno favorecerán el gasto público y privado. Sin embargo, si el rebote tarda en darse o es muy débil, la confianza empresarial podría mostrar cierta sensibilidad y eventualmente afectar las decisiones de inversión. Se intensificaría así el ajuste cíclico de la actividad. En este escenario, se esperarían estímulos fiscales y monetarios adicionales.

## 2 Recuperación global más lenta, en un entorno complejo

### Bajas tensiones financieras, dominadas por la FED, apoyan un escenario favorable al crecimiento

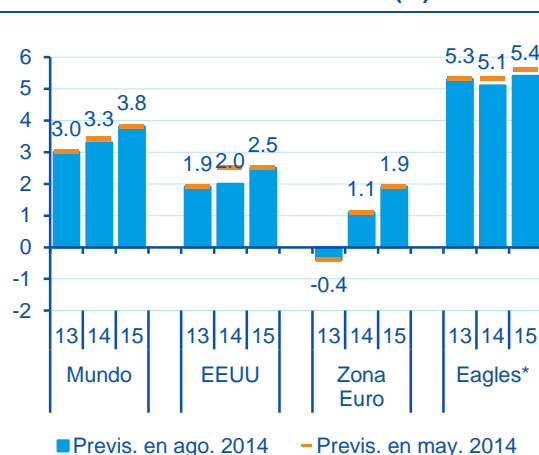
Los indicadores de coyuntura global son consistentes con un escenario favorable al crecimiento. Por un lado, las tensiones en los mercados financieros se mantienen en valores bajos de acuerdo a nuestros indicadores, tanto en mercados emergentes —el repunte reciente se debe específicamente a Rusia— como desarrollados (Gráfico 2.1). Por otro, la actividad industrial y el comercio mundial mantienen un buen dinamismo. Todo ello en un entorno global en el que los eventos de riesgo geopolítico, aun sin ser claramente disruptivos de la actividad económica, sí que surgen por doquier, aumentando la incertidumbre. Por ahora, la volatilidad financiera se encuentra en niveles históricamente bajos, ya que el factor que domina el comportamiento de los mercados financieros globales es la Fed, que gestiona cuidadosamente una salida muy pausada de los excepcionales impulsos monetarios de los últimos años.

Gráfico 2.1  
**Índice BBVA de Tensiones en los mercados financieros**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
**Previsiones de crecimiento del PIB(%)**



Fuente: BBVA Research

### En China, se aleja el riesgo de brusca desaceleración y se sostendría un crecimiento por encima del 7%

China se aleja del riesgo de brusca desaceleración, que algunos se planteaban hace pocos meses, gracias a la mejora de las exportaciones y a medidas de apoyo fiscal y monetario. La mejora de la demanda externa y el freno en la apreciación del yuan han favorecido la recuperación de las ventas al exterior, a la vez que las autoridades han puesto en marcha la relajación de la política monetaria con recortes de los ratios de reservas bancarias que han favorecido el crédito. El control del sector bancario en la sombra y los planes de liberalización del sector bancario más regulado están favoreciendo que la mayor parte de la nueva financiación la esté proporcionando este último. Esa combinación de medidas de control y a la vez liberalización para favorecer la competencia de la banca tradicional (libertad de fijación de tasas de interés, facilitar la entrada de inversión privada, favorecer el crédito a empresas privadas frente a las del sector estatal) son las que deben permitir que el proceso de desapalancamiento se produzca de modo ordenado,

sin ajustes bruscos. Finalmente, también se han tomado medidas de política fiscal, sobre todo con el aumento del gasto en infraestructuras, más dirigido que en otras ocasiones.

Con todo ello, se mantienen las perspectivas de una desaceleración muy acotada, hasta el 7% en 2015 desde el 7,7% en 2013. Este movimiento lleva además aparejado un movimiento de largo plazo de aumento del peso del gasto en consumo de los hogares frente a la inversión empresarial, a la vez que la moneda china vuelve a tomar la tendencia previa de apreciación frente al dólar. En definitiva un rebalanceo económico con moderación del crecimiento de la deuda, para lo cual las autoridades cuentan con el margen de maniobra que les da el elevado nivel de reservas, el control de la balanza por cuenta corriente con un ahorro privado elevado y la relativamente baja deuda pública.

## Bache transitorio del crecimiento en EEUU. La política de comunicación de la FED será clave para minorar la volatilidad de los mercados

La caída del PIB estadounidense en el primer trimestre de 2014 se debió principalmente a factores transitorios, pero la intensidad del ajuste obliga a rebajar las perspectivas de crecimiento de 2014 desde el 2,5% al 2% (Gráfico 2.2). El descenso del PIB de EE.UU. del 2,1% trimestral a ritmo anual es de los más intensos de la serie histórica en una etapa cíclica de crecimiento. La información coyuntural más reciente muestra que la economía norteamericana se ha recuperado del efecto intenso pero transitorio del mal tiempo y de una fuerte caída de la acumulación de stocks.

Mayor incertidumbre existe sobre las perspectivas de tensionamiento de la política monetaria de la FED y, sobre todo, del impacto global que ello tendrá en los mercados financieros. La FED dejará de ampliar su balance en octubre, iniciando entonces una etapa en la que será la llegada de nueva información sobre la fortaleza del ciclo económico y el anclaje de las perspectivas inflacionistas la que determinará el ritmo y las medidas monetarias a tomar. En nuestro escenario más probable, será en el tercer trimestre de 2015 cuando se produzca la primera subida de la tasa de los fondos federales, con un sesgo a que se pueda producir más cerca de mediados de año. En este escenario, la política de comunicación de la Fed ganará en importancia, y con ello, también es factible un aumento de la incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros globales.

## Mejoran las perspectivas de la zona del euro por el apoyo de las políticas de demanda y los avances en la Unión Bancaria

Los indicadores de coyuntura del área del euro son consistentes con una suave recuperación del PIB, acorde con la previsión de llegar al 1,1% en el conjunto del 2014, primer crecimiento anual desde 2011. La sostenida mejora de las condiciones de acceso a los mercados financieros, especialmente para las economías más estresadas de la periferia del área, es el principal factor de soporte al crecimiento del área, a lo que se une el relajamiento de los objetivos de déficit público en el corto plazo y un entorno exterior que es más positivo. Las razones últimas de este círculo virtuoso son básicamente dos. En primer lugar, la confianza generada por las decisiones tomadas por las autoridades del área para fortalecer el mercado único en el sector financiero y el apoyo de la política monetaria implementada por el BCE, yendo más allá de lo que era previsible hace pocos trimestres. En segundo lugar está el anclaje de las tensiones financieras globales en niveles mínimos. Además, las reformas emprendidas en los mercados de factores productivos de algunas economías, orientadas a favorecer una mejora de los precios relativos frente al exterior, también son un factor positivo.

Con todo, aunque mantenemos las cifras esperadas de crecimiento en el 1,1% para 2014 y 1,9% para 2015 (Gráfico 2.2), el sesgo de las mismas es al alza si se considera el potencial impacto de las medidas anunciadas por el BCE. Todo ello no elimina la existencia de un riesgo bajista que se puede desencadenar por el empeoramiento de la crisis de Ucrania y los efectos de las sanciones económicas a Rusia, a lo que no sería ni mucho menos inmune el área del euro.

## En resumen, un crecimiento mundial que irá de menos a más a partir de la segunda mitad de 2014

En el escenario más probable, la ralentización registrada en el crecimiento mundial en la primera parte de 2014 habrá finalizado ya. Los indicadores de confianza cíclica y de volatilidad financiera más recientes son consistentes con una mejora paulatina, que permitiría alcanzar un crecimiento mundial en 2014 del 3,3%, tres décimas más que en 2013 (Gráfico 2.2). El mantenimiento de unas favorables condiciones de financiamiento global y el apoyo de las políticas económicas de demanda favorecería que el crecimiento se acelerase adicionalmente en 2015 hasta tasas cercanas al 3,8%, con aumento de la contribución de las economías más desarrolladas, que podrían poco a poco ir planteando la salida de los excepcionales estímulos de los últimos años.

La incertidumbre de este escenario base sigue sesgada a la baja por el resurgimiento de riesgos geopolíticos y las dudas sobre el impacto global en flujos de capital y precios de activos financieros de la cercanía de la subida de tasas en EE.UU.

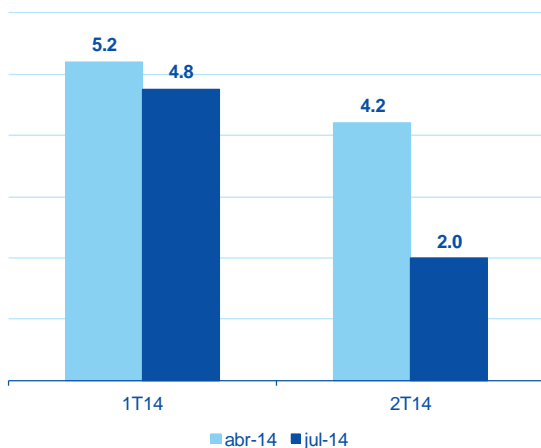
### 3. Perú: crecimiento moderado en 2014, pero perspectivas son más favorables hacia adelante

#### Factores de oferta exacerbaron desaceleración del gasto en el primer semestre

En lo que va del año, la actividad económica ha venido desacelerándose y pasó de crecer 4,8% a/a en el primer trimestre a 2% a/a (estimado) en el segundo. Esto es algo menos de la mitad de lo que previmos tres meses atrás (ver Gráfico 3.1) y sería la tasa de crecimiento trimestral más baja desde el año 2009, cuando la economía peruana se vio afectada por la crisis financiera global.

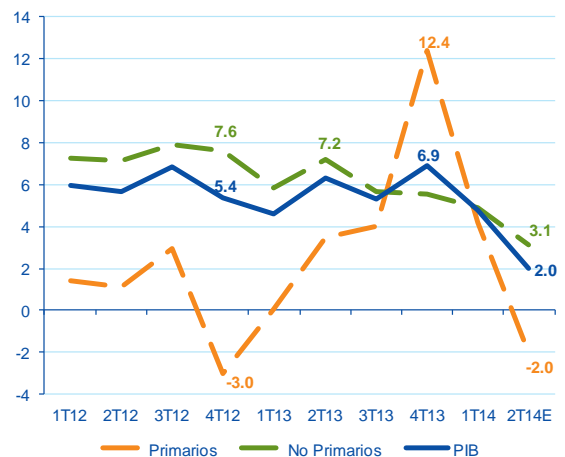
La sorpresa negativa se explica por un conjunto de factores. En primer lugar, la contracción de la Minería, sector que ha visto disminuída su oferta por la ejecución de obras de mantenimiento en la principal unidad extractiva de cobre (Antamina), así como por el cierre de algunas unidades de explotación aurífera (Pierina) y un menor contenido de metal en algunos yacimientos. También habrían registrado resultados negativos los sectores Construcción y Manufactura No Primaria, los que ya venían siendo afectados por el bajo dinamismo de la inversión privada y que, en este trimestre, vieron acentuada su desaceleración por la menor inversión de los gobiernos subnacionales, que controlan alrededor del 60% del total de gasto en inversión del sector público. Además, se registró una moderación del crecimiento de los sectores más vinculados con el gasto de las familias, como Comercio y Servicios. Como resultado, continuó desacelerándose el crecimiento de los sectores no primarios, más vinculados al gasto doméstico, tendencia que al nivel del PIB total se vio acentuada por la contracción temporal de los sectores primarios (ver Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1  
**PIB trimestral: esperado y ejecutado (var% a/a)**



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.2  
**PIB trimestral: primario y no primario (var % a/a)**



Fuente: BCRP y BBVA Research

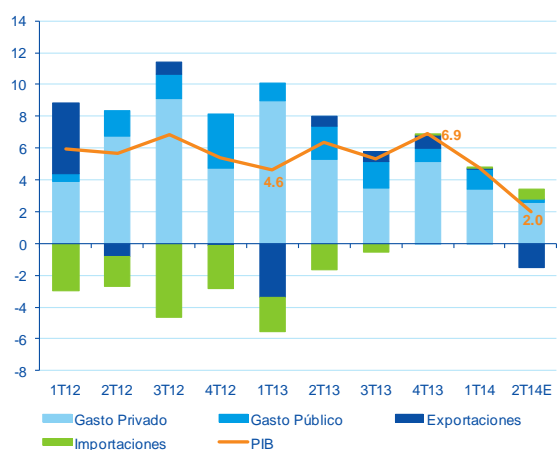
En perspectiva, la contribución de la demanda interna al crecimiento del PIB es la menor de los últimos años (ver Gráfico 3.3). Esto está vinculado en buena medida con la moderación del gasto privado, pero también ha jugado un papel el bajo dinamismo del gasto público. Por el lado privado, la inversión ha venido desacelerándose desde el año pasado, debido principalmente a la menor rentabilidad de los proyectos mineros. Esto último es una consecuencia de la tendencia descendiente de la cotización internacional de los metales (en particular, del cobre) y el aumento de los costos de producción. Estas son tendencias globales



que han obligado a las empresas mineras a replantear sus estrategias de inversión a escala mundial, lo que tiene importantes efectos sobre la economía local, dado que aproximadamente el 20% de la inversión total está vinculada directamente a la minería, y esta proporción es mayor si tomamos en cuenta las relaciones de esta actividad con otros sectores, como construcción y servicios. Esto pone de manifiesto que, por un lado, la relación entre el desempeño de la economía global y la peruana sigue siendo estrecha y, por otro, que si se tiene como objetivo mantener las relativamente elevadas tasas de crecimiento que se registraron en la década pasada (superiores al 6% en promedio) será necesario continuar con las reformas que profundicen la eficiencia de los mercados locales a través de medidas de oferta que apuntalen el crecimiento potencial.

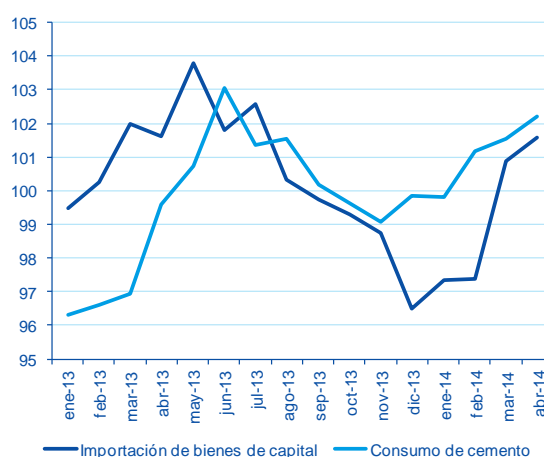
En cuanto al gasto público, el menor impulso mostrado en lo que va del año se explica por la suspensión judicial de las cuentas de algunos gobiernos subnacionales luego de que sus principales autoridades fueran puestas bajo investigación por supuestos actos de corrupción, y por el aumento de la supervisión de las ampliaciones presupuestales por parte del gobierno central. Todo esto se ha visto exacerbado por la caída de las exportaciones en el contexto de menor producción minera.

Gráfico 3.3  
**Contribución al crecimiento del PIB (var %/a y pp)**



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.4  
**Indicadores de inversión privada (promedio móvil 3m del índice desestacionalizado, 2013=100)**



Fuente: INEI y BBVA Research

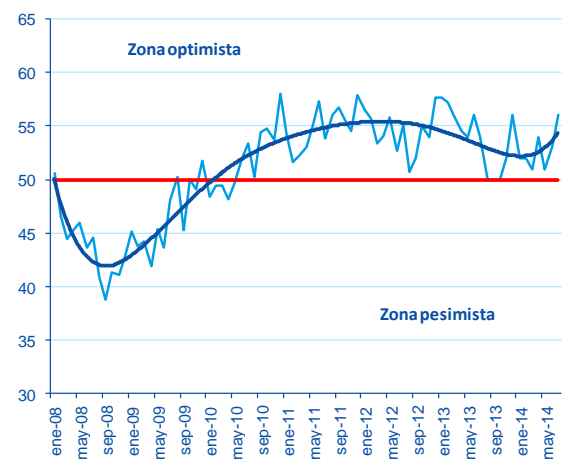
## Desaceleración ya habría tocado fondo y estimamos que la actividad recuperará velocidad en el segundo semestre

Algunos elementos indican que los componentes del gasto privado comenzarán a tener un desempeño más auspicioso en los siguientes meses. Por el lado de la inversión, las cifras desestacionalizadas de importación de bienes de capital y de despachos de cemento vienen evolucionando favorablemente (ver Gráfico 3.4) y, en términos intermensuales, su crecimiento ha sido positivo, a diferencia de lo que ocurría hasta inicios de año. Esto aún no se refleja en las tasas de crecimiento interanual porque la base de comparación (el volumen del mismo mes del año pasado) sigue siendo alta, pero de mantener esta tendencia, los resultados serán mejores en los siguientes meses. Además, la reciente reducción de la tasa de referencia del Banco Central tendría un impacto en reducir los costos financieros de corto plazo del sector corporativo.

Por el lado del consumo, en los últimos meses también se ha venido registrando una mejora en los resultados del mercado laboral, con una aceleración de las tasas de crecimiento del empleo dependiente (4,6% a/a en 2T14 frente a -0,2% a/a en 1T14), así como de los salarios (7,1% a/a en 2T14 frente a 4,9%

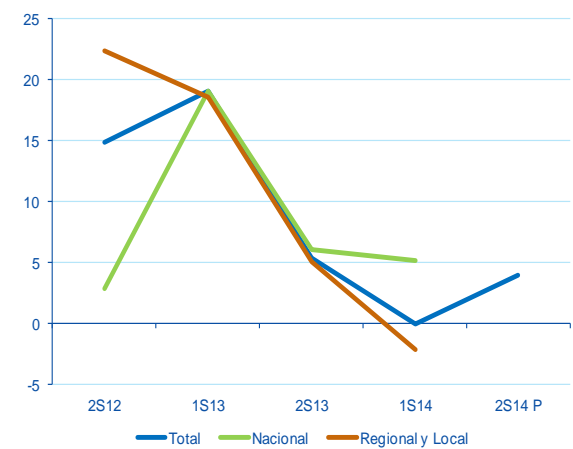
a/a en 1T14). Esto ha venido impactando positivamente en la confianza de los consumidores, la que ha mostrado incrementos en los últimos dos meses y se ha situado en 56 puntos, cercana a los niveles máximos de los últimos cuatro años (Ver Gráfico 3.5). Hacia adelante, el gasto de las familias podría encontrar un soporte adicional en el paquete de estímulo recientemente anunciado por el Gobierno, el que incluye una mayor flexibilidad para el uso de las cuentas CTS (cuentas individuales que sirven como fondo de desempleo) y pagos extraordinarios para los servidores públicos (aguinaldos por Fiestas Patrias). En este contexto, consideramos que es probable que en los siguientes meses el consumo privado muestre un desempeño más favorable.

Gráfico 3.5  
**Confianza del consumidor (índice de APOYO)**



Fuente: APOYO y BBVA Research

Gráfico 3.6  
**Inversión pública: total y por nivel de gobierno (var. % a/a)**



Fuente: BCRP, MEF y BBVA Research

También anticipamos una recuperación del gasto público, lo que se fundamenta en dos elementos. Primero, ya se vienen ejecutando las obras de prevención del Fenómeno de El Niño, lo que continuará a lo largo del segundo semestre. Las obras con este fin representan una inversión equivalente a 0,4% del PIB, del cual aproximadamente el 40% se ejecutará este año. Con ello, el crecimiento de la inversión pública volvería a registrar tasas positivas en el segundo semestre del año (ver Gráfico 3.6). Y segundo, durante este período se implementará el paquete de gasto previsto en el DU 001-2014, que, además de los aguinaldos más altos para los servidores públicos, considera desembolsos para mantenimiento de infraestructura y compra de equipos para salud y educación.

## Recuadro 1. Medidas fiscales para reactivar la economía

En los últimos meses el gobierno aprobó diversas medidas que dan soporte a la actividad económica. Las medidas se orientan tanto al corto plazo, actuando de manera contracíclica en un contexto en el que la economía peruana se ha desacelerado, y al mediano plazo, favoreciendo la productividad y la competitividad para apuntalar el crecimiento potencial del producto. El costo fiscal de las medidas implicará que el resultado de las cuentas públicas sea solo levemente superavitarario en 2014 y que en adelante se registren déficit moderado, a pesar de lo cual la deuda pública bruta seguirá descendiendo suavemente en los próximos años.

### 1. Medidas contracíclicas que estimulan la demanda en el corto plazo:

Las medidas de corto plazo, que tienen carácter transitorio, están enfocadas a estimular la demanda mediante el incremento del consumo de las familias y un mayor gasto de inversión pública:

- Elevar el poder adquisitivo de las familias. Por el lado de los empleados del sector público, las medidas consideran: (i) aguinaldo extraordinario en julio, (ii) pago de deudas laborales por demandas judiciales, (iii) adelanto del incremento remunerativo ya previsto para el personal de las Fuerzas Armadas y Policía Nacional, (iv) aumentos a los profesores contratados (sector Educación), (v) incremento de las pensiones de viudas y jubilados. Además, se ha incrementado la libre disponibilidad de los depósitos que hacen los empleadores por Compensación por Tiempo de Servicios (CTS, que es esquema de protección frente al desempleo), a partir de cuatro sueldos, lo que considera tanto a empleados del sector público como del sector privado.
- Aumentar el gasto público en inversión mediante obras de prevención del Fenómeno del Niño.
- Aumentar el gasto público en bienes y servicios. Se destina gasto en mantenimiento de infraestructura del

sector educación y reposición de equipos de los establecimientos de salud. Así también las compras de kits educativos, calzado y cocinas a las MIPYMES.

- Facilitar la adquisición de vivienda social. Se ampliará el fondo público destinado al financiamiento del Bono Familiar Habitacional y del Bono del Buen Pagador.

Se estima que el costo fiscal de estas medidas es algo mayor a 1 punto porcentual del PIB.

### 2. Medidas que favorecen la productividad y la competitividad en el mediano plazo:

Las medidas de mediano plazo están enfocadas por el lado de la oferta y consideran cambios en el sistema tributario que reducen los costos de transacción, disminución de sobrecostos que enfrentan las empresas, simplificación de trámites para obtener permisos y licencias y, finalmente, impulsan a la inversión en sectores importantes por su contribución al crecimiento y el empleo. Entre las principales medidas se puede anunciar las siguientes:

- Simplificación de procedimientos de estudios y permisos ambientales, coordinación intersectorial de estándares ambientales y la reducción de multas ambientales y laborales. Además se eliminarán los incentivos perversos que tienen las entidades fiscalizadoras del Estado para aplicar sanciones.
- Cambios en la regularización de la Ley de Seguridad y Salud en el Trabajo de manera que las empresas enfrenten costos más razonables y disminuyan así los incentivos para optar por la informalidad, sin que con ello se descuide la seguridad y salud de los trabajadores.
- Se agilizarán los procesos de contratación del Estado y se buscará también una mayor competencia en estos.
- Se realizarán cambios en el sistema tributario buscando así reducir costos de transacción. Se reduce la tasa de

- detracciones de 12% a 10% para las actividades de servicios, de esta manera se deduce el costo financiero de este régimen sobre los contribuyentes. Asimismo, se modifica el régimen de percepciones del IGV para incorporar criterios de mercado.
- Además se extiende el plazo del Régimen de Reintegro Tributario del IGV para los grandes proyectos de inversión.
  - Mayor gasto en el sector Educación. Priorizará la infraestructura, la revalorización de la carrera docente, y la mejora de la calidad del aprendizaje. En ese sentido, se incrementará el presupuesto de Educación en 2015 en S/. 4 mil millones, lo que equivale a medio punto porcentual del producto, de manera que los recursos totales que se destinan a este sector se elevarán hasta 3,5% del PIB.
  - Mayor gasto en el sector Salud. Se ejecutará un programa de inversión en infraestructura y equipamiento que ascenderá a S/. 8 400 millones hasta 2016.
  - Ampliación de los programas sociales. Se extenderán siguiendo criterios de focalización. Además, se ampliará la cobertura del SIS a todos los escolares de inicial y primaria en el ámbito del programa Qali Warma.
  - Mayores concesiones en infraestructura. Hasta el 2016 se espera entregar en concesión la Línea 3 del Metro de Lima. Además, se adjudicará el tercer grupo de aeropuertos (Jauja, Huánuco y Jaén) y el proyecto de Hidrovías Amazónicas.
  - Ampliación del esquema de inversión de obras por impuestos a sectores de educación, salud, agricultura y orden público.
  - Fortalecimiento de la seguridad ciudadana. En lo que resta del año se incorporarán 30 000 personas al servicio policial. Además, se reforzará la coordinación entre las entidades del Estado para identificar y prevenir las amenazas a la seguridad ciudadana.

- Se mejorará el proceso de descentralización, incluyendo aquí una propuesta para modificar la distribución y uso del canon minero.
- Modernización de las empresas eléctricas del Estado con una apertura de un 20% de capital privado.
- Implementación del Plan Nacional de Diversificación Productiva. Favorecerá la ampliación de la canasta exportadora, se simplificará los trámites con el Estado y se impulsará la productividad.

En general, las medidas anunciadas en los últimos meses están correctamente orientadas. No solo buscan darle un soporte a la actividad en el corto plazo, moderando el ajuste cíclico del producto en lo que resta del año, sino que también apuntalan el crecimiento potencial de la economía peruana. Los mayores desafíos que tiene Perú para sostener un importante ritmo de expansión en el mediano y largo plazo, como por ejemplo incrementar el capital físico y humano, son precisamente algunos en los que las medidas se centran.

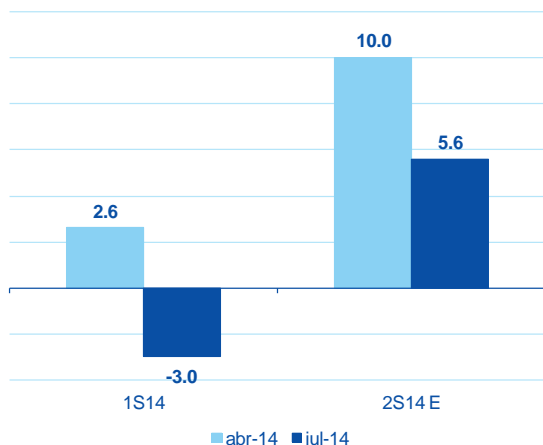
Además el incremento que se dará en el gasto público corriente es en buena parte un adelanto de lo que ya se tenía previsto aumentar, por lo que el impacto sobre las cuentas fiscales será en ese sentido solo transitorio. Prevemos así que el resultado fiscal será levemente superavitario en 2014 y que los próximos años será levemente deficitario, de manera que el saldo de la deuda pública bruta seguirá descendiendo suavemente en adelante.

En resumen, nuestra valoración sobre las medidas anunciadas es en general positiva. Hacia adelante, es importante continuar impulsando aquellas que buscan elevar la productividad y la competitividad, es decir, el crecimiento potencial de la economía peruana. En ese sentido, es necesario mejorar aún más el entorno para hacer empresa, evitando la duplicidad de trámites y reduciendo la demora de los mismos y sus costos. Para ello será necesario continuar trabajando en conjunto con el sector privado para identificar y levantar (o evitar que se implementen) barreras que inhiban la inversión.

Es necesario también favorecer una mayor flexibilidad del mercado laboral, facilitar el acceso a mercados (tanto internos como externos, de manera que en este último caso se aprovechen mejor los tratados de libre comercio), favorecer la innovación de productos y procesos en las empresas, y acelerar el trabajo en infraestructura y capital humano. Finalmente, es necesario lograr que la formalización sea atractiva, pues de lo contrario las empresas no logran alcanzar su máximo potencial y la carga tributaria recae sobre solo unos pocos, lo que perjudica su competitividad

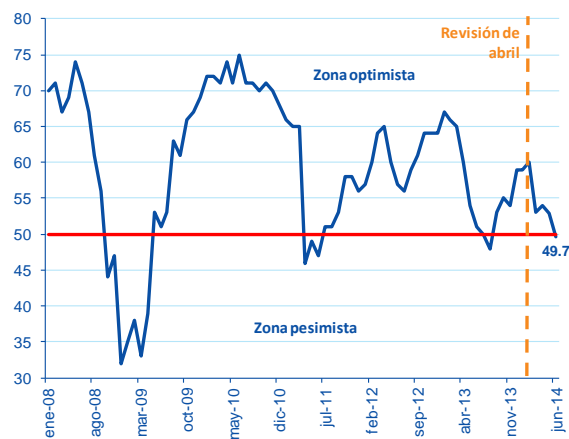
Las exportaciones también tendrán un mayor empuje, por el soporte proveniente de un mayor dinamismo de la minería. Esto último estará vinculado a la entrada en operación a máxima capacidad del proyecto Toromocho y al reinicio de operaciones en minas que estuvieron parcialmente paralizadas por operaciones de mantenimiento.

Gráfico 3.7  
**Exportaciones (var% a/a, real)**



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.8  
**Confianza empresarial (índice)**



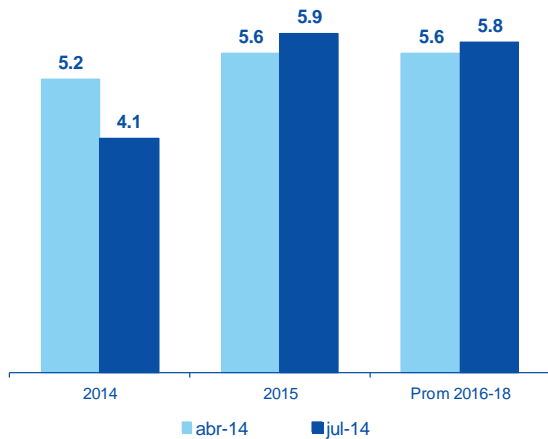
Fuente: BCRP y BBVA Research

Cabe señalar, sin embargo, que este rebote del producto en el segundo semestre será moderado. Por el lado de las exportaciones, si bien estas acelerarán por la mejora de la producción minera, el alza no será tan pronunciada como previmos tres meses atrás (ver Gráfico 3.7). Y es que el retraso en el ingreso de Toromocho a producción a plena capacidad podría prolongarse hasta la mitad del tercer trimestre (en nuestra previsión anterior consideramos que desde el inicio de la segunda mitad del año estaría plenamente operativo). Además, algunos elementos que explicaban la baja producción en la primera parte del año seguirán presentes, como las bajas leyes de algunas unidades extractivas. Por el lado de la inversión, la confianza empresarial se ha ubicado en zona pesimista y es posible que se deteriore más, por las sorpresas negativas de crecimiento del segundo trimestre (ver Gráfico 3.8). Esto es consistente con una recuperación moderada de la inversión privada. Finalmente, algunos los factores que han venido representado una restricción para la expansión de la inversión pública, como el congelamiento de las cuentas de algunos gobiernos regionales, seguirán presentes.

### Revisamos a la baja el crecimiento de 2014

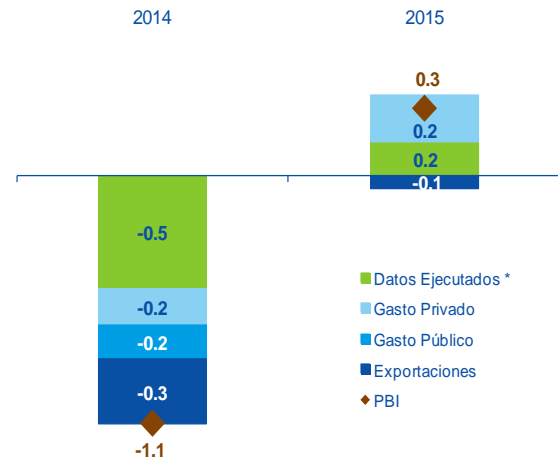
Nuestra previsión de crecimiento para este año es de 4,1%, menor en algo más de un punto porcentual a lo que anticipamos hace tres meses (5,2%). Cerca de la mitad de esta revisión se explica por el menor impulso que ahora esperamos para el gasto doméstico y externo durante el segundo semestre (en relación al que esperábamos en abril) y la otra mitad por las sorpresas negativas de crecimiento en la primera parte del año, sobre todo en el segundo trimestre (ver Gráfico 3.10).

Gráfico 3.9  
Proyecciones PIB (var. % interanual)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.10  
Componentes que explican el cambio en las proyecciones (puntos porcentuales)

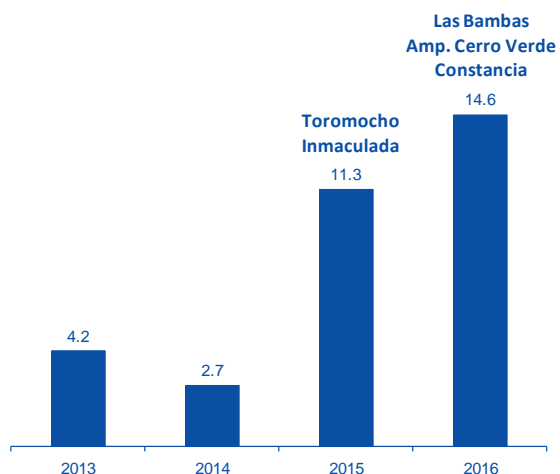


Fuente: BBVA Research

### Sin embargo, el producto rebotará a tasas cercanas al 6% desde 2015

Para los próximos años esperamos un importante rebote en la expansión económica. Ello se sustenta en dos factores. Primero, la entrada a fase operativa de grandes proyectos mineros. Al ingreso de Toromocho le seguirán pronto Inmaculada (oro y plata) y Constancia (cobre), luego Las Bambas, y ya en 2016 la Ampliación de Cerro Verde y la Ampliación de Toromocho (ambos de cobre). En el Gráfico 3.11 se muestran estos proyectos de acuerdo con su mayor impacto sobre la tasa de crecimiento de la Minería. Así, si bien Toromocho iniciará en agosto próximo su fase de plena capacidad operativa, recién en 2015 completará un año de extracción a sus niveles regulares. Por ello, su impacto sobre la tasa de crecimiento de la Minería será mayor el próximo año, explicando casi tres cuartas partes de la tasa de crecimiento estimada para este sector en 2015. Con un razonamiento similar, la producción de Las Bambas, la Ampliación de Cerro Verde y Constancia explican más del 90% del crecimiento del sector en 2016. Con estos proyectos, esperamos que la producción de cobre prácticamente se duplique hacia el 2017 en relación con la producción del año pasado. El segundo factor sobre el que se apoyan las proyecciones más alentadoras para el crecimiento del PIB desde 2015 en adelante es la construcción de grandes proyectos de infraestructura (ver Tabla 3.1). En lo que va del año, ProInversión ha mostrado un buen dinamismo en la concesión de proyectos de inversión y ha concluido concursos por un monto de casi USD 16,6 mil millones, entre los que destacan el Gasoducto Sur Peruano por USD 7,3 mil millones y la Línea 2 del Metro de Lima por USD 5,7 mil millones. A esto habría que sumar el anuncio por parte de PetroPeru (empresa petrolera estatal) de la Modernización de la Refinería de Talara, proyecto que contará con un monto de inversión de USD 3,5 mil millones.

Gráfico 3.11  
**Minería (var. % interanual)**



Fuente: BBVA Research

Tabla 3.1  
**Principales proyectos de infraestructura**

Proyecto *	Inversión ** (Millones de US\$)
Gasoducto Sur Peruano	7,300
Línea 2 del Metro de Lima	5,658
Modernización de Refinería de Talara	3,500
Nodo Energético del Sur	826
Aeropuerto de Chinchero	776
LT Moyobamba - Iquitos	686
Longitudinal de la Sierra - Tramo 2	651
LT Mantaro - Montalvo	388
LT Machupicchu - Tintaya	159
<b>Total</b>	<b>19,944</b>

\* Proyectos concesionados por ProInversión, a excepción de la Refinería de Talara, que será llevado adelante por Petro Perú.

\*\*Montos correspondientes al periodo de implementación de cada proyecto. Incluye IGV.

Fuente: BBVA Research

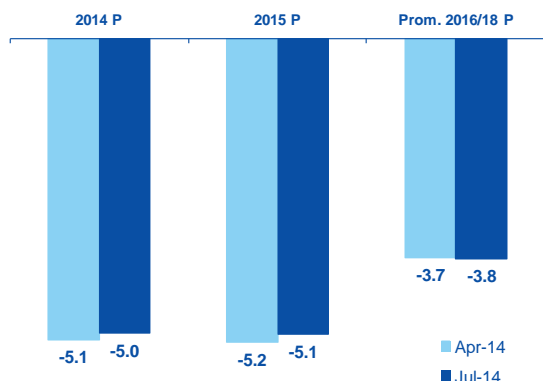
En este contexto, se espera que la inversión en infraestructura experimente un auge en el siguiente quinquenio, lo que tienen relevancia para la economía local por dos motivos. Primero, en el mediano plazo, permitirá compensar el anticipado descenso de la inversión minera y, con ello, será posible que el gasto de capital privado mantenga tasas de expansión positivas y que la inversión total mantenga un nivel superior al 27% del PIB. Ello le seguirá dando soporte a un crecimiento tendencial superior al 5% anual. Segundo, esta inversión contribuirá con el objetivo de cerrar la brecha de infraestructura que tiene el país, que se calcula en USD 88 mil millones (de acuerdo con el Plan Nacional de Infraestructura 2012-2021 propuesto por AFIN). Con ello, se atacará una de las debilidades estructurales de las que ha venido adoleciendo la economía peruana, como lo evidencia el puesto 91 (de 148 países) en el rubro de infraestructura del Ranking de Competitividad Global 2013-2014 del World Economic Forum. Estas obras permitirán remediar, al menos parcialmente, esta debilidad, al ofrecer una mejor interconectividad (del país con el mundo y entre las distintas regiones dentro del país), facilitando la creación de cadenas de valor y la complementariedad entre las distintas actividades económicas. Todo esto nos lleva a pensar que este auge de la inversión en infraestructura impulsará la productividad y el crecimiento potencial en el medio y largo plazo.

### La brecha externa seguirá representando el principal factor de vulnerabilidad macroeconómica

Nuestras estimaciones siguen considerando que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se situará en alrededor de 5% del PIB este año y el próximo (ver Gráfico 3.12). En relación con las estimaciones de abril, hemos revisado al alza nuestra previsión del precio del cobre, de tal manera que el descenso hacia su nivel de largo plazo es ahora más lento. En 2014, esto se verá compensado con los menores volúmenes exportados, dado el retraso de la entrada en operación a plena capacidad de Toromocho. Además, estamos considerando que el precio del petróleo se ubicará en un nivel más alto, más cercano a USD 110 (para la variedad Brent) que a USD 105 (según nuestra anterior versión), como resultado de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio. Esto introduce presión sobre el déficit externo y, en 2015, compensa los precios del cobre más altos.

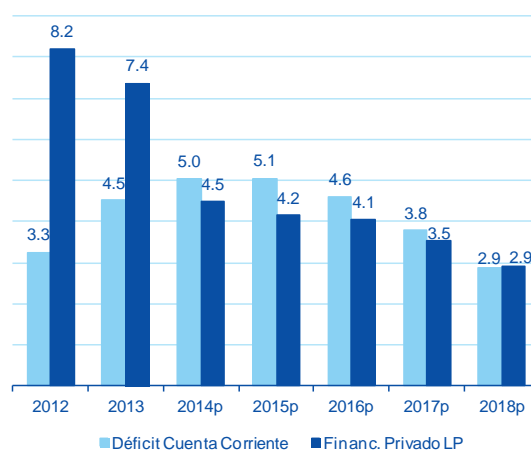


Gráfico 3.12  
Cuenta Corriente (% PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.13  
Déficit de cuenta corriente y financiamiento privado de largo plazo (% del PIB)



Fuente: BCR, BBVA Research

A pesar de que el nivel estimado de la brecha externa es relativamente alto e implica un factor de vulnerabilidad ante una eventual restricción crediticia a nivel global, existen dos elementos que atenúan estas preocupaciones. Por un lado, esta brecha se irá cerrando paulatinamente debido principalmente al aumento de las exportaciones que significará la entrada en etapa de operación de los nuevos proyectos mineros. Por otro, el déficit seguirá siendo financiado con capitales de largo plazo, aunque con menor holgura que en años previos (ver Gráfico 3.13). Esto guarda relación con las menores entradas de IED por minería, en un contexto en que las grandes corporaciones mineras vienen recortando gasto en nuevos proyectos y se vienen concentrando más en las ampliaciones, por el menor riesgo que implican.

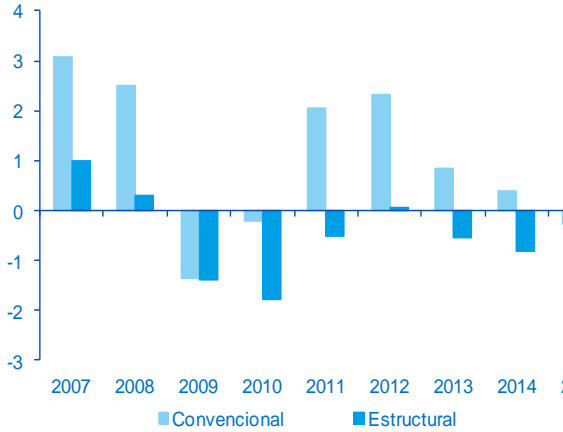
### El resultado fiscal será ligeramente deficitario en los próximos años y la deuda pública seguirá mostrando una tendencia decreciente

Para el año 2014 estimamos que las cuentas fiscales registrarán un ligero superávit de 0,4% del PIB. Esta previsión considera ingresos por pagos extraordinarios producto de la venta de acciones de dos empresas no residentes que en ese proceso han generado ganancia de capital. Se estima que el impacto de estos ingresos extraordinarios será equivalente a cerca de 0,4% del PIB.

Por el lado del gasto, se considera una recuperación en el segundo semestre del año que estaría liderado por el gasto de la inversión pública del gobierno nacional (considera la ejecución de gastos en obras de prevención para el Fenómeno de El Niño) y por un mayor gasto corriente debido al incremento remunerativo del personal de las Fuerzas Armadas y profesores contratados, incremento de las pensiones, un aguinaldo extraordinario para servidores, y gastos destinados a mantenimiento de infraestructura del sector educación y reposición de equipos de establecimientos de salud (ver Recuadro N°1).

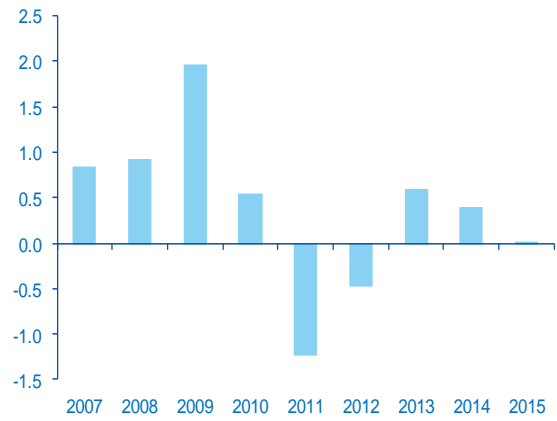
En términos estructurales, este resultado será moderadamente deficitario en 2014, en tanto que la posición fiscal será expansiva, algo razonable en un entorno en el que se busca atenuar la desaceleración dem la actividad

Gráfico 3.14  
**Resultado económico convencional y estructural (% del PIB)**



Fuente: BBVA Research.

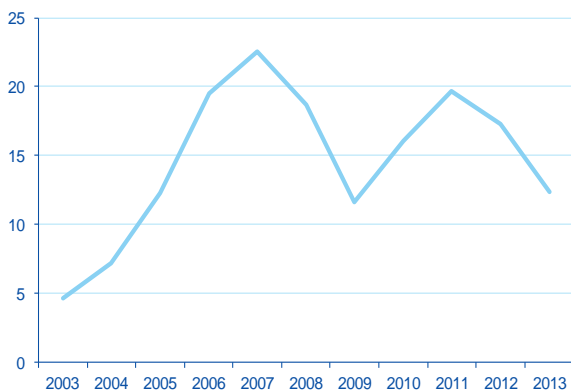
Gráfico 3.15  
**Impulso fiscal (% del PIB)**



Fuente: BBVA Research.

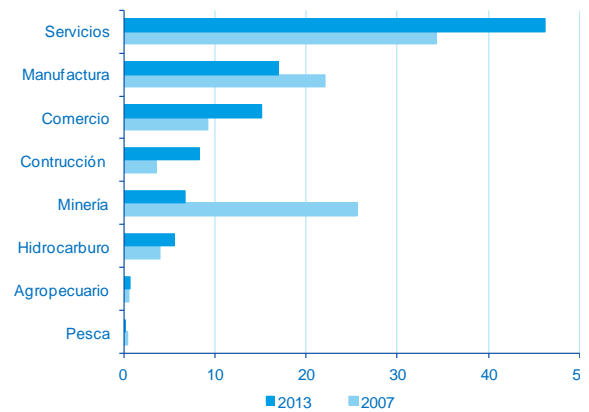
Hacia adelante seguimos previendo déficit fiscales moderados que no excederán el 0,3% del PIB en el horizonte de proyección. Es importante señalar que en los últimos años se ha reducido la dependencia de los ingresos por recursos naturales (mineros e hidrocarburos). En el 2013 los ingresos de este sector representaron alrededor del 12,0% del total de ingresos fiscales, por debajo de lo alcanzado en el 2007 (22,6%), lo que acota el impacto en la recaudación de los menores precios esperados de los metales en el futuro, dando importancia en la recaudación a sectores vinculados con la actividad no primaria.

Gráfico 3.16  
**Participación de los ingresos del sector Minería e Hidrocarburos en los ingresos fiscales (%)**



Fuente: SUNAT y BBVA Research.

Gráfico 3.17  
**Participación de los ingresos tributarios por sector económico (%)**

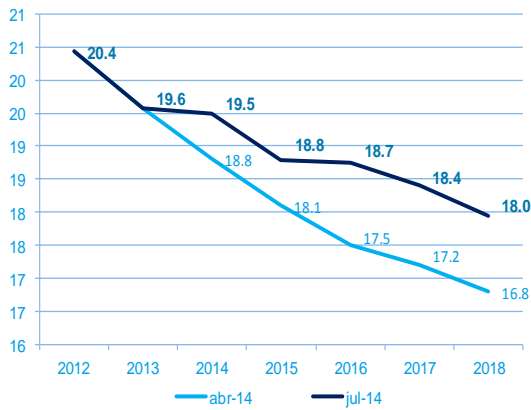


Fuente: SUNAT y BBVA Research.

**En los próximos años se espera un ratio decreciente de la deuda pública**

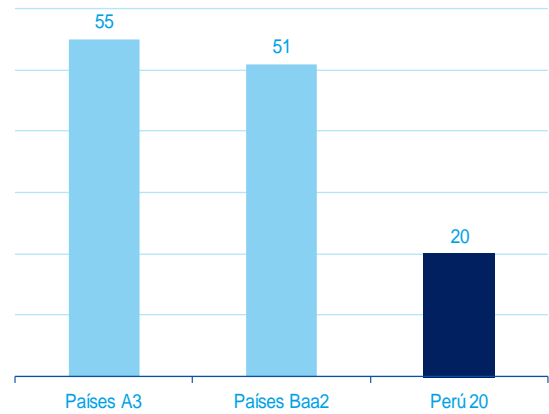
Hacia 2018, la deuda pública bruta representará alrededor del 18% del PIB, algo más de 1,5 puntos porcentuales por debajo de lo que hoy representa. El descenso de este ratio sería menos pronunciado que el esperado hace tres meses (Situación Perú mayo) debido a que estamos incorporando las operaciones de endeudamiento público para el financiamiento de grandes proyectos de infraestructura. Es importante señalar que en el mes de julio, Moody's elevó la calificación crediticia en dos escalas, a A3, ubicándonos dentro de las tres economías con mejor rating de la región (al igual que Chile y México). Los principales factores detrás del *upgrade* son: (i) un mayor fortalecimiento de los balances del gobierno y del marco fiscal (lo que implica una alta capacidad de pago), (ii) el sostenido impulso de reformas estructurales para incrementar el potencial de crecimiento del país y afrontar limitaciones estructurales y (iii) la expectativa de que la actividad económica se acelerará hacia el 2016. Es importante señalar que el ratio de deuda del Perú se encuentra por debajo de países de similar calificación crediticia (A3).

Gráfico 3.18  
**Ratio de deuda pública bruta (% del PIB)**



Fuente: BCR y BBVA Research

Gráfico 3.19  
**Ratio de deuda pública según calificación de Moody's (% del PIB)**



Fuente: Bloomberg

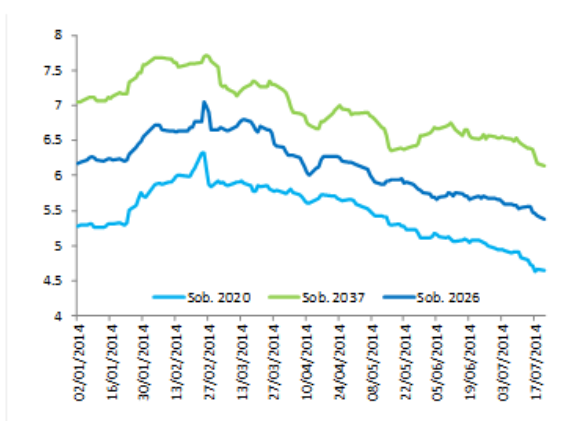
## 4. Mercados financieros locales muestran recuperación

### Rendimiento de bonos soberanos se reduce

Desde marzo, los rendimientos exigidos a los bonos soberanos peruanos han mostrado una tendencia decreciente. La disminución ha sido de alrededor de 50 puntos básicos en el tramo más corto (bonos 2015 y 2017) y en más de 100 puntos básicos en el resto de la curva (ver gráfico 4.1). Este comportamiento no solo se ha observado en las tasas de los soberanos peruanos. Otros mercados, entre los que se encuentran Colombia y Chile, también han mostrado reducciones en los rendimientos de sus bonos (ver gráfico 4.2), aunque menores a las registradas en Perú. Un factor que podría haber incidido sobre esta diferenciación es la mejora en la calificación crediticia que obtuvo el país al cierre de junio por parte de la calificadora Moody's, la que mejoró el rating de la deuda peruana desde Baa2 a A3. La reacción del mercado fue la esperada: el riesgo país se redujo ocho puntos básicos en los días que siguieron al anuncio, quedando así por debajo del colombiano, en tanto que la prima por riesgo de moratoria (CDS, por sus siglas en inglés) alcanzó el 2 de julio su valor mínimo histórico desde julio de 2007.

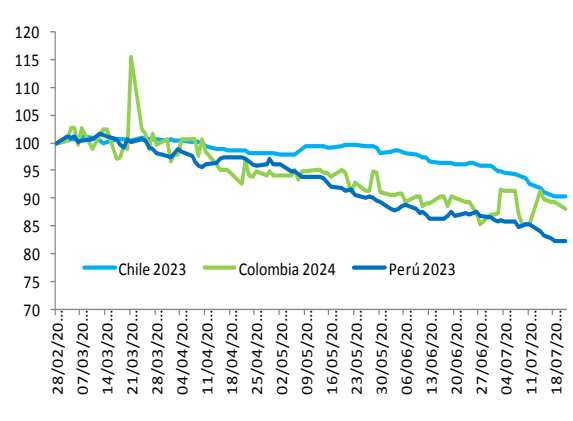
Otros factores detrás de esta tendencia decreciente en las tasas de bonos soberanos serían el menor riesgo sobre las economías emergentes ante la disipación de los temores de una desaceleración rápida de la economía china, la cual está reaccionando positivamente a las medidas anunciadas por el Gobierno a lo largo del año, así como las expectativas de que la Reserva Federal mantendrá las tasas de interés en sus niveles mínimos históricos por un tiempo más. Cabe agregar que los menores rendimientos de los bonos peruanos se dan a pesar de que la tenencia de soberanos en manos de no residentes se redujo a S/. 15489 en junio ( S/. 16327 en marzo), pasando a representar el 44% del saldo total. La disminución de las tenencias de no residentes ha sido sustituida por entidades financieras locales.

Gráfico 4.1  
**Rendimiento de bonos soberanos peruanos**



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4.2  
**Rendimiento de bonos soberanos**



Fuente: Bloomberg

En este favorable entorno, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) emitió un nuevo Bono Soberano, con un plazo de 40 años (vencimiento en el 2055). La demanda del nuevo Bono 2055 fue de S/. 208 millones, casi 7 veces el monto referencial ofertado (S/. 30 millones), de los cuales se adjudicaron S/. 137 millones a una tasa de rendimiento promedio ponderada de 6,71%. La tasa obtenida se ubicó por debajo de los niveles estimados para esta nueva referencia. Con esta emisión se extiende el plazo máximo de la curva

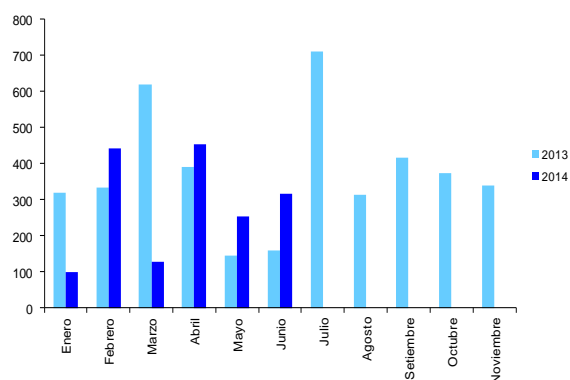
de rendimiento en nuevos soles, de 27.5 a 40 años, y Perú se convierte en el país latinoamericano con la emisión de bonos de más largo plazo en moneda local.

### Emisiones de bonos corporativos se recuperan en el segundo trimestre

Durante el segundo trimestre del año las emisiones de deuda corporativa en el mercado local empezaron a reactivarse, superando en 47% lo colocado en similar periodo del año previo. Esto compensa el pobre dinamismo que se registró en los tres primeros meses del año, en los cuales el ritmo de colocaciones se ralentizó como consecuencia de las menores necesidades de fondeo en un contexto de crecimiento más lento del PIB (ver gráfico 4.3). Aunque el sector financiero realizó la mayor parte de las emisiones de deuda, las empresas no financieras también han incrementado su ritmo de colocaciones. En este sentido, Cineplex, Edelnor y Luz del Sur colocaron montos de alrededor de S/.100 millones con plazos entre 7 y 10 años y tasas entre 6% y 8%, mientras que Los portales y Jaime Rojas Representaciones Generales realizaron emisiones en dólares por USD 5 y USD 1 millones, respectivamente.

Por otro lado, la coyuntura de bajas tasas de interés en los mercados internacionales así como la mejor percepción que se tiene del Perú y de las empresas peruanas en el extranjero, han impulsado a algunas entidades a buscar financiamiento en mercados del exterior. Las emisiones de bonos en el mercado internacional en lo que va del 2014 equivalen al 64% de todo lo colocado en el año 2013, totalizando USD 4081 millones hasta el 8 de julio con la colocación de USD 600 millones realizada por COFIDE. Además de empresas del sector financiero, destaca por ejemplo el caso de InRetail Shopping Mall, que el 1 de julio colocó USD 350 millones a un plazo de 7 años con una tasa de 6.5% y una demanda que alcanzó los USD 4000 millones. Los recursos recaudados se utilizarán para continuar con los planes de expansión de centros comerciales, así como para rescatar bonos que emitió en el 2011. Otras empresas que también consiguieron recursos fuera del país fueron Banco de Crédito, Compañía Minera Ares, Minsur, Camposol, Rutas de Lima, Fondo MiVivienda, entre otros (ver tabla 4.1).

Gráfico 4.3  
**Emisiones de deuda en el mercado local (USD millones)**



Fuente: SMV

Tabla 4.1  
**Emisiones de deuda en el mercado internacional**

Empresa	Monto (USD millones)	Plazo (años)	Tasa
Compañía minera Ares	350	7	7.75%
Banco de Crédito	200	13	6.13%
Minsur	450	10	6.25%
Interbank	300	15	6.63%
Fondo MiVivienda	300	5	3.38%
Abengoa Transmisión Sur	432	29	6.88%
Camposol	75	3	9.88%
Fondo MiVivienda 1/	279	4	1.25%
Rutas de Lima 2/	370	22	8.38%
Rutas de Lima 3/	150	25	5.25%
Banco de Crédito	225	4	2.75%
InRetail Shopping Mall	350	7	6.50%
COFIDE	300	5	3.25%
COFIDE	300	15	5.25%

1/ Emisión en Francos suizos  
2/ Emisión en nuevos soles  
3/ Emisión en soles VAC

Fuente: BCR

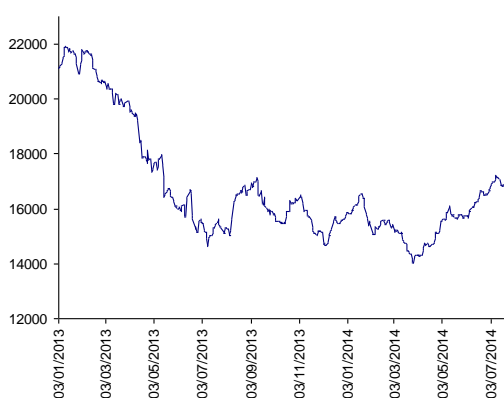
### Bolsa peruana favorecida por mejor cotización de empresas de sector minero

Entre el cierre del primer trimestre 2014 hasta la última semana de julio, el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima registró un crecimiento de 18,9%, con lo que acumula un alza de 7,9% en lo que va del año (ver gráfico 4.4). El sector de mayor crecimiento fue el minero, acumulando una variación de 30,5%, seguido por el sector bancario con 16,4% (ver gráfico 4.5). En cuanto a empresas destacan Atacocha, Rio Alto,

Milpo, Minsur, Credicorp y Banco Continental. Por el lado negativo, las acciones de empresas del sector industrial registran un retroceso acumulado de 15,9% en el período enero-julio, afectadas por el menor dinamismo observado en la actividad económica.

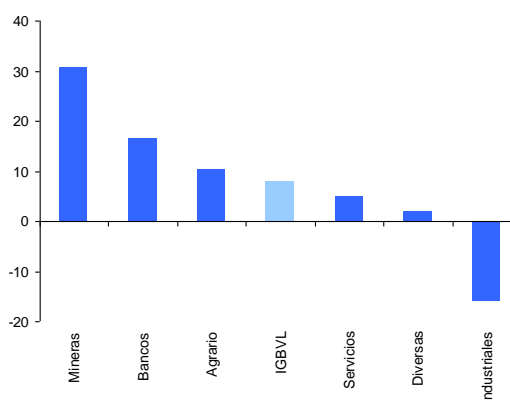
Los principales factores que estarían detrás de la recuperación del IGBVL serían las medidas de reactivación de la economía peruana que anunció el MEF el 12 de junio, la recuperación de la actividad económica en China que ha favorecido los precios del cobre, así como el compromiso de la FED de mantener sus tasas bajas por algún tiempo más y el tono optimista sobre la recuperación de la economía norteamericana.

Gráfico 4.4  
**Índice General de la Bolsa de Valores de Lima**



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4.5  
**Rendimientos acumulados de los índices sectoriales en lo que va del año, al 22 de julio (%)**



Fuente: BVL

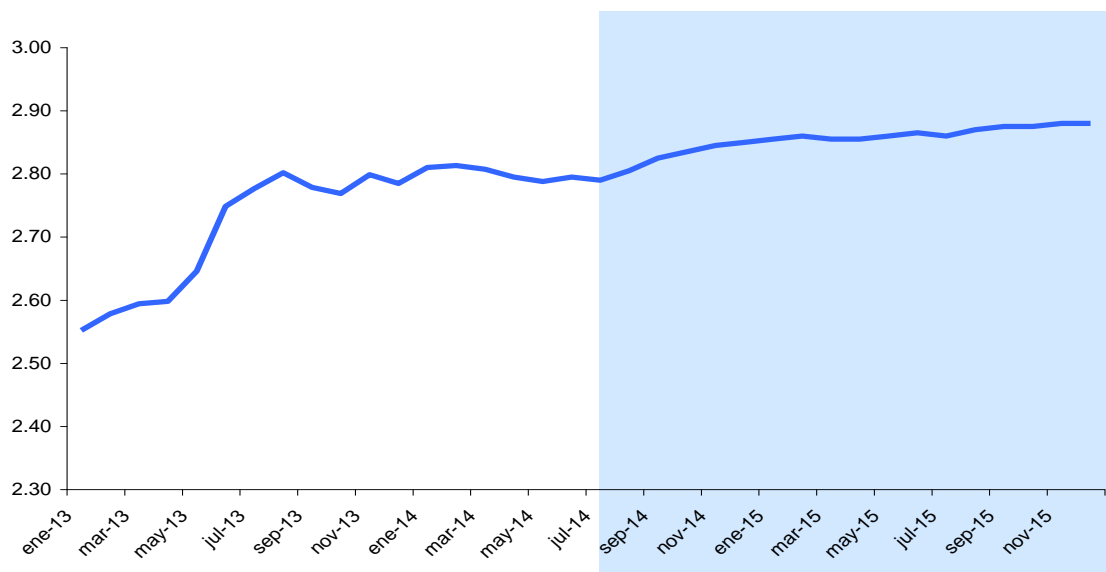
## Tipo de cambio estable en el corto plazo, pero seguimos viendo presiones al alza hacia adelante

El nuevo sol registró un leve fortalecimiento en los últimos meses. El tipo de cambio (PEN por USD) disminuyó 0,8% entre el cierre de marzo y el de julio, acumulando una variación de -1,4% desde que alcanzara su nivel más elevado del año en febrero (ver gráfico 4.6). La relativa estabilidad de la moneda, favorecida por vencimientos no renovados de NDF y mayor demanda estacional en julio, ha llevado a que el Banco Central casi no tenga necesidad de intervenir directamente en el mercado cambiario mediante compras o ventas de dólares, a diferencia de lo observado durante los primeros dos meses del año.

Hacia el cierre de año mantenemos nuestra proyección de tipo de cambio en S/. 2,85 por dólar. Prevemos también que esta variable tenderá a estabilizarse hacia 2016 alrededor de S/. 2,90, un nivel que es consistente con la reducción de la brecha negativa externa en los próximos años. El debilitamiento del PEN se dará en un contexto de: (i) cierto deterioro de los fundamentos: menores términos de intercambio, elevado déficit en cuenta corriente (que estimamos en 5% del PIB para 2014 y 2015), disminución del resultado fiscal, y política monetaria algo más expansiva; (ii) menores influjos de capitales de largo plazo, en particular por el lado de la inversión extranjera directa (en especial minería); y (iii) normalización de la política monetaria de la FED, que fortalecerá al dólar globalmente. El Banco Central cuenta con holgados recursos que le permitirán mantenerse activo en el mercado cambiario para suavizar la transición hacia una moneda más depreciada. En este sentido, las RIN equivalen al 32% del PIB (similar al nivel óptimo calculado) y cubren en por lo menos siete veces los pasivos externos de corto plazo. Es importante aquí

mencionar que es deseable una mayor flexibilidad cambiaria como mecanismo de absorción de choques externos y de corrección del déficit en cuenta corriente. Finalmente, no descartamos que en algunos momentos puedan presentarse episodios de alta volatilidad cambiaria vinculados, por ejemplo, al proceso de normalización monetaria en Estados Unidos.

Gráfico 4.6  
**Tipo de Cambio**

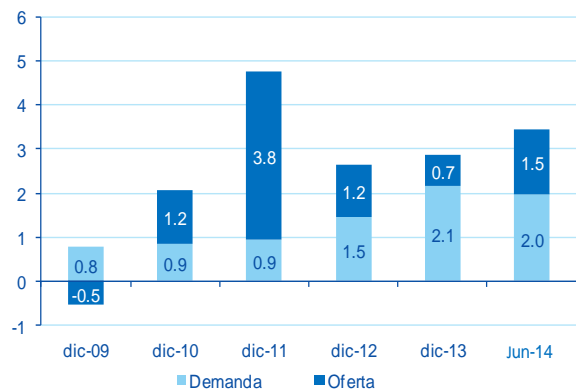


Fuente: BCR, BBVA Research

# 5 Perú: La inflación sigue siendo complicada para el Banco Central

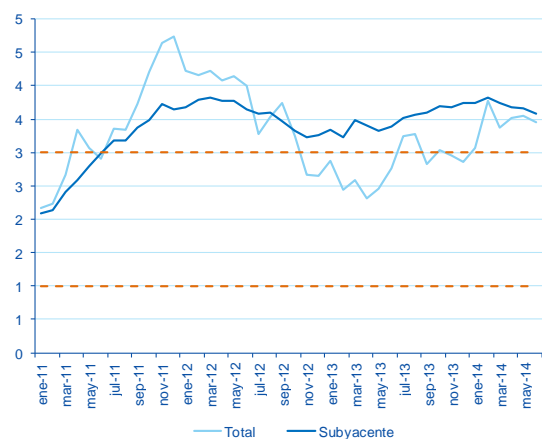
Al primer semestre del año, la inflación interanual se ubicó en 3,4%, por encima del límite superior del rango meta del Banco Central. Esta evolución ha estado en parte asociada con factores de oferta que han elevado los precios de los alimentos, combustibles y transporte, aportando en conjunto 1,5 puntos porcentuales a la inflación. Sin embargo, rubros cuyos precios usualmente se encuentran relacionados con factores de demanda (como servicios, textiles y otros productos industriales) aportan en conjunto cerca de 2,0 puntos porcentuales, los cuales explican la mayor parte del incremento (cerca del 60%) del IPC en los últimos 12 meses (a junio).

Gráfico 5.1  
**Contribución de factores de Oferta y Demanda en la Inflación (%)**



Fuente: BCR, BBVA Research.

Gráfico 5.2  
**Inflación Interanual (%)**

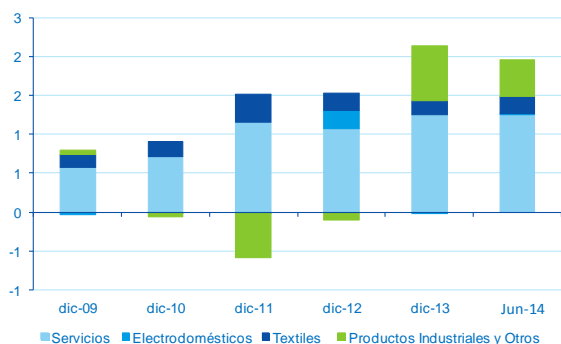


Fuente: BCR, BBVA Research.

Cabe destacar la evolución de la inflación del rubro servicios. Al interior de este, sus componentes como comidas fuera del hogar y salud registran incrementos al primer semestre del año por encima al 5,0%, en tanto que en educación supera el 4,0%. La mayor demanda por servicios, en un contexto de incrementos de ingresos de las familias y de engrosamiento de la clase media, así como rezagos en la ampliación de la oferta, están detrás de las presiones al alza en los precios de este rubro. Es decir, se están produciendo cambios en precios relativos (variable clave en la asignación de recursos) y cabe preguntarse si el Banco Central debe reaccionar o aceptar una inflación más elevada transitoriamente para facilitar el ajuste.

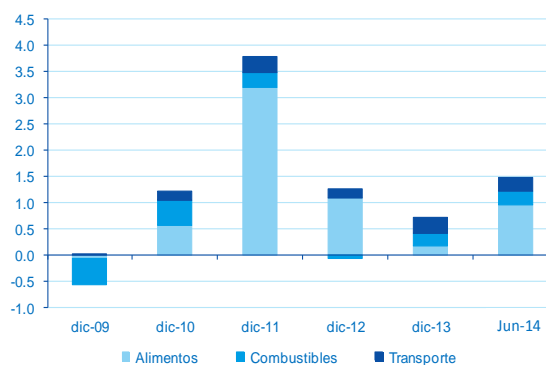


Gráfico 5.3  
**Contribución de los factores de demanda en la inflación (%)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 5.4  
**Contribución de los factores de oferta en la inflación (%)**



Fuente: BBVA Research

Por su parte, otros indicadores de tendencia inflacionaria también se ubican por encima del rango meta o alrededor del límite superior. Es el caso de la inflación subyacente, que registra 37 meses consecutivos por encima del 3,0%. Este comportamiento reflejaría la existencia de presiones de demanda sobre los precios de algunos servicios, lo que es consistente con nuestra previsión de que el PIB ha estado convergiendo “desde arriba” hacia su nivel potencial.

Es importante señalar que la contribución de los factores de demanda en la inflación se ha mantenido inalterada desde hace un año, con un aporte de dos puntos porcentuales. Mientras, la participación de los factores de oferta se ha incrementado sustancialmente en lo que va del año. Esto ha contribuido a que la inflación se acelere en 2014 (ver Gráfico 5.4).

Es también interesante mencionar que no encontramos mayor evidencia de un *pass through* significativo (efecto traspaso del tipo de cambio a precios). El impacto directo parece acotado. Haciendo un análisis que considera la variación anual del tipo de cambio a mayo del 2014 (se considera este mes debido a que en mayo del 2013 se ve un salto importante del tipo de cambio) y rubros de la canasta de consumo más propensos a verse afectados por movimientos cambiarios, encontramos que la depreciación registrada en ese periodo no estaría incidiendo significativamente en la inflación de productos electrodomésticos y alquileres de vivienda. En el caso de la inflación importada, su alza se encontraría afectada por el incremento del precios de los combustibles y en poca medida por un efecto de tipo de cambio (ver Gráfico 5.5). El impacto del tipo de cambio sobre los precios podría haber sido atenuado por la coyuntura de desaceleración económica, la que ha inhibido la transmisión (*pass through* asimétrico por el ciclo económico).

Finalmente, desde más de un año las expectativas de inflación se ubican cerca al límite superior del rango meta. Esto sugiere que la inflación se ha vuelto más inercial. Así, en un entorno con expectativas inflacionarias más altas, la inflación podría ser más elevada en ausencia de presiones de demanda y de choques de oferta.

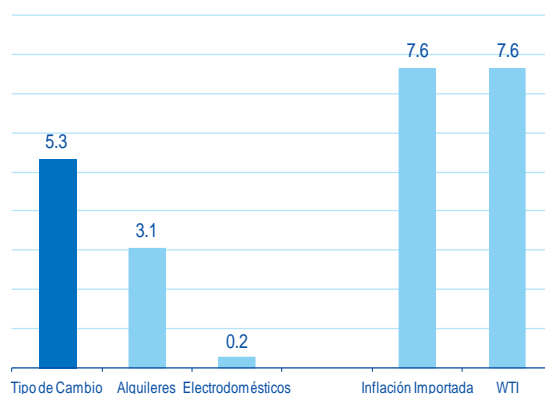
Tabla 5.1  
**Diversas medidas de inflación**  
(%, interanual)

Inflación	dic-12	dic-13	jun-14
....total	2.6	2.9	<b>3.4</b>
....subyacente	<b>3.3</b>	<b>3.7</b>	<b>3.6</b>
....sin alimentos ni energía	1.9	<b>3.0</b>	2.8
....de no transables	<b>3.2</b>	<b>3.1</b>	<b>3.7</b>
....de no transables sin alimentos	2.0	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>
...expectativas para 2014	2.6	2.8	<b>3.0</b>
...expectativas para 2015	2.6 *	2.7	2.8

\*dato de feb-13.

Fuente: BCR, BBVA Research

Gráfico 5.5  
**Inflación entre mayo de 2013 y mayo de 2014**  
(%)

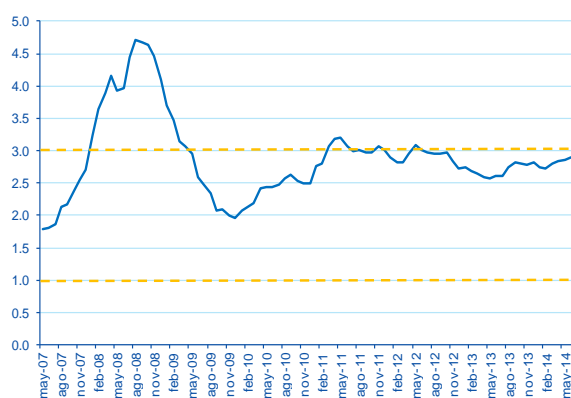


Fuente: BCR, BBVA Research

## Prevedemos que la inflación retornará hacia el interior del rango meta en 2015

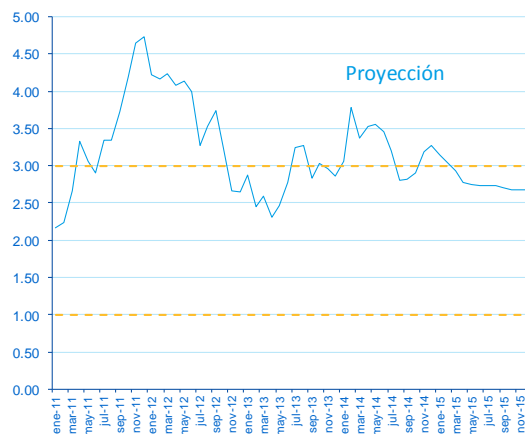
En los próximos meses, la desaceleración de la economía y la reversión de choques de oferta que han afectado los precios de los alimentos y combustibles inducirán una tendencia a la baja sobre los precios. No obstante, la convergencia de la inflación hacia el interior del rango meta será lenta debido al deterioro de las expectativas de inflación. Como factores de riesgo vemos: (i) tensiones geopolíticas en Medio Oriente, en especial en Iraq, que podrían traducirse en un incremento de la cotización internacional del petróleo, lo que tendría una incidencia al alza sobre la inflación local; y (ii) un Fenómeno de El Niño que afecte la oferta local de algunos productos agrícolas.

Gráfico 5.6  
**Expectativas de inflación a un año vista**  
(%)



Fuente: BCR, BBVA Research

Gráfico 5.7  
**Inflación interanual**  
(%)



Fuente: BCR, BBVA Research

## 6 Banco Central prioriza rol estabilizador de la política monetaria

---

### Recortó en julio la tasa de interés de referencia en 25pb, en un contexto de ralentización del crecimiento pero también de desbalances macroeconómicos

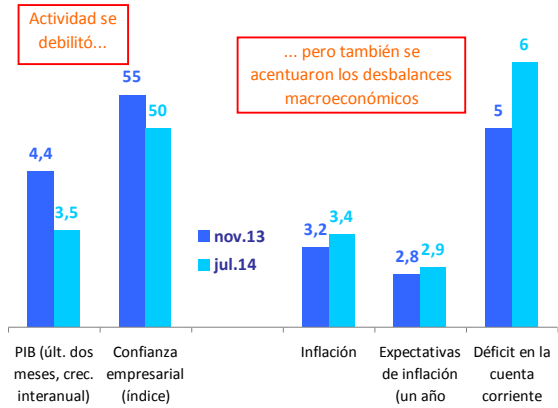
En su última reunión antes del cierre de nuestra edición, el Directorio del Banco Central (BCR) redujo la tasa de política monetaria de 4,0% a 3,75%. Esta flexibilización acompaña el esfuerzo que por el lado fiscal también se viene dando a través de medidas que tienden a favorecer el gasto privado y que facilitan o adelantan el gasto del sector público, y le dan soporte a la confianza empresarial.

La rebaja de la tasa de referencia se ha dado en un contexto complicado. Si bien por un lado el crecimiento económico se ha ralentizado más que lo esperado, lo que sugería hacer el recorte, por otro la inflación se mantiene por encima de la meta y el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos sigue elevado. Frente a este dilema, el BCR optó por priorizar el rol estabilizador de la política monetaria, algo que ya había hecho antes.

La última vez que el Banco Central recortó la tasa de referencia antes de julio fue en noviembre de 2013 (-25pb, a 4,0%). En ese momento, el crecimiento de la actividad económica venía sorprendiendo a la baja con tasas inferiores al 4,5%, mientras que la inflación se ubicaba por encima del límite superior del rango meta (3,2%) y el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos era algo mayor al 5,0% del PIB. Es decir, se tenía un bajo dinamismo de la actividad pero también ciertos desbalances macroeconómicos. La decisión que se adoptó en aquella oportunidad priorizó lo primero.

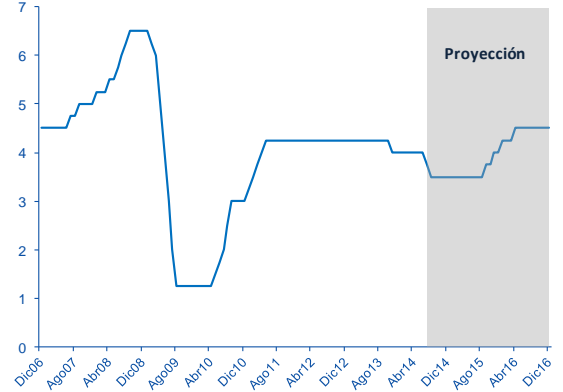
La decisión de julio era más complicada aún: la desaceleración se había intensificado, pero también los desbalances macroeconómicos (ver Gráfico 6.1). De un lado, sorprendía la debilidad del PIB de fines del primer trimestre y principios del segundo, que apuntaban a un avance de la actividad en torno al 3,5%. Asimismo, los indicadores disponibles para el resto del segundo trimestre apuntaban a que la desaceleración continuaba. Este contexto sugería un recorte de la tasa de política, sobre todo si la sorpresa negativa incidía a la baja sobre las expectativas empresariales, algo que ya se empezaba a observar (en junio cayeron a la zona pesimista) y que podía exacerbar la desaceleración económica. De otro lado, sin embargo, la inflación se mantenía desde principios de año por encima del rango meta, las expectativas inflacionarias se habían incrementado hasta cerca del límite superior de ese rango (a un año vista se encontraban en 2,9%), y la última lectura de la cuenta corriente de la balanza de pagos indicaba que el déficit se había elevado hasta 6,0% del PIB a principios de año. El Banco Central volvió a inclinarse por recortar la tasa de referencia, priorizando así darle algún soporte a la actividad.

Gráfico 6.1  
**Panorama económico durante las dos últimas rebajas de la tasa de política monetaria (%)**



Fuente: BCR, BBVA Research

Gráfico 6.2  
**Tasa de interés de referencia (%)**



Fuente: BCR, BBVA Research

De aquí se desprende que el papel estabilizador de la política monetaria parece estar incidiendo algo más que antes sobre las decisiones del BCR. Evaluamos esta hipótesis de manera empírica y los datos parecen validarla. Si bien el desvío de la inflación (que el consenso de mercado anticipa) con respecto a la meta continúa siendo el principal determinante en las decisiones sobre la tasa de interés de referencia, el análisis sugiere que el foco en esta variable ha disminuido en alguna medida durante el último año y que la brecha del producto ha cobrado una mayor importancia (ver Recuadro 2).

## Recuadro 2. Estimación de la función de reacción del Banco Central

En los últimos meses el Banco Central (BCRP) presenta un dilema en el manejo de la política monetaria. Por un lado, una inflación que se ubica por encima del rango meta y un déficit externo relativamente alto sugieren que no es el momento adecuado para reducir la tasa de referencia. De otro, una desaceleración económica, más intensa de lo esperada, abre espacio para una flexibilización monetaria. En este contexto, en julio el BCRP recortó su tasa de referencia, optando por dar mayor soporte a la actividad económica. Existen buenos argumentos para ello. Primero, al mirar hacia adelante, si la actividad viene desacelerándose las eventuales presiones de demanda sobre los precios cederán y la inflación retornará al interior del rango meta. Además, el estímulo monetario ha sido acotado y podría interpretarse como una señal que busca dar soporte a la confianza empresarial y la inversión, y de esta manera, evitar una mayor volatilidad del producto. Bajo este contexto, surgen las siguientes interrogantes ¿Qué hay detrás de las recientes reducciones en las tasas de política del BCRP? ¿Las reducciones se asocian a un ajuste del ciclo económico más intenso que lo esperado o se trata de un cambio estructural en la función de reacción del Banco Central?

### Estimación

Para dar respuesta a las interrogantes planteadas se hemos estimado funciones de reacción para el BCRP. Siguiendo a Clarida et al (1998)<sup>1</sup>, se considera el siguiente modelo:

$$I_t = (1 - \rho)(\alpha) + (1 - \rho)\beta(E[\pi_{t+n} - \pi_{t+n}^*]) \\ + (1 - \rho)\gamma(E[y_{t+k} - y_{t+k}^*]) \\ + \rho(I_{t-1}) + v_t$$

Donde:  $I_t$  es la tasa de política monetaria,  $\alpha$  representa la tasa de interés nominal de equilibrio de largo plazo,  $\pi_t$  indica la inflación,  $\pi_t^*$  la

inflación objetivo,  $y_t$  la tasa de crecimiento del PIB y  $y_t^*$  el PBI potencial y  $E[.]$  denota el operador valor esperado,  $\rho$  la gradualidad con que se ajusta las tasas de interés y  $v_t$  captura el estocástico.

La estimación se ha realizado por Momentos Generalizados (MGM), el cual permite hacer frente el problema de endogeneidad, permitiendo obtener estimadores consistentes mediante el uso de variables instrumentales.

Se realizaron estimaciones de distintas especificaciones del modelo base descrito anteriormente y se obtuvo el mejor resultado que considera dentro de la función de reacción el rezago de la tasa de política monetaria, la brecha del PBI no primario, la brecha de la inflación esperada a un año<sup>2</sup>, la brecha del Tipo de Cambio Real Bilateral<sup>3</sup> y como variables instrumentales los rezagos de las variables explicativas, el crecimiento del crédito y variables relacionadas con la política monetaria de la FED. Además se considero como variable dummy el periodo de la crisis financiera internacional. La función de reacción estimada replica de manera aceptable los movimientos de la tasa de referencia del BCRP (ver Gráfico R.2.1).

La estimación también señala que el coeficiente relacionado con la inflación esperada es ligeramente mayor a la de la brecha del producto. Sin embargo, si realizamos una estimación recursiva verificamos que la ponderación que se le asigna a los desvíos de la inflación respecto de la meta va descendiendo, en tanto que la del producto va tomando mayor importancia (ver Gráfico R.2.2). Es importante señalar que los coeficientes de los regresores son significativos en cada corte de la muestra. Además, se encuentra que los instrumentos utilizados son válidos.

<sup>1</sup>Clarida R. J. Gali. M.Gertler. 1998. "Monetary Policy Rules in Practice. Some International Evidence". *European Economic Review*, 42.

Salas, J. 2010 "Bayesian Estimation of a Simple Macroeconomic Model for a Small Open and Partially Dollarized Economy". Central Reserve of Peru Working Paper, N°2010-2007.

Selected Issues Paper Peru. January 2014. International Monetary Fund.

<sup>2</sup> Es importante señalar que se considero en el modelo la brecha de inflación subyacente y la inflación sin alimentos y energía pero los regresores no son significativos.

<sup>3</sup> Se considera la diferencia del tipo de cambio respecto a su nivel de largo plazo.

Cabe resaltar que, de acuerdo a los resultados, el BCRP tomaría en cuenta en sus decisiones de política consideraciones cambiarias de manera explícita, y de manera indirecta las acciones que toma la FED y el crecimiento del crédito (lo que podría estar reflejando preocupaciones macroprudenciales).

Finalmente, los resultados encontrados muestran que en los últimos años el BCRP ha estado priorizando su rol estabilizador de la actividad económica. Así, la inflación esperada ha ido perdiendo peso en las decisiones de política monetaria, dando lugar a una mayor participación la posición del ciclo del PBI.

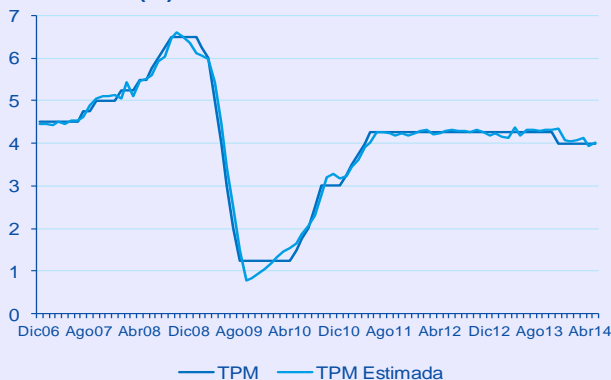
**Tabla R.2.1 Estimación de la Función de Política Monetaria del BCRP**

	Constante ( $\alpha$ )	Tasa I (t-1)	Brecha del PBI	Brecha $\Delta$ (+12 m)	Brecha TCR	J - test *
<b>2004.09 - 2014.05</b>						
Coefficiente	0.14	0.96	0.04	0.06	0.02	0.96
T-Estadístico	2.1	64.0	8.4	4.1	5.0	
<b>2004.09 - 2013.05</b>						
Coefficiente	0.22	0.95	0.04	0.08	0.03	0.92
T-Estadístico	3.23	64.9	7.15	5.12	6.64	
<b>2004.09 - 2012.05</b>						
Coefficiente	0.21	0.95	0.04	0.08	0.02	0.97
T-Estadístico	3.3	71.2	6.5	5.0	4.5	

\*No se rechaza la hipótesis nula que considera la validez de los instrumentos utilizados en la regresión.

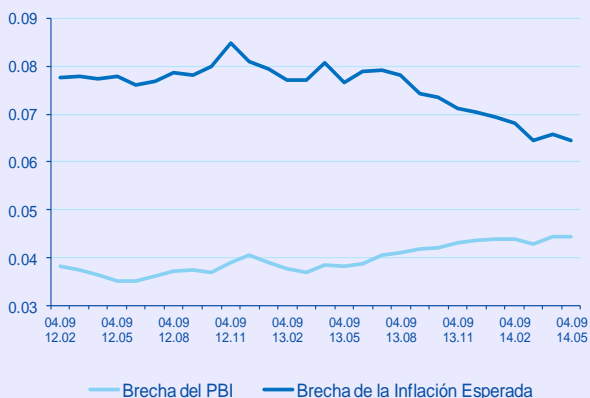
Fuente: BBVA Research.

**Gráfico R.2.1 Tasa de Política Monetaria Efectiva y Estimada (%)**



Fuente: BBVA Research.

**Gráfico R.2.2 Coeficientes de la función de reacción del BCRP: estimación recursiva**



Fuente: BBVA Research.

Existen argumentos para un comportamiento algo más activista en la coyuntura actual. La desaceleración de la actividad reducirá las presiones de demanda sobre los precios y con ello la inflación eventualmente cederá. Además, el estímulo monetario ha sido acotado y puede interpretarse básicamente como una señal que busca darle soporte a la confianza empresarial. El mayor activismo monetario, sin embargo, también conlleva riesgos, por lo que hay que emplearlo con mucha prudencia. El principal activo que tiene un banco central es su credibilidad en mantener los precios estables, es decir, alrededor de la meta inflacionaria. Hasta hace un tiempo se enfatizaba que esta meta inflacionaria era 2%, pero como naturalmente se pueden producir desviaciones transitorias, en la práctica era un *thick point*, un *thick point* que enfatizaba ese 2%. De un tiempo a esta parte, sin embargo, el énfasis es sobre un “rango meta”, uno que va de 1% a 3%. Ello puede dar la sensación de que la autoridad monetaria ha flexibilizado su objetivo y que se siente cómoda con tasas de inflación que por períodos relativamente largos se encuentran distantes del 2% (incluso fuera del rango que ahora se enfatiza) si de esa manera puede brindarle algún apoyo a la actividad. Las últimas dos decisiones de recortar la tasa de política se entienden en este contexto. El riesgo aquí es que la credibilidad se debilite y que con ello se torne más costoso que la inflación vuelva al 2% en el medio plazo, aún con una brecha del producto nula y en ausencia de choques de oferta, algo que las expectativas de inflación parecen ya sugerir (se ubican en 2,9% a un año vista, cerca del techo del rango, y las de 2015 y 2016 no están muy lejos del mismo).

### No descartamos una rebaja adicional de la tasa de referencia en el corto plazo, sobre todo si el producto se mantiene débil

Luego de la reunión de política monetaria de julio, el crecimiento económico ha continuado sorprendiendo a la baja. Se publicó, por ejemplo, el PIB de mayo, que avanzó 1,8% en términos interanuales (consenso: 3,1%). Esta cifra no solo se encuentra alejada del ritmo potencial de crecimiento, que en BBVA Research estimamos entre 5,0% y 5,5%, sino que además implica que la desaceleración se acentuó. En abril se laboró dos días menos (en la comparación interanual) y eso explicó en parte el bajo crecimiento en ese mes (2,0%), pero mayo no tiene un efecto negativo como este y sin embargo el ritmo de expansión del producto continuó disminuyendo. Para junio, los indicadores disponibles apuntan a que el crecimiento sería incluso menor. Es probable que en este entorno las expectativas empresariales se hayan resentido. La principal preocupación que habría llevado al Banco Central a recortar la tasa de política en julio se ha intensificado, entonces. El mayor activismo monetario, la desaceleración económica más acentuada, y la previsión del BCR de que la inflación continuará cediendo en los próximos meses (anticipa que cerrará el año en 2,8%) sugieren que es probable un nuevo ajuste a la baja de la tasa de referencia en el corto plazo, tan pronto como agosto.

Este ajuste adicional sería sin embargo acotado, de 25pb (ver Gráfico 6.2). No hay mucho espacio para un estímulo pronunciado considerando, como antes se mencionó, que las expectativas inflacionarias se vienen incrementando y están muy próximas al techo del rango meta, y que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos es alto. Un estímulo monetario agresivo elevaría el costo en términos de credibilidad, imprimiéndole así mayor inercia al proceso inflacionario. Además, la señal positiva ya estará dada y el rebote del producto, anticipado para el segundo semestre tanto por el Banco Central como por la mayoría de analistas económicos, estará más próximo.

### Recuperación de la actividad en 2015 favorecerá que el Banco Central oriente sus acciones a consolidar el retorno de la inflación a la meta

Nuestra previsión es que en 2015 el producto avanzará cerca de 6%. En este contexto de mayor dinamismo, la preocupación por la actividad se disipará. Habrá así espacio para que el Banco Central se enfoque en consolidar el retorno de la inflación al interior del rango que tiene como meta. Para ello, prevemos que se elevará la tasa de interés de referencia hasta 4,0% antes de que concluya ese año, lo que en términos reales implica según nuestras estimaciones que la tasa se incrementará en 2015 en algo más

de un punto porcentual. Las alzas (dos, de 25pb cada una) se darían a partir del tercer trimestre del año. Al coincidir prácticamente con el inicio del ciclo alcista de la tasa de fondos federales de Estados Unidos, se atenuarán eventuales episodios de volatilidad cambiaria vinculados con la normalización de la política monetaria en EEUU.

Es importante mencionar, finalmente, que nuestro escenario base considera que la economía peruana puede digerir sin sobresaltos mayores el inicio de un gradual ciclo alcista de tasas en EEUU como el que prevemos. El papel del BCR será importante en ese contexto. El proceso de normalización monetaria en EEUU implicará, por ejemplo, mayores presiones de depreciación sobre la moneda local. No prevemos que estas presiones sean excesivas pues el tipo de cambio se encontrará en ese momento próximo al nivel que los fundamentos indican. En todo caso, el aumento previsto en la tasa de política las moderará. A ello se suma que el Banco Central tiene un elevado nivel de reservas internacionales que le permite intervenir con holgura en el mercado cambiario para ordenar la transición hacia una moneda más depreciada. Se acota así el impacto que una depreciación brusca y significativa pueda tener sobre los balances de los agentes económicos con descalce de monedas.

El inicio del proceso de normalización monetaria en Estados Unidos también implicará, por ejemplo, que los costos de financiamiento externo se eleven. Por el lado de la banca, el monto de los pasivos externos de corto plazo es pequeño (alrededor de USD 1,5 mil millones, equivalente a 2,5% del crédito otorgado). Además, los encajes en moneda extranjera son elevados y el Banco Central los podría liberar para acomodar el encarecimiento del financiamiento externo. Las medidas macroprudenciales no alcanzan sin embargo al sector corporativo no financiero ni al Estado. En el primer caso, se observó en los últimos años un apetito interesante por obtener financiamiento directo del exterior. En principio, esto constituye un riesgo en la nueva coyuntura, tanto de tasa como de tipo de cambio. Parte importante de las emisiones de deuda, sin embargo, son bonos de largo plazo y con cupón cero, e involucran a empresas del sector transable, con lo que el riesgo cambiario es nulo (para las demás, el impacto será moderado porque, como antes se describió, la depreciación se daría de manera ordenada). Y por el lado del Estado, los déficit fiscales en los próximos años serán menores y con ello también las necesidades de financiamiento. La que se verá más afectada es quizás la nueva inversión privada y nuestro escenario base recoge esta posibilidad al considerar que su avance en los siguientes años será bastante más moderado que en años previos.



## 7 Factores de riesgo imprimen sesgo a la baja sobre nuestras previsiones de crecimiento para 2014 y 2015

### Asignamos una baja probabilidad a los escenarios desfavorables inducidos por factores externos

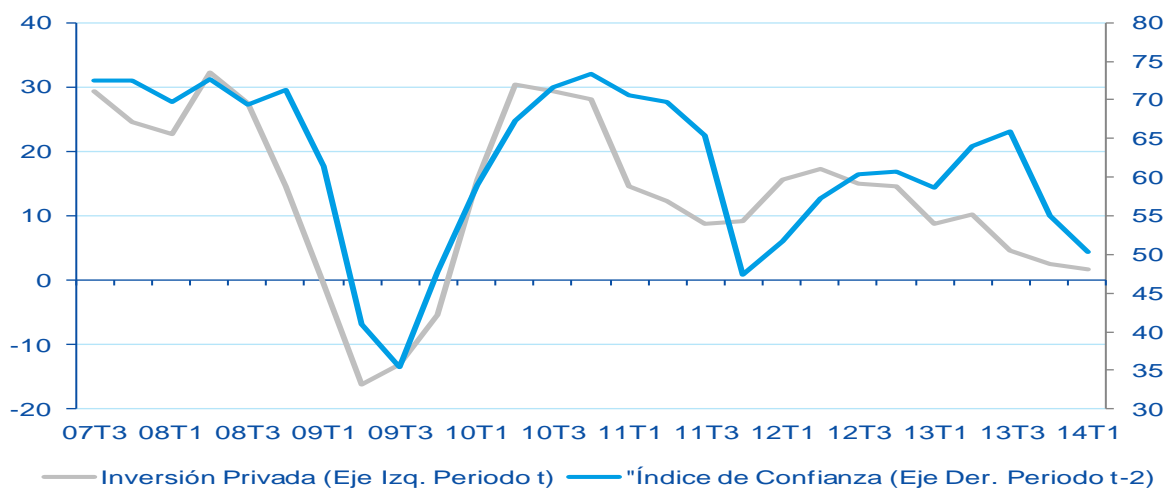
En nuestros dos reportes anteriores, mencionamos que una desaceleración brusca del crecimiento económico en China era el principal factor de riesgo que veíamos sobre la economía peruana. Este escenario puede desencadenarse debido a las fragilidades financieras que han ido aflorando en dicho país (problemas de liquidez, incremento de la deuda de los gobiernos locales, crecimiento de la banca paralela informal), lo que ha obligado a las autoridades a aceptar tasas de crecimiento más moderadas y a ser más cautelosos con la implementación de eventuales políticas de estímulo. La transmisión de los efectos hacia la economía peruana se daría por una menor demanda externa, caída de los precios de metales que Perú exporta (lo que afectarían negativamente las utilidades de las empresas mineras y la reinversión de las mismas, así como los ingresos fiscales), y una mayor aversión global al riesgo que afectaría el influjo de capitales y de inversión extranjera hacia los países emergentes. Bajo un escenario en el que la desaceleración de China fuese prolongada, los fundamentos de la economía peruana se debilitarían. En este caso, la respuesta de política económica tendría que acomodar una transición gradual hacia un nuevo equilibrio, con una moneda más depreciada y un crecimiento más bajo. Si bien este escenario de riesgo se mantiene latente, consideramos que se aleja el riesgo de brusca desaceleración de economía china gracias a la mejora de las exportaciones y a medidas de apoyo fiscal y monetario (ver sección de análisis de economía global al inicio de este informe).

Un segundo factor de riesgo por el lado externo es que la FED adelante, de manera no anticipada, el inicio del ciclo alcista de su tasa de política monetaria. En nuestro escenario base, prevemos que el primer ajuste de la tasa se dará en el tercer trimestre de 2015. Sin embargo, en un escenario en el que continúen apareciendo sorpresas positivas por el lado de los datos de actividad y del mercado laboral, la inflación se eleve y surjan preocupaciones por eventuales desvíos de los precios de los activos financieros o reales con respecto a sus valores fundamentales, la FED podría adelantar el inicio del ciclo alcista de su tasa de política monetaria. Cabe agregar que la incertidumbre sobre los posibles movimientos de la FED en los próximos meses se ha elevado por el debate que se percibe existe al interior del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés). Algunos de sus miembros, como Fischer, Presidente de la Reserva Federal de Dallas, han deslizado la posibilidad de que la Reserva Federal podría adelantar el ajuste de la tasa de política monetaria, lo que ha inducido episodios de cierta volatilidad en los mercados financieros de la región. Una salida prematura de la FED generaría un aumento de aversión relativa al riesgo global, elevaciones de los EMBIs y mayores costos de financiación. Además, habría una reversión de los flujos de capitales hacia las economías emergentes, en particular en aquellas con elevados déficit en cuenta corriente como en el caso de la economía peruana, y presiones al alza sobre el tipo de cambio (depreciación de la moneda peruana). En este escenario, se esperaría que el Banco Central intervenga en el mercado cambiario vendiendo moneda extranjera para suavizar el debilitamiento de la moneda local, en tanto que la política fiscal podría tornarse expansiva, posiblemente incrementando el gasto en bienes producidos domésticamente (sector no transable).

**Percibimos que el escenario de riesgo más relevante es una caída de la confianza empresarial, la que acentuaría el ajuste cíclico de la economía debido a una menor inversión**

La continuidad de datos decepcionantes de actividad y gasto que se han publicado en los últimos meses, al parecer han afectado negativamente la confianza empresarial. En la última lectura de este índice que publica el Banco Central, se observa que pasó a ubicarse ligeramente por debajo de 50 puntos, ya en terreno de pesimismo, luego de la sorpresa negativa en el dato de crecimiento del PIB de abril (2,0%). Cabe agregar que el dato del PIB de mayo nuevamente sorprendió a la baja al consenso (1,8%) y con la información que tenemos disponible a la fecha, prevemos que la expansión del PIB en junio habría sido incluso menor que la registrada en los dos meses previos. Si bien se espera que haya una mejora en los datos de actividad que aparezcan a partir de julio, aún reflejarán un rebote moderado. En este contexto, la confianza empresarial podría mostrar cierta sensibilidad frente a la información que irá apareciendo, lo que eventualmente afectaría negativamente las decisiones de inversión, intensificando el ajuste cíclico de la economía. Como se observa en el gráfico 7.1, la confianza empresarial anticipa aproximadamente en dos trimestres los movimientos del gasto privado en inversión. Bajo un escenario de desaceleración más acentuada debido a la debilidad de la demanda agregada (menor inversión) se esperarían estímulos por el lado monetario y fiscal. También será importante que en los siguientes meses las autoridades continúen implementando medidas que mejoren el entorno de los negocios para reforzar las expectativas del sector empresarial.

Gráfico 7.1  
**Inversión privada y Confianza empresarial**  
(var. % interanual, puntos)



Fuente: BCR, BBVA Research

Finalmente, por el lado local, mantenemos como un escenario de riesgo, aunque con una baja probabilidad, que se desarrolle un Fenómeno de El Niño (FEN) de grado severo. Según la Corporación Andina de Fomento (CAF) las pérdidas ocasionadas por el FEN de 1997-98 fueron equivalentes a algo más del 6% del PIB. Entre los sectores que serían afectados está la Pesca debido a la menor disponibilidad de la anchoveta (la extracción de esta especie es la principal actividad del sector) ante la migración de los cardúmenes hacia aguas más frías, lo que también reduciría la manufactura procesadora de harina de pescado. Así, por ejemplo, en 1998 los volúmenes de exportación de harina y aceite de pescado cayeron 62% y 86% respectivamente. Otro sector que se vería afectado sería la Agroexportación por los menores cultivos de

alcachofa, mango y uva. Finalmente, el exceso de lluvias puede causar desastres naturales asociados a huaicos e inundaciones con impactos sobre infraestructura.

## 8 Tablas

	2013	2014p	2015p	2016p
PBI (% , interanual)	5.8	4.1	5.9	6.1
Inflación (% , interanual, fdp)	2.9	3.3	2.7	2.2
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2.79	2.85	2.88	2.90
Tasa de interés de política (% , fdp)	4.00	3.50	4.00	4.50
Consumo privado (% , interanual)	5.4	4.7	5.0	5.1
Consumo público (% , interanual)	6.7	5.7	5.5	5.5
Inversión (% , interanual)	7.6	2.9	7.0	5.8
Resultado fiscal (% del PBI)	0.9	0.4	0.0	-0.2
Cuenta corriente (% del PBI)	-4.5	-5.0	-5.1	-4.6

	PBI (% , interanual)	Inflación (% , interanual, fdp)	Tipo de Cambio (vs.USD, fdp)	Tasa de interés de política (% , fdp)
1T12	6.0	4.2	2.67	4.25
2T12	5.7	4.0	2.67	4.25
3T12	6.8	3.7	2.60	4.25
4T12	5.4	2.6	2.57	4.25
1T13	4.6	2.6	2.59	4.25
2T13	6.3	2.8	2.75	4.25
3T13	5.3	2.8	2.78	4.25
4T13	6.9	2.9	2.79	4.00
1T14	4.8	3.4	2.81	4.00
2T14	2.0	3.4	2.80	4.00
3T14	4.4	2.8	2.83	3.50
4T14	5.0	3.3	2.85	3.50
1T15	5.0	2.9	2.86	3.50
2T15	5.5	2.7	2.87	3.50
3T15	5.6	2.7	2.88	3.75
4T15	7.5	2.7	2.88	4.00



**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este

documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Perú

**Economista Jefe**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

Francisco Grippa  
fgrippa@bbva.com

Rosario Sánchez  
rpsanchez@bbva.com

Yalina Crispin  
yalina.crispin@bbva.com

## BBVA Research

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech Vilariño  
r.domenech@bbva.com

**España**

Miguel Cardoso Lecourtois  
miguel.cardoso@bbva.com

**Europa**

Miguel Jimenez González-Anleo  
mjimenezg@bbva.com

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

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

**Análisis Transversal de Economías Emergentes**

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**México**

Carlos Serrano Herrera  
carlos.serranoh@bbva.com

**Coordinación LATAM**

Juan M. Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**

Jorge Selaive Carrasco  
jselaive@bbva.com

**Colombia**

Juana Téllez Corredor  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

Hugo Perea Flores  
hperea@bbva.com

**Venezuela**

Oswaldo López Meza  
oswaldo.lopez@bbva.com

**Área de Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Ana Rubio arubiog@bbva.com

**Inclusión Financiera**

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**Regulación y Políticas Públicas**

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Política de Recuperación y Resolución**

José Carlos Pardo  
josecarlos.pardo@bbva.com

**Coordinación Regulatoria Global**

Matías Viola  
matias.viola@bbva.com

**Áreas Globales**

**Escenarios Económicos**

Julián Cubero Calvo  
juan.cubero@bbva.com

**Escenarios Financieros**

Sonsoles Castillo Delgado  
s.castillo@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas Sanchez-Caro  
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 – 7ª planta  
28046 Madrid  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)