

Situación Perú

Primer trimestre de 2015

Unidad de Perú

- Crecimiento mundial se elevará a 3,6% en 2015 y a 3,8% en 2016, aunque con diferenciación. En el balance, el abaratamiento del petróleo será positivo para la actividad global. En EE.UU se consolida la recuperación y la FED prepara subida de su tasa de interés.
- Mantenemos la proyección de crecimiento para Perú en 4,8% para 2015, con sesgo a la baja. Previsión condicionada a un mejor desempeño de las exportaciones (mineras) y a una leve recuperación de la inversión privada.
- El tipo de cambio con presiones al alza en los próximos meses. Depreciación esperada por incertidumbre sobre el inicio de alzas de la tasa de política de la FED y por un déficit externo que se mantendrá relativamente elevado.
- Proyectamos que la inflación convergerá hacia el centro del rango meta en los próximos meses. Evolución favorable por el descenso del precio del petróleo, normalización de precios de alimentos, y ausencia de presiones de demanda.
- Banco Central mantendrá un tono expansivo para la política monetaria debido al bajo crecimiento a inicios de año y entorno sin problemas de inflación. Sin embargo, presiones cambiarias podrían limitar una mayor flexibilización.
- Riesgos sobre nuestra proyección de crecimiento sesgados a la baja. En particular, la confianza empresarial podría verse afectada por la continuidad de datos decepcionantes de crecimiento y un elevado ruido político.

Índice

1. Resumen	3
2. Entorno global: divergencias crecientes entre las principales áreas económicas	5
3. Perú: mantenemos previsión de crecimiento en 4,8% para 2015, con sesgo a la baja	7
Recuadro 1. Impacto de las caídas de los precios del petróleo, cobre, y oro sobre las previsiones macroeconómicas	
4. Mercados financieros locales: continúa la volatilidad vinculada a la incertidumbre por inicio de ajuste de la FED	22
Recuadro 2. Una estimación del tipo de cambio de equilibrio según el enfoque de sostenibilidad externa	
5. La inflación: hacia el centro del rango meta en los siguientes meses	30
6. Banco Central flexibiliza la política monetaria	33
Recuadro 3. Dolarización en Perú: causas y esfuerzos por reducirla	
7. Balance de riesgos sobre nuestras previsiones de crecimiento para Perú está sesgado a la baja	37
8. Tablas	39

Fecha de cierre: 6 de febrero de 2015

1 Resumen

Crecimiento mundial se elevará a 3,6% en 2015 y a 3,8% en 2016, aunque con diferenciación entre principales áreas económicas. Una de las novedades en el panorama económico global en los últimos meses ha sido la intensa caída del precio de petróleo y su impacto desigual sobre los países según sean importadores o exportadores netos. Proyectamos que el balance global del abaratamiento del petróleo será positivo en términos de crecimiento, pero también acentúa el riesgo de un escenario de inflación demasiado baja en algunas regiones desarrolladas, por lo menos hasta finales de 2015. En EE.UU se consolida el crecimiento y la FED se prepara para empezar a subir su tasa de política, lo que pondrá a prueba la resistencia de las economías emergentes. En China continúa una desaceleración controlada de la actividad en tanto que en Europa se mantienen las presiones a la baja sobre la inflación y el BCE expande su balance. Pese al soporte que ofrecerán las políticas económicas y el descenso del precio del petróleo, los riesgos para el crecimiento mundial en 2015 siguen siendo bajistas.

Mantenemos la proyección de crecimiento para Perú en 4,8% para 2015, con sesgo a la baja. Los drivers del crecimiento de este año serán: (i) rebote de sectores primarios, (ii) la reducción del precio del petróleo, (iii) el inicio de obras de grandes proyectos de infraestructura, y (iv) las medidas fiscales anunciadas a fines del año pasado. Cabe resaltar que, por el lado del gasto, nuestra previsión de crecimiento del PIB para este año está fuertemente condicionada a una mejora de las exportaciones (principalmente las mineras) y a una leve recuperación de la inversión del sector privado. El primer trimestre será crucial para ir calibrando si la economía empieza a ganar tracción y comprobar si quedó atrás el bajo ritmo de crecimiento que se registró en la última parte del año pasado, lo que en buena parte se explicó por el pobre desempeño de los sectores primarios.

Para 2016-2017, se prevé una aceleración transitoria del crecimiento. El impulso provendrá del inicio de operaciones de dos grandes proyectos mineros cupríferos que actualmente se encuentran en su fase final de construcción: Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde. Como resultado de estos dos proyectos, sumados a la normalización de Antamina y a la plena operatividad de Toromocho, estimamos que Perú duplicará en 2017 su producción de cobre en comparación con el nivel de 2014. Sin embargo, cabe enfatizar que esta aceleración será temporal, por lo que sostener ritmos de expansión del PIB por encima de 5,0% requerirá la implementación de reformas para mejorar la productividad y la competitividad.

El déficit de la cuenta corriente se mantendrá relativamente elevado este año, aunque está algo sobre estimado por las exportaciones ilegales de oro. El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicará alrededor de 5,0% del PIB al cierre de este año. De un lado, la disminución de la cotización internacional del petróleo, que prevemos será de casi 35% en términos promedio, mejorará las cuentas externas en aproximadamente 4 décimas de punto porcentual. De otro, sin embargo, la caída proyectada en los precios promedio del cobre y oro (alrededor de 10% en cada caso), metales que Perú exporta, debilitará la cuenta corriente. Cabe señalar que, de acuerdo con nuestras estimaciones, a diferencia a lo observado en años previos, las entradas netas de capitales de largo plazo del sector privado no serán suficientes para financiar la totalidad del déficit externo previsto para 2015. Sin embargo, esta situación se revertirá a partir de 2016 ya que prevemos una mayor holgura tanto por la reducción del déficit en la cuenta corriente, que tenderá a estabilizarse alrededor de 3,5% del PIB debido al impulso que le dará la entrada en

fase operativa de grandes proyectos mineros a las exportaciones, como por el mayor influjo de capitales de largo plazo vinculado con la financiación de los proyectos de infraestructura concesionados en los dos últimos años.

El tipo de cambio con presiones al alza en los próximos meses. La depreciación esperada se explica por la incertidumbre sobre el inicio de alzas de la tasa de política de la FED (así como por la rapidez con la que se implementará el ajuste) y por un déficit externo que se mantendrá relativamente elevado este año. Proyectamos que hacia el cierre de este año el tipo de cambio se ubicaría alrededor de S/. 3,20 por USD, valor que es compatible con nuestra estimación del nivel de equilibrio actual de esta variable. Cabe señalar que la transición hacia un tipo de cambio más alto será relativamente gradual debido a que el Banco Central suavizará los movimientos de esta variable con sus intervenciones cambiarias. No obstante, consideramos que una mayor flexibilidad cambiaria sería deseable como mecanismo de absorción de choques externos y de corrección del déficit en cuenta corriente.

Proyectamos que la inflación convergerá hacia el centro del rango meta en los próximos meses. Luego de que al cierre de 2014 la inflación interanual se ubicara en 3,2%, para este año prevemos una tendencia decreciente inducida por los menores precios de los combustibles, incrementos más moderados en los precios de los alimentos, y un entorno caracterizado por la ausencia de presiones de demanda (estimamos que la brecha del producto se mantendrá negativa durante este año). Los factores mencionados serán parcialmente compensados por el incremento del tipo de cambio y su transmisión hacia los precios de los bienes y servicios transables.

El Banco Central mantendrá cierto tono expansivo para la política monetaria en el corto plazo. De un lado, el año iniciará con un ritmo de crecimiento que aún denotará debilidad, no solo a nivel agregado, sino también de los indicadores de gasto del sector privado. De otro lado, la inflación retornará al rango meta del Banco Central en febrero y seguirá descendiendo en los siguientes meses, lo que dará más espacio para un eventual recorte adicional de tasa. Por ello, no podemos descartar alguna flexibilización monetaria en el corto plazo, pero la decisión será en nuestra opinión muy dependiente de la información que vaya apareciendo y en particular de la volatilidad que muestre el tipo de cambio en los días previos a las reuniones de política monetaria del Banco Central.

El balance de los factores de riesgo sobre nuestra proyección de crecimiento está sesgado a la baja. Escenarios que inducirían un impacto negativo sobre el crecimiento de este año son una desaceleración más intensa de la economía china, mayor estrés financiero por el inicio del ciclo alcista de la tasa de la FED, y un deterioro de la confianza empresarial que podría verse afectada por la continuidad de datos decepcionantes de crecimiento y un elevado ruido político.

2 Entorno global: divergencias crecientes entre las principales áreas económicas

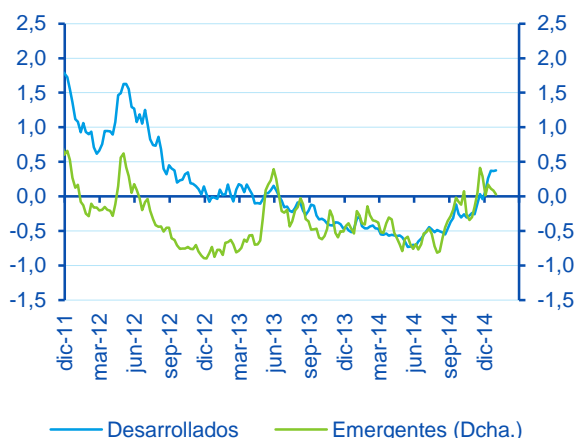
El crecimiento mundial aumentará a 3,6% en 2015 y a 3,8% en 2016

La economía mundial creció en el cuarto trimestre de 2014 a un ritmo similar al tercero, cercano al 0,8% trimestral (3,2% anualizado). El dinamismo de EE.UU. habría compensado la debilidad de la recuperación de Japón y del área del euro, así como la desaceleración progresiva de China y de otras economías emergentes. En este contexto, estimamos que el PIB mundial habría crecido 3,3% en 2014, una décima más que en 2013, con las economías desarrolladas incrementando ligeramente su aporte respecto a los tres años previos y las emergentes continuando su desaceleración.

Una de las novedades en el panorama económico global en los últimos meses ha sido la intensa caída del precio de petróleo y su impacto desigual sobre los países según sean importadores o exportadores netos. Cabe esperar que el balance global del abaratamiento del petróleo sea positivo en términos de crecimiento, en la medida en que la liberación de rentas de hogares y empresas en las economías importadoras (es el caso de EE.UU., el área del euro y China) compense la caída de la actividad de los principales países productores. Por otro lado, la corrección del precio del petróleo también acentúa el riesgo de un escenario de inflación demasiado baja en algunas regiones desarrolladas, por lo menos hasta finales de 2015.

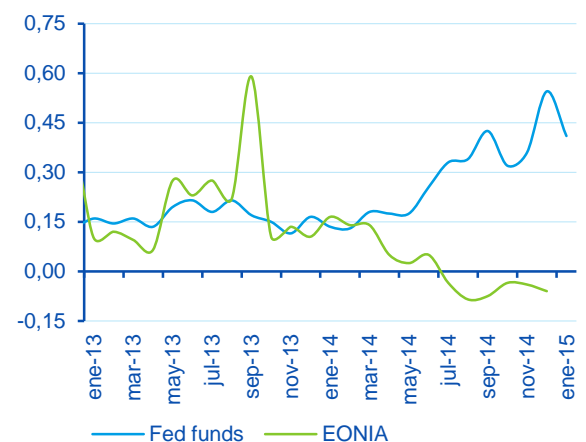
El repunte de la volatilidad en los mercados financieros, hasta niveles de mediados de 2013 según los índices BBVA de tensiones financieras (Gráfico 2.1), es otro de los elementos destacados del trimestre, común a países emergentes y desarrollados como consecuencia de dos factores: (i) las dudas sobre el desempeño económico de muchas economías emergentes; y (ii) la incertidumbre en torno al ciclo de subidas de la tasa de interés de la FED.

Gráfico 2.1
Índice de Tensiones Financieras BBVA Research



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 2.2
Expectativas de política monetaria: tasas de interés forward a 12 meses vista, %



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

En este contexto de baja inflación y crecimiento económico moderado, las políticas monetarias mantienen el tono acomodaticio aunque con sesgos diferenciados si atendemos a la posición de la FED y el Banco de Inglaterra, por un lado, y a la del BCE o el Banco Central de China, por otro (Gráfico 2.2).

Prevedemos que el crecimiento mundial seguirá mejorando en 2015 y 2016, superando el 3,5% en promedio, pero también habrá una diferenciación relevante entre áreas dados los efectos asimétricos del descenso del precio de las materias primas y de la divergencia de políticas monetarias en el bloque desarrollado, los dos eventos que marcan a priori las perspectivas del escenario económico global.

Con todo, y pese al soporte que ofrecerán las políticas económicas y el descenso del precio del petróleo, los riesgos para el crecimiento mundial en 2015 siguen siendo bajistas. Al recrudecimiento de las tensiones geopolíticas se suman los vinculados a la efectividad de las políticas monetarias para incrementar las expectativas de inflación y establecer, en el caso particular de la FED, una estrategia de retirada de estímulos que no deteriore las condiciones de financiación de las economías emergentes hasta un grado tal que frene su crecimiento.

Estados Unidos consolida la recuperación y la FED se prepara para subir su tasa de política monetaria

EE.UU. ha recuperado el dinamismo a lo largo de 2014, basado sobre la fortaleza de la demanda doméstica y también por la caída del precio del petróleo. Hacia adelante, el crecimiento podría repuntar hasta el 2,9% en 2015 lo que, junto con una baja inflación, acentúa el dilema de la FED a la hora de iniciar el proceso de normalización monetaria. En este contexto, nuestra previsión de la primera subida de la tasa de interés de la FED se mantiene para el tercer trimestre.

Continúa la controlada desaceleración de la actividad en China

En China, la lenta desaceleración de la actividad ha continuado, con un crecimiento estimado de 7,2% en el cuarto trimestre, el ritmo de avance más contenido desde 2009, por la pérdida de pulso de la inversión en capital fijo, el deterioro de la competitividad exterior que arroja la apreciación del yuan y el ajuste del sector inmobiliario.

Aunque se mantiene la previsión de crecimiento para 2015 en el 7%, los riesgos están claramente sesgados a la baja fruto de la magnitud de los desequilibrios financieros acumulados, la incertidumbre sobre la evolución del mercado inmobiliario, y las dudas sobre la capacidad de las políticas para acompañar la corrección de los desequilibrios existentes con la liberalización económica en marcha. Es importante recordar que las autoridades han empezado a mostrar una mayor tolerancia a la desaceleración económica, siempre que se mantenga un aumento de empleo consistente con el comportamiento de la población activa.

Por último, continúan las presiones a la baja sobre la inflación en Europa

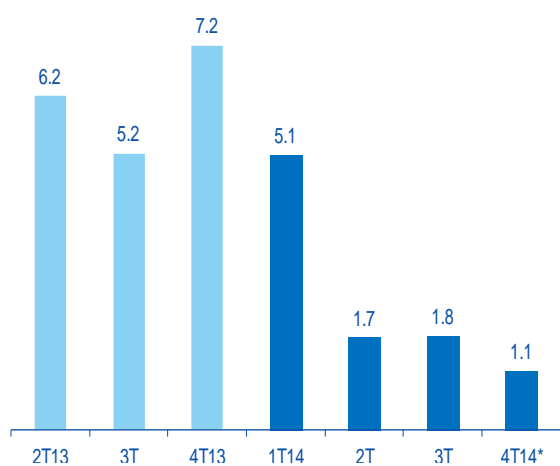
La eurozona es, entre las grandes áreas económicas, aquella que concentra la mayor probabilidad de enfrentarse a un escenario de inflación demasiado baja durante un período prolongado de tiempo. A las sorpresas negativas en los registros de precios al consumo, se suma un perfil de recuperación económica moderada, en línea con lo esperado. En particular, se anticipa un crecimiento del 0,8% en 2014, que aumentaría al 1,3% para 2015, apoyada en la caída del precio del petróleo, la depreciación acumulada por el euro en los últimos meses y la relajación de las condiciones monetarias derivada de la actuación del BCE. Entre los principales focos de riesgo bajista está un recrudecimiento de las tensiones en el área de influencia de Rusia. Un segundo factor de riesgo es la incertidumbre que generan las divergencias entre algunas autoridades nacionales y las instituciones de la unión sobre cuál es la combinación más apropiada de reformas de oferta, ritmo de consolidación fiscal y apoyo del BCE para favorecer el crecimiento. Finalmente, otro riesgo es que sigan cayendo las expectativas de inflación a medio plazo, desincentivando el consumo a corto plazo y, con ello, retroalimentando dicha caída.

3. Perú: mantenemos nuestra previsión de crecimiento para 2015 en 4,8%, con sesgo a la baja

Avance en el último trimestre del año pasado continuó siendo débil y con ello el producto se habría expandido alrededor de 2,4% en 2014

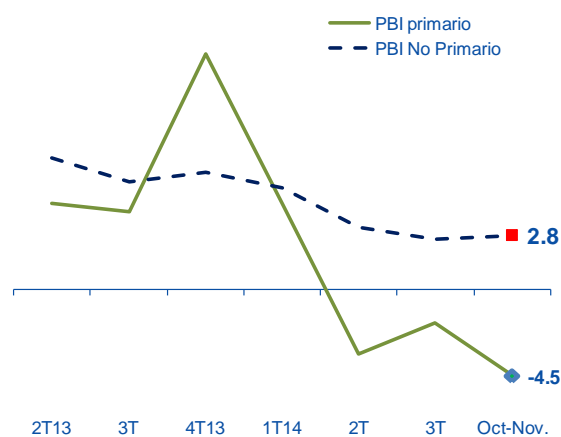
La recuperación no llegó en el cuarto trimestre de 2014 (ver gráfico 3.1). Por el contrario, volvió a observarse el impacto negativo de choques de oferta sobre la economía. Las actividades primarias fueron las más afectadas (ver gráfico 3.2), y en conjunto se contrajeron 4,5% interanual en el bimestre octubre/noviembre¹, acentuándose así el retroceso registrado en los dos trimestres previos. Dos elementos explican este pobre desempeño. En primer lugar, no se abrió la segunda temporada del año para la captura de anchoveta. La reducida biomasa y la fuerte presencia de juveniles dentro de esta llevaron razonablemente al Ministerio de la Producción a mantener la veda. Ello también tuvo un efecto negativo sobre la industria que procesa anchoveta para elaborar harina y aceite de pescado. Estimamos que, en conjunto, la incidencia negativa sobre el crecimiento del PIB en el 4T14 fue de entre 7 y 8 décimas de punto porcentual. El segundo elemento que explica el pobre desempeño del componente primario del PIB es el que la producción de Antamina, el proyecto cuprífero más grande de Perú, aún se mantenga transitoriamente por debajo de su máxima capacidad. En el bimestre octubre/noviembre, la producción de cobre en esta mina disminuyó más de 29% en términos interanuales, lo que también tuvo un impacto negativo sobre la industria de refinación de metales.

Gráfico 3.1
PIB
(var. % interanual)



*Proyección, considera un crecimiento de 0.5% para diciembre 2014. Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.2
PIB: componentes primario y no primario
(var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

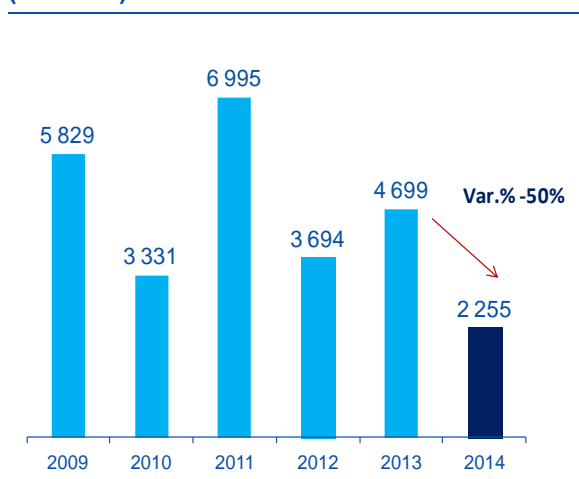
El conjunto de sectores no primarios, por otro lado, continúa siendo el principal soporte de la actividad. Destaca aquí el comportamiento de Servicios, que en el bimestre octubre/noviembre mantuvo un importante ritmo de expansión de alrededor de 5,5%, y el de Electricidad, que se ha estabilizado alrededor de 4,5%. Comercio, por otra parte, continúa avanzando a una tasa de 4%, pero al interior de esta se percibe una

¹ Al cierre de esta edición aún no se publicaban datos para diciembre.

desaceleración de las ventas minoristas y mayoristas, lo que apunta a que el gasto de consumo de las familias se ha ralentizado de manera consistente con un mercado laboral que ha perdido dinamismo. Los sectores no primarios más débiles siguen siendo Construcción, que si bien dejó de contraerse en los últimos meses del año pasado aún no muestra una sólida recuperación a pesar del efecto estadístico positivo de baja base de comparación interanual, y la Manufactura no primaria, en particular aquellas industrias vinculadas con el consumo masivo como por ejemplo panadería y muebles, las orientadas al mercado externo (textiles, entre ellas, lo que recoge la debilidad de las economías latinoamericanas), y las que producen insumos para atender la demanda de sectores productivos de la economía que se han ralentizado.

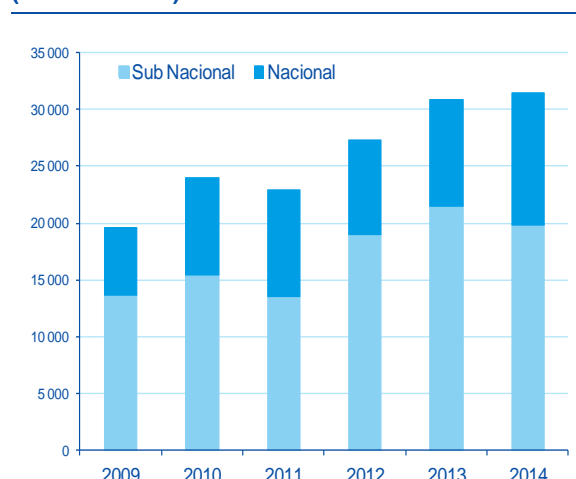
Con el resultado del cuarto trimestre, el PIB se habría expandido alrededor de 2,4% en 2014, el avance más flojo desde 2009 y muy por debajo del ritmo promedio de los diez años anteriores (6,4% anual). Ello refleja factores estructurales pero también elementos transitorios que intensificaron la desaceleración. En este último conjunto se recogen principalmente dos. El primero, los problemas de oferta que afectaron a las actividades primarias de Minería metálica y Pesca, los que ya hemos comentado en nuestros reportes anteriores. Solo considerando el impacto directo sobre el crecimiento, si Toromocho hubiese alcanzado su plena capacidad operativa en el tercer trimestre, como inicialmente se pensaba, estimamos que el PIB hubiese crecido 3 décimas de punto porcentual adicionales en 2014; si desde ese mismo trimestre la producción de Antamina se hubiese normalizado y alcanzado un nivel de extracción similar al del año anterior, la incidencia positiva sobre el producto hubiese sido de otras 3 décimas de punto porcentual; y si el desembarque de anchoveta hubiese sido parecido al de 2013 (ver gráfico 3.3), el PIB hubiese avanzado algo más de una décima de punto porcentual adicional. A todo ello habría que sumarle el impacto indirecto, también importante, que hubiesen generado las industrias que procesan estos recursos naturales.

Gráfico 3.3
Desembarque de anchoveta
(TM miles)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.4
Gasto en formación bruta de capital
(PEN millones)



Fuente: BCRP y BBVA Research

El segundo elemento coyuntural que acentuó la desaceleración de la actividad económica fue la pobre ejecución del gasto de inversión (ver gráfico 3.4), en particular de los gobiernos subnacionales en un entorno en el que hubo cuestionamientos sobre el manejo que sus autoridades le dieron a los recursos públicos y en el que se llevaron a cabo elecciones a principios del cuarto trimestre. El gasto a este nivel de gobierno, que en 2013 ascendió a 70% del total de la inversión pública, se contrajo 10% en 2014. Sin embargo, si hubiese mantenido el mismo ritmo al que avanzó en 2013 (alrededor de 12% en términos reales), algo razonable en un contexto en el que se requería un impulso contracíclico (que sí se observó en

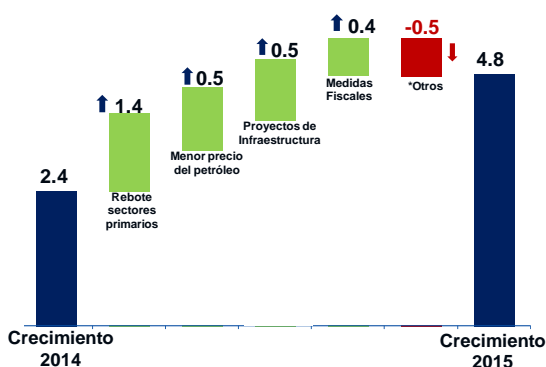
el gasto de inversión del gobierno nacional), el PIB hubiese crecido 8 décimas de punto porcentual adicionales.

En síntesis, factores de oferta y coyunturales explican alrededor de 2 puntos porcentuales de la desaceleración en 2014, mientras que el resto está vinculado con (i) un entorno internacional complicado, en el que por ejemplo disminuyeron los precios de los metales (cobre y oro), lo que desincentiva la inversión en minería, y se ralentizó el crecimiento en la región, algo que incide negativamente sobre los productos con mayor valor agregado que Perú exporta; (ii) la retroalimentación negativa que un crecimiento más lento genera sobre las expectativas de rentabilidad de los proyectos y por tanto sobre la inversión del sector privado; y (iii) elementos de carácter más estructural (menor avance de la productividad y competitividad). Por su naturaleza, sin embargo, parte de estos factores de oferta y coyunturales corregirán al alza en 2015 y ello favorecerá el rebote de la actividad.

Prevedemos un crecimiento de 4,8% en 2015, condicionado a una mejora de las exportaciones y a una leve recuperación de la inversión privada

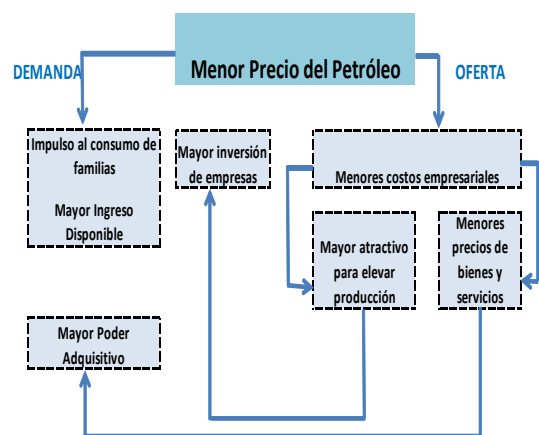
La actividad económica mostrará un mejor desempeño este año en comparación con 2014. El mayor impulso al crecimiento provendrá de cuatro fuentes según nuestras estimaciones (ver gráfico 3.5). La primera de ellas es la recuperación de los sectores primarios. Los problemas de oferta que la Minería metálica, la Pesca, y las industrias vinculadas al procesamiento de recursos naturales enfrentaron el año pasado revertirán en este. Nuestra previsión incorpora que la corrección será solo parcial, pero aún así le dará un empuje importante a la tasa de crecimiento. La segunda fuente es la menor cotización internacional que en promedio registrará el petróleo en 2015, insumo del que Perú es un importador neto. Por el lado de la demanda, ello incidirá positivamente sobre el ingreso disponible de las familias para gastar en otros bienes y servicios, mientras que por el lado de la oferta rebajará los costos (en los sectores de Servicios, Minería y Manufactura, por ejemplo) y de esa manera tornará más atractivo aumentar la producción. El inicio de construcción de grandes proyectos de infraestructura, entre estos la Línea 2 del Metro de Lima y el gasoducto en el sur de Perú, será la tercera fuente que acelerará el crecimiento en 2015. Finalmente, las medidas de impulso fiscal anunciadas en los últimos meses del año pasado también tendrán un impacto positivo sobre el ritmo de expansión del producto.

Gráfico 3.5
Principales fuentes de aceleración del crecimiento en 2015 (pp del PIB)



*Considera por ejemplo menor inversión en el sector minero (debido al fin de la construcción de grandes proyectos y menores precios de metales), entorno político más tenso, nuevas autoridades en gobiernos subnacionales, condiciones de financiamiento externo

Gráfico 3.6
Canales de transmisión del menor precio del petróleo hacia la actividad económica



Fuente: BBVA Research

más apretadas, y mayor crecimiento previsto en EEUU (con mayor apoyo del gasto privado), LatAm, y Europa. Fuente: BBVA Research

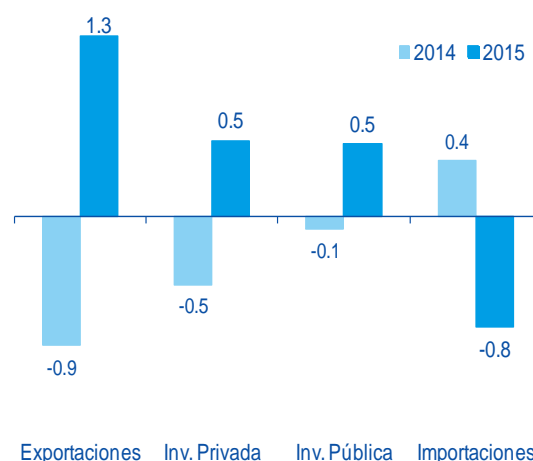
Cabe mencionar que esta previsión de 4,8% para 2015 es la misma que incluimos en nuestro reporte anterior de principios de noviembre, aunque ciertamente con cambios en la composición de ese crecimiento. En términos de las principales fuentes que explican el ritmo al que la economía peruana avanzará este año, hemos incorporado en esta oportunidad un descenso más acentuado de los precios del oro y del cobre (y así de la inversión en el sector minero), una expansión un poco más acotada de los países emergentes, un incremento de la producción minera menos pronunciado que el que preveíamos hace tres meses, y un entorno político algo más crispado. Todo ello ha sido sin embargo compensado por el impacto positivo de una disminución mucho más intensa de la cotización internacional del petróleo, de las medidas fiscales anunciadas hacia fines del año pasado, y del mayor avance que ahora prevemos para las economías avanzadas, en particular para EEUU.

Tabla 3.7
PIB por el lado del gasto
(var. % interanual)

	2 013	2014	2015
Demanda interna	7.0	2.5	4.2
Consumo privado	5.3	4.3	4.6
Consumo público	6.7	8.4	5.0
Inversión bruta interna	10.5	-2.2	2.9
Inversión bruta fija	7.6	-2.0	3.9
Privada	6.5	-2.1	2.5
Pública	12.1	-1.6	9.5
Exportaciones	-0.9	-2.5	5.5
Importaciones	3.6	-1.4	3.0
PBI	5.8	2.4	4.8

Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.8
Contribuciones al PIB de componentes por el lado del gasto* (pp del PIB)

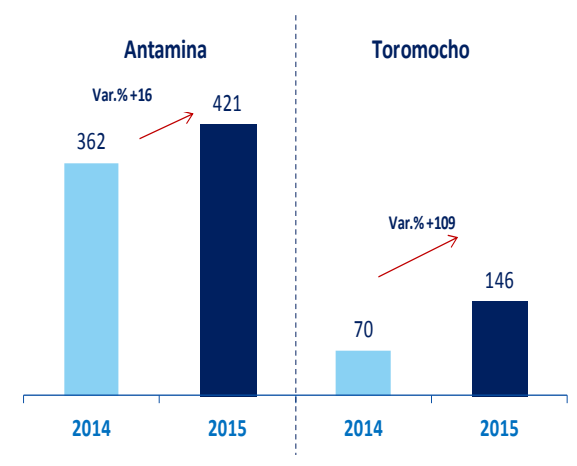


*Los componentes excluidos en el gráfico son el consumo (privado y público) y la acumulación de inventarios. En conjunto, estos componentes excluidos habrían aportado 3,4pp al PIB en 2014 y estimamos que lo harán con 3,2pp en 2015, de manera que el cambio en la contribución al producto no es sustancial. Fuente: BBVA Research

Por el lado de la demanda, las fuentes de crecimiento en 2015 inducirán un mejor desempeño de las exportaciones y de la inversión (privada y pública), clave para sostener nuestra previsión (ver tabla 3.7). En el primer caso, estimamos que las ventas al exterior aportarán 1,3 puntos porcentuales al PIB (ver gráfico 3.8), mejorando notablemente con respecto a la contribución negativa (-0,9pp) del año previo. La mejora está principalmente vinculada con el rebote de las actividades primarias. Por el lado de la Minería metálica, estamos considerando que Toromocho irá paulatinamente incrementando su producción a lo largo del año y que en este alcanzará a producir poco más de la mitad de la cantidad de cobre que podrá extraer cuando emplee su plena capacidad operativa (ver gráfico 3.9). En cuanto a Antamina, estamos contemplando que volverá a producir a plena capacidad hacia el cuarto trimestre de 2015, de manera que en el año la cantidad extraída de cobre en este yacimiento aumentará 16%. Finalmente, hemos incorporado el inicio de operaciones de Constancia, con un volumen de extracción de TMF 30 mil de cobre en el año, algo menos del 40% de lo que potencialmente podrá producir anualmente. Estos supuestos sobre la actividad minera son conservadores y en conjunto implican que la producción de cobre se incrementará 15% en 2015, luego de haberse prácticamente estancado el año pasado a pesar del ingreso de Toromocho (cuyo máximo nivel

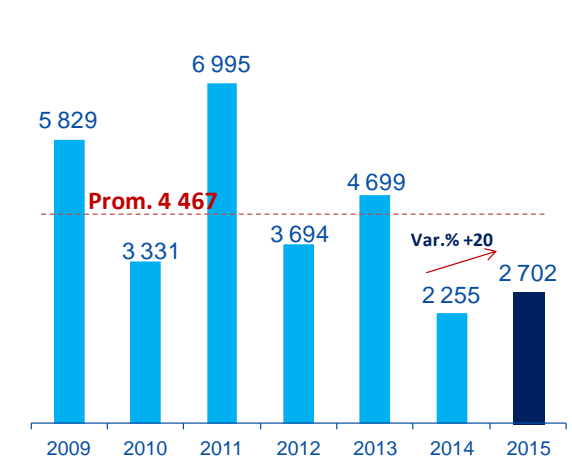
de extracción equivale a cerca de un cuarto del total extraído en 2014). Supuestos algo optimistas, como por ejemplo que tanto Toromocho como Antamina alcanzarán plena capacidad operativa a principios del segundo semestre, implicarían que la producción de cobre avance otros 6 puntos porcentuales adicionales en el año (equivalente a algo más de dos décimas de punto porcentual del PIB), dándole así un mayor impulso a las exportaciones que el que nosotros prevemos.

Gráfico 3.9
Producción de grandes yacimientos cupríferos (TMF miles)



Fuente: MINEM y BBVA Research

Gráfico 3.10
Desembarque de anchoveta (TM miles)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Del lado de la Pesca, el otro sector primario que anticipamos que rebotará este año y que de esta manera le dará también soporte a las exportaciones, se están recibiendo noticias que en el balance son alentadoras: la temperatura del mar ha tendido a normalizarse luego de varios meses (mayo/octubre) en los que se situó por encima de lo usual y la medición más reciente de la biomasa de anchoveta ha sido favorable. Aún así hemos sido algo conservadores y hemos considerado que en la primera temporada de pesca de anchoveta en 2015 el desembarque será similar al del año pasado (cuando solo se alcanzó a extraer el 70% de la cuota asignada debido a la anómala temperatura del mar, a pesar de que se amplió por algunos días el período de pesca), en tanto que en la segunda se capturará la mitad de lo que se extrajo en la de 2013. De esta manera, suponemos que la extracción de anchoveta se recuperará solo gradualmente, alcanzando un nivel de TM 2,7 millones en el año, que si bien es 20% mayor que el de 2014 (ver gráfico 3.10), aún se ubicará muy por debajo de lo que se observó en 2012 y 2013. La mayor captura de anchoveta se reflejará en un incremento de los volúmenes exportados de harina y aceite de pescado.

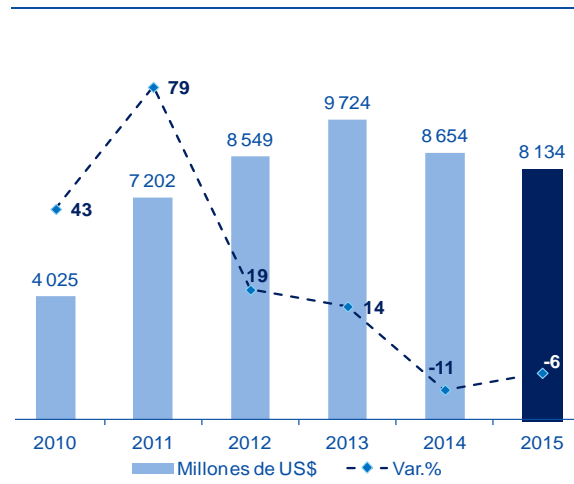
Finalmente, es importante mencionar que estamos previendo que las exportaciones no tradicionales aumentarán 3,6% en términos reales, un ritmo similar al que estimamos para el año pasado. El resultado podría terminar siendo algo mayor, sin embargo, tomando en cuenta que el PIB mundial se acelerará 3 décimas de punto porcentual en 2015 (de 3,3% a 3,6%). De gran interés para estas exportaciones es el mayor dinamismo económico que se anticipa este año para EEUU, en particular el mayor soporte que le dará el gasto privado de consumo, para el conjunto de países latinoamericanos, y para Europa.

Tabla 3.11
Principales proyectos identificados que iniciarán construcción en 2015

Proyectos	Monto de Inversión en US\$	Periodo de Construcción*
Infraestructura		
Línea 2 del Metro	5 658	5 años
Talara	3 500	5 años
Terminal Portuario Chancay **	2 800	3 años
Ampliación del Aeropuerto Jorge Chávez **	850	4 años
Nodo Energético del Sur**	800	3 años
Aeropuerto Chinchero	658	3 años
Longitudinal de la Sierra - Tramo 2	552	4 años
Remodelación del Centro Comercial Camino Real**	300	2 años
Terminal Portuario San Martín **	182	3 años
Hidrocarburos		
Gaseoducto**	4 000	5 años
Eléctricas **		
Central Hidroeléctrica - Molloco	1 397	7 años
Central Termoeléctrica de Ilo	500	3 años
Central Hidroeléctrica - Belo Horizonte	389	3 años
Central Hidroeléctrica - Pucará	360	3 años
Central Termoeléctrica Nueva Esperanza	128	2 años
Líneas de Transmisión **		
Red Dorsal Nacional de Fibra Óptica	400	3 años
Moyobamba Iquitos, Friaspata - Mollepata, entre otros	727	4-5 años
Total	22 801	

* Plazos referenciales. ** Proyectos cuyo financiamiento provendrá casi completamente de una fuente privada. Fuente: Maximixe, medios de prensa, BBVA Research

Gráfico 3.12
Inversión en la actividad minera (saldo en USD acumulado en el año, var. % interanual)



Fuente: MINEM y BBVA Research

En cuanto a la inversión privada, estimamos que esta mostrará una leve recuperación de 2,5%, luego de haberse contraído a una tasa similar en 2014. Esta cifra incorpora dos elementos. En primer lugar, la participación del sector privado en el financiamiento de varios proyectos importantes que empezarán a construirse este año. La tabla 3.11 resume los principales proyectos que hemos identificado en distintos sectores de la economía. Nuestra previsión de inversión privada para 2015 considera que solo parte de los cerca de USD 23 mil millones que serán destinados a la construcción de estos proyectos será financiada por el sector privado (alrededor de 60%), lista en la que incluimos el financiamiento total de las centrales de generación eléctrica, líneas de transmisión eléctrica, y de algunos proyectos de infraestructura y de hidrocarburos, y el financiamiento parcial en el resto. Además, hemos tomado en cuenta el plazo de ejecución de la obra y el momento en que esta podría iniciarse a lo largo de 2015. En segundo lugar, nuestra previsión de inversión privada asume que la confianza empresarial se mantendrá en promedio en un nivel similar al de fines de 2014 (de entre 53 y 54 puntos), es decir, algo por encima del umbral que marca la zona de optimismo, lo que le dará cierto soporte a la recuperación de la inversión. Por otro lado, compensando en parte los dos factores anteriores, hemos considerado que la inversión en la actividad minera retrocederá en 2015 (ver gráfico 3.12), como ya se viene observando desde fines del año pasado, y que habrá alguna ralentización de la inversión inmobiliaria, en particular en el mercado de viviendas debido a que las ventas disminuyeron en 2014 y el inventario disponible de unidades ofrecidas se ha incrementado.

La inversión pública, finalmente, también tendrá un aporte interesante en la aceleración del crecimiento económico de este año. Nuestra previsión contempla que este gasto aumentará 9,5% en términos reales, lo que es equivalente a S/. 3,8 mil millones en términos nominales. En primer lugar, estamos asumiendo que de los S/. 3 mil millones que las autoridades anunciaron hacia fines del año pasado que se emplearían para impulsar la inversión pública en proyectos priorizados según su impacto social, solo se ejecutará el 60%, es decir, más de quince puntos porcentuales por debajo del promedio de ejecución de gasto en proyectos de los dos últimos años, lo que implicará un desembolso de S/. 1,8 mil millones. En segundo lugar, hemos considerado que la inversión pública en un subconjunto de los proyectos identificados en la tabla 3.11, que incluye en particular a la Línea 2 del Metro de Lima, la modernización de la refinería de Talara, el aeropuerto de Chincheros, y el tramo 2 de la carretera longitudinal de la sierra, se incrementará este año en alrededor de S/. 1 mil millones. Finalmente, la previsión toma en cuenta el aumento del presupuesto público para

obras de infraestructura en los sectores de Salud y Educación, del que conservadoramente estimamos que finalmente se ejecutará el 30% (S/. 1 mil millones).

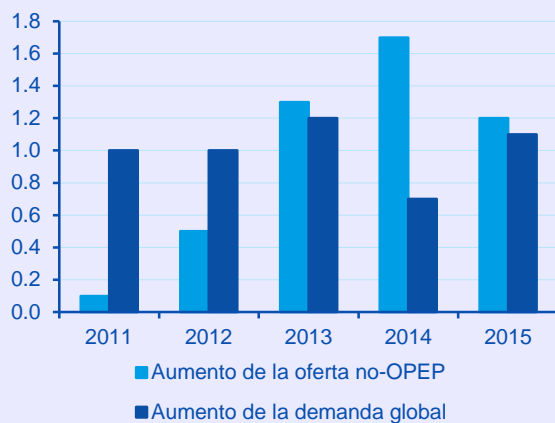
Cabe mencionar también que si bien nuevas autoridades subnacionales tomarán posesión de sus cargos a principios de 2015 luego de las elecciones de octubre último, lo que en el pasado generó un bache en la inversión pública a este nivel de gobierno mientras las nuevas autoridades interiorizaban los procedimientos para ejecutar el gasto, estimamos que en esta oportunidad el impacto será relativamente acotado. Ello se debe a que algunas de las autoridades han sido reelectas, por lo que ya conocen los procedimientos de gasto; a que entendemos que el Gobierno nacional ha venido capacitando a las nuevas autoridades (y a sus equipos) antes de que estas asuman sus posiciones; y a que en 2014 no hubo un salto importante en la inversión pública a nivel subnacional (año electoral, algo que sí ocurrió en el episodio anterior), sino que por el contrario esta se contrajo 10% en términos reales, de manera que la base de comparación es relativamente baja ahora.

Recuadro 1. Impacto de las caídas de los precios del petróleo, cobre y oro sobre las previsiones macroeconómicas

Petróleo

Desde agosto del año pasado el precio del petróleo ha disminuido significativamente, registrándose una caída de 54% entre julio de 2014 y enero de 2015. El menor precio se explica por las revisiones a la baja de la demanda del crudo y por las sorpresas al alza en la oferta de Estados Unidos y de países en los que las tensiones geopolíticas anticipaban inicialmente una oferta más moderada (ver gráfico R.1.1)

Gráfico R.1.1
Incremento anual de la oferta no-OPEP y de la demanda global de petróleo (mb/d)

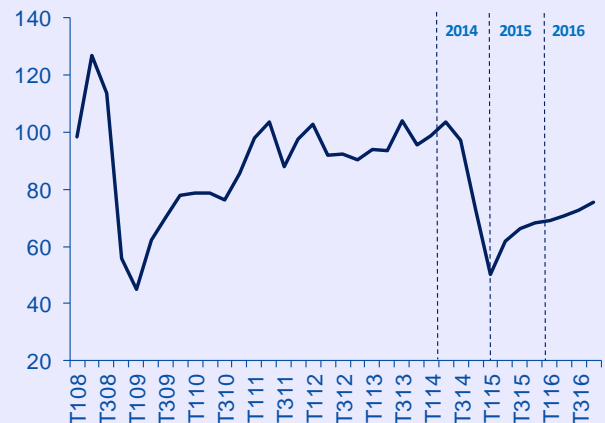


Fuente: BBVA Research y AIE

Nuestro escenario central considera que el precio del petróleo llegará a un nivel mínimo en el primer trimestre de 2015 y que desde el 2T15 empezará a ascender (ver gráfico R.1.2) en la medida de que el bajo precio desincentiva la inversión en el sector y anticipa una oferta más contenida en el futuro. Además, asume que se mantienen las cuotas de producción de la OPEP al menos durante el primer semestre de 2015, con posibilidad de un recorte posterior. En relación al otro actor clave por el lado de la oferta, estos precios permiten la continuación de las operaciones de *shale oil* ya en marcha (con costes de producción estimados en 35-40 dólares por barril) pero hacen poco rentables las nuevas inversiones (con costes en un rango de 70-80 dólares por barril cuando se incluyen los costes hundidos). Dada la rápida tasa de declino de los

pozos de *shale oil* (80% al final de dos años, frente al 20% en los pozos convencionales), la producción de *shale oil* en EEUU debería desacelerarse rápidamente, con impacto sobre todo en 2016, luego de que se digiera la sobreoferta actual. A medio plazo, esperamos un aumento del precio a niveles de alrededor de 86 dólares por barril del WTI, empujado por la estructura de costos de la industria y por un mejor balance entre el aumento de la demanda y de la oferta no-OPEP.

Gráfico R.1.2
Precio del petróleo WTI (USD /barril)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research.

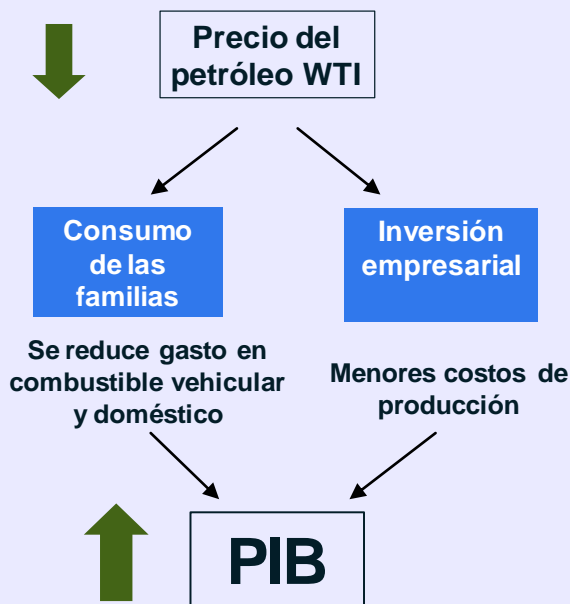
En términos promedio, estimamos que la cotización internacional del petróleo retrocederá poco menos de 35% en 2015. Según nuestros cálculos, ello incidirá localmente de manera positiva sobre el PIB de este año en 4 o 5 décimas de punto porcentual. De un lado, habrá una mejora del ingreso disponible de las familias pues se liberará parte de los ingresos para adquirir otros bienes y servicios, y de otro, se reducirán los costos de las empresas tornando así más atractivo elevar la producción e invertir (ver gráfico R.1.3).

Es importante señalar que Perú es un importador neto de petróleo. En ese sentido, el déficit comercial del sector petrolero equivale a 1,3% del PIB (se exporta USD 3,8 mil millones anuales y se importa USD 6,4 mil millones)². Con la

² Cifra del año 2013. Considera las exportaciones e importaciones de petróleo y derivados.

reducción del precio promedio del petróleo en el año, el déficit comercial mejorará en 4 décimas de punto porcentual del PIB.

Gráfico R.1.3



Fuente: BBVA Research

Cobre

Estimamos que el precio del cobre continuará descendiendo en 2015 y que en promedio se ubicará alrededor de USD 2,82 por libra. De esta manera, retrocederá 10% en comparación con el nivel que alcanzó el año pasado. Ello recoge la moderación del crecimiento en China y el fortalecimiento del dólar a nivel global.

Localmente, el retroceso de la cotización internacional del cobre tendrá una incidencia negativa sobre la generación de utilidades de las empresas mineras y de esta manera sobre la reinversión de las mismas. En este contexto, estimamos que la incidencia negativa sobre el PIB en 2015 será de alrededor de 4 décimas de punto porcentual, y de USD 850 millones sobre las exportaciones.

Oro

Preveamos que la cotización internacional del oro disminuirá alrededor de 9% este año, en promedio, en un contexto en el que descenderán las presiones inflacionarias a nivel global y la FED iniciará el ciclo alcista de su tasa de interés de política. Estimamos que ello tendrá en 2015 un impacto a la baja sobre el PIB de alrededor de 3

décimas de punto porcentual y sobre las exportaciones de aproximadamente USD 400 millones. El canal de transmisión será similar al del caso del cobre.

Gráfico R.1.4

Impacto de las caídas en los precios de petróleo, cobre y oro sobre previsiones macroeconómicas

	Petróleo	Cobre	Oro	Balance
PIB	+	-	-	-
Cuenta Corriente	+	-	-	-

Por el lado de la oferta, los sectores Pesca y Construcción serán los más dinámicos

Por el lado sectorial, Pesca será la actividad con el mejor desempeño, con un crecimiento que proyectamos en 10% para el año 2015. Estamos considerando aquí las noticias más alentadoras sobre temperatura del mar y biomasa, las que sugieren un mejor panorama para el sector que el que se observó el año pasado (ver gráfico 3.10 sobre desembarque de anchoveta).

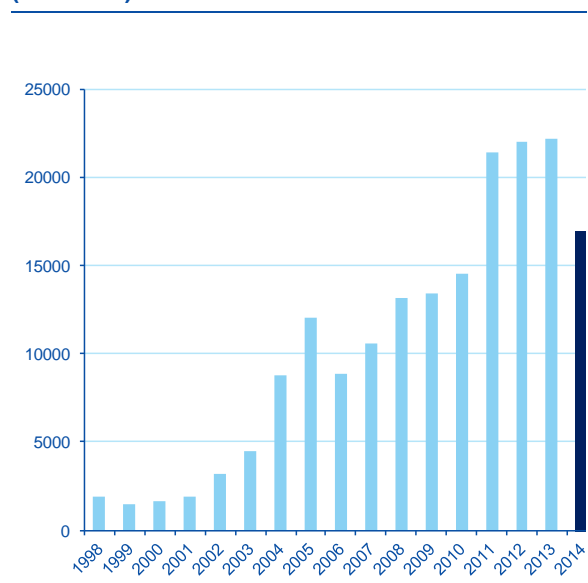
En cuanto a Construcción, anticipamos una expansión de 7% en 2015 (ver tabla 3.13) luego de un año bastante flojo, afectado por la ralentización del gasto público en inversión a nivel de gobiernos subnacionales y de la inversión minera. El crecimiento previsto en 2015 se sostendrá, principalmente, en el inicio de obras de importantes proyectos de infraestructura (ver tabla 3.11). Hemos incorporado en la previsión que el dinamismo de la Construcción será probablemente contenido por un avance más moderado de la actividad edificadora de viviendas luego de que el año pasado las ventas retrocedieran y el inventario de unidades ofrecidas en el mercado se elevara (ver gráfico 3.14).

Tabla 3.13
PIB sectorial
(var. % interanual)

	2013	2014	2015
Agropecuario	1.6	1.6	1.5
Pesca	18.1	-24.3	10.0
Minería e hidrocarburos	4.9	-0.8	4.7
<i>de cual Minería</i>	4.2	-2.6	4.4
Manufactura	5.1	-3.3	4.0
primarios	8.7	-10.0	4.0
no primaria	4.4	-1.0	4.0
Electricidad y agua	5.5	4.9	5.4
Construcción	8.9	1.4	7.0
Comercio	5.9	4.4	4.7
Otros servicios	6.5	5.7	5.8
PBI	5.8	2.4	4.8

Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.14
Venta de viviendas
(unidades)



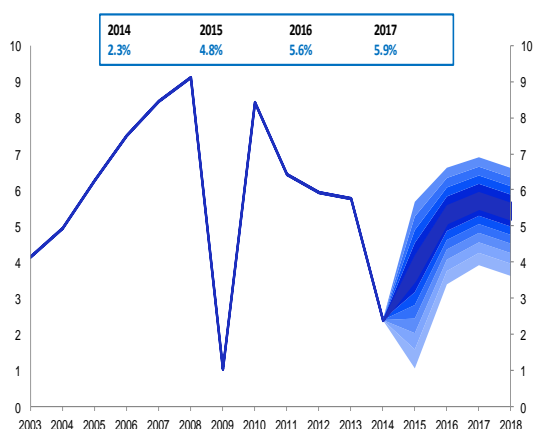
Fuente: CAPECO, BBVA Research

Además, anticipamos que la Minería metálica mostrará una recuperación en el año debido principalmente a la mayor producción del proyecto Toromocho y a la tendencia a normalizarse de la producción de Antamina, lo que junto con el mejor desempeño de la Pesca favorecerá también el rebote de la Manufactura vinculada con el procesamiento de recursos naturales.

Para 2016-2017 proyectamos una aceleración transitoria del crecimiento

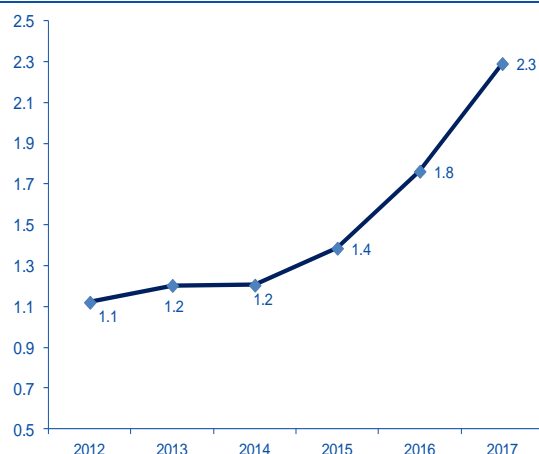
Estimamos que el ritmo de expansión del producto se incrementará en los próximos dos años (ver gráfico 3.15) debido al inicio de operaciones de dos grandes proyectos mineros cupríferos que actualmente se encuentran en su fase final de construcción: Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde. En el primero de estos se viene invirtiendo USD 10 mil millones en construcción -con un avance actual de 75%- y puesta en marcha³. Nuestra previsión considera que el proyecto empezará a producir cobre en el primer trimestre de 2016 y que ese año alcanzará el 30% de su máxima capacidad de producción anual (TMF 450 mil, equivalente a más de un tercio de lo que Perú produce actualmente), incrementándose de manera paulatina hasta fines de 2017. La ampliación de Cerro Verde, por su parte, viene requiriendo la inversión de USD 4,6 mil millones. Estimamos que esta ampliación iniciará su etapa productiva el próximo año, alcanzando en 2016 el 40% de su máxima capacidad de operación (TMF 272 mil, equivalente a más de un quinto de lo que Perú produce actualmente), la que finalmente se logrará a fines de 2017. Como resultado de estos dos proyectos, sumados a la normalización de Antamina y a la plena operatividad de Toromocho, Perú duplicará en 2017 su producción de cobre en comparación con el nivel de 2014 (ver gráfico 3.16). Por el lado del gasto, ello se reflejará en mayores exportaciones.

Gráfico 3.15
PIB: proyección
(var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.16
Producción de cobre
(TMF millones)

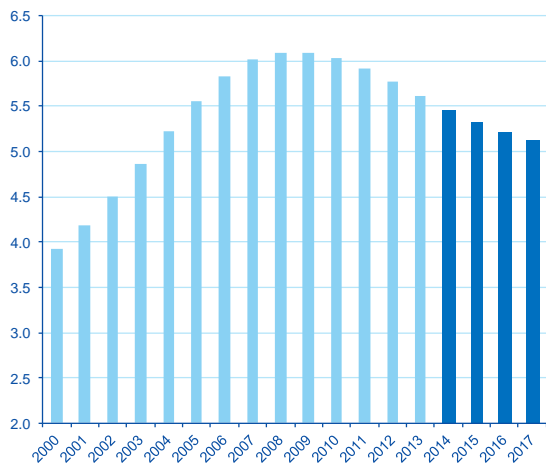


Fuente: MEM y BBVA Research

Esta aceleración del crecimiento será sin embargo solo transitoria. Nuestras estimaciones para el ritmo de expansión sostenible de la economía peruana en los próximos años se ubican alrededor de 5,0% (ver gráfico 3.15), por debajo del promedio para el período 2002-2013 que fue superior a 6,0%. Ello se debe, principalmente, al descenso de las ganancias de productividad, algo que hemos venido observando en los últimos años (ver gráfico 3.17), tendencia que anticipamos se mantendrá en adelante. Corregirla de tal manera que el ritmo de crecimiento económico vuelva a fortalecerse requerirá implementar medidas para impulsar la productividad y la competitividad, entre ellas elevar la calidad de la educación y de la salud, cerrar la brecha de infraestructura, favorecer la innovación, flexibilizar el mercado laboral y mejorar la administración pública.

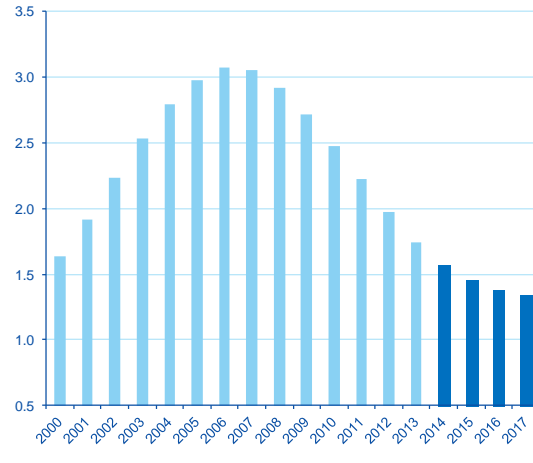
³ Según cálculos más recientes de MMG Limited, subsidiaria de China Minmetals, la inversión requerida se incrementó en 65% con respecto al primer estimado (USD 6 mil millones).

Gráfico 3.17
PIB potencial
(var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.18
Productividad: aporte al crecimiento potencial
(puntos porcentuales)



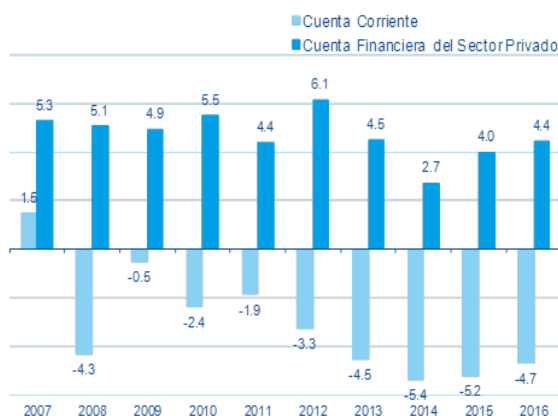
Fuente: BCRP y BBVA Research

Déficit externo seguirá elevado en 2015-2016. Sin embargo, este se encuentra sobreestimado debido a que parte de las exportaciones de oro se realizan de manera informal

El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicará alrededor de 5,0% del PIB al cierre de este año. De un lado, la disminución de la cotización internacional del petróleo, que prevemos será de casi 35% en términos promedio, mejorará las cuentas externas en aproximadamente 4 décimas de punto porcentual del PIB, un impacto moderado que considera que Perú es un importador neto de este bien. Sin embargo, la caída proyectada en los precios promedio del cobre y oro (en cerca de 10% en cada caso), metales que Perú exporta, debilitará la cuenta corriente (ver Recuadro 1).

Por el lado del financiamiento de este resultado, a diferencia de lo observado en años previos, prevemos que en el 2015 las entradas netas de capitales de largo plazo del sector privado no serán suficientes para financiar la totalidad del déficit externo previsto (ver gráfico 3.19). Este es un factor de vulnerabilidad que debe monitorearse cuidadosamente ya que puede exacerbar las presiones sobre los mercados cambiario y de deuda en un contexto en el que la FED empezará a elevar su tasa de política monetaria. En lo positivo, estimamos que esta situación será solo transitoria pues a partir de 2016 anticipamos una mayor holgura tanto por la reducción del déficit en la cuenta corriente, que en adelante tenderá a estabilizarse alrededor de 3,5% del PIB debido al impulso que le dará la entrada en fase operativa de grandes proyectos mineros a las exportaciones, como por el mayor influjo de capitales de largo plazo vinculado con la financiación de los proyectos de infraestructura concesionados en los dos últimos años.

Gráfico 3.19
Cuenta corriente y Cuenta financiera del sector privado (% del PIB)*



*Si se consideran las exportaciones ilegales de oro, el resultado de la cuenta corriente mejoraría en 0.7 pp del PIB desde el 2014.
Fuente: BCRP y BBVA Research.

Es importante señalar también que desde mediados de 2013 las autoridades peruanas han incrementado las acciones para restringir la producción ilegal de oro. Algunas de estas se orientaron a fiscalizar más de cerca a las comercializadoras del metal. Los productores ilegales han buscado entonces vías para evitar el mayor control y, al parecer, estarían ingresando el metal a otros países, de manera ilegal, y luego desde estos exportándolo al destino final. Por un lado, ello es consistente con un estudio reciente del Banco Mundial⁴ que señala que las exportaciones de oro de Bolivia se quintuplicaron en relación a 2013. Sorprende aquí la magnitud del alza, especialmente porque el precio del oro ha descendido de manera considerable en los dos últimos años y porque en Bolivia no se han desarrollado grandes minas auríferas que la sustenten. De otro, en 2014 se ha observado un fuerte retroceso de la producción y exportación de oro que se contabiliza en las cuentas nacionales, así como un importante aumento del rubro “Errores y omisiones” en la balanza de pagos (de alrededor de USD 2 mil millones). En conjunto, parece entonces razonable sostener que ante la mayor fiscalización estatal, la producción ilegal de oro -y su posterior exportación- ha dejado de formar parte de la cuenta corriente de la balanza de pagos de manera contable, pero en la práctica la exportación se sigue dando a países vecinos. Estimamos que esta venta ilegal de oro se sitúa alrededor de los USD 1,5 mil millones, equivalente a 7 décimas de punto porcentual del PIB. De esta manera, el déficit real en la cuenta corriente, es decir, corregido por la exportación ilegal de oro, sería menor que el publicado por las entidades gubernamentales peruanas en 0,7pp del producto, un ajuste que es importante pero que aún deja al déficit externo en un nivel elevado.

Finalmente, es interesante realizar un análisis de sostenibilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos pues resulta un tanto contradictorio que una economía que se ha desacelerado de manera importante como la peruana haya registrado en simultáneo una ampliación de su déficit externo (y que este sea tan elevado). Esta combinación podría estar sugiriendo que el tipo de cambio real se encuentra fuera de su nivel de equilibrio y que es necesaria una depreciación real de la moneda local para asegurar la sostenibilidad de las cuentas externas. Nuestro análisis (ver Recuadro 2) define al déficit sostenible en la cuenta corriente como aquel que estabiliza los pasivos externos en su nivel actual (31% del PIB) y se sitúa en 2,1% del PIB. Por otro lado, corrige el déficit observado en la cuenta corriente por tres factores: cíclicos (eg. precios de materias primas y brecha del producto); extraordinarios, como lo fueron las transferencias

⁴ Estimaciones de las Tendencias Comerciales América Latina 2014 (BID, 2014).

(entre no residentes) por la venta de dos empresas peruanas grandes, operaciones en las que se generó plusvalía en 2014; y exportaciones ilegales de oro no contabilizadas en la cuenta corriente. De esta manera obtenemos un resultado más tendencial, al que llamamos déficit subyacente y que estimamos que se ubica actualmente alrededor de 4,0% del PIB. En conclusión, el déficit externo sostenible por la economía peruana es menor que el subyacente, lo que sugiere que hay espacio para una depreciación real de la moneda doméstica, algo que ya se ha venido registrando y que, como se discutirá más adelante, hemos incorporado en nuestra previsión de tipo de cambio.

En los próximos años, los déficits fiscales se incrementarán, pero no comprometerán la sostenibilidad de las cuentas públicas

Para el presente año y los siguientes proyectamos déficit fiscales de alrededor de 1,3% del PIB. De esta manera, el resultado de las cuentas públicas peruanas se deteriorará en comparación con lo observado en años anteriores. Este nivel también es en promedio mayor en aproximadamente un punto porcentual al previsto en nuestro reporte anterior.

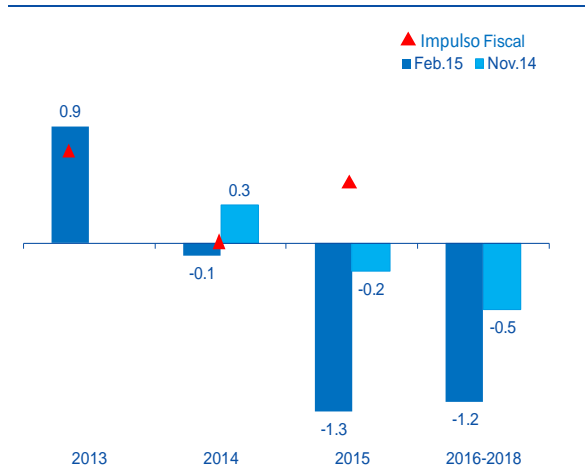
El aumento del déficit fiscal en 2015 está principalmente vinculado, por una parte, con la disminución permanente de los ingresos fiscales. Ello refleja las diversas medidas anunciadas a fines del año pasado para impulsar la actividad en el corto y medio plazo, entre las que se encuentran el recorte de la tasa del impuesto a la renta para personas y empresas, la depreciación acelerada, y los cambios introducidos en los regímenes de percepciones, deducciones, y retenciones del impuesto general a las ventas. Estimamos que como consecuencia de estas medidas los ingresos fiscales se reducirán de manera permanente en alrededor de 7 décimas de punto porcentual del PIB. Por otra parte, el mayor déficit fiscal proyectado recoge la aceleración del gasto público de inversión para financiar la lista de proyectos que el Gobierno ha priorizado según su impacto social, los de infraestructura que han sido concesionados en los dos últimos años, y el mayor presupuesto asignado a los sectores Educación y Salud.

Como resultado, el impulso fiscal será mayor este año (ver gráfico 3.20), lo que le dará soporte a la recuperación cíclica de la economía. Sin embargo, implica según nuestras estimaciones que el déficit fiscal estructural será mayor que 1% del PIB por lo menos este y los próximos años. Debido a ello, se tendrá que evaluar cómo recortar este déficit en 2016 pues la ley impide programar gastos que lleven a que el resultado fiscal estructural sea mayor que 1% del PIB. Una primera opción es reducir el ritmo de expansión del gasto público. Es decir, en el futuro los presupuestos gubernamentales tendrán que incrementarse a un ritmo menor que lo que se observó en años anteriores (10% en promedio durante los últimos años cinco años). La pregunta que surge es si esta opción es la más adecuada dadas las carencias en, por ejemplo, infraestructura, seguridad, educación pública, y calidad de la administración estatal, que inhiben la un mayor avance de la productividad y competitividad de la economía peruana. Una segunda opción es relajar la regla y elevar el máximo déficit estructural permitido. Calculamos que si el déficit estructural se ubica en 1,5% del PIB, la deuda pública bruta podría estabilizarse alrededor de 20% del producto, un nivel solo levemente mayor que el actual. De esta forma, se podría mantener un ritmo de crecimiento del gasto algo mayor, pero se deberá tener cuidado con no afectar la calificación crediticia del país. Una tercera opción sería elevar la presión tributaria con mayores tasas impositivas indirectas, pero creemos que no sería la opción más adecuada porque estas ya son elevadas (la del impuesto general a las ventas, por ejemplo) y un incremento adicional iría en contra del objetivo de formalizar la economía.

Cabe señalar que a pesar del deterioro del resultado fiscal que se prevé para este y los próximos años, se espera que el ratio de deuda pública bruta como porcentaje del PIB se ubique entre 19% y 20% (ver gráfico 3.21), niveles que no afectan la sostenibilidad de las finanzas públicas y se comparan bien con el promedio de países con similar calificación crediticia soberana (44% del PIB para países BBB+, que es la calificación

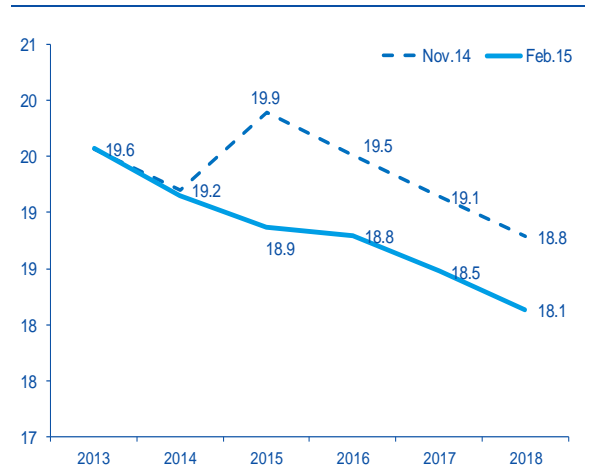
que tiene Perú según S&P, y 60% del PIB para países BBB+, que es la calificación de Perú según Fitch⁵), pero que son algo mayores a los que preveíamos hace tres meses (antes de las reducciones de impuestos y otras medidas que implican una menor recaudación anunciadas a fines de 2014).

Gráfico 3.20
Resultado fiscal e Impulso fiscal
(% del PIB)



Fuente: BCRP, SUNAT y BBVA Research.

Gráfico 3.21
Deuda pública bruta
(% del PIB)



Fuente: BCRP, SUNAT y BBVA Research.

⁵ Se considera la calificación de la deuda soberana de largo plazo en moneda extranjera.

4. Mercados financieros locales: continúa la volatilidad vinculada a la incertidumbre por inicio de ajuste de la FED

Rendimiento de bonos soberanos se reduce

Durante el último trimestre del año, los rendimientos de los bonos soberanos peruanos continuaron reduciéndose en más de 100 puntos básicos en el caso del bono 2020 y del 2037 (-187 y -191 pbs respectivamente) y en menor magnitud en el caso del bono 2026, el cual se redujo en 61 puntos básicos. Con estos resultados los rendimientos de la curva de bonos soberanos mantuvieron una tendencia decreciente a lo largo del año, con niveles de alrededor de 400 pbs por debajo del cierre registrado en el año previo (ver gráfico 4.1). Cabe mencionar que en los últimos dos meses del año la tendencia decreciente se detuvo e incluso se registró una leve alza en los rendimientos de algunos papeles.

En el resto de países de la región, como Colombia y Chile, el comportamiento de los rendimientos de los bonos soberanos ha sido similar al registrado en el mercado local (ver gráfico 4.2). La volatilidad observada desde setiembre es reflejo de la incertidumbre sobre la recuperación económica de la economía de Estados Unidos y sobre la fecha en la que la FED empezaría a retirar el estímulo monetario.

Gráfico 4.1
Rendimiento de bonos soberanos peruanos



Fuente: Bloomberg

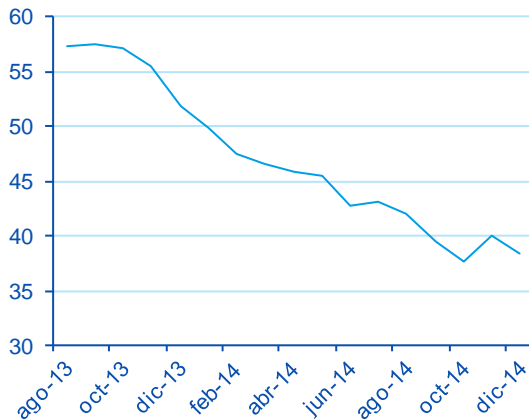
Gráfico 4.2
Rendimiento de bonos soberanos



Fuente: Bloomberg

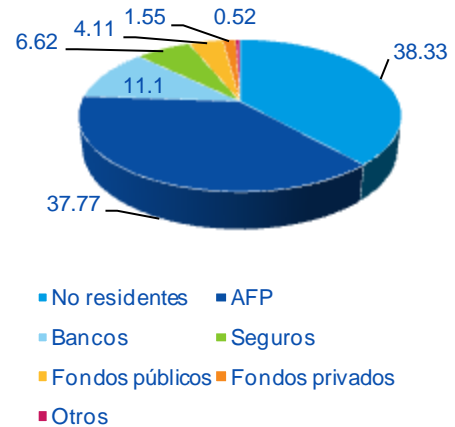
Cabe mencionar que la tenencia de bonos soberanos en manos de no residentes continuó reduciéndose a lo largo del año (ver gráfico 4.3), pasando de representar más de la mitad en el 2013 (57% en agosto 2013) a 38,3% al cierre del 2014. Inversionistas institucionales locales como AFP y bancos han incrementando su participación en el mercado de bonos soberanos, alcanzando el 37,8% y 11,1% respectivamente (ver gráfico 4.4).

Gráfico 4.3
Tenencia de bonos soberanos en manos de no residentes (%)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4.4
Tenencia de bonos soberanos



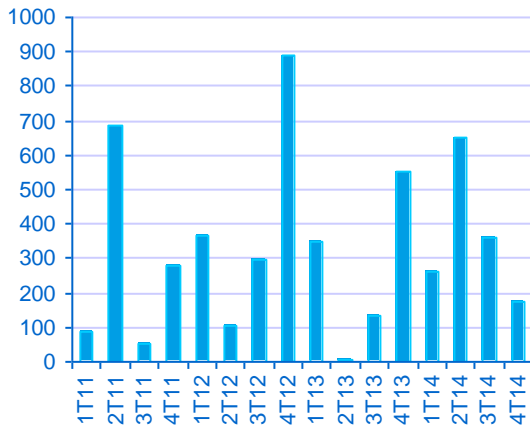
Fuente: Bloomberg

Emisiones de bonos corporativos se redujeron en el último trimestre del año

Durante el último trimestre del año, se registraron emisiones en dólares por USD38.5 millones y en soles por S/. 643.7 millones. Las empresas no pertenecientes al sistema financiero participaron con el 23% de dichas operaciones (ver gráfico 4.5), destacando la colocación de bonos corporativos de Alicorp en diciembre, por un monto de S/.116 millones a una tasa de 4.97% y un vencimiento a 3 años. Con estas operaciones, el financiamiento a través de colocaciones de deuda totalizó USD148 millones y S/. 2893 millones, alrededor de 32% por debajo de lo registrado en el año previo (las emisiones en dólares retrocedieron 79.3% mientras que las de moneda local se incrementaron en 5.0%). El menor dinamismo de las emisiones de deuda corporativa se dan en un entorno de ralentización del PIB en que las necesidades del fondeo de inversiones son menores.

Por otro lado, las emisiones en el mercado internacional totalizaron USD1129 millones durante el periodo octubre-diciembre 2014, registrando una caída de 23.5% respecto del trimestre anterior. La mayor operación la realizó Unión Andina de Cemento que captó recursos por USD625 millones por un plazo de 7 años y una tasa de 5.9%. Los plazos de las emisiones llegaron hasta 20 años con una tasa cupón de 6,0% (ver Tabla 4.1). Estas emisiones se dieron en un entorno de tasas de interés aún bajas en los mercados internacionales y de una favorable percepción que se tiene sobre el país.

Gráfico 4.5
Emisiones de bonos de empresas no financieras (millones de soles)



Fuente: BCRP

Tabla 4.1
Emisiones de deuda en el mercado internacional durante el 2014

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%
BBVA Continental	300	15	5.25%
InRetail Consumer	300	7	5.25%
Unión Andina de Cementos	625	7	5.88%
Energía eólica	204	20	6.00%

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

Fuente: BCR

Bolsa peruana cierra el 2014 con una caída de 6.0%

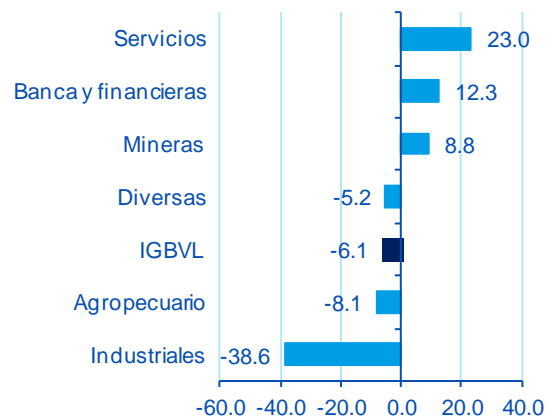
Durante el último trimestre del 2014, el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) retrocedió 8.8% afectado principalmente por las acciones del sector industrial, que cayeron 18% en similar periodo, y por el sector minero (-13.0%). En este último caso, los buenos resultados de empleo en Estados Unidos publicados en diciembre, y las dudas sobre la actividad en China, fortalecieron la cotización del dólar e impulsaron caídas en los precios del oro (-1.27% entre fines de setiembre y diciembre 2014) y del cobre (-5.74%). En lo que va del 2015, el IGBVL continúa retrocediendo, acumulando un resultado negativo de 7.0% en el primer mes del año (ver gráfico 4.6).

Gráfico 4.6
Índice General de la Bolsa de Valores de Lima



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4.7
Rendimientos acumulados de los índices sectoriales durante el 2014 (%)



Fuente: BVL

Los índices sectoriales que registraron mayores caídas en el año 2014 fueron el industrial (-38.57%), destacando las fuertes caídas de las acciones ligadas al sector energía como Maple Energy y BPZ Energy; seguido por Construcción (Siderperu cayó -39% en el año) y Alimentos (Alicorp -21%). También descendieron el sector agropecuario (-8.1%) y el sector diversas (-5.2%). Los rubros que obtuvieron

mayores ganancias fueron Servicios (+23%), Bancos (+12.3%) y Mineras (+8.8%), encontrándose entre las acciones más líquidas, y con importantes rendimientos a Edegel (+57%), Luz del Sur (+22%), Banco de Crédito (+23%), Banco Continental (+9%), Río Alto (+49%) y Minsur Inv. (+95%) (ver gráfico 4.7).

En diciembre de 2014, la Bolsa de Valores de Lima junto con S&P Dow Jones Indices anunciaron una alianza estratégica para calcular un nuevo índice para el mercado peruano: S&P/BVL Peru Select. Este nuevo instrumento medirá el rendimiento de las acciones de las empresas más grandes y líquidas, de tal manera que sea fácil de replicar y permita desarrollar productos de inversión como ETF's, Fondos Mutuos indexados, etc.

Tipo de cambio: tendencia alcista en los próximos meses

Durante el cuarto trimestre del año el tipo de cambio se incrementó 3.1%, cerrando el 2014 en un nivel de S/. 2.98 por dólar, 6.5% por encima del cierre del año previo. Este comportamiento se explica por el mejor desempeño de la economía de Estados Unidos y las expectativas del inicio del retiro del estímulo monetario en dicho país. La depreciación de la moneda local ha estado en línea con lo observado en otras plazas de la región, aunque con variaciones considerablemente menores que las observadas en países como Colombia, Chile o México (ver gráfico 4.8), que superaron el 10%. La demanda por dólares se incrementó en el último trimestre del año, especialmente por parte de no residentes (ver gráfico 4.9), con lo que el BCR intervino en el mercado cambiario a través de venta de dólares spot (en el periodo setiembre-diciembre el Banco Central vendió más de USD 2 mil millones) y forward (ver gráfico 4.10).

Cabe mencionar que en un entorno de presiones cambiarias, que reducen el espacio para flexibilizar la política monetaria, el Banco Central anunció nuevas medidas que permitirán acotar las operaciones diarias y semanales en el mercado de *forwards*. En primer lugar, el BCR introdujo un encaje adicional en moneda nacional que se aplicará solo en caso de que las operaciones diarias y semanales con derivados cambiarios excedan el monto mayor entre el 10% del patrimonio efectivo de la entidad o USD 100 millones, para el caso diario, y 30% del patrimonio efectivo o USD400 millones para el caso semanal. Además, el BCR introdujo un límite al saldo de operaciones con derivados cambiarios de la banca: las empresas financieras locales que excedan los límites aprobados por el BCR deberán aumentar sus encajes en moneda nacional. De esta manera, se busca limitar el exceso de volatilidad que puede generar en el tipo de cambio un volumen elevado de operaciones con derivados cambiarios, en particular de agentes económicos no residentes. De ser exitosas estas medidas, permitirán una mayor independencia de la política monetaria con respecto a consideraciones sobre el tipo de cambio y, por lo tanto, se ganará una mayor flotación cambiaria que ayudará a absorber los choques externos.

Gráfico 4.8
Variación del tipo de cambio durante el 2014

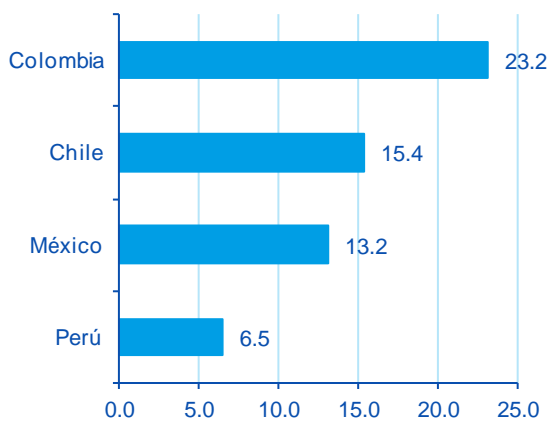
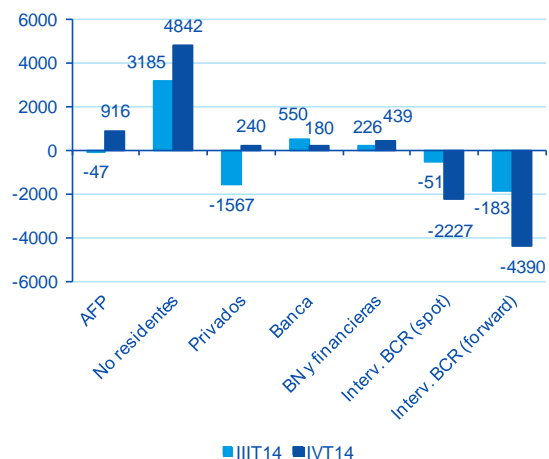


Gráfico 4.9
Flujos en el mercado cambiario *spot* y *forward* (USD millones)

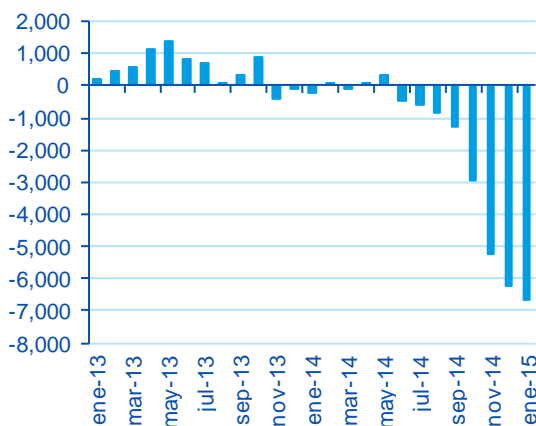


Fuente: Bloomberg

Fuente: BCRP

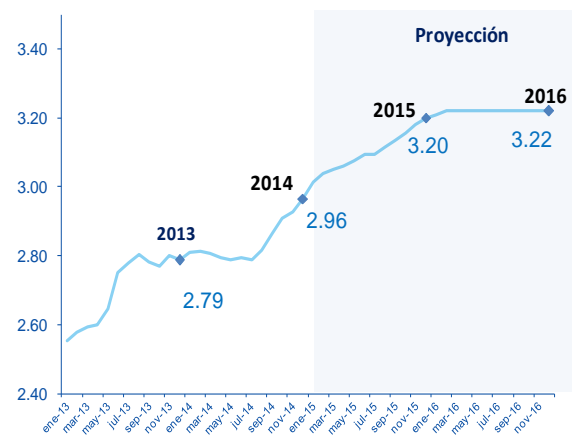
Las presiones sobre la moneda local continuaron durante el primer mes de 2015, en particular durante la segunda mitad del mismo. En este período el PEN ha perdido alrededor del 3% de su valor. En los siguientes meses, diversos factores mantendrán ciertas presiones al alza sobre el tipo de cambio: (i) deterioro de fundamentos (caída de términos de intercambios, elevado déficit en cuenta corriente, menor solidez fiscal y menor crecimiento económico), (ii) menores inlfujos de capitales de largo plazo, en particular por IED más baja (principalmente sector minero), y (iii) la divergencia de las políticas monetaria de Perú y Estados Unidos, flexibilización en el primer caso y ajuste en el segundo, que fortalecerá el dólar globalmente. En este contexto, nuestra previsión de tipo de cambio se ubica en S/. 3.20 por USD y S/. 3.22 por USD, para el cierre de 2015 y 2016 (ver gráfico 4.10), respectivamente, lo que contribuirá a reducir la brecha externa en los próximos años. La transición hacia un mayor tipo de cambio será gradual, debido a que el Banco Central suavizará la trayectoria con sus intervenciones. No obstante, consideramos que una mayor flexibilidad cambiaria sería deseable como mecanismo de absorción de choques externos y de corrección del déficit en cuenta corriente.

Gráfico 4.10
Saldo forward en moneda extranjera de las empresas bancarias



Fuente: BCRP

Gráfico 4.11
Tipo de cambio (S/. por USD)



Fuente: BCRP, BBVA

Recuadro 2. Una estimación del tipo de cambio de equilibrio según el enfoque de sostenibilidad externa

Existen varios enfoques para estimar el tipo de cambio real de equilibrio (TCRE). El enfoque de sostenibilidad externa consta de tres pasos: (i) determinación de la razón entre la cuenta corriente y PIB que permite estabilizar la posición de Pasivos Externos de Largo Plazo (PELP) en un nivel deseado o de referencia (esta razón se conoce como norma), (ii) estimación de la cuenta corriente estructural (ó subyacente), que es aquella que remueve los factores de corto plazo de la cuenta corriente observada, y (iii) valoración del ajuste necesario del TCR que permite cerrar la brecha entre la norma de la cuenta corriente y su nivel estructural. El TCRE es el nivel final del TCR una vez que dicho ajuste ha sido realizado.

Siguiendo al FMI (2006)⁶, se tiene que la razón de la cuenta corriente (norma) que permite estabilizar los PELP viene dada por:

$$cc^n = \frac{g_t + \pi_t}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} b \quad (1)$$

Donde g_t es la tasa real del PBI, π_t es la tasa de inflación y b es el nivel de PELP que se desea estabilizar.

Por otro lado, para la estimación de la cuenta corriente estructural, se sigue a Artiaga et al (2011)⁷. La cuenta corriente subyacente se construye a partir de la relación de largo plazo (ecuación 2). Para ello, se toman los parámetros estimados y se remplazan los valores observados de las variables explicativas por las tendencias de estas mismas variables (se utilizó el filtro de Hodrick-Prescott o HP para obtener el componente tendencial).

$$ccs = c + a_1 ltr_t + a_2 ltot - a_3 lpb_i + a_4 pbis_t \quad (2)$$

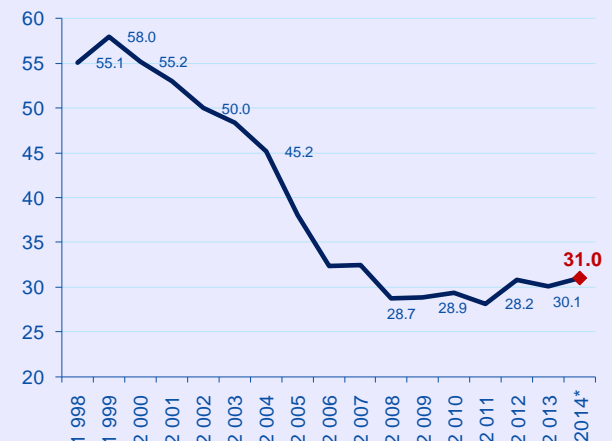
Donde: ltr_t es el logaritmo del tipo de cambio

real, $ltot_t$ es el logaritmo de los términos de intercambio, $lpbi_t$ logaritmo del PIB doméstico y $lpbis_t$ logaritmo del PIB mundial.

Estimación de la norma de la cuenta corriente y la cuenta corriente estructural

En este ejercicio se estima que la cuenta corriente que permite estabilizar los PELP en su nivel actual (alrededor de 30% del PBI) es igual a -2.1% del PIB (norma)⁸.

Gráfico R.2.1 Pasivos Externos de Largo Plazo (% del PBI)



*Al 3T.

Fuente: BBVA Research.

Por su parte, la cuenta corriente subyacente se estima considerando la ecuación (2) y se encuentra lo siguiente⁹:

$$ccs = -1.59 + 0.13ltr_t + 0.05ltot - 0.18lpbi_t + 0.34pbis_t \quad (3)$$

Es importante señalar que en la estimación se ha realizado ajustando el déficit en cuenta corriente por los ingresos extraordinarios por las transferencias de activos que generaron una plusvalía y por las mayores exportaciones en

⁶ Methodology for CGER Exchange Rate Assessments. FMI (2006).

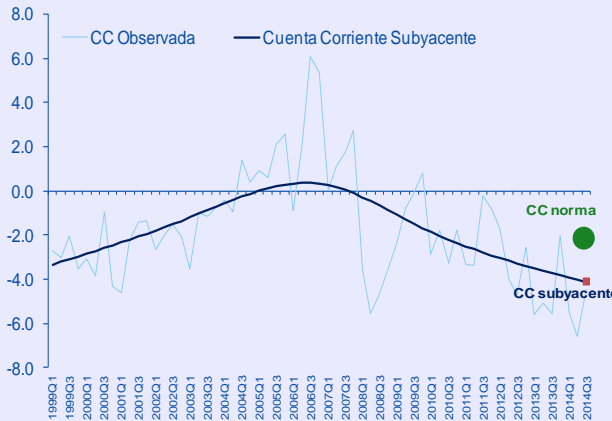
⁷ Normas de la Cuenta Corriente y Tasa de Cambio Real de Equilibrio en Colombia. Artiaga Carolina, Luna Roderick y Ojeda Jair. Banco Central de Colombia (2011).

⁸ Se considera el crecimiento potencial de la economía en alrededor 5%, y la proyección de inflación de los próximos cuatro años).

⁹ Todas las variables presentan raíz unitaria. Además se evidencia un vector de cointegración y los coeficientes del vector de cointegración son significativos.

0.7% del PBI proveniente del contrabando de oro (ver sección 3 apartado cuenta corriente).

Gráfico R.2.2 Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos (% del PBI)



Fuente: BBVA Research.

En el gráfico R.2.1 Se observa que la cuenta corriente estructural en el 3T se ubica alrededor del 4% del PBI, inferior al resultado observado, pero por encima del nivel de largo plazo (2.1% del PBI) que permite estabilizar los pasivos externos.

Estimación del TCRE

El TCRE se define como aquel TCR que asegura que la cuenta corriente estructural se ajuste a su nivel normativo. Se asume que el ajuste se dará a través de movimientos en el tipo de cambio real.

Para ello, se necesita una elasticidad que permita relacionar la corriente con el TCR. Esta elasticidad se encuentra en la ecuación (3), tomando el valor de 0.14. Así, una depreciación real de 10% mejora el resultado de la cuenta corriente en 1,3 puntos porcentuales del PIB. De manera equivalente, se requiere un aumento del tipo de cambio real de 7,6% para lograr una mejora en la cuenta corriente de 1 punto porcentual del PIB. Por lo tanto, el ajuste del TCR que permite el ajuste de la norma de la cuenta corriente y la subyacente viene dada por:

$$\Delta tcre_t = 7.6(cc^n - ccs_t)$$

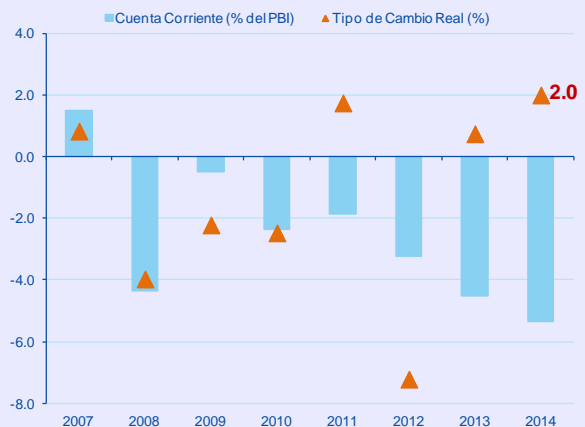
En el 3T14 se hubiese requerido una depreciación de 14.3%¹⁰ para que el tipo de cambio real alcanzara su nivel de equilibrio. Si

¹⁰ En el 3T2014, se estima que la cuenta corriente subyacente se ubica en 4.0% del PBI.

ello se hubiese realizado solo a través de movimientos en el tipo de cambio nominal, el sol peruano debería haberse ubicado alrededor de 3,22 por USD en el 3T14 y con ello la cuenta corriente subyacente habría estado en su nivel sostenible.

Es importante señalar que esta estimación es un ejercicio que sirve de referencia para conocer si el TCR se encuentra desalineado con respecto a su equilibrio. Los resultados obtenidos en este ejercicio son consistentes con las presiones que actualmente se observan sobre el tipo de cambio, y señalan que el déficit en cuenta corriente cercano al 5% del PIB es elevado, por lo que se requiere un debilitamiento de la moneda que, en el corto plazo, favorecería una mayor competitividad de las exportaciones no tradicionales (grupo solo representa el 30% de las exportaciones totales).

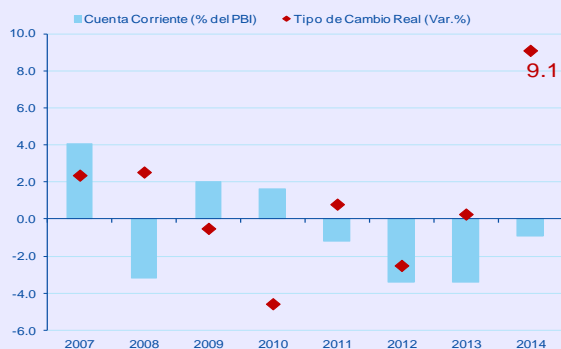
Gráfico R.2.3 Perú: Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos y Tipo de Cambio Real



Fuente: BBVA Research.

Finalmente, llama la atención que el déficit en cuenta corriente en Perú haya sido tan elevado en el 2014, dado el bajo crecimiento de ese año (ver Gráfico R23). Una explicación es la sobre valoración de la moneda (que actualmente estimamos en 4% con relación de los niveles actuales). Una evolución distinta se observa en Chile, en donde la mayor depreciación de su moneda ha ido de la mano con un cierre de su déficit externo (ver Gráfico R.2.4).

Gráfico R.2.4 Chile: Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos y Tipo de Cambio Real



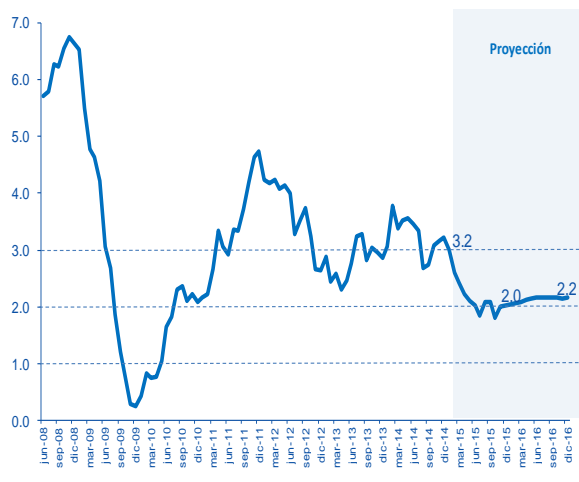
Fuente: BBVA Research.

5. Inflación: hacia el centro del rango meta en los siguientes meses

La inflación interanual cerró el año 2014 en 3,2%, por encima del límite superior del rango meta (2%, +/- 1 punto porcentual). Para el año 2015 anticipamos que registrará una tendencia decreciente (ver gráfico 5.1) y que se ubicará alrededor de 2,0% hacia fines de año debido a:

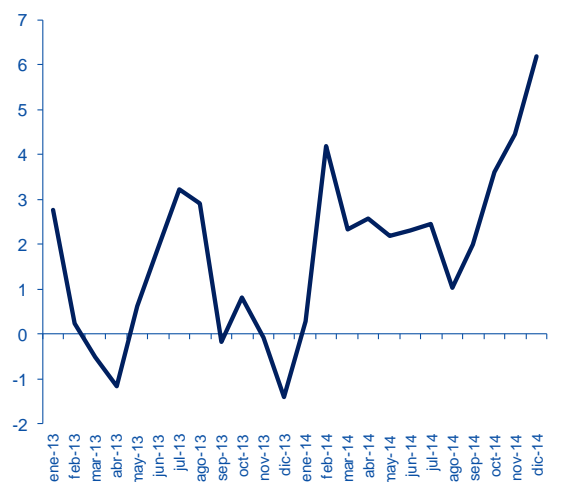
- Normalización del ritmo al que avanzan los precios de los alimentos.** Desde mediados del año pasado, los precios de este rubro de alimentos, que incluye por ejemplo a las frutas, tubérculos, hortalizas, y carnes, ha venido creciendo sostenidamente (ver gráfico 5.2), incidiendo así de manera importante sobre la inflación debido al peso que tiene (15%) en el índice de precios al consumidor. Ello se dio en un contexto en el que factores climatológicos afectaron el abastecimiento de algunos de ellos. Para 2015 anticipamos que el ritmo de incremento de estos precios se moderará, ubicándose más en línea con el paso al que en promedio avanzó en los tres últimos años. Condiciones climatológicas más normales y la baja probabilidad, según la evidencia empírica, de que los precios de las verduras y frutas, por ejemplo, registren alzas importantes durante dos o tres años consecutivos le dan soporte a esta previsión.

Gráfico 5.1
Inflación
(var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 5.2
Inflación del rubro de alimentos no subyacentes
(var. % interanual)

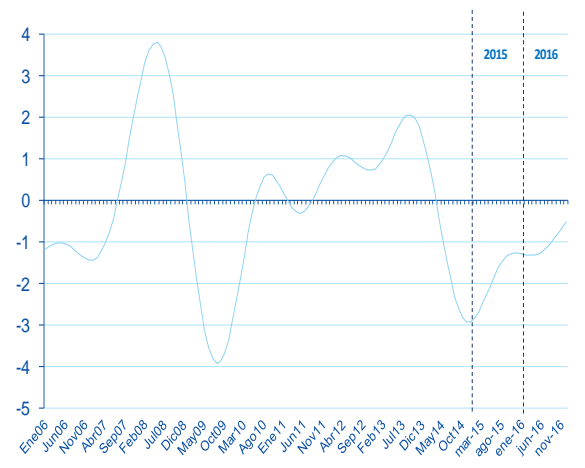


Fuente: BCRP y BBVA Research

- Fuerte reducción en la cotización internacional del petróleo,** lo que deberá reflejarse en menores precios locales de los combustibles. La incidencia del menor precio del petróleo en la inflación se ubica entre tres y cuatro décimas de punto porcentual.
- Ausencia de presiones de demanda.** Prevemos que la brecha del producto (al cierre de 2014 el PIB observado se encuentra algo más de 2% por debajo de nuestra estimación de PIB potencial, desvío que es comparable con lo observado en la desaceleración de 2009) se mantendrá negativa durante el año, cerrándose solo de manera gradual (ver gráfico 5.3). En este contexto, se anticipan presiones de demanda acotadas. En esta línea, cabe agregar que desde el mes de junio diversos

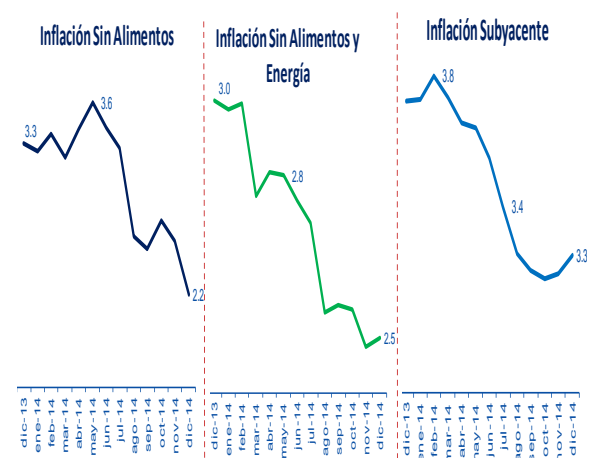
indicadores de tendencia inflacionaria (inflación sin alimentos, inflación sin alimentos ni combustibles, y la inflación subyacente) han mostrado una trayectoria decreciente, con ritmos de incremento mensual más acordes con la meta inflacionaria del BCR (ver gráfico 5.4).

Gráfico 5.3
Brecha del producto
(% del PIB potencial)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 5.4
Medidas de tendencia inflacionaria
(Var.% anual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Los factores antes mencionados serán parcialmente compensados por: (i) el incremento del tipo de cambio y su transmisión hacia los precios de los bienes transables o hacia aquellos que se cotizan en dólares, y (ii) la inercia que imprimirán las expectativas de inflación que se encuentran en el tramo superior del rango meta (ente 2,5% y 3,0%).

6. Banco Central flexibiliza la política monetaria

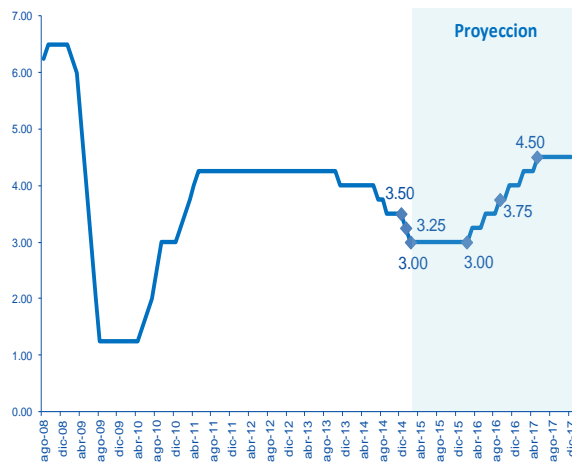
Flexibilización ha sido sin embargo acotada considerando la intensidad de la desaceleración del producto, mayor que la prevista

A pesar del fuerte debilitamiento cíclico del producto que observamos el año pasado, y en particular del gasto privado, el Banco Central respondió en 2014 con un recorte acumulado de la tasa de interés de referencia de apenas 50 puntos básicos. La acotada flexibilización de la posición de la política monetaria obedeció a un entorno macroeconómico que dejó poco espacio para un impulso más agresivo. En primer lugar, la inflación se ubicó de manera persistente por encima del rango meta, sobre todo la subyacente. En segundo lugar, el volátil contexto internacional, que reflejaba la incertidumbre sobre el momento en el que la FED iniciaría el ciclo alcista de su tasa de política y el ritmo al que avanzaría, generó fuertes presiones de depreciación sobre la moneda local, lo que eventualmente puede tener impactos reales negativos sobre aquellas empresas y familias con descalces de moneda en sus balances. Y en tercero, una rebaja más agresiva de la tasa de interés de referencia habría amplificado el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, ya abultado, el que entonces podría haber encontrado dificultades de financiación en mercados internacionales volátiles (y alimentado aún más la presión cambiaria). A estos factores macroeconómicos podemos sumarle el hecho que la tasa de interés interbancaria en moneda doméstica estuvo desviada del nivel de referencia, excediéndola en tres de los últimos cuatro meses del año pasado (eg. 20pb en setiembre y hasta 30pb en diciembre), de manera que una flexibilización monetaria adicional hubiese sido en la práctica algo complicado de implementar.

Sin embargo, a principios de año se hizo claro que el esperado inicio de la recuperación del producto en el 4T14 no se habría dado. Por el contrario, el crecimiento publicado para noviembre sorprendió a la baja a la mayoría de los participantes del mercado (fue el más bajo del año, casi nulo) y los primeros indicadores de actividad para diciembre no mostraban una mejora importante. Además, el fuerte descenso de la cotización internacional del petróleo y la expectativa de que este se trasladara posteriormente a los precios locales de combustibles llevaron a prever un panorama inflacionario más benigno en los siguientes meses. Finalmente, las presiones cambiarias amainaron por unos días y la tasa de interés interbancaria se alineó a la de referencia. En este contexto, el Banco Central rebajó la tasa de política en otros 25pb a mediados de enero.

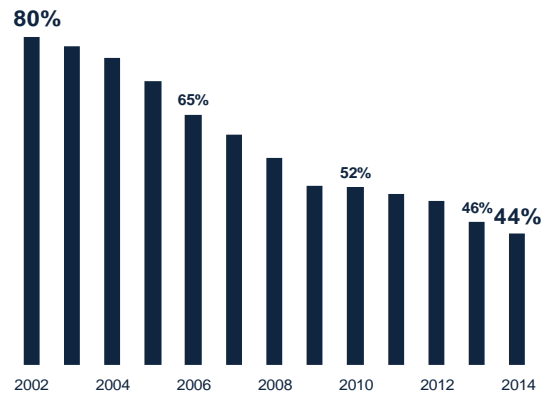
Hacia adelante, estimamos que la política monetaria mantendrá cierto tono expansivo en el corto plazo. De un lado, el año iniciará con un ritmo de crecimiento que aún denotará debilidad, no solo a nivel agregado, sino también de los indicadores de gasto del sector privado. Así, prevemos que durante los primeros tres meses de 2015 la tasa de expansión del producto no excederá en promedio del 3%, que si bien es mayor que la registrada en el 4T14 (1,1% según nuestro estimado), aún se ubicará muy por debajo del potencial. De otro lado, la inflación retornará al rango meta del Banco Central en febrero y seguirá descendiendo en los siguientes meses, lo que dará más espacio para un eventual recorte adicional de tasa. Por ello, no podemos descartar alguna flexibilización monetaria en el corto plazo, pero la decisión será en nuestra opinión muy dependiente de la información que vaya apareciendo y en particular de la volatilidad que muestre el tipo de cambio en los días previos a las reuniones de política monetaria del Banco Central.

Gráfico 6.1
Tasa de interés de referencia
(%)



Fuente: BCR, BBVA Research

Gráfico 6.2
Dolarización de las colocaciones (colocaciones denominadas en USD como % del total)



Fuente: Asbanc, BBVA Research

A partir de 2016, la tasa de política empezará a ser orientada hacia un nivel más neutral según nuestras previsiones. Ello permitirá mantener la inflación en el rango meta en un contexto en el que el crecimiento económico será más robusto y en el que el precio del petróleo rebotará. Se moverá así más en sintonía con la evolución que anticipamos para la tasa FED, lo que acotará las presiones de depreciación sobre la moneda local.

Medidas para desdolarizar: en línea con el objetivo de reducir la vulnerabilidad financiera, pero es necesario un seguimiento cercano de sus impactos para evitar fricciones

A fines del año pasado, el Banco Central estableció encajes adicionales en dólares buscando con ello favorecer una disminución más rápida de la dolarización del crédito (ver gráfico 6.2), que aún es elevada en algunos segmentos del mercado y por consiguiente representa una vulnerabilidad de la economía peruana ante fuertes depreciaciones de la moneda local. Una de las medidas de encaje adicional que se han anunciado establece metas para la disminución del saldo de crédito total en moneda extranjera, excluyendo a las operaciones de comercio exterior y a las que se pactaron en 2015 por un plazo mayor de cuatro años y por un monto mayor que USD 10 millones. Estos recortes serán evaluados en junio y diciembre del presente año. A las entidades financieras que no cumplan con los mismos se les aplicará el encaje adicional.

En concreto, la medida está orientada a aquellas entidades cuyo saldo de créditos en dólares a fines de 2014 excede su patrimonio efectivo. Considerando que, a nivel agregado, el patrimonio efectivo de la banca es equivalente a alrededor de 20% del total de las colocaciones, en BBVA Research entendemos que este es el nivel de dolarización que el Banco Central consideraría prudente para el crédito otorgado por una entidad financiera. Esta cifra coincide, de un lado, con la participación que tienen dentro del PIB el conjunto de las actividades productivas más orientadas a atender la demanda externa, y de otro, con declaraciones del Presidente del BCR recogidas en la prensa.

Por ejemplo, si alguna de estas entidades no logra recortar para junio su crédito en moneda extranjera en por lo menos 5 por ciento del saldo que este alcanzó en setiembre de 2013, entonces se le aplicará el encaje adicional. Y si no logra recortarlo para diciembre en 10 por ciento, también se le aplicará este encaje. Las medidas incluyen, de manera adicional, exigencias específicas para el saldo de créditos en dólares orientados al financiamiento de vehículos y viviendas, las que son más restrictivas que para el saldo total.

Por otro lado, aquellas entidades cuyo saldo de crédito en dólares es menor que su patrimonio efectivo (usualmente el caso de las nuevas entidades que ingresan a operar en el mercado) no están obligadas a recortar sus préstamos en esa moneda. Solo deben asegurarse de que el saldo de estos préstamos no exceda en ningún momento el patrimonio efectivo porque de lo contrario estarán sujetas al encaje adicional. Es decir, en este caso se les impone un techo a las colocaciones en dólares, no una meta de recorte de estas.

Creemos que las medidas tienen una orientación adecuada pues buscan acotar una de las principales vulnerabilidades de la economía peruana. Sin embargo, tenemos algunas dudas sobre la forma cómo se intenta hacer esto. En primer lugar, se podrían generar algunas fricciones en el proceso. Calculamos que para junio las colocaciones en dólares tendrán que disminuir en alrededor de USD 1 700 millones. Es un monto importante. Estimamos que para cumplir esta exigencia la banca tendrá que en adelante atender la demanda de crédito ofreciendo solo préstamos en soles y evitar renovar en la misma moneda los vencimientos de colocaciones en dólares. Pero también será necesario desdolarizar algunos créditos ya otorgados, lo que implicará negociar con los clientes. Probablemente algunos de estos estén dispuestos a cambiar de moneda debido a las presiones de depreciación sobre el sol (que les perjudicará si generan ingresos en moneda local), pero quizás otros no. En segundo lugar, la dolarización más elevada se da en los créditos otorgados a empresas. Para alcanzar la meta es entonces posible que algunos préstamos en dólares orientados a las más grandes tengan que ser desdolarizados (los que se venzan, por ejemplo). Sin embargo, a diferencia de las personas o de las empresas de menor tamaño, las más grandes tienen mayores facilidades para acceder al crédito directo desde bancos en el exterior y a través de estos podrían eludir la medida si desean continuar financiándose en moneda extranjera y no en soles. En este caso, la medida no logrará el objetivo de reducir la vulnerabilidad cambiaria a la que está expuesta esa empresa. Además, el BCR perderá visibilidad sobre los inlfujos de capitales, algo importante para gestionar la política económica, pues estas operaciones no le son reportadas debido a que no pasan por el sistema financiero local. Finalmente, no hay información sobre lo que el Banco Central planea exigir luego de diciembre de 2015 (la medida no logrará recortar la dolarización hasta el 20% en ese momento), lo que dificulta el planeamiento de la banca. En síntesis, la valoración es positiva pero habrá que hacer un seguimiento cercano para evitar eventuales fricciones o elusión, y será conveniente que sobre la base de lo que ocurra en el hito de junio el Banco Central anticipe pronto las acciones que tomará desde el próximo año.

Recuadro 3. Dolarización en Perú: causas y esfuerzos por reducirla

La dolarización es una de las vulnerabilidades de la economía peruana que frecuentemente se resalta. ¿Por qué la preferencia por depósitos o deudas contraídas en dólares puede ser un problema para el país?

Una de las complicaciones es el “descalce por monedas”, situación que se da cuando las familias o las empresas toman deudas en dólares pero reciben sus ingresos en soles. En este caso, cuando el tipo de cambio sube de manera significativa, el esfuerzo para cumplir con los pagos de los créditos se incrementa. Eventualmente, el número de impagos se puede subir sustancialmente, lo que inhibe la capacidad de los bancos para prestar ya que se hace difícil identificar los buenos créditos. En este contexto, el financiamiento se vuelve escaso, lo que afecta negativamente al consumo y a la inversión del sector privado, con lo que finalmente la actividad económica se desacelera o incluso se contrae. Un ejemplo de cómo el descalce por monedas puede afectar severamente a una economía se registró en Perú a fines de los 90s. Entre agosto de 1998 y diciembre de 1999, el “contagio” de la crisis asiática y la rusa sobre diversas economías emergentes se reflejó en una depreciación de la moneda peruana cercana al 20%. Cabe mencionar que por aquellos años la dolarización de los créditos en Perú superaba el 70%. En este contexto, la combinación de un elevado descalce por monedas y de depreciación abrupta estresó los balances de los bancos (otro factor fue el fenómeno de El Niño que afectó a las empresas de los sectores extractivos de la economía), proceso que en algunos casos finalizó con la quiebra de diversas entidades financieras. Como resultado, la economía peruana experimentó una recesión severa, posiblemente la más complicada desde fines de los 80's.

Otro problema que induce la dolarización es que impone limitaciones a la política monetaria. Por ejemplo, reduce su potencia para estabilizar la demanda agregada, ya que una parte del gasto del sector privado se realiza en una moneda que el banco central no controla. Además, debido a los efectos perniciosos que se pueden desencadenar por el descalce por monedas, los bancos centrales de economías parcialmente dolarizadas tienen un “temor a dejar flotar” el tipo de cambio, por lo que las presiones sobre esta variable pueden condicionar las decisiones de política monetaria.

La dolarización ocurre en países que han experimentado episodios de alta inflación. En este contexto, el poder de compra de la moneda doméstica se erosiona rápidamente, por lo que la gente busca alguna alternativa para defender el valor real de sus ingresos o patrimonio. Una forma de hacerlo es refugiándose en una moneda “dura”. Esto fue lo que pasó en Perú durante los 80's. Por ello, el control de la inflación fue fundamental para que las familias y empresas vuelvan a confiar en la moneda peruana y para empezar a revertir la dolarización. Efectivamente, luego de varios años con tasas de inflación muy bajas (en general, por debajo de 3,0% desde 1999) el nivel de dolarización ha descendido sensiblemente hasta aproximadamente un 40% del total de los créditos. Sin embargo, si bien esta reducción ha sido importante, el nivel sigue siendo alto para una economía que ya ha logrado consolidar la estabilidad de precios y en la que los sectores transables posiblemente representan aproximadamente sólo el 20% de la economía.

Para acelerar el proceso de desdolarización, recientemente el Banco Central de Perú ha implementado un requerimiento de encaje adicional que se aplicará sobre los bancos que no cumplan una meta de reducción del saldo de sus créditos en dólares (ver detalles en la sección 6 de este informe). La medida ataca la dolarización por “el lado del activo” de los balances bancarios (inhibe las colocaciones en dólares), y debido a que es agresiva (que las exigencias regulatorias para préstamos en moneda extranjera) e innovadora será necesario que la autoridad monetaria realice un seguimiento cercano de sus impactos para evitar que se generen fricciones sobre la intermediación financiera. También se debe continuar con medidas por “el lado del pasivo” de los bancos, de tal manera que el público (los depositantes) internalice el riesgo que el uso de una moneda extranjera imprime sobre la economía. Acciones por este lado son necesarias para consolidar la desdolarización ya que finalmente los bancos son intermediarios de las preferencias del público. Así, a las medidas que ya se han implementado en los últimos años, como los altos requerimientos de encaje para los depósitos en dólares (que penaliza su remuneración), se podría discutir si es posible que el Fondo de Seguros de Depósitos dé una cobertura diferenciada para los depósitos en soles y en dólares o elevar el Impuesto a las Transacciones Financieras para las operaciones realizadas con cuentas en moneda extranjera.

7. El balance de riesgos sobre nuestras previsiones de crecimiento para Perú están sesgados a la baja

Por el lado externo, una desaceleración más pronunciada de China y que el inicio de las subidas de la tasa de la FED genere episodios de gran estrés en los mercados financieros locales reducirían las perspectivas de crecimiento

Un escenario de crecimiento más lento en China puede darse si las fragilidades financieras que presenta este país (alto endeudamiento de los gobiernos locales, malos créditos otorgados por la banca paralela informal) se exacerbaban. En cuanto al inicio del ciclo alcista de la tasa de política monetaria de la FED, este puede adelantarse de manera sorpresiva o el ajuste ser más agresivo que lo anticipado inicialmente si los datos de actividad y del mercado laboral en EEUU muestran un desempeño más robusto o si se percibe el riesgo de burbujas en los precios de los activos.

Bajo el primer escenario, la economía peruana se vería afectada a través de la menor demanda externa, disminución de los precios de metales que Perú exporta (lo que incidiría negativamente sobre las utilidades de las empresas mineras y la reinversión de las mismas, así como sobre los ingresos fiscales), y una mayor aversión global al riesgo que debilitaría el influjo de capitales hacia los países emergentes. Además, los fundamentos de la economía peruana se deteriorarían. En el segundo, se elevaría globalmente la aversión al riesgo y se incrementarían los EMBIs y los 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 local).

Otros factores de riesgo por el lado externo que inducen un sesgo a la baja sobre nuestras perspectivas de crecimiento para Perú están vinculados al contexto geopolítico internacional (las tensiones entre Ucrania y Rusia y en Oriente Medio), y al desenlace de la situación en Grecia en donde el gobierno que acaba de asumir funciones está buscando nuevas negociaciones con sus acreedores. En general, un deterioro de estos factores incrementaría la aversión global al riesgo, lo que afectaría negativamente a las economías emergentes como la peruana.

A nivel local, el principal factor riesgo a la baja sigue siendo que la confianza empresarial se debilite y se prolongue así el período de lento crecimiento

En el último trimestre del año pasado, la confianza empresarial mostró una ligera recuperación (en promedio, pasó de 51,3 en el tercer trimestre a 53,7). Sin embargo, la mejora puede ser frágil debido a dos elementos. Por un lado, la continuidad de datos decepcionantes de actividad podría generar dudas acerca del potencial del crecimiento de las ventas, lo que induciría una mayor cautela en el gasto de capital de las empresas. Además, el mayor ruido político que se ha observado puede elevar la incertidumbre empresarial, en particular si algunas propuestas por parte del gobierno que podrían ayudar a mejorar el clima de los negocios se ven finalmente bloqueadas. En este contexto, el gasto de inversión del sector privado sería menor, lo que afectaría la creación de empleo y el consumo de las familias, y como resultado la recuperación cíclica de la economía iría más lenta.

Un factor de riesgo al alza: una mayor recuperación del sector minero

Para elaborar nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2015 hemos sido conservadores en la recuperación de sector minero. Por ejemplo, en nuestro escenario base hemos asumido que el proyecto Toromocho alcanzará un nivel de producción de cobre de 146 mil TM este año, sensiblemente por debajo de su nivel estimado de plena capacidad que está alrededor de las 276 mil TM. Cabe señalar que en el último trimestre del año pasado, la producción mensual de esta mina estuvo cerca de las 9 mil TM en tanto que para alcanzar el nivel que hemos asumido para 2015 la producción mensual promedio deberá ubicarse ligeramente por encima de las 12 mil TM, y para llegar a su máxima capacidad, en 23 mil TM. Así, una producción mensual que empiece a superar las 12 mil TM induciría un sesgo al alza sobre nuestra proyección de crecimiento para el

año. En particular, si alcanzara su máxima capacidad de producción estimamos que debido al impacto directo (sin considerar el efecto positivo sobre otros sectores como la Manufactura Primaria) nuestra previsión se elevaría en alrededor de cuatro décimas.

Para finalizar, la evaluación de la probabilidad de ocurrencia así como de la magnitud que asignamos a los factores de riesgo a la baja y al alza descritos anteriormente nos lleva a considerar, en el balance, un sesgo a la baja en nuestras previsiones de crecimiento para Perú.

8. Tablas

	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
PBI (% , interanual)	5.8	2.4	4.8	5.6	5.9
Inflación (% , interanual, fdp)	2.9	3.2	2.0	2.2	2.6
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2.79	2.96	3.20	3.22	3.22
Tasa de interés de política (% , fdp)	4.00	3.50	3.00	4.00	4.50
Consumo privado (% , interanual)	5.3	4.3	4.6	4.8	5.0
Consumo público (% , interanual)	6.7	8.4	5.0	5.5	5.5
Inversión (% , interanual)	7.6	-2.0	3.9	4.5	5.4
Resultado Fiscal (% del PBI)	0.9	-0.1	-1.3	-1.3	-1.2
Cuenta Corriente (% del PBI)	-4.5	-5.4	-5.2	-4.7	-3.6

	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	4.4	2.6	2.59	4.25
2T13	6.2	2.8	2.75	4.25
3T13	5.2	2.8	2.78	4.25
4T13	7.2	2.9	2.79	4.00
1T14	5.1	3.4	2.81	4.00
2T14	1.7	3.5	2.80	4.00
3T14	1.8	2.7	2.87	3.50
4T14	1.1	3.2	2.96	3.50
1T15	3.1	2.4	3.05	3.00
2T15	4.1	2.0	3.10	3.00
3T15	5.6	2.1	3.14	3.00
4T15	6.1	2.0	3.20	3.00
1T16	5.6	2.1	3.22	3.25
2T16	5.6	2.2	3.22	3.50
3T16	5.6	2.2	3.22	3.75
4T16	5.6	2.2	3.22	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 / 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