

Situación Perú

4º TRIMESTRE DE 2015 | UNIDAD DE PERÚ



01 Crecimiento por debajo de 3,0% en 2015 y 2016. Para el próximo año, proyecciones de PIB condicionadas a intensidad de El Niño

02 Mercados financieros locales mantienen tono bajista. Seguimos viendo mayor depreciación de la moneda peruana

03 Inflación superará el 5% en el primer trimestre de 2016, lo que dificultará anclaje de expectativas. Por lo tanto, no se descarta un nuevo ajuste monetario

04 Principales riesgos: desaceleración más pronunciada de China y deterioro adicional de confianzas. Además, fenómeno de El Niño de menor intensidad

Índice

1 Editorial	3
2 Freno del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016	5
3 Perú: Crecimiento aún por debajo del potencial en 2015 y 2016	7
Recuadro 1. Precio de materias primas: cobre, oro y petróleo	19
Recuadro 2. Efecto del fenómeno de El Niño sobre la economía peruana	27
4 Mercados financieros locales mantienen un tono bajista. Hacia adelante seguimos viendo una mayor depreciación de la moneda peruana	30
Recuadro 3. Una evaluación de la capacidad del Banco Central de Perú para ordenar el proceso de depreciación de la moneda	34
5 Inflación podría elevarse por encima de 5,0% durante el primer trimestre de 2016 por el Fenómeno de El Niño	38
6 Política monetaria: no descartamos que el Banco Central vuelva a ajustar pronto su tasa de referencia	40
7 China es la principal fuente de riesgo a la baja	43
Recuadro 4. ¿Cuál sería el impacto de una mayor desaceleración de China sobre Perú?	45
8 Tablas	49

Fecha de cierre: 12 de noviembre de 2015

1 Editorial

El escenario externo relevante para la economía peruana continuó deteriorándose en los últimos meses. En ello incidieron las crecientes dudas sobre la capacidad que tiene China para ordenar su transición hacia tasas de crecimiento más bajas, lo que junto con la proximidad del inicio del ciclo alcista de la tasa de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos ha inducido un mayor descenso de los precios de las materias primas, un incremento de la percepción de riesgo de las economías emergentes, salidas de capitales de esos países y depreciaciones de sus monedas. **En este contexto de mayor debilidad que la prevista, sobre todo en las economías emergentes, estimamos que el PIB mundial avanzará 3,2% en 2015 (3,4% el año previo) y 3,5% en 2016**, en ambos casos dos décimas de punto porcentual por debajo de nuestra previsión anterior. La proyección para el próximo año es coherente con (i) una expansión de EEUU de 2,5%, similar a la de este año, (ii) una moderación adicional del dinamismo de China, que avanzará algo más que 6% en 2016, inducida por el proceso de rebalanceo ordenado entre sus fuentes de crecimiento, (iii) un virtual estancamiento de América Latina, (iv) un proceso de ajuste muy gradual de la tasa de la FED, que alcanzará el 1% a fines del próximo año, y (v) términos de intercambio que disminuirán aún más en 2016.

Con estos elementos exógenos desde el lado externo, **proyectamos que la actividad económica en Perú crecerá 2,5% este año (o tal vez algo más) y alrededor de 2,8% el próximo.** Los principales soportes del crecimiento en 2016 serán dos. El primero, la mayor producción de cobre, que estimamos que aumentará 22% en un contexto en el que los proyectos Toromocho y Constanza operarán a plena capacidad durante todo el año y en el que ingresarán en fase de producción dos nuevos proyectos mineros, Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde. El segundo, el mayor avance en la construcción de grandes obras de infraestructura como la Línea 2 del Metro de Lima, el gasoducto en el sur de Perú, el Nodo Energético, y la modernización de la refinería de Talara. La previsión también considera dos elementos que, por el contrario, atenuarán el crecimiento en 2016. De un lado, el proceso de elecciones generales en el segundo trimestre de ese año elevará la incertidumbre en la toma de decisiones de gasto de las familias pero sobre todo de las empresas, lo que corregirá en la segunda mitad de 2016 cuando el proceso haya concluido. De otro, la normalización de los inventarios acumulados durante los últimos trimestres, que en nuestro escenario base se dará de manera paulatina en adelante. Finalmente, es importante mencionar que la **proyección de crecimiento de 2,8% para el próximo año incorpora los efectos de un fenómeno de El Niño de fuerte intensidad en el verano (según la agencia meteorológica local, un fenómeno de esta intensidad es el más probable).**

Por el lado de las cuentas fiscales, el Gobierno flexibilizó la meta de déficit estructural en el proceso de elaboración del presupuesto para el próximo año. La senda objetivo se torna así más coherente con la necesidad de continuar impulsando la reforma de la administración pública, el gasto en infraestructura, educación, y salud, entre otros. También conlleva, sin embargo, un **deterioro de las finanzas públicas: el déficit fiscal observado será equivalente, en promedio, a 2,8% del PIB durante los próximos cuatro años. En este contexto, la deuda pública bruta (como proporción del PIB) se elevará en adelante, aunque prevemos que seguirá en niveles manejables.** Debido a la magnitud del financiamiento requerido, el Estado peruano tendrá que recurrir con mayor frecuencia a los mercados globales, lo que implicará que se irá incrementando la proporción de la deuda pública bruta denominada en moneda extranjera y así la exposición del Estado al riesgo de tipo de cambio.

En el mercado cambiario, la moneda local se ha depreciado cerca de 12% en lo que va del año y prevemos que seguirá debilitándose en los próximos meses. Luego de una pausa en setiembre, cuando la

FED optó por postergar el inicio del ciclo alcista de su tasa, se renovaron las presiones al alza sobre el tipo de cambio en un contexto en el que se ha incrementado la probabilidad de que la FED se mueva en diciembre, hay incertidumbre sobre la desaceleración en China, y los precios de las materias primas han disminuido aún más. El Banco Central intervino en el mercado buscando ordenar el proceso de depreciación, pero de manera menos agresiva que en oportunidades anteriores. Ello es entendible si se toma en cuenta que el tipo de cambio USDPEN se ha quedado rezagado en comparación con otras monedas de la región, lo que erosiona la competitividad, y que la dolarización de los créditos ha descendido rápidamente en lo que va del año, recortando así el impacto negativo de la depreciación sobre los balances de empresas y familias con descalce de monedas. Al permitir que el tipo de cambio se deslice más, la entidad monetaria ha evitado una presión adicional al alza sobre las tasas de interés en moneda local, algo que comprometería la frágil recuperación del gasto del sector privado. Estimamos que en el corto plazo las presiones de depreciación continuarán, en particular porque aún buena parte (alrededor de un tercio) de los mercados globales no ha interiorizado que la FED probablemente elevará su tasa en diciembre (nuestro escenario base). Como resultado, prevemos que el tipo de cambio se situará algo por encima de 3,38 a fines de 2015. Más adelante, la tendencia continuará siendo alcista, no solo por la usual incertidumbre que imprime el proceso electoral, sino porque hay elementos estructurales que apuntan en ese sentido, entre ellos el significativo déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Así, proyectamos que a fines de 2016 el tipo de cambio se encontrará alrededor de 3,50, un nivel que estimamos más próximo al equilibrio. La transición hacia ese nivel de equilibrio continuará siendo ordenada por el Banco Central, que a pesar de la disminución de sus activos netos en moneda extranjera a lo largo de los últimos tres años (debido a las intervenciones cambiarias), aún cuenta con la suficiente capacidad para hacerlo.

En cuanto al panorama de precios, este se ha deteriorado. La inflación se ubica actualmente en 3,7%, por encima del rango meta, como también lo están todas las medidas de presiones inflacionarias y las expectativas de inflación a uno y dos años vista. Este desvío de la inflación recoge principalmente el fuerte incremento que viene registrando el tipo de cambio desde hace ya varios meses. Estimamos que el ritmo al que avanzan los precios se acelerará transitoriamente en los siguientes meses, recogiendo sobre todo las renovadas presiones de depreciación sobre la moneda local y su transmisión a precios, así como los impactos negativos que el fenómeno de El Niño (de intensidad fuerte) empezará pronto a tener de manera más sensible sobre el abastecimiento de alimentos. En este contexto, prevemos que la inflación cerrará el año alrededor del 4% y que incluso se acelerará en el verano por encima del 5%. Luego, en el segundo semestre de 2016, cuando las presiones de depreciación estarán más contenidas y los impactos de El Niño se disiparán, la inflación empezará a converger al rango meta y finalizará el año alrededor de 3,9%.

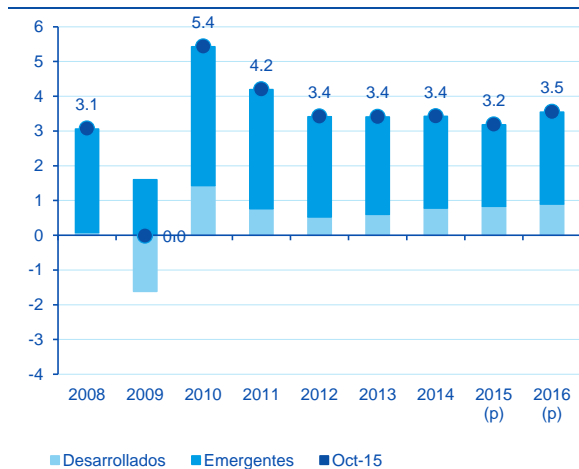
Por último, **el Banco Central sorprendió en setiembre con un ajuste de 25pb en su tasa de política.** Las elevadas expectativas inflacionarias lo sugerían, pero la debilidad de los indicadores de gasto y empleo y la naturaleza transitoria del deterioro del panorama de precios apuntaban por el contrario a actuar con cautela. Tomando esto en cuenta y el que la inflación se acelerará en los próximos meses, probablemente arrastrando en el mismo sentido a las expectativas inflacionarias, **no podemos descartar que pronto habrá un ajuste adicional de la tasa de referencia, quizás en diciembre, pero de manera más probable en el verano,** cuando las presiones al alza sobre la inflación serán más claras.

2 Freno del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016

Según nuestras estimaciones, el PIB mundial habría registrado cuatro trimestres consecutivos de crecimiento inferior al registrado en promedio entre 2010 y 2014. El desempeño más débil de la actividad global se debe, fundamentalmente, a la progresiva desaceleración de los principales países emergentes, en un contexto en el que las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico y la estabilidad financiera de China desencadenaron un repunte significativo de las tensiones financieras y nuevas correcciones en los precios de las materias primas.

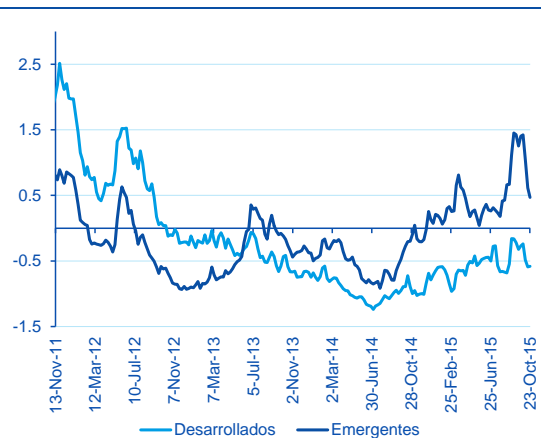
De este modo, el PIB mundial crecería 3,2% en 2015 (dos décimas menos que lo pronosticado hace tres meses), el menor avance desde 2009 (Gráfico 2.1). Cabe agregar que este año se registraría una moderación del crecimiento en las economías emergentes a apenas un 4% anual, frente a un promedio superior al 5,5% en los cinco años precedentes. Las perspectivas para 2016 son ligeramente más favorables, con un repunte del crecimiento mundial hasta el 3,5% (tres décimas por debajo del pronóstico del anterior trimestre), sustentadas en un mejor comportamiento relativo tanto de las economías desarrolladas como emergentes.

Gráfico 2.1
PIB mundial: crecimiento anual (%). Previsiones 2015-16



Fuente: FMI y BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: FMI y BBVA Research y Bloomberg

Con todo, la estabilización del precio de las materias primas en cotas reducidas y el repunte sostenido de las tensiones financieras en las economías emergentes (Gráfico 2.2), acompañado de salidas intensas de capitales, depreciaciones acusadas de sus divisas y un aumento de los diferenciales soberanos, ponen de manifiesto que el balance de riesgos sigue siendo bajista a escala global. Aun cuando la política monetaria en los países desarrollados pueda mitigar el impacto de un escenario de menor crecimiento, el espacio del que disponen para reactivar el ciclo económico es reducido, teniendo en cuenta los bajos niveles de tasas de interés y el elevado volumen de liquidez ya existente. La combinación de un *shock* financiero en China, que sitúe el crecimiento anual de la economía bien por debajo del 6%, con una recuperación del bloque desarrollado todavía más lenta que lo observado hasta el momento es, sin duda, un escenario de riesgo

relevante, tanto por su grado de plausibilidad (limitado pero no extremo) como de severidad por su impacto potencial sobre la economía mundial en general y sobre América Latina en particular.

EE.UU.: revisión a la baja del crecimiento por el deterioro del entorno externo

Repasando el panorama en las principales áreas económicas, resulta notable la estabilización del crecimiento de EE.UU. en tasas reducidas respecto a las registradas en otras fases de recuperación. El consumo privado sigue siendo determinante en la dinámica de recuperación pero no compensaría del todo la caída tanto de las exportaciones (por la apreciación del dólar y la debilidad de las economías emergentes) como de la inversión en el sector energético. Así, el PIB crecería el 2,5% en 2015 y 2016.

Los riesgos que se derivan para EE.UU. de un entorno global más desfavorable están condicionando la reacción de la FED y el inicio de la primera subida de la tasa de interés de política monetaria, que se produciría en diciembre. En cualquier caso, la senda de incremento de esta tasa se percibe que será muy gradual, con niveles de llegada a finales de 2016 probablemente inferiores a lo esperado hace un trimestre y no superiores al 1%.

China: revisión al alza del crecimiento esperado para 2015 que no disipa las dudas sobre el ritmo de la desaceleración económica en el futuro

La posición cíclica de China constituye, sin duda, una de las principales variables a vigilar a escala global. La fuerte corrección de su mercado bursátil el pasado mes de agosto alertó de los riesgos derivados de un *shock* financiero en el país con capacidad para comprometer el crecimiento de su gasto doméstico. La magnitud de las salidas de capitales y del repunte de la volatilidad financiera derivó en una amplia batería de medidas de política monetaria encaminadas a suavizar el deterioro de las condiciones de liquidez y su potencial impacto sobre la financiación del sector empresarial, altamente endeudado. El inesperado cambio anunciado por las autoridades en el proceso de fijación del tipo de cambio y los recortes progresivos de las tasas de interés se enmarcan en este contexto, caracterizado, además, por una desaceleración progresiva de la actividad que ha situado el crecimiento del PIB por debajo del 7% interanual en el tercer trimestre.

Todo apunta a que las autoridades continuarán recurriendo a medidas de estímulo monetario (no se descartan más bajadas de tasas de interés) y al margen de política fiscal del que dispone el Gobierno central para garantizar que el crecimiento económico no se ubique por debajo del 6% anual. Nuestros pronósticos cifran el crecimiento en el 6,9% y 6,2% en 2015 y 2016.

Eurozona: resistencia de la demanda doméstica y BCE listo para evitar la recaída de la inflación

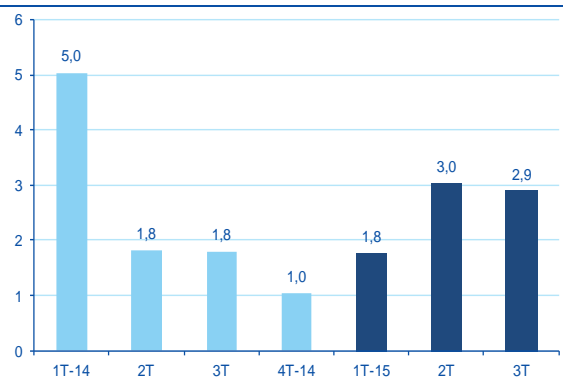
En la eurozona, la recuperación económica prosigue aunque no se intensifica, tal y como se preveía hace unos meses. El PIB de la eurozona podría incrementar su ritmo de avance en 2016 hasta el 1,8% (apenas una décima menos que lo esperado el trimestre anterior) por el relanzamiento de Italia y Francia. La acentuación de los riesgos a la baja para las previsiones de inflación, en gran medida debido al abaratamiento de los bienes importados, junto con la apreciación reciente del euro parecería impulsar al BCE a la adopción de nuevas medidas de estímulo a corto plazo, tal y como ha anticipado.

3 Perú: Crecimiento aún por debajo del potencial en 2015 y 2016

Durante este año, la economía ha mostrado una recuperación gradual, vinculada al impulso de la minería, pero...

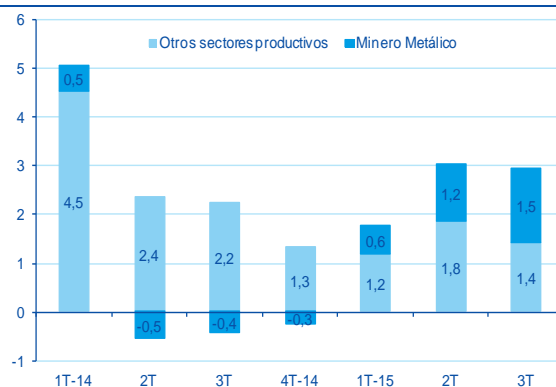
El crecimiento de la actividad económica ha pasado de 1,0% en el cuarto trimestre de 2014 a estabilizarse en tasas alrededor de 3,0% entre el segundo y tercer trimestre del presente año (ver Gráfico 3.1). El principal *driver* detrás de esta aceleración ha sido la mayor producción minera metálica, que en el tercer trimestre creció 16% interanual, su mejor registro desde mediados de 2002, y de esa manera explicó la mitad del crecimiento total (ver Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1
PIB trimestral
(Var.% interanual)



Fuente: BCRP, INEI y BBVA Research

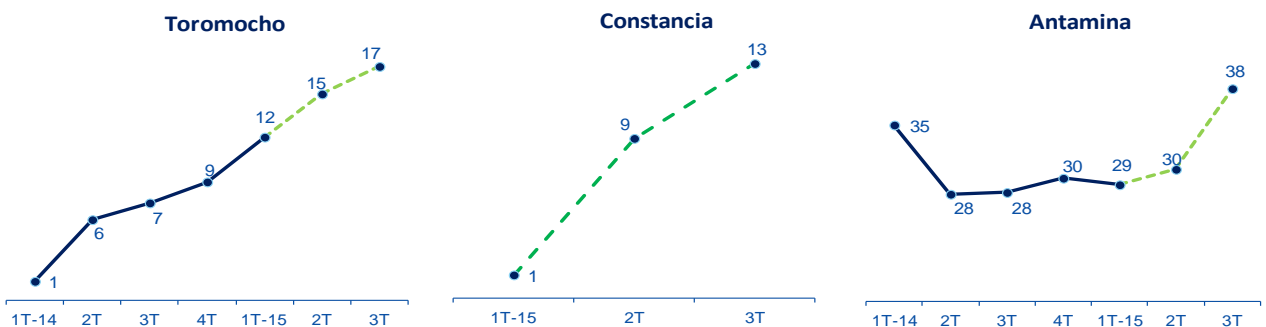
Gráfico 3.2
Contribución al crecimiento por sectores productivos
(Puntos porcentuales)



Fuente: INEI, MINEM, BCRP y BBVA Research

A su vez, el empuje que viene registrando el sector minero metálico responde principalmente a la mayor producción de cobre pues han iniciado operación comercial nuevos proyectos como Constancia, que alcanzó niveles operativos máximos en solo cuatro meses luego de iniciar operaciones (diciembre 2014), y Toromocho, que en el segundo trimestre alcanzó niveles de producción en línea con la meta estimada para el año (TMF 182 mil). Además, Antamina, el proyecto cuprífero más grande de Perú, se ha recuperado luego del bache del año pasado y en el tercer trimestre produjo por mes TMF 38 mil en promedio, muy por encima de las TMF 28 mil registradas en el mismo trimestre del año previo (ver Gráfico 3.3).

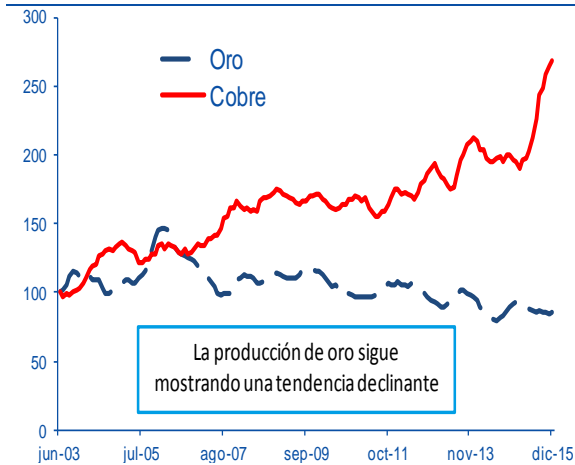
Gráfico 3.3
Producción de cobre por empresa
(TMF miles, promedio mensual en el período)



Fuente: MINEM, BBVA Research

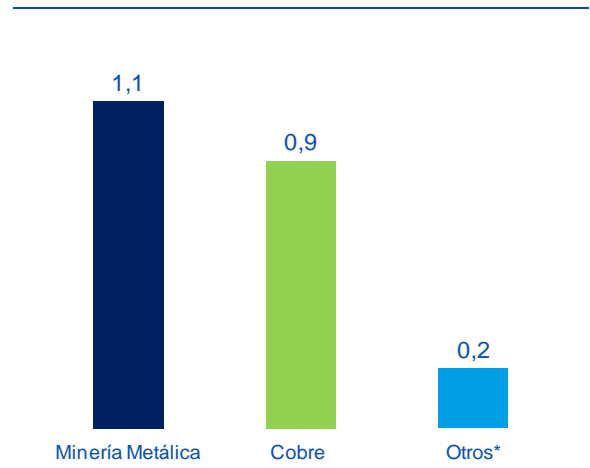
Estimamos que esta tendencia positiva de la minería metálica se mantendrá en el cuarto trimestre. El cobre, en particular, seguirá registrando una fuerte expansión, con lo que el alza en 2015 será de 23%, aportando así cerca de 1 punto porcentual a la tasa de crecimiento del PIB en el año (ver Gráfico 3.5).

Gráfico 3.4
Producción de metales, promedio móvil 6 meses (TM miles, promedio móvil 6 meses, índice con base jun.03 = 100)



Fuente: MINEM, BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.5
Contribución de la minería metálica al PIB 2015 (puntos porcentuales)

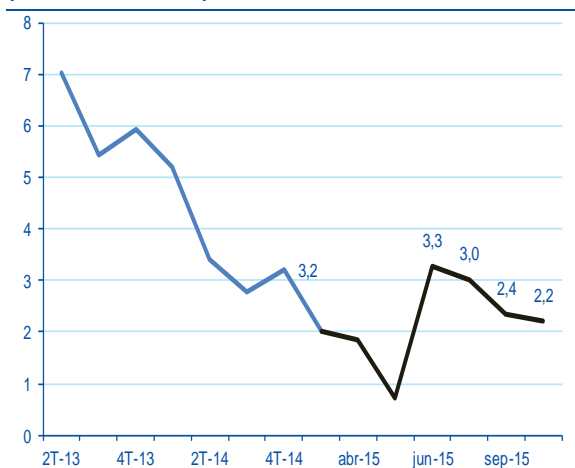


*Considera otros metales.
Fuente: INEI, MINEM y BBVA Research

... el conjunto de sectores no extractivos (PIB no primario) aún evidencia un bajo dinamismo en un entorno de debilidad de la demanda interna

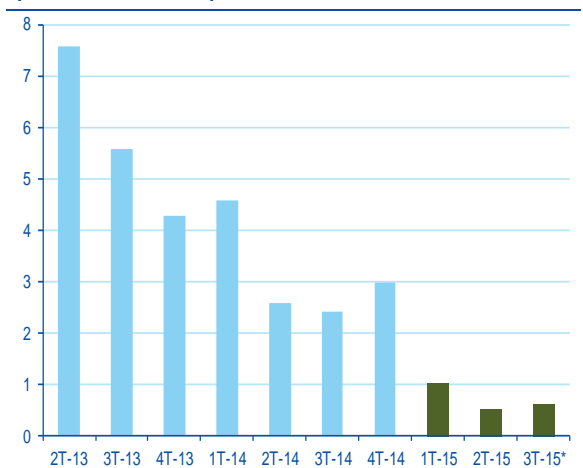
Luego de un rebote transitorio en junio (3,3% interanual), el crecimiento del PIB no primario (que agrupa a las actividades más vinculadas con la demanda interna, como Manufactura no primaria, Construcción, Comercio, Servicios, y Electricidad) ha perdido dinamismo y en el tercer trimestre avanzó 2,5% (ver Gráfico 3.6).

Gráfico 3.6
PIB no primario (Var.% interanual)



Fuente: INEI, BCRP y BBVA Research

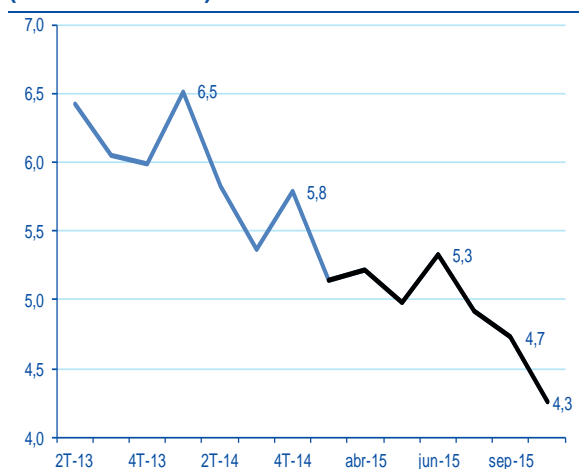
Gráfico 3.7
Demanda interna excluyendo inventarios (Var.% interanual)



*Proyección.
Fuente: INEI, BCRP y BBVA Research

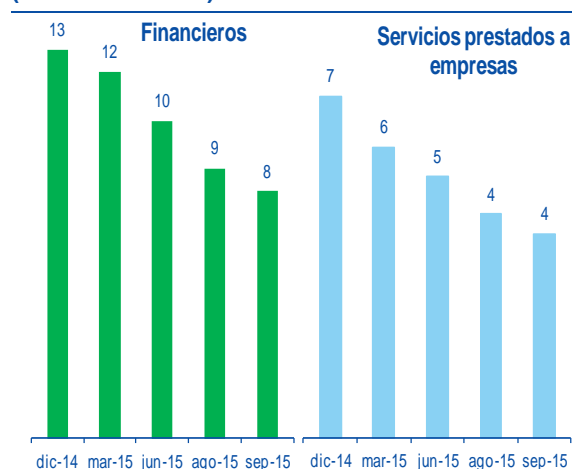
En lo positivo, el sector Servicios es uno de los que más crece dentro del PIB no primario y de esa manera ha venido dando soporte a la actividad económica (ver Gráfico 3.8). Su tendencia, sin embargo, muestra una paulatina moderación a lo largo del año, sobre todo los servicios financieros y los prestados a empresas (ver Gráfico 3.9).

Gráfico 3.8
Sector servicios
(Var.% interanual)



Fuente: INEI, BCRP y BBVA Research

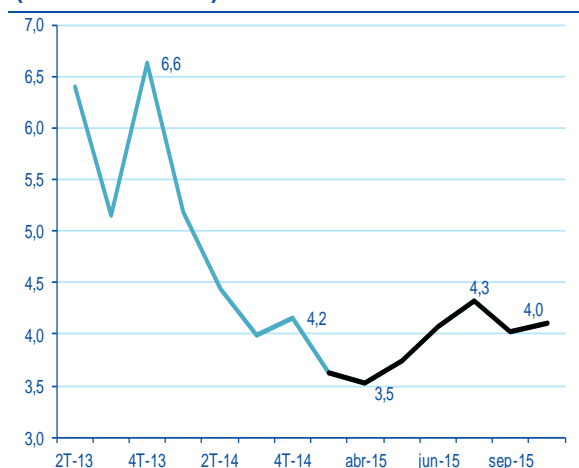
Gráfico 3.9
Componentes del sector servicios*
(Var.% interanual)



*Los servicios financieros pesan alrededor del 9% del sector. Por su parte los servicios prestados a empresas representan el 11%.
Fuente: INEI, BCRP y BBVA Research

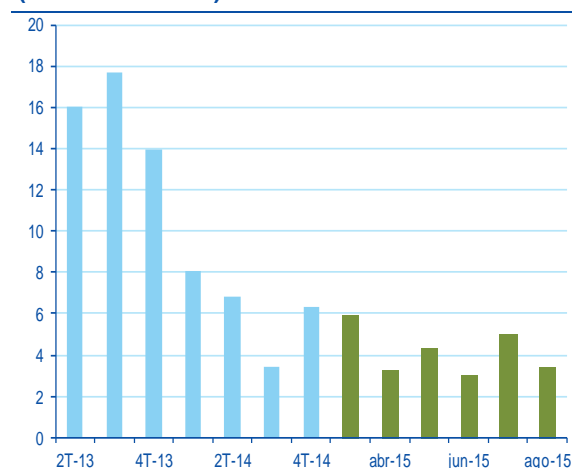
Otro sector no primario que le ha dado soporte al crecimiento ha sido Comercio. Este incluso muestra alguna mejora en los últimos meses (ver Gráfico 3.10). Al interior de Comercio, es el rubro mayorista el de mejor comportamiento; el avance del minorista interno, por el contrario, parece haberse estabilizado algo por debajo del 4% interanual (ver Gráfico 3.11), una cifra que es menor a la del primer trimestre (6%).

Gráfico 3.10
Sector comercio
(Var.% interanual)



Fuente: INEI, BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.11
Comercio minorista interno*
(Var.% interanual)



*Comprende las ventas de tiendas por departamento y supermercados, mejoramiento del hogar y electrodomésticos, libros periódicos y otros productos, y boticas y farmacias.
Fuente: PRODUCE y BBVA Research

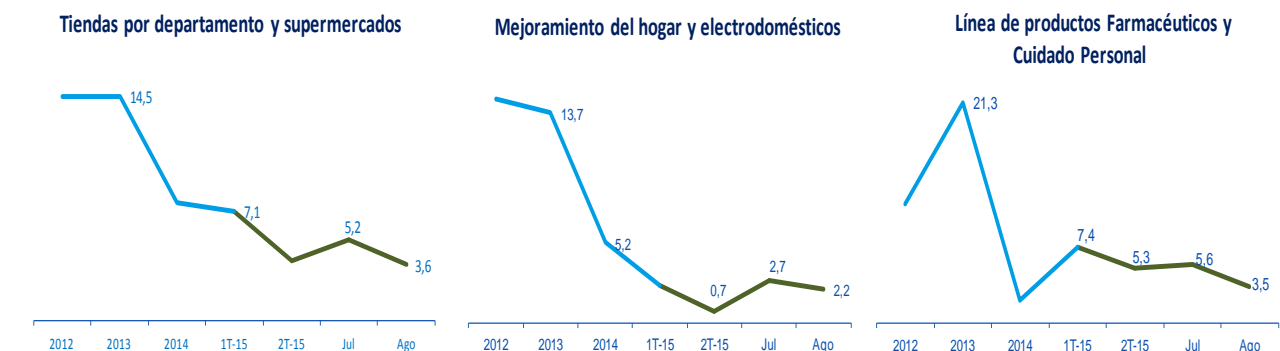
El menor dinamismo del comercio minorista interno se explica por las ventas más débiles en la mayoría de sus componentes (ver Gráfico 3.12):

- Las ventas en las tiendas por departamento y supermercados mantienen una tendencia decreciente en el año: pasaron de crecer 7% interanual en el primer trimestre a solo la mitad en los últimos tres meses. En este menor dinamismo han incidido probablemente las más escasas inauguraciones de nuevas tiendas. Así, entre enero y agosto se inauguraron ocho nuevas tiendas, por debajo de lo que ocurrió el año pasado (27 nuevas tiendas).

- Las ventas para el mejoramiento del hogar y electrodomésticos tampoco muestran señales de recuperación a pesar de que en este sector se inauguraron más tiendas que el año pasado (28 entre enero y agosto, mientras que fueron 17 el año pasado).
- Las ventas de productos Farmacéuticos y Cuidado Personal¹ mantienen un comportamiento similar al de los dos casos anteriores. Al interior, las ventas de productos farmacéuticos mantienen tasas de crecimiento importantes (9%), pero las ventas de productos de cuidado personal se mantienen en terreno negativo (-3%) en los últimos tres meses.

Gráfico 3.12

Componentes del comercio minorista interno (Var.% interanual)*



* Participación dentro del comercio minorista interno: Tiendas por departamento y supermercados (56%), Mejoramiento para el hogar y electrodomésticos (22%), Boticas y farmacias (20%) y, Libros y periódicos (2%).
Fuente: PRODUCE y BBVA Research

A diferencia de Servicios y Comercio, que continúan expandiéndose, la Construcción y la Manufactura no primaria han lastrado el ritmo de crecimiento del PIB no primario, registrando, por lo general, cifras negativas. En el caso de la Construcción, los retrocesos han estado vinculados a: (i) los bajos niveles de ejecución de obras públicas (avance físico de obras), (ii) desarrollos inmobiliarios más lentos, y (iii) un posible menor gasto en autoconstrucción en un contexto de enfriamiento del mercado laboral. Un indicador que evidenciaría esto último es la desaceleración de las ventas al por menor de artículos de ferretería, que en los tres primeros meses del año crecían a tasas de 4% y actualmente lo hacen a la mitad (ver Gráfico 3.13).

Gráfico 3.13

Indicadores del sector construcción (Var.% interanual)



*Representa el 20% del sector construcción.
**Comprende las siguientes ramas: fabricación de cemento, cal y yeso, fabricación de artículos de hormigón, cemento, industrias básicas de hierro y acero y fabricación de productos metálicos para uso estructural.
***Representa aproximadamente el 15% del sector comercio minorista interno.
Fuente: INEI, BCRP, PRODUCE y BBVA Research

¹ Las ventas de los productos farmacéuticos representan el 73% de este grupo.

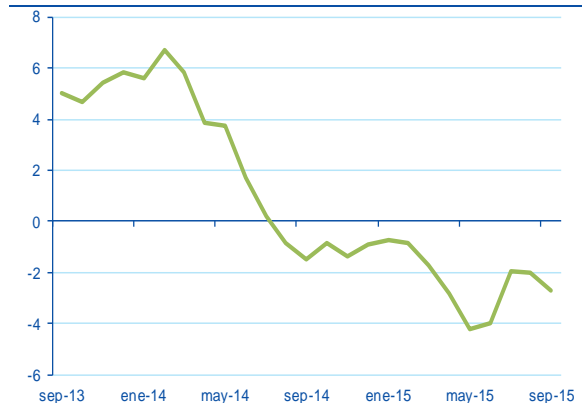
En cuanto a la Manufactura no primaria, los resultados negativos han estado vinculados con los retrocesos de la producción de bienes de consumo (por la debilidad cíclica y menor demanda externa) y de bienes intermedios (debido a la menor inversión). En el caso de los bienes de consumo se destaca la desaceleración de las ramas del sector textil², que entre enero y agosto se contrajo en 13% interanual, debido a la menor demanda externa de países de la región³. En el caso de la elaboración de bienes intermedios, lo que destaca es el menor dinamismo de las ramas vinculadas con el sector construcción, que entre enero y agosto registraron una caída de 13%⁴.

Gráfico 3.14
Manufactura no primaria: Producción de bienes de consumo (Var. % interanual, prom. móvil 6m)



Fuente: INEI y BBVA Research

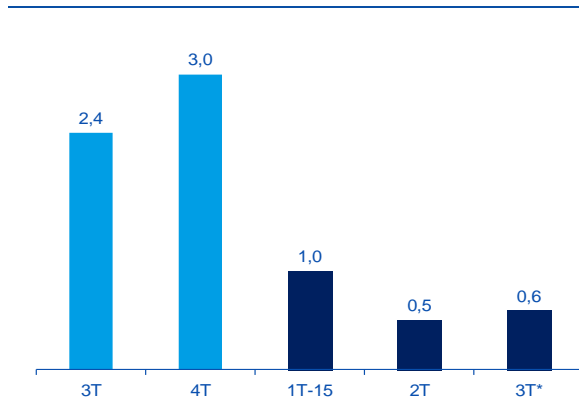
Gráfico 3.15
Manufactura no primaria: Producción de bienes intermedios (Var. % interanual, prom. móvil 6m)



Fuente: INEI y BBVA Research

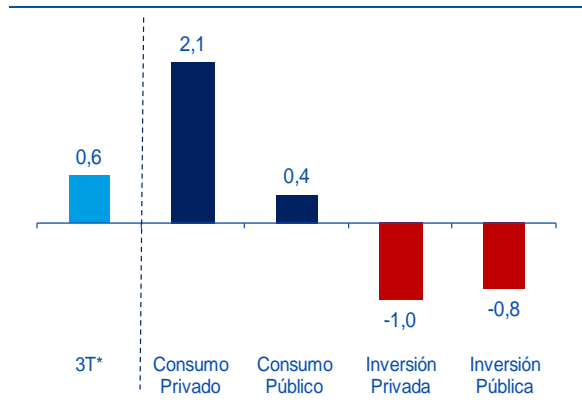
En general, la evolución del PIB no primario refleja la debilidad de la demanda interna (ver Gráfico 3.16). El crecimiento de este indicador, excluyendo inventarios, ha sido de aproximadamente 0,6% en los últimos dos trimestres (3,0% en el cuarto trimestre de 2014). En términos de contribuciones, estimamos que en el tercer trimestre la inversión del sector privado y la del sector público habrían restado, cada una de estas variables, alrededor de 1 punto porcentual al crecimiento a la demanda interna sin inventarios, lo que habría sido compensado por el aporte del consumo privado (ver Gráfico 3.17).

Gráfico 3.16
Demanda interna excluyendo inventarios (Var.% interanual)



*Estimado.
Fuente: BCRP, INEI y BBVA Research

Gráfico 3.17
Contribución al crecimiento de la demanda sin inventarios 3T2015 (Puntos Porcentuales)*

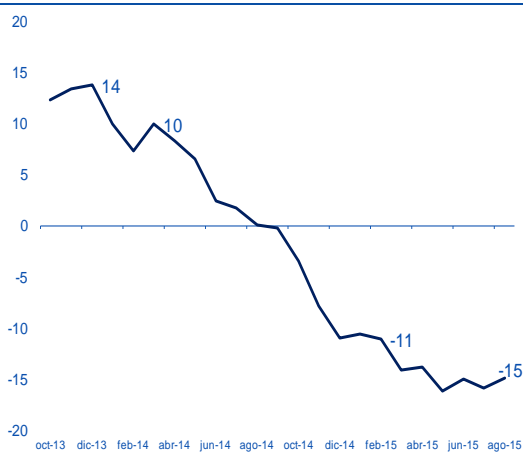


*Estimado.
Fuente: BCRP, INEI y BBVA Research

² Comprende la fabricación de artículos confeccionados de material textil, fabricación de prendas de vestir y otros productos textiles.
³ Los envíos a países de Sur América representan aproximadamente el 30% del total. Entre enero y setiembre se registró una caída de 47% a este bloque de países.
⁴ Fabricación de cemento, cal y yeso, industrias básicas de hierro y acero, y fabricación de productos metálicos para uso estructural.

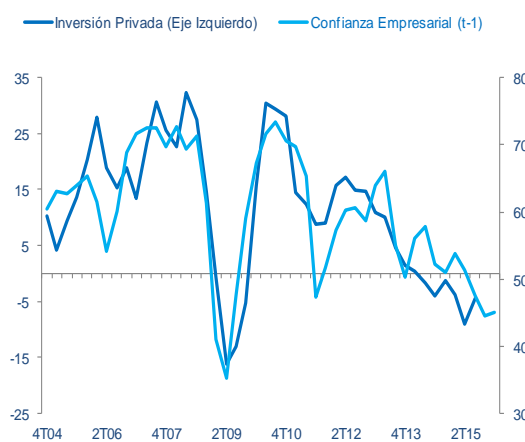
Por el lado del gasto del sector privado, estimamos que en el tercer trimestre el gasto de inversión habría retrocedido 4,5%, con lo que acumula seis trimestres de caídas consecutivas. Estas cifras negativas reflejan la menor inversión minera (entre enero y agosto cayó 12% interanual, ver Gráfico 3.18) y un tono de bastante cautela por el lado del sector empresarial debido a los débiles datos de crecimiento económico y la incertidumbre vinculada a la volatilidad en los mercados externos y al ruido político. En este contexto, la confianza empresarial se mantiene en mínimos desde el año 2009, en zona de pesimismo, lo que anticipa que el ritmo de acumulación de capital del sector privado seguirá débil, posiblemente hasta el primer semestre del próximo año (ver Gráfico 3.19).

Gráfico 3.18
Inversión Minera, saldo acumulado en los últimos doce meses (Var.% interanual)



Fuente: MINEM y BBVA Research

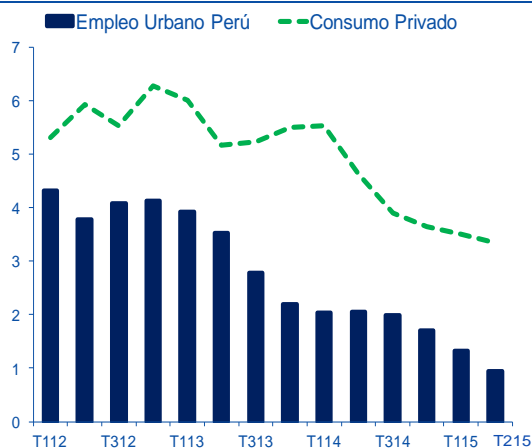
Gráfico 3.19
Inversión Privada y Confianza Empresarial (Var.% Interanual y puntos porcentuales)



Fuente: INEI y BBVA Research

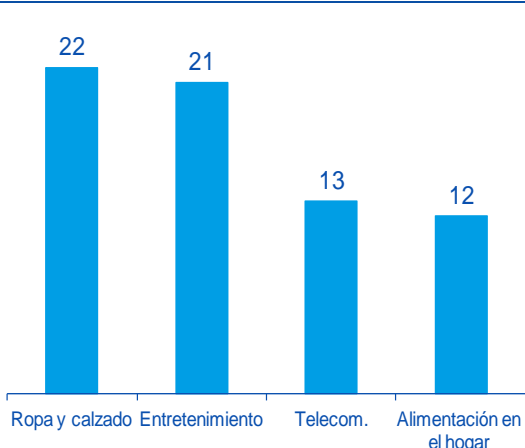
En cuanto al gasto de consumo de las familias, aquí se observa una desaceleración gradual (ver Gráfico 3.20). Ello se ha dado en un contexto de enfriamiento del mercado laboral y de la generación de empleo en condiciones adecuadas (para más detalle ver sección de mercado laboral). En este escenario, la capacidad de compra de las familias se ha visto afectada y producto de ello, los hogares han recortado algunos de sus gastos (ver Gráfico 3.21).

Gráfico 3.20
Consumo privado y Empleo Urbano (Var.% interanual, promedio móvil seis meses)



Fuente: INEI y BBVA Research

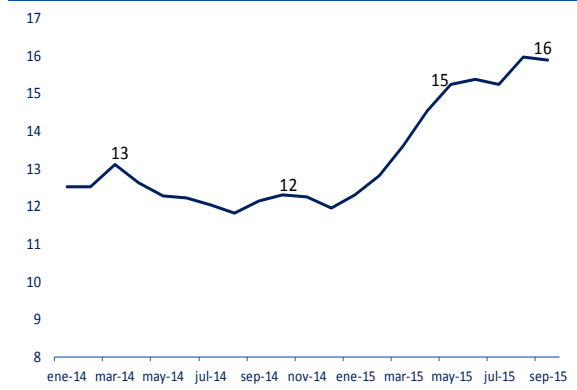
Gráfico 3.21
Rubro del Gasto en lo que más familias redujeron sus gastos* (% del total de familias)



*Respuestas múltiples.
Fuente: APOYO consultoría, Ipsos Perú.

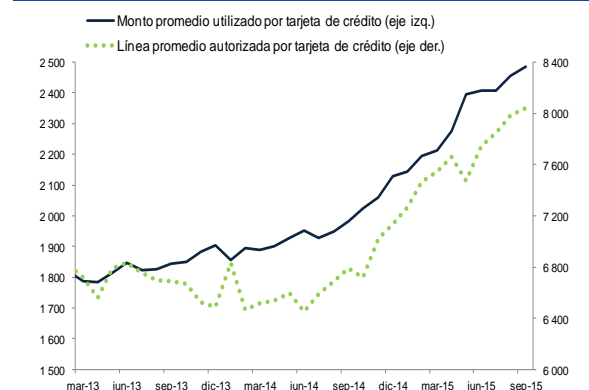
A pesar del importante enfriamiento del mercado laboral y del deterioro de las condiciones del empleo que se sigue generando, la desaceleración del gasto de las familias no ha sido muy marcada. Uno de los principales elementos que ha permitido darle soporte ha sido el mayor endeudamiento bancario. Los créditos de consumo han sostenido tasas de crecimiento superiores al 12% desde inicios de 2014, y en el tercer trimestre se aceleraron hasta cerca de 16% (ver Gráfico 3.22). Este mayor dinamismo del crédito de consumo se encuentra vinculado con un uso más intenso de las tarjetas de crédito (ver Gráfico 3.23).

Gráfico 3.22
Crédito de Consumo*
(Var.% interanual)



*Sistema Financiero.
Fuente: SBS y BBVA Research.

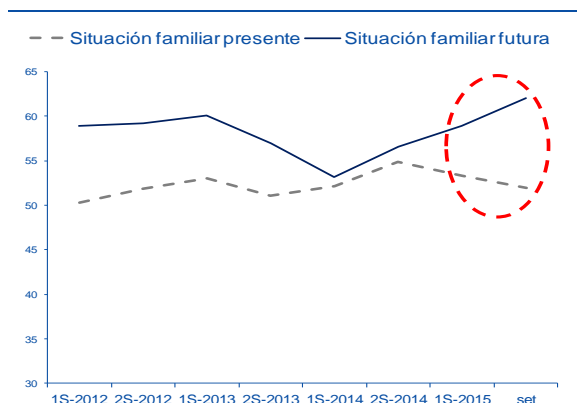
Gráfico 3.23
Uso de tarjetas de crédito para financiar consumo
(Correspondiente a empresas bancarias, en S/.)



Fuente: Asbanc y BBVA Research

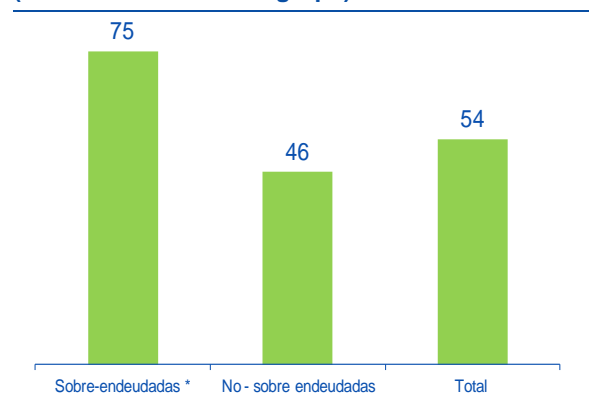
Es importante señalar que el mayor endeudamiento de las familias obedece a la percepción de que la desaceleración económica y del empleo será transitoria (ver Gráfico 3.24). Sin embargo, es poco probable que la situación de las familias se recupere rápidamente en un contexto en el que el dinamismo económico seguirá siendo bastante tímido en 2016, lo que continuará inhibiendo la generación de empleo de calidad. Además, diversas encuestas señalan que un porcentaje importante de familias con deudas declara tener problemas para pagar sus gastos (ver Gráfico 3.25), por lo que es poco probable que el ritmo al que avanzan los créditos de consumo se mantendrá por mucho tiempo más en niveles similares a los actuales (la demanda se corregirá, con el consecuente ajuste en gastos, o las condiciones crediticias por el lado de la oferta se apretarán algo más en este entorno de mayor riesgo).

Gráfico 3.24
INDICCA: Situación Económica Familiar
(Puntos)



Fuente: APOYO Consultoría.

Gráfico 3.25
Familias con dificultades para pagar sus gastos según su nivel de endeudamiento
(% de familias de cada grupo)

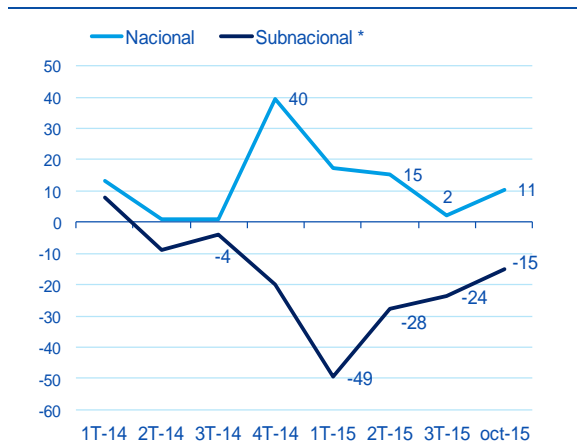


*Se considera sobre-endeudadas a las familias que destinan más del 30% de sus ingresos al pago de deudas.
Fuente: APOYO Consultoría, Ipsos Perú.

Por su parte, el gasto del gobierno no despega, principalmente, debido a que la inversión pública de los gobiernos subnacionales sigue contrayéndose (ver Gráfico 3.26). Sin embargo, para el último trimestre del año prevemos una mejora en la ejecución del gasto de capital de los gobiernos regionales y locales debido a una baja base de comparación con respecto a similar trimestre del año pasado (de hecho, en octubre la inversión de los gobiernos regionales creció alrededor de 30% favorecido por este factor) y a la mayor experiencia adquirida por las autoridades subnacionales que asumieron sus cargos a inicios de este año.

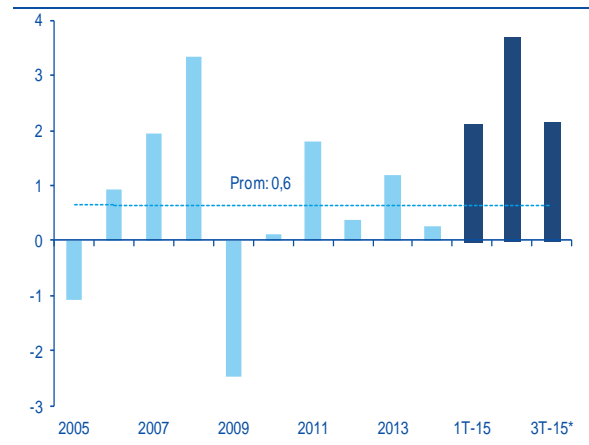
Finalmente, estimamos que la acumulación de inventarios habría continuado durante el tercer trimestre, explicando alrededor de 2 puntos porcentuales de la expansión del PIB (ver Gráfico 3.27), mayor que el promedio de los últimos 10 años (0,6% del PIB). En otras palabras, alrededor del 70% de la expansión del PIB se habría explicado en el tercer trimestre por la mayor acumulación de inventarios. Esta y las existencias acumuladas en los dos trimestres anteriores probablemente lastrarán el crecimiento del producto en adelante en la medida que la situación se normalice (la demanda se atenderá con existencias, no con mayor producción).

Gráfico 3.26
Gasto del Gobierno Nacional y Subnacional (Var.% interanual)



*Considera el gasto de Gobiernos Regionales y Locales.
Fuente: INEI y BBVA Research

Gráfico 3.27
Variación de Inventarios (% del PIB)

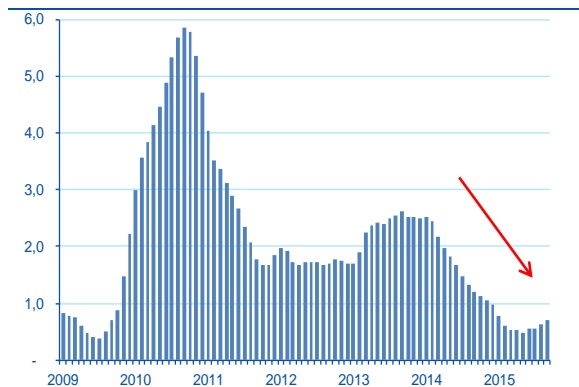


*Estimado.
Fuente: BCRP y BBVA Research

El mercado laboral se enfría de manera más notoria

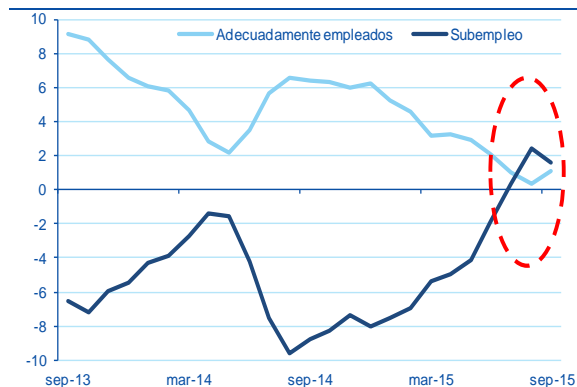
En el contexto de debilidad de la demanda interna; sobre todo de la inversión, el mercado laboral ha continuado enfriándose. Así, la población económicamente activa ocupada (PEA ocupada) en Lima Metropolitana se viene desacelerando desde inicios de 2014 (ver Gráfico 3.28), especialmente en las empresas más pequeñas. El empleo en empresas grandes (con más de 51 trabajadores), que captan alrededor del 30% de la PEA ocupada, mantiene tasas positivas de crecimiento. Por su parte, si bien la tasa de desempleo (alrededor del 6%) no es un problema en el mercado laboral peruano, las tendencias recientes muestran una menor generación de empleo de calidad y que el subempleo ha ganado importancia (ver Gráfico 3.29).

Gráfico 3.28
PEA ocupada en Lima Metropolitana
(Var. % interanual, promedio móvil 12 meses)



Fuente: INEI y BBVA Research

Gráfico 3.29
PEA adecuadamente empleada y subempleada
(Var. % interanual, promedio móvil 3 meses)

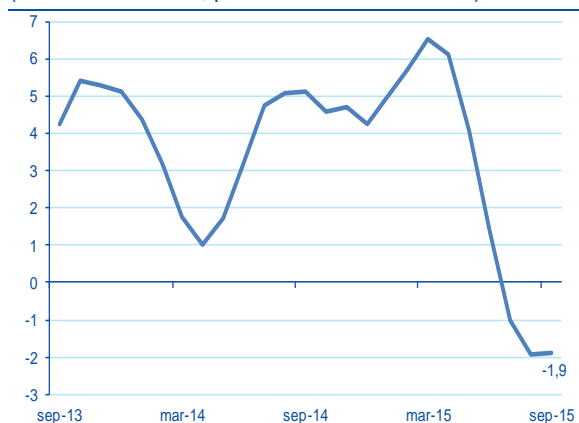


Fuente: MINTRA y BBVA Research

Esta mayor generación de empleo inadecuado se relaciona con la reducción de los ingresos laborales reales, lo cual impacta negativamente en el espacio que tienen las familias para gastar. En Lima Metropolitana se aprecia una marcada desaceleración de los ingresos desde inicios de 2015, alcanzando tasas de crecimiento negativas (ver Gráfico 3.30). Por tipo, en las pequeñas empresas (menos de 10 trabajadores), que representan el 60% de la PEA ocupada, el nivel de ingreso se mantiene relativamente constante. Sin embargo, se registra una caída en el ingreso laboral en empresas grandes y medianas, lo que aunado a que el empleo en este tipo de empresas se mantiene dinámico, sugiere un aumento de contrataciones de mano de obra barata.

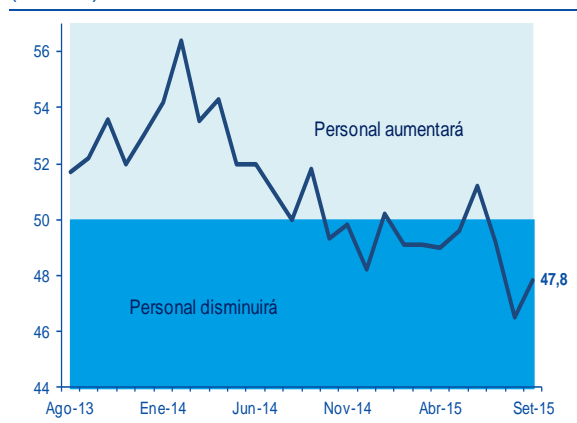
La dinámica del mercado laboral no mejoraría en los próximos meses. De hecho, se observa una reducción en las expectativas de contratación de mano de obra para los siguientes tres meses (ver Gráfico 3.31); lo cual seguiría afectando los niveles de empleo, ingreso, el gasto de las familias y el pago de las deudas (que ya se vienen contrayendo).

Gráfico 3.30
Ingreso laboral real en Lima Metropolitana
(Var. % interanual, promedio móvil 3 meses)



Fuente: INEI y BBVA Research

Gráfico 3.31
Expectativas de contratación
(Puntos)



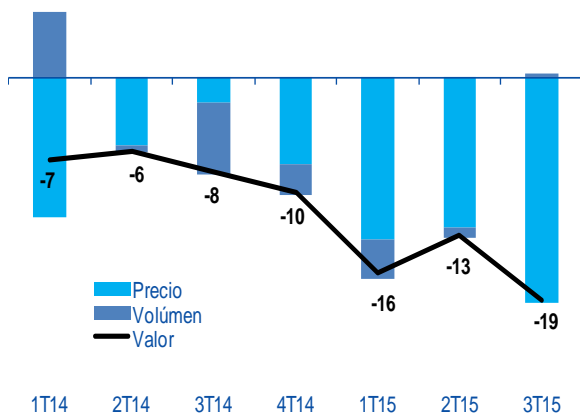
Fuente: BCRP y BBVA Research

Por el lado externo, el valor de las exportaciones acentuó su caída en el tercer trimestre por menores precios de exportación

El valor de las exportaciones totales retrocedió 19% en el tercer trimestre (ver Gráfico 3.32), el mayor descenso que ha registrado desde mediados del 2009. El principal factor que incidió en esta baja fue la fuerte disminución de los precios de exportación (-19%), en particular los de metales y petróleo. En conjunto, estos dos tipos de bienes representan más del 60% del valor de las exportaciones peruanas y sus cotizaciones internacionales han disminuido significativamente en el último año, en torno a 20% en el caso de los metales y alrededor de 50% en el caso del petróleo.

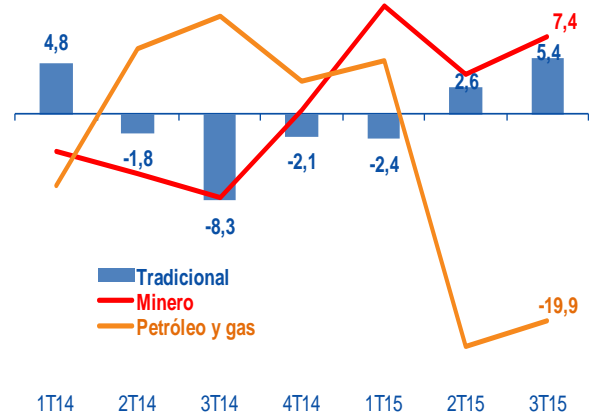
Por tipo de exportaciones, el valor de las ventas al exterior de productos tradicionales (vinculados a los sectores extractivos, como por ejemplo minería y petróleo) fue el más afectado con el descenso de los precios y se contrajo 21% en el tercer trimestre. Los mayores volúmenes exportados acotaron la caída (ver Gráfico 3.33) y fue importante en este caso la mayor exportación minera, sobre todo la de cobre, que se incrementó en 17% por los mayores embarques de empresas nuevas como Hudbay (en el proyecto Constancia) y Chinalco (en el proyecto Toromocho)⁵. Los mayores volúmenes mineros exportados contrastaron con la caída en los envíos de petróleo y gas natural, que se vieron afectados por la menor producción local ante un menor precio del crudo, que afectó los márgenes de las empresas, y paralizaciones temporales por problemas técnicos puntuales y conflictos sociales. Para el último trimestre se espera que se mantenga la tendencia positiva de los volúmenes exportados de cobre y un contexto de precios más estables (para mayor detalle, ver el Recuadro 1: Precio de materias primas: cobre, oro y petróleo).

Gráfico 3.32
Exportaciones totales: volumen y precio (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.33
Volúmenes tradicionales por principales sectores (var. % interanual)



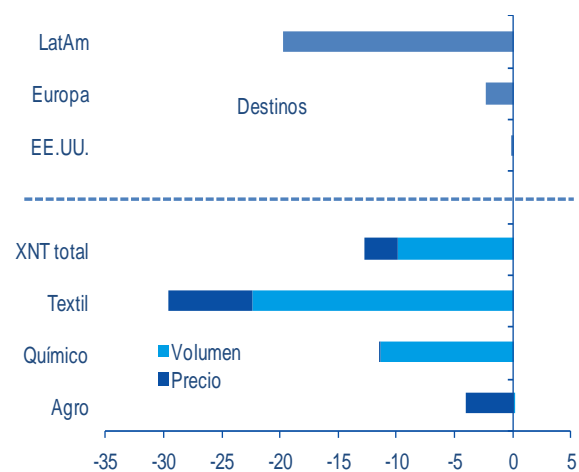
Fuente: BCRP y BBVA Research

En el caso de las exportaciones no tradicionales (de mayor valor agregado), se observó una contracción nominal de casi 13% en el tercer trimestre. A diferencia de las exportaciones tradicionales, aquí fue más importante la disminución de los volúmenes enviados al exterior, próxima al 10%. Por regiones, destacó la caída de las ventas al resto de Latinoamérica (-20%) debido a la ralentización del crecimiento económico en los principales socios comerciales que tiene Perú en esa región (que explican alrededor del 40% de la demanda total de productos no tradicionales). Por el contrario, las compras de EE.UU. y Europa registraron una contracción moderada (de -0,1% y -2,4% en cada caso). Por productos, las ventas que más disminuyeron fueron entonces las de aquellos bienes que se orientan a Latinoamérica (ver Gráfico 3.34), como por ejemplo textiles (-28%), siderometalúrgicos (-13%)

⁵ Sin estas dos empresas los volúmenes exportados de cobre habrían crecido 5,1% (y los volúmenes mineros 4,4%).

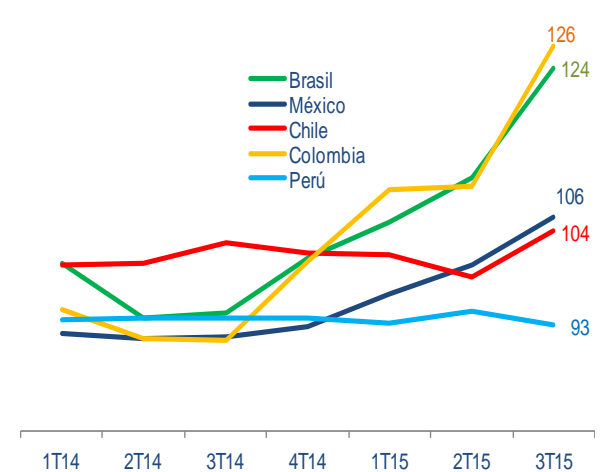
y químicos (-12%)⁶. Por su parte, también se continuó registrando un menor avance en términos de competitividad respecto a nuestros pares de la región en función a la menor depreciación del tipo de cambio efectivo relevante para estas exportaciones y por la fuerte depreciación de otros países del área (ver Gráfico 3.35). Así, en el tercer trimestre la depreciación real respecto al mismo trimestre del año previo en Perú fue casi nula, inferior a lo registrado en Chile (1,3%), México (16,0%), Brasil (31,3%) y Colombia (39,1%). Como resultado, todo este escenario internacional más retador afectó a las empresas y al tercer trimestre se redujo en 2,3% el número de empresas que exportan entre USD 1 millón y USD 10 millones (empresas que explican el 64% del total no tradicional), presentando el primer resultado negativo desde principios del 2000.

Gráfico 3.34
XNT por destinos y sectores
(var. % interanual, tercer trimestre 2015)



Fuente: BCRP, SUNAT y BBVA Research

Gráfico 3.35
Tipo de cambio real multilateral
(índice base 2009=100)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

El valor de las importaciones cayó 11,2% en el tercer trimestre, en especial por un efecto de menores precios (-10,5%). A nivel de grupos de productos, se registraron menores compras de insumos (-20,3%) y bienes de capital (-6,9%), en tanto que las compras de bienes de consumo aumentaron 2,3%, sobre todo por una mayor demanda de alimentos (7,0%), productos de tocador (7,7%) y muebles y equipo para el hogar (11,1%). Sin embargo, el déficit comercial se amplió (con respecto al trimestre anterior y a similar trimestre del año previo) y se situó alrededor de los USD 950 millones (-2,0% del PIB) debido a la mayor contracción del valor exportado.

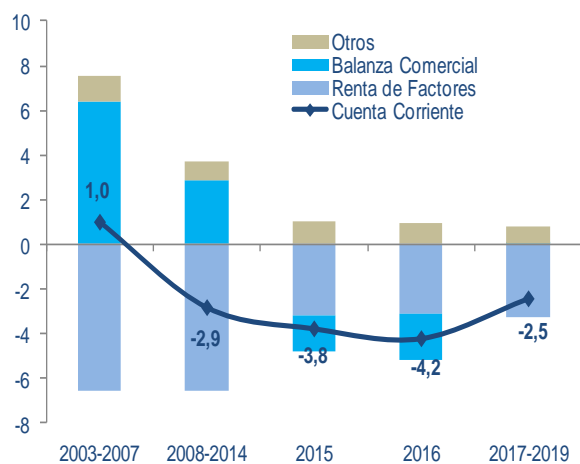
Para este año proyectamos que el déficit en cuenta corriente (como porcentaje del PIB) se ubicará alrededor de 3,8%, ligeramente inferior al del año 2014 (4,0% del PIB). Esta previsión considera que el mayor déficit comercial que estimamos para este año (prevemos que, medido en dólares se ampliará en más de dos veces con respecto al del año previo), será compensado por la significativa caída de remesas de utilidades de las empresas transnacionales que operan en Perú. Cabe indicar que, en función a que una importante proporción de estas utilidades se reinvierte en el país (48% en promedio en los últimos 5 años), el menor déficit a través de renta de factores más baja también imprime un efecto negativo para los flujos esperados de Inversión Extranjera Directa (IED) que son una fuente saludable de financiamiento pues no constituyen una obligación de deuda para la economía.

Para el 2016, proyectamos que el déficit en cuenta corriente se elevará por encima de 4,0% del PIB afectado por, además de la continua caída en los precios y la menor demanda de los países de la región, la caída de las exportaciones pesqueras debido al Fenómeno de El Niño (un análisis más detallado de lo que esperamos sobre esta anomalía climática se encuentra en la siguiente sección). Con ello, y ante flujos financieros relativamente

⁶ Los sectores más expuestos a LatAm son químicos, siderometalúrgicos y textiles, donde en torno al 80%, 50% y 45% de su demanda total es explicada por esta región, respectivamente.

constantes (o ligeramente inferiores por menores niveles de reinversión), se espera que se registre una mayor desacumulación de reservas internacionales. Sin embargo, para el periodo 2017-2019 proyectamos una disminución sensible del déficit en cuenta corriente, el que pasará de 2,9% del PIB a 2,0% (ver Gráfico 3.36), y que reflejará principalmente una mayor producción primaria transable (principalmente minera) y no necesariamente una contracción de la demanda interna. Por su parte, se espera que las fuentes de financiamiento privado de largo plazo (IED y préstamos de largo plazo) permitan cubrir la mayor parte del déficit externo decreciente lo que constituiría una fortaleza a partir del nuevo entorno internacional pues las necesidades de financiamiento a través de capitales de corto plazo (los más volátiles ante cambios del contexto internacional) estarían relativamente acotadas (ver Gráfico 3.37). En particular, si bien en este periodo se esperan menores flujos de IED por una menor inversión minera asociada al término del ciclo de altos precios, la inversión en infraestructura brindaría oportunidades a la entrada de estos tipos de capital, lo que favorecería la diversificación de las fuentes de financiamiento.

Gráfico 3.36
Balanza en cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.37
Déficit en cuenta corriente y financiamiento externo privado de largo plazo* (% del PIB)

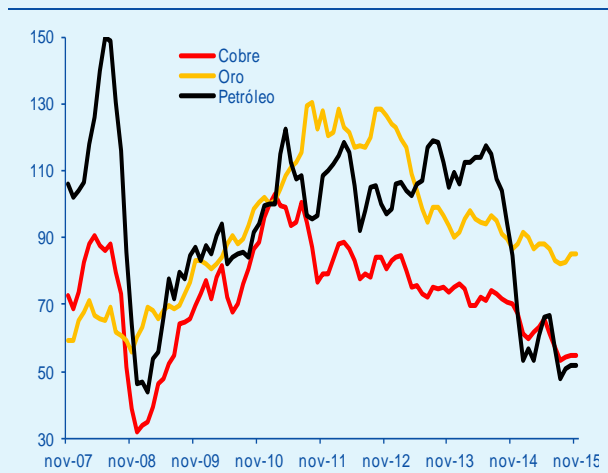


*Suma de Inversión Extranjera Directa y préstamos de largo plazo.
Fuente: BCRP y BBVA Research

Recuadro 1. Precio de materias primas: cobre, oro y petróleo

La economía mundial sigue creciendo pero a un menor ritmo, en especial los países emergentes. En este contexto, se mantiene la incertidumbre a largo plazo sobre China, el principal demandante de materias prima a nivel mundial. Por su parte, los tipos de cambio continúan depreciándose en la mayoría de países, por el deterioro de los fundamentales (internos y externos) y por el inicio de las subidas de tipos de interés por parte de la Fed. Todo esto imprime un sesgo a la baja a los precios de las materia primas (la incertidumbre sobre China tiene incidencia negativa sobre el precio de metales y petróleo, y el fortalecimiento de la moneda norteamericana se mueve de manera inversa con el precio de materias primas). Así, en lo que va del año se han registrado fuertes contracciones acumuladas en la cotización promedio de cobre, petróleo y oro (Gráfico R.1.1).

Gráfico R.1.1
Cotización internacional del cobre, oro y petróleo (Índice enero 2011 =100)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Cobre

Actualmente, el precio del cobre está tocando precios mínimos no vistos desde la crisis financiera internacional de 2008-2009 (ver Gráfico R.1.1). Este retroceso se fundamenta en la incertidumbre sobre china (desaceleración de la producción fabril, devaluación del yuan y corrección a la baja del mercado bursátil) y es potenciada por la anunciada normalización de la política monetaria de Estados

Unidos y la apreciación del dólar. Así, en lo que va del cuarto trimestre se ubicó alrededor de USD/lb 2,35 y viene mostrando una clara tendencia a la baja. Prevemos que esta tendencia se mantendría hacia mediados del 2016, en línea con la persistencia de la mayoría de los factores descritos anteriormente.

Hacia adelante, proyectamos una recuperación gradual de la cotización del cobre que encontrará soporte en la menor oferta (en particular yacimientos de menores tamaños y más costosos), debido a que los bajos precios presionan recortes de producción, empleos y planes de inversión. Los recortes más relevantes son los informados por Glencore (en África) y Chile (mineras el Abra y Collahuasi) que, según COCHILCO, totalizarían cerca de 390 mil toneladas a fines de 2016 y que podrían extenderse ante posibles nuevos anuncios de recortes de producción. En contraposición, la apreciación multilateral del dólar, menores perspectivas para el crecimiento en China y debilidad en demanda global, seguirán inyectando volatilidad al precio del metal rojo. En este contexto, la convergencia al precio de largo plazo (en torno a USD/lb 2,70) se alcanzaría posterior al año 2019 (Gráfico R.1.2).

Gráfico R.1.2
Cotización internacional del cobre (USD/lb)



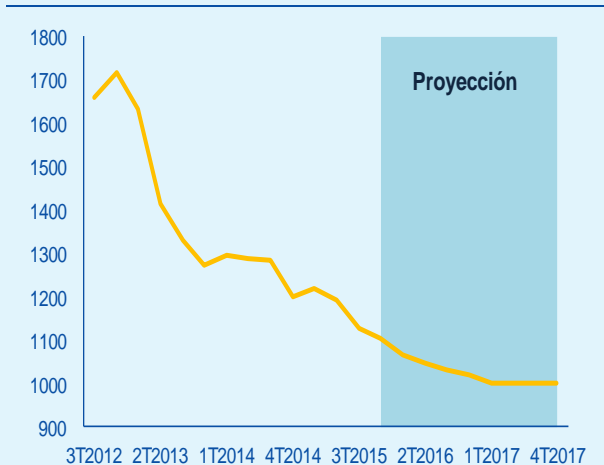
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Oro

En lo que va del mes, la cotización del oro se ubicó en torno a USD/oz.tr. 1 106 y acumula una contracción alrededor de 8%. Esto es resultado de una clara tendencia a la baja en la cotización (desde USD/oz.tr. 1 249 en enero a USD/oz.tr. 1 106 en noviembre) fundamentada, principalmente, por la menor demanda de China, incertidumbre por ajuste monetario de la FED, bajas tasas de inflación mundial, entre otras. Esperamos que esta tendencia se mantenga y el valor del metal amarillo registre, en promedio, USD/oz.tr. 1 160 durante el 2015.

A pesar de que existen factores que compensan en parte este panorama, como la incertidumbre en Europa, todo apunta a que la tendencia a la baja se mantendrá, en línea con la persistencia de los factores mencionados anteriormente. En este escenario, esperamos que el precio converja a los USD/oz.tr. 1 000 en un entorno caracterizado por el fortalecimiento del dólar y menor necesidad de refugio seguro en el oro (Gráfico R.1.3).

Gráfico R.1.3
Cotización internacional del oro (USD/oz.tr)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

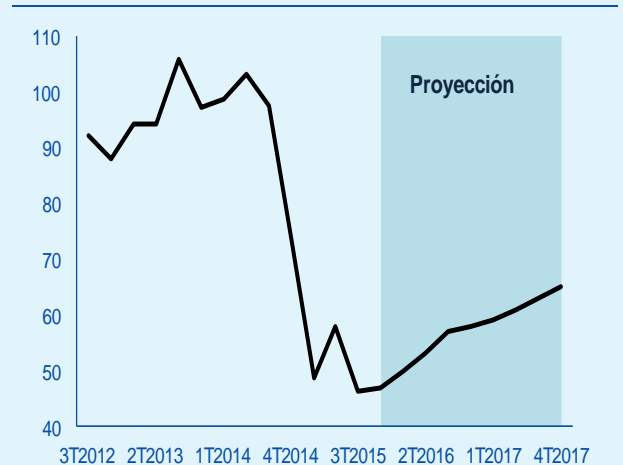
Petróleo

Actualmente, el precio del petróleo se ubica en torno a USD/bar 45, registrando una contracción acumulada de 25%. Estos menores niveles, se relacionan con una menor demanda mundial, en especial por parte de China, en un entorno de preocupaciones por la volatilidad financiera y las dudas acerca de su crecimiento. Mientras que por el

lado de la oferta, factores como la persistencia de los inventarios, la resiliencia mostrada por los productores de Shale Oil en EE.UU., la mantención de cuotas de producción de la OPEP y las expectativas de aumento de exportaciones desde Irán e Irak, acentuaron la caída del precio. Hacia fin de año, prevemos que se mantengan los niveles actuales, con lo cual se registraría un nivel promedio de USD/bar 50.

Sin embargo, en adelante estimamos que el precio del petróleo se recuperará gradualmente y convergerán a un nivel de largo plazo (más bajo que el previsto en julio). La recuperación se dará por mejora de la demanda global y una menor oferta en un contexto de precios bajos, lo que inducirá a un mejor balance entre demanda y oferta. Adicionalmente, las tensiones geopolíticas en Medio Oriente también tendrán influencia en la cotización del crudo. Así, se iniciaría una recuperación progresiva hacia precios de largo plazo de USD/bar 65 en 2017 (Gráfico R.1.4).

Gráfico R.1.4
Cotización internacional del petróleo (USD/bar)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

En este contexto, prevemos que el crecimiento de este año se ubicará alrededor de 2,5%. Para 2016, en un escenario complejo, nuestra proyección está condicionada, principalmente, a la intensidad del Fenómeno de El Niño

Al tercer trimestre de este año, el crecimiento acumulado del PIB se ubicó en 2,7%. Por su parte, los datos disponibles de actividad a octubre (como electricidad) y nuestras previsiones para el sector minero para la última parte del año, sugieren que el crecimiento se mantendría entre 2,5% y 3,0% en el cuarto trimestre. De esta forma, el crecimiento del PIB en 2015 será 2,5%, o tal vez algo mayor. En tanto, el escenario para 2016 será complejo y estamos considerando los siguientes elementos exógenos:

- Por el lado externo, nuestras previsiones toman en cuenta:
 - (i) Una proyección de crecimiento para China de 6,2% (y entre 5,8% y 6,0% para el periodo 2017-2019). En general, se espera que la moderación del crecimiento de China y el rebalanceo entre sus fuentes de crecimiento por el lado de la demanda sea un proceso ordenado.
 - (ii) Términos de intercambio (en promedio) que descenderán aún más el próximo año, pero se mantendrán relativamente estables a partir de 2017. El mayor ajuste esperado en los términos de intercambio para el 2016, respecto a la previsión de hace tres meses, impactará negativamente en alrededor de 0,3 puntos porcentuales en el PIB de este año. Cabe señalar que, con el estimado del 2016 los términos de intercambio registrarían su quinta caída consecutiva y acumularían una contracción de 23,6%⁷.
 - (iii) Una mayor gradualidad en el ajuste de la tasa de la FED, en un contexto en el que hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento para Estados Unidos. No obstante, el proceso de normalización monetaria en este país seguirá rodeado de incertidumbre lo que anticipa episodios de volatilidad en los mercados financieros locales, los que, si son persistentes, podrían tener impactos reales.

Este entorno internacional afectaría a todos los países de América del Sur. Según las recientes proyecciones del FMI, la región Latinoamericana crecerá en promedio solo 0,3% entre 2015-2016. No obstante, la entidad también estima que Perú seguirá siendo una de las economías que más crecerá, expandiéndose en promedio 2,8%, superior a lo esperado en otros países como Colombia (2,6%), México (2,6%), Chile (2,4%), Uruguay (2,4%) y Brasil (-2,0%).

- Por el lado local, asumimos que:
 - (i) Se registrará un Fenómeno de El Niño (FEN) de intensidad fuerte, lo que tendrá impactos económicos sensibles sobre actividades como la pesca y la agricultura. Este supuesto es un cambio importante con respecto a lo considerado en nuestras previsiones de hace tres meses cuando asumimos que el FEN tendría una intensidad entre moderada y fuerte, con impactos económicos acotados.
 - (ii) La confianza empresarial detiene su deterioro y se mantiene en niveles similares a los actuales. Luego de las elecciones, es probable que se registre una mejora gradual de este indicador.
 - (iii) El ajuste de inventarios será gradual.
 - (iv) La producción minera mantendrá un dinamismo importante, en particular la de cobre en 2016 y 2017.
 - (v) Las obras de infraestructura tendrán un impacto más sensible en los próximos dos años.

⁷ Se estima que por una caída en torno al 10% en los términos de intercambio el PIB se contrae alrededor de 1,0 punto porcentual. Para una discusión detallada de los efectos de los términos de intercambio en economías pequeñas y abiertas ver Mendoza (1995): "The terms of trade, the real exchange rate and economic fluctuations".

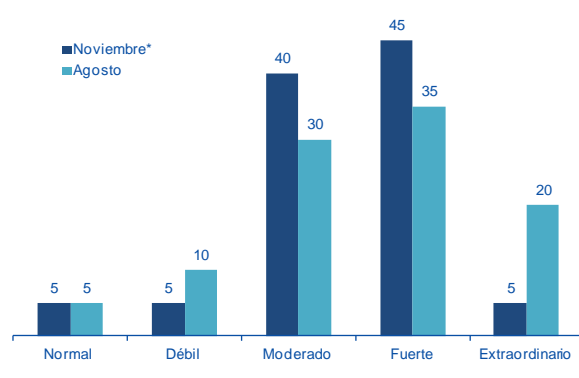
De acuerdo con el ENFEN, lo más probable es que El Niño será de magnitud fuerte en el verano de 2016

Definitivamente, el elemento clave dentro del conjunto de variables locales que define nuestro escenario base es el FEN. Como se ha mencionado, nuestra previsión de crecimiento para 2016 asume que tendremos un FEN fuerte, lo que toma en cuenta los reportes de la entidad oficial local (el comité multisectorial - ENFEN) que monitorea la evolución de este fenómeno sobre las costas del Perú.

A fines de agosto último, el ENFEN publicó el primer informe sobre la probabilidad de ocurrencia y magnitud que El Niño podría tener durante el verano de 2016. El análisis concluyó dos cosas: (i) es casi un hecho que habrá un Niño en el verano; y (ii) lo más probable es que será de magnitud fuerte⁸. El comunicado oficial siguiente, de la primera semana de noviembre, volvió a enfatizar que el escenario más probable (50%) durante el verano de 2016 continúa siendo el de un Niño de magnitud similar a 1982/83 y 1997/98 (Gráfico 3.38).

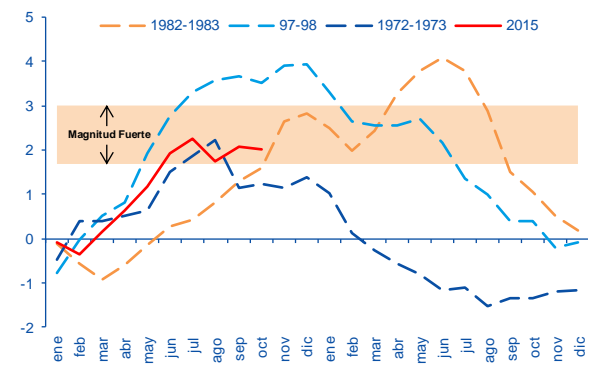
En este contexto, y sobre la base de episodios anteriores, lo más probable es que haya impactos negativos sensibles sobre la actividad económica superiores a lo que hasta ahora veníamos considerando en las proyecciones (nuestras proyecciones macroeconómicas previas consideraron un FEN en el otoño 2015/verano 2016 de magnitud algo más que moderada⁹; similar al de El Niño de 1972/73, aunque sin el debilitamiento tan temprano que este tuvo, ver Gráfico 3.39). Así, estimamos que, producto principalmente de El Niño, la incidencia a la baja sobre el PIB del 2016 será de alrededor de un punto porcentual (para mayor detalle, ver el Recuadro 2: Efecto del fenómeno de niño sobre la economía peruana).

Gráfico 3.38
Magnitud que podría alcanzar un Niño en la costa peruana durante el verano de 2016 (probabilidad)



*Correspondiente al informe de 04 de noviembre
Fuente: ENFEN y BBVA Research

Gráfico 3.39
Anomalías en la temperatura del mar peruano (desvío con respecto al promedio histórico, en °C)



Fuente: NOAA y BBVA Research

Como resultado, recortamos nuestra proyección de crecimiento del PIB para 2016 a 2,8%, desde el 3,8% que previmos en julio

Los principales soportes de esta previsión se mantienen: (i) la mayor producción de cobre, que estimamos se incrementará en 22% porque Toromocho y Constancia producirán a plena capacidad durante todo el año y porque entrarán en fase productiva los proyectos Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde; y (ii) el mayor avance en la construcción de grandes proyectos de infraestructura, que no tendrán mayores contratiempos por las anomalías climatológicas debido a que se encuentran en zonas del país que no serán afectadas por la mayor intensidad de las lluvias. A ello se sumará cierta mejora en la economía global. La

⁸ ENFEN, Nota Técnica N° 02-2015, 28 de agosto de 2015. La nota puede ser ubicada en la dirección electrónica <https://www.dhn.mil.pe/archivos/oceanografia/otros/02-2015.pdf>.

⁹ Para mayor detalle de las previsiones ver Situación Perú Tercer Trimestre 2015. Disponible en <https://www.bbvarsearch.com/public-compuesta/situacion-peru-tercer-trimestre-2015/>.

proyección de crecimiento de 2,8% para 2016 se encuentra condicionada a estos elementos, que compensarán los impactos negativos del FEN y el incremento usual en la incertidumbre durante los procesos electorales (que afecta las decisiones de gasto). Más adelante, en 2017, con la recuperación de las actividades primarias (Pesca y Agropecuario), los dos elementos antes mencionados (mayor producción cuprífera y construcción de grandes proyectos de infraestructura) aún empujando la actividad, y cierta distensión del ruido político, prevemos que el crecimiento se ubicará algo por encima del 4,5%.

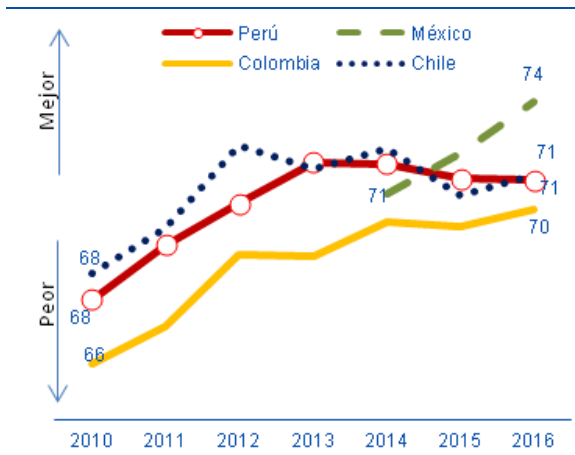
Mayores avances en competitividad siguen pendientes para asegurar un ritmo de crecimiento más acelerado en el mediano plazo

En las últimas ediciones de esta publicación hemos insistido que, para retomar una senda de crecimiento más acelerada, es necesario implementar medidas que permitan impulsar la productividad y la competitividad del país. Un crecimiento sostenido más alto es una condición necesaria para reducir la pobreza de manera permanente.

Lamentablemente, a pesar de los esfuerzos realizados, la economía peruana ha ido perdiendo competitividad en los últimos años, como lo muestran algunos rankings internacionales.

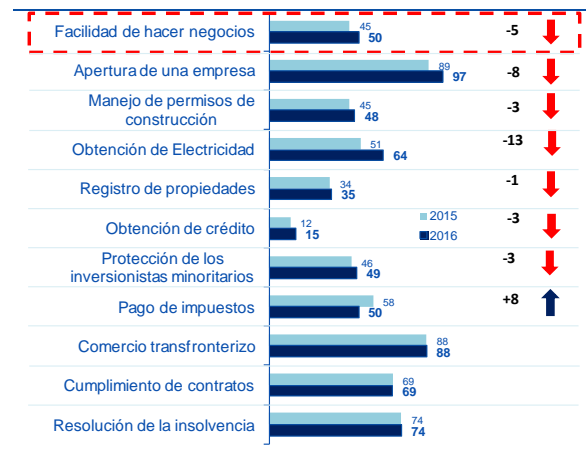
Por un lado, en la publicación de Doing Business 2015 (indicador de Facilidad de hacer negocios) se reporta un retroceso de Perú de 5 posiciones con respecto al año previo (ver Gráfico 3.40), quedando bajo México y Chile. Dentro las categorías que lastran la caída (ver Gráfico 3.41) se encuentran el aumento del costo en la contratación de personal para asesoría profesional en la apertura de un negocio, mayor costo en la obtención de una nueva conexión eléctrica la cual no se obtiene con una frecuencia óptima, y aumento en el costo de trámites y procesos al realizar una importación. No obstante, se han tenido ligeras mejoras en otros indicadores, como la tasa de recuperación de acreedores y empleadores de una empresa insolvente, y una reducción en el tiempo utilizado en preparar, presentar y pagar impuestos.

Gráfico 3.40
Facilidad para hacer negocios: Distancia de la frontera (puntos porcentuales)



Fuente: Doing Business y BBVA Research

Gráfico 3.41
Facilidad para hacer negocios y sus categoría (Ranking)

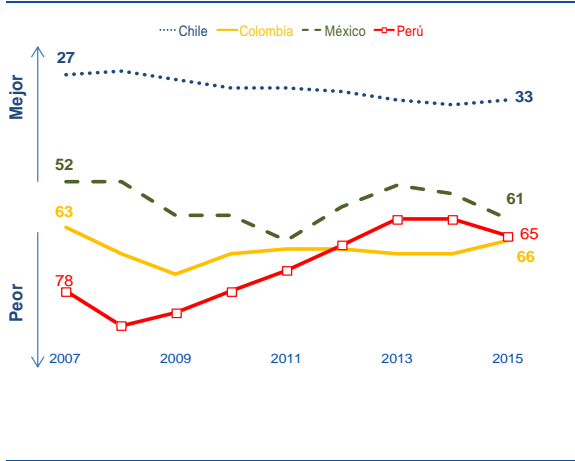


Fuente: Doing Business y BBVA Research

Por otro lado, el Índice de Competitividad Global medido por el World Economic Forum 2014-2015 muestra un retroceso para Perú de 4 posiciones en el ranking internacional (ver Gráfico 3.42), ubicándolo en el puesto 65, aun por debajo de Chile y México. Los pilares que han ocasionado esta caída (ver Gráfico 3.43) son los referidos a Instituciones (-9 posiciones), Preparación tecnológica (-6 posiciones) y Eficiencia en el mercado laboral (-3 posiciones). Otros pilares incluidos en la elaboración del ranking y que necesitan de mayor impulso en el país también son los relacionados a Innovación (puesto 117), Educación primaria y secundaria (puesto 94), e

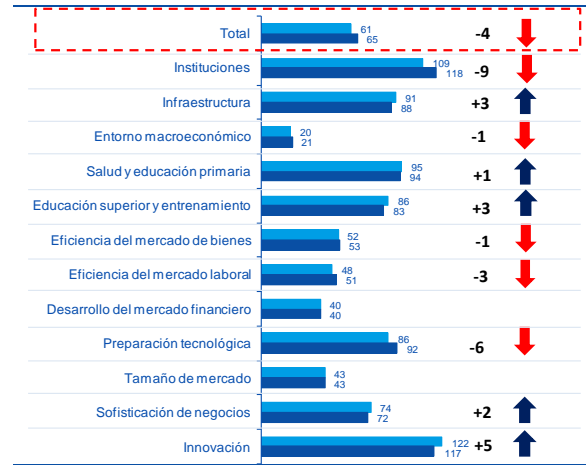
Infraestructura (puesto 88). Es claro que aún se tienen pendientes los avances en competitividad para asegurar un ritmo de crecimiento más acelerado.

Gráfico 3.42
Puntos en el Índice de competitividad global



Fuente: WEF y BBVA Research

Gráfico 3.43
Puntos en el Índice de competitividad global



Fuente: WEF y BBVA Research

Se ha reducido la holgura fiscal

En abril, el Gobierno anunció su intención de recortar en adelante el déficit fiscal estructural (un resultado que, a diferencia del déficit fiscal observado, corrige elementos transitorios en actividad económica y precios de materias primas que afectan la recaudación). Esta senda que se trazó como objetivo era en nuestra opinión (ver Situación Perú Tercer Trimestre) inconsistente con la disminución permanente de los ingresos fiscales que generó el recorte en las tasas impositivas del impuesto a la renta implementado a inicios de este año.

En agosto último, como parte del proceso de elaboración del presupuesto para el año 2016, el Gobierno corrigió al alza en un punto porcentual del PIB la senda objetivo para el déficit fiscal estructural en los próximos años. Ahora se busca una trayectoria más deficitaria que la anunciada en abril, y en promedio se tendrá un déficit estructural de 2,5% por año hasta 2018. Según nuestras estimaciones, este escenario implicaría que el déficit fiscal observado será en promedio de 2,8% por año en el mismo período. Como resultado, y condicional a la ausencia del uso de activos, el ratio de deuda pública bruta sobre PIB (actualmente en 20%) alcanzaría alrededor del 27% del PIB en 2018.

La nueva meta anunciada es más coherente con los objetivos fiscales de mediano plazo (reforma de la administración pública, mayor gasto en infraestructura, entre otros). Pero también conlleva un deterioro de las finanzas públicas. En este contexto, debido a la magnitud del financiamiento requerido, el Gobierno tendrá que recurrir principalmente a los mercados globales. Ya lo está haciendo. En lo que va del año, el gobierno ha colocado bonos globales en alrededor de USD 3 000 millones para refinar las necesidades de financiamiento del próximo año¹⁰ (se destaca la colocación de bonos denominados en euros por € 1100 millones¹¹). La consecuencia de esto es que aumentará la proporción de la deuda pública denominada en moneda extranjera, lo que elevará la exposición al riesgo cambiario de las finanzas públicas.

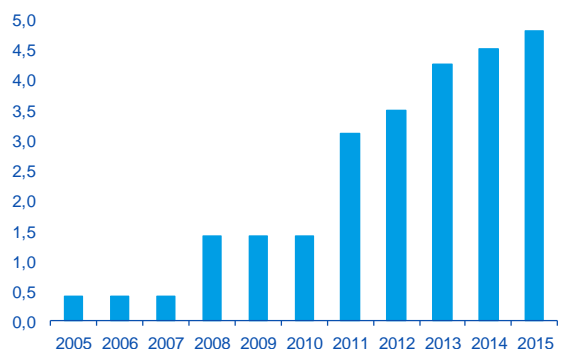
Cabe mencionar que, un escenario que se viene discutiendo recientemente es el uso de activos del gobierno, en especial, los recursos del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) que actualmente se ubican en USD 9,2 mil

¹⁰ Según un comunicado del Ministerio de Economía, el monto destinado por las colocaciones de bonos globales servirán para el pago del servicio de la deuda pública del próximo año, el cual estaría totalmente cubierto.

¹¹ La transacción logró una demanda de cuatro veces el monto ofertado y la tasa cupón más baja de la historia (2,75%).

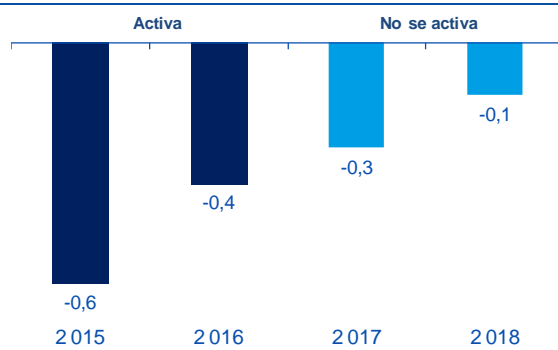
millones¹². Existen dos condiciones que permiten hacer uso de los recursos del FEF. La primera se da en situaciones extremas, como “emergencia nacional” o “una crisis internacional”, que podrían afectar la actividad económica. La segunda es cuando se anticipe una disminución en los ingresos fiscales anuales, con respecto al promedio de los tres años previos, mayor al 0,3% del PIB¹³. En este caso se puede utilizar recursos hasta por un monto que no exceda 40% de los recursos del FEF. Considerando nuestra proyección de ingresos fiscales, esta segunda opción se activaría en el presente y siguiente año, por lo que el uso de estos recursos serviría en financiar las necesidades de gasto para el 2016 y 2017 (ver Gráfico 3.45).

Gráfico 3.44
Fondo de Estabilización Fiscal*
(% del PIB)



*No considera el uso de activos.
Fuente: MEF y BBVA Research

Gráfico 3.45
Segunda condición para hacer uso de los recursos del FEF*



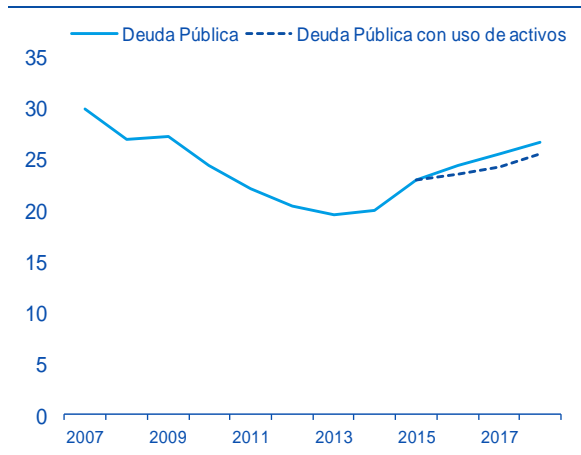
*La diferencia de los ingresos fiscales, por la fuente de recursos ordinarios como porcentaje del PIB con respecto al promedio de los tres últimos años.
Fuente: BBVA Research.

En las previsiones oficiales publicadas en el último Marco Macroeconómico Multianual (MMM) se muestra que el ratio de la deuda pública se mantiene constante en 25% del PIB hacia el 2018, y esto implicaría que se espera utilizar activos públicos. Nuestra proyección de deuda no considera el uso de activos y así llega a ubicarse en torno a 27% en el 2018. De considerarse el uso de recursos del FEF, en cerca de un punto porcentual para el 2016 y medio punto en el 2017, la deuda pública (se asemeja al MMM) se estabilizaría en 25% hacia el 2018 (ver Gráfico 3.46). En este nuevo escenario, el saldo del FEF se reduciría en aproximadamente USD 3 mil millones y llegaría a ubicarse en alrededor de 3,0% del PIB hacia el 2018 (ver Gráfico 3.47).

¹² Debido a los déficits fiscales previstos para los siguientes años, el FEF no se incrementaría. Más bien se reduciría si se empieza a utilizar parte de sus recursos.

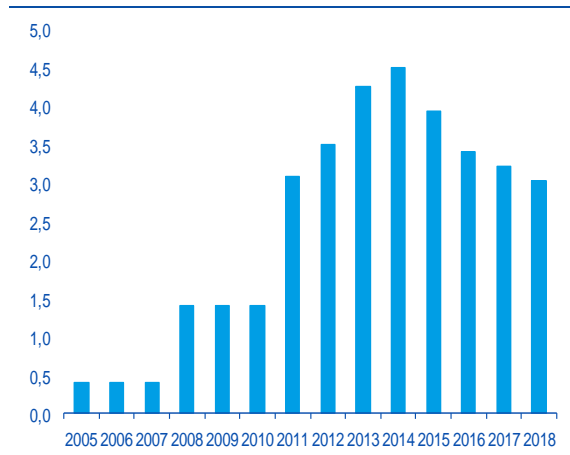
¹³ Por la fuente de recursos ordinarios.

Gráfico 3.46
Deuda Pública
(% del PIB)



Fuente: BCRP, MEF y BBVA Research

Gráfico 3.47
Fondo de Estabilización Fiscal
(% del PIB)



Fuente: MEF y BBVA Research

En síntesis, se ha reducido la holgura para atender los objetivos fiscales de mediano plazo (reforma de la administración pública, mayor gasto en infraestructura, entre otros) sin que ello deteriore las finanzas públicas. ¿Qué hacer en esta nueva situación? Si se optara por una consolidación fiscal que evite el deterioro de las finanzas públicas, ¿qué rubros del gasto público deberán acotarse? ¿Remuneraciones? ¿Inversión? ¿Programas sociales? Es muy probable que estas disyuntivas las tenga que enfrentar la nueva administración que iniciará el próximo año.

Recuadro 2. Efecto del fenómeno de El Niño sobre la economía peruana

Principales sectores afectados

¿Cuáles serían las actividades productivas más afectadas por las anomalías climatológicas de un FEN que ahora será probablemente más intenso (fuerte)? Naturalmente, las que se desarrollan en la costa norte peruana y que están más expuestas a cambios en la temperatura y en la intensidad de las lluvias. Estas actividades son principalmente las que se orientan a extraer recursos naturales.

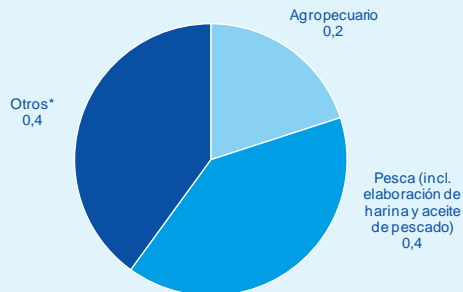
Pesca. El calentamiento del mar induce a que la anchoveta migre hacia el sur (aguas más frías), se profundice y por lo tanto se dificulte su captura, o se aproxime más al litoral, donde no puede ser alcanzada por las embarcaciones de mayor tamaño. Nuestras proyecciones revisadas incorporan ahora solo una temporada de captura en 2016, la segunda, que va de noviembre a enero del siguiente año. De esta manera, prevemos un desembarque de alrededor de TM 700 mil de anchoveta en 2016, menores que las cerca de TM 4 millones que antes preveíamos con un FEN más moderado (situación en la que estimábamos que habrían dos temporadas de captura). Ello equivale a una corrección a la baja sobre el PIB de cuatro décimas de punto porcentual luego de considerar el procesamiento industrial para elaborar harina y aceite de pescado (Gráfico R.2.1). La captura de anchoveta que ahora prevemos para el próximo año implica también una disminución de 80% en comparación con la que estimamos para 2015, descenso que proporcionalmente se asemeja al que se dio durante el FEN de 1997/98.

Agropecuario. El clima más cálido y las mayores lluvias tendrán un efecto negativo sobre algunos cultivos en la costa peruana (por ejemplo, palta, mango, mandarina, limón, plátano, espárrago, quinua, uva, caña de azúcar, y algodón), en particular si el período de siembra coincide con la parte más crítica del FEN. Potenciales deslizamientos de tierras y daños en la infraestructura de riego, inducidos por la intensidad de las lluvias, podrían tener algún impacto negativo adicional sobre el sector. Otros cultivos, sin embargo, podrían verse favorecidos con la mayor

temperatura ambiental y humedad; además, la abundancia de lluvias podría propiciar el crecimiento de pastos e incidir positivamente sobre la actividad pecuaria. Es así entonces difícil cuantificar el impacto que un Niño más intenso (fuerte y ya no solo algo más que moderado) tendría sobre el sector agropecuario. De manera referencial, el nivel de producción agropecuaria disminuyó alrededor de 10% entre 1982 y 1983, cuando El Niño tuvo una intensidad extraordinaria, pero entre 1997 y 1998, cuando el FEN tuvo una magnitud similar, la producción se mantuvo prácticamente estable. En este último caso, sin embargo, es importante mencionar que hubo una campaña agrícola complementaria durante el año, la que contó con el apoyo del MINAGRI a través de la provisión de semillas, de maquinaria agrícola, y de fertilizantes. Tomando en cuenta todo lo anterior, en nuestro nuevo escenario base, que incorpora un FEN de menor intensidad que los de 1982/83 y 1997/98, el descenso de la producción agropecuaria será acotado. La revisión a la baja que ello implica para la producción agropecuaria equivale a dos décimas de punto porcentual del PIB (Gráfico R.2.1).

Hidrocarburos. La producción petrolera también podría verse afectada con un FEN de fuerte magnitud. Ello es más probable en los lotes ubicados en el mar frente a la costa norte de Perú (que concentran algo más de un tercio de la producción total de este hidrocarburo), pues la braveza de las aguas complicaría el transporte y moderaría así la extracción en esos pozos. Existe también la posibilidad de que se produzcan deslizamientos de tierra en las regiones de selva alta por donde pasa el oleoducto norperuano, lo que afectaría el transporte de petróleo crudo. La revisión de previsiones que hemos realizado incorpora ajustes en el crecimiento del PIB debido a la disrupción que podría tener el transporte y, como resultado de ello, la producción petrolera, aunque modestos.

Gráfico R.2.1

PIB en 2016: sectores económicos que se afectarían ante magnitud fuerte del FEN (pp. del PIB)

*Incluye: Comercio, Servicios, Construcción, Resto de la industria, Hidrocarburos, y Electricidad
Fuente: BBVA Research

Además de las actividades orientadas a extraer recursos naturales, habrá otras (Gráfico R.2.2) que en distinta magnitud serán también afectadas por un FEN de mayor intensidad. Por ejemplo:

Construcción. La actividad inmobiliaria, que incluye por ejemplo a la autoconstrucción de viviendas, se vería limitada en el norte del país por las fuertes lluvias durante los primeros meses de 2016. El avance de los grandes proyectos de infraestructura, sin embargo, no sufriría mayores contratiempos porque estas obras se vienen construyendo en zonas del país que no estarán muy expuestas a las lluvias. Solo en el caso de la modernización de la refinería de Talara se podría observar un avance más lento de los trabajos, pero estamos considerando que en términos anuales el impacto será acotado porque la mayor parte de los eventuales retrasos en los trabajos se compensaría durante la segunda mitad del año. Es importante finalmente mencionar que en el segundo semestre, luego de que el FEN se disipe, se iniciarían las labores de rehabilitación y reconstrucción de carreteras, escuelas, viviendas, e infraestructura de riego y saneamiento afectadas. Esto compensará en parte la menor actividad que se observará en la primera mitad del año. El impacto positivo luego de disipado el FEN dependerá de dos cosas. En primer lugar, de la adecuada coordinación entre el gobierno nacional y los gobiernos subnacionales para que se ejecute el gasto de manera ágil. Y segundo, de que las carreteras se reconstruyan rápidamente pues de lo contrario no será posible enviar cemento,

maquinaria ni equipo al norte para las labores que se tengan que hacer.

Industria. Además de la industria que se orienta a procesar anchoveta para la elaboración de harina y aceite de pescado, la revisión de proyecciones considera que habrá varias ramas manufactureras que se resentirán con un FEN de fuerte intensidad. En primer lugar, las que se dedican a refinar azúcar y petróleo. Las abundantes lluvias probablemente afectarán los cultivos de caña de azúcar y las operaciones de la refinería de Talara. A esto último se suma el abastecimiento más restringido de petróleo crudo desde los lotes en el zócalo continental y la selva a través del oleoducto para su posterior refinación. En segundo lugar, la industria textil debido a la mayor temperatura ambiental en la costa y eventualmente la extensión del período cálido más allá del verano. Tercero, las ramas manufactureras que atienden la demanda de bienes intermedios y de capital que realizan sectores como Pesca, Agropecuario, y Construcción, afectados todos por un Niño más intenso. Y por último, de manera más general, se verán perjudicadas aquellas industrias que se abastezcan de materias primas que provengan de las zonas del país que serán afectadas y también las que distribuyan sus productos finales hacia esas mismas zonas. En lo positivo, se incrementará la demanda para la industria de bebidas gaseosas, por ejemplo, y para la de materiales de construcción cuando se inicie el proceso de reconstrucción de la infraestructura dañada.

Servicios de transporte. La interrupción del paso por las carreteras debido al desborde de ríos y deslizamientos de tierra, por ejemplo, dificultará el transporte de materias primas, bienes finales y personas.

Comercio. Con el impacto negativo en los sectores Pesca, Agropecuario, Industria, y Transporte, el comercio de bienes se verá mermado.

Electricidad. Los deslizamientos de tierra e inundaciones podrían eventualmente dañar la infraestructura de transmisión y con ello paralizar transitoriamente la producción de electricidad.

Gráfico R.2.2

PIB 2016: sectores económicos que se afectarían ante magnitud fuerte del FEN



Fuente: BBVA Research

Por el lado de la demanda...

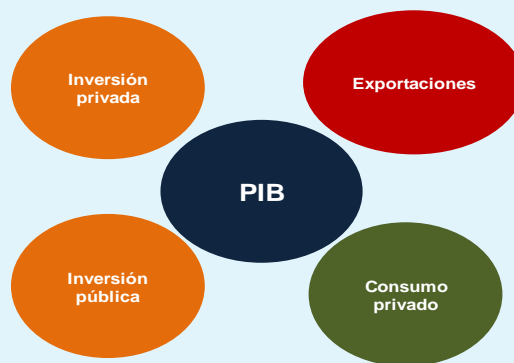
Las exportaciones se verán afectadas debido a los menores envíos al exterior de harina y aceite de pescado, de productos agropecuarios, y eventualmente de petróleo. También habrá una incidencia negativa sobre la inversión tanto privada como pública. Esa incidencia a la baja estará vinculada con la debilidad del sector construcción y del gasto de capital de los gobiernos subnacionales durante los primeros meses del año, que probablemente no alcance a ser compensada por la reversión (con labores de rehabilitación y reconstrucción) luego de disipado el FEN. Finalmente, el gasto de consumo de las familias también se resentirá, no solo por el contexto de menor avance de la actividad (y con ello del empleo), sino también porque la inflación (alimentos y transporte, sobre todo) será mayor, lo que recortará el poder adquisitivo. En ese sentido, estimamos que el ritmo de incremento de los precios, actualmente alrededor de 4% interanual, se acelerará hasta 5,5% en el verano de 2016, para luego ceder en la segunda mitad del año conforme las anomalías climatológicas también lo hacen. Será así una aceleración transitoria de la inflación. Quizás el único componente de la demanda que muestre un mayor dinamismo en 2016 en este escenario con un FEN fuerte (en comparación con el escenario previo de un Niño de intensidad entre moderada y fuerte) sea el consumo público pues la atención en las zonas afectadas del país, tanto durante como

luego de que El Niño se disipe, demandará un mayor gasto en bienes y servicios.

Tomando en cuenta solo estos elementos mencionados, estimamos que la intensificación de El Niño desde moderado/fuerte a fuerte tendrá un impacto sobre la actividad económica que equivale a un punto porcentual del PIB en 2016. De este, alrededor de 60% se concentrará en los sectores primarios Pesca y Agropecuario (y en la industria directamente vinculada con estos).

Gráfico R.2.3

PIB 2016: tipo de gasto que se afectaría ante magnitud fuerte del FEN

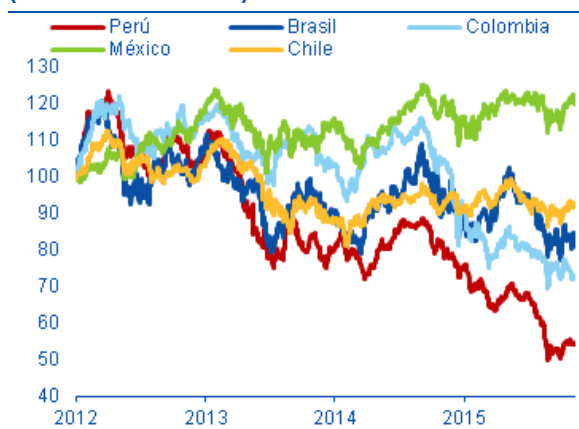


Fuente: BBVA Research

4 Mercados financieros locales mantienen un tono bajista. Hacia adelante seguimos viendo una mayor depreciación de la moneda peruana

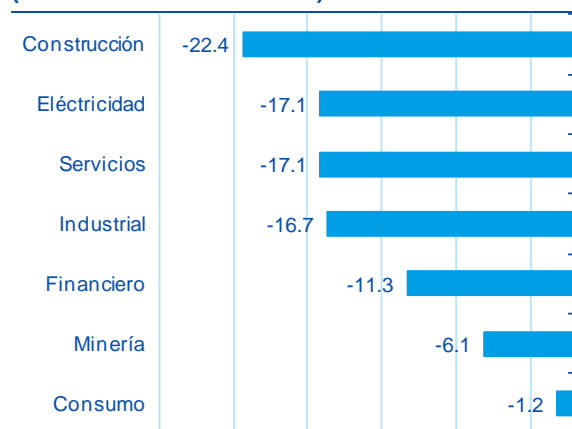
El Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (SP/BVL Perú general) cayó en los últimos tres meses, desde el cierre de julio hasta octubre, en -12,0% (ver Gráfico 4.1). De manera sectorial, los más afectados fueron construcción, servicios e industrial (ver Gráfico 4.2), en línea con la menor dinámica de crecimiento que han registrado. Esta caída del SP/BVL Perú general, muy superior a la de otros países de la región, ocasionó que en setiembre la empresa de índices bursátiles Morgan Stanley Capital International (MSCI) evalúe el cambio de Perú de país emergente a país fronterizo. Si bien este cambio no ocurrió, aún queda pendiente una nueva revisión en junio de 2016, y de materializarse calificaría a Perú como un país más riesgoso ocasionando una posible fuga de capitales.

Gráfico 4.1
Índice General de la Bolsa de Valores de Lima
(índice ene2012=100)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4.2
Índices sectoriales últimos tres meses
(Var. % últimos tres meses)

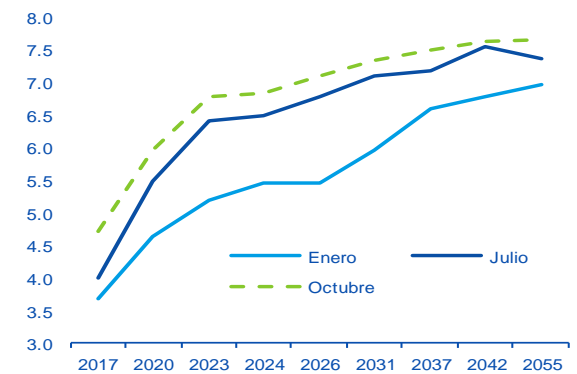


*Corresponde a las variaciones de los índices del 30 de octubre vs el 30 de julio. Fuente: BVL y BBVA Research

Por otra parte, la curva de rendimientos de los bonos soberanos en el mes de octubre se mantuvo superior a los reportados a hace tres meses y a inicios de año, principalmente en el corto y mediano plazo (ver Gráfico 4.3). Así, entre enero y octubre se incrementó en más de 130 puntos básicos el rendimiento exigido a los bonos soberanos de 2023 y 2026. Esto es reflejo del reacomodo de los portafolios a nivel global y del incremento del tipo de cambio, el que recorta el rendimiento expresado en moneda extranjera. Asimismo, la percepción de riesgo de títulos peruanos aumentó en los últimos tres meses: el EMBI de agosto a octubre aumentó en 12,2%. En este contexto, la participación de la tenencia de bonos soberanos por parte de no residentes viene suavizando su disminución (ver Gráfico 4.4), de una caída de 11 puntos básicos en 2014 (de 49,8% a 38,3%) a cerca de 0,5 en 2015 (de 37,4% a 36,9%).

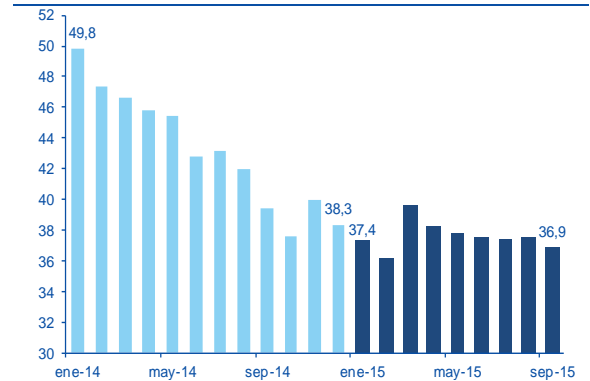
La colocación de bonos globales no es recurrente en el país, en el presente año se han efectuado tres transacciones en el mercado internacional. La última fue realizada a fines de octubre, donde se colocó un bono de EUR 1,100 millones en el mercado europeo con vencimiento en 2026 con el fin de ampliar y diversificar la base de inversionistas. Se tuvo una sobredemanda del bono de aproximadamente cuatro veces su monto, lo que permitió una tasa de rendimiento de 2,75%.

Gráfico 4.3
Rendimientos de bonos soberanos peruanos (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4.4
Tenencia de bonos soberanos por no residentes (% del total)

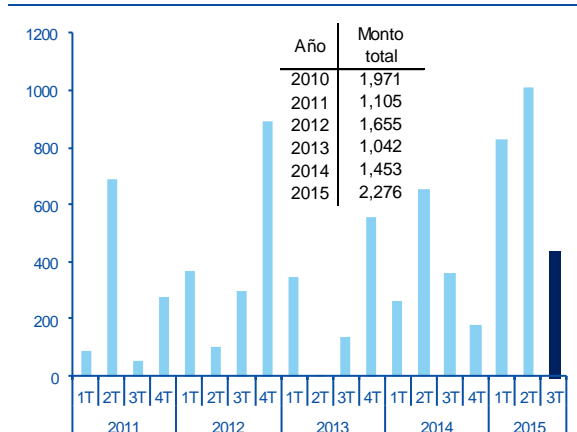


Fuente: Bloomberg y BBVA Research

El financiamiento mediante emisiones de valores de las empresas no financieras en el mercado local alcanzó los S/. 2,276 millones a setiembre, monto superior a los últimos 5 años. Si bien ha perdido dinamismo durante el tercer trimestre de 2015 con respecto al previo, alcanzando una emisión de S/. 435 millones, aún es mayor al tercer trimestre de 2014 (ver Gráfico 4.5). Es importante señalar que la volatilidad en el mercado cambiario ha motivado que las empresas emitan deuda en moneda local.

Por otro lado, la emisión de bonos en el mercado internacional ascendió a USD 4,510 millones hasta setiembre de 2015 (ver Gráfico 4.6), donde la empresa minera Southern Copper Corporation fue la de mayor emisión, USD 1,500 en abril, seguida por la emisión de USD 1,150 millones del Consorcio Nuevo Metro de Lima en junio para el financiamiento de la construcción de la Línea 2 del Metro de Lima, uno de los proyectos de infraestructura vial más importantes en la capital.

Gráfico 4.5
Emisión de bonos de empresas no financieras (En millones de nuevos soles)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 4.6
Emisión de bonos en el mercado internacional

	Fecha de emisión	US\$ Mills	Plazo (años)	Tasa
2014				
Sector no financiero		3,306		
Sector financiero		2,204		
Sector privado		1,025		
Sector público		1,179	10	4.75
Total 2014		5,510		
2015				
Sector no financiero		3,361		
GyM Ferrovías		206	25	4.75
Southern Copper Corporation		500	10	3.88
Southern Copper Corporation		1,500	30	5.88
Consorcio Nuevo Metro de Lima		1,155	19	5.88
Sector financiero		1,149		
Sector privado		349		
Intercorp		250	10	5.88
Interbank**		99	15	7.66
Sector público		800		
COFIDE		200	4	3.25
COFIDE		600	10	4.75
Total 2015		4,510		

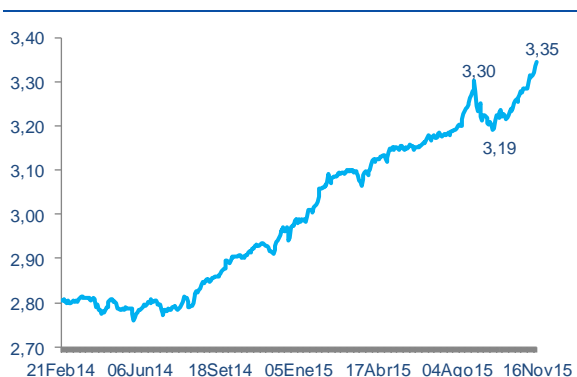
Fuente: BCRP y BBVA Research

Presiones cambiarias seguirán en los próximos meses por debilitamiento de fundamentos, con episodios de fuerte volatilidad por incertidumbre sobre factores externos

Luego del periodo de relativa calma que siguió al anuncio de la FED en septiembre de que no elevaría su tasa de interés, se reanudaron las presiones cambiarias al alza. En ello incidió el tono algo más *hawkish* de la reunión de octubre, a lo que se sumó que el Banco Central permitiera un mayor deslizamiento de la moneda local (por ejemplo, la entidad ha tenido un papel menos activo en el mercado cambiario y desde fines de octubre las ventas de dólares se han situado en USD 340 millones, inferior a lo que registró en agosto, USD 1 500 millones). En función a ello, el tipo de cambio registró una depreciación mensual de 1,6% en octubre (la mayor en 3 meses), y actualmente se sitúa en torno a S/. 3,35 (ver Gráfico 4.7). Cabe indicar que, este mayor deslizamiento de la moneda permitido por el Banco Central es un proceso natural en la medida que permite corregir el retraso cambiario en términos de competitividad con nuestros pares de la región. Además, es congruente con el mayor espacio que brinda una dolarización del crédito más baja (31% a octubre versus 38% a inicios de año) y con el nuevo programa de desdolarización el cual, para diciembre 2016 y excluyendo crédito al comercio exterior, espera mantener el saldo por debajo del 80% del saldo de setiembre 2013¹⁴. De esta manera, se espera que la entidad monetaria continúe actuando en esta dirección, administrando un proceso de ajuste ordenado del tipo de cambio (para mayor detalle, ver el Recuadro 3: Una evaluación de la capacidad del Banco Central para ordenar el proceso de depreciación de la moneda).

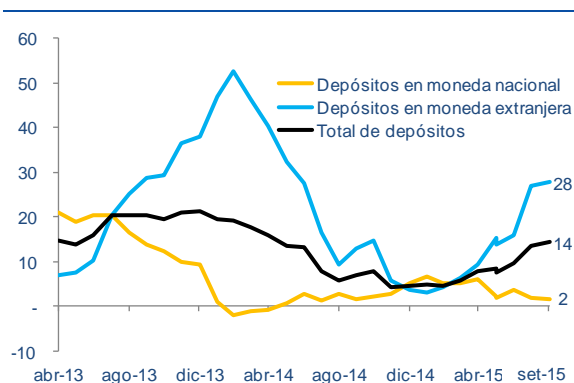
En el contexto de mayor deterioro de la moneda y de expectativas de aumento futuro de la tasa de interés internacional, se ha registrado un fuerte incremento en la dolarización de los depósitos bancarios en moneda extranjera que a setiembre aumentaron 28%, semejante a agosto (27%), y la mayor tasa de expansión desde mediados del 2014 (ver Gráfico 4.8).

Gráfico 4.7
Tipo de Cambio Nominal (S/. por dólar)



Fuente: BCRP y BBVA Research.

Gráfico 4.8
Depósitos bancarios por tipo (Var. % interanual)



Fuente: ASBANC y BBVA Research.

Hacia adelante anticipamos una mayor corrección de la moneda peruana, la que de acuerdo a nuestros estimados (con un modelo de determinación del tipo de cambio de equilibrio y una estimación de la depreciación requerida para converger hacia un nivel de déficit en cuenta corriente que mantenga constante el ratio de pasivos externos de mediano plazo como porcentaje del PIB) está aún sobrevalorada entre 2,5% y 6,5%. La sobrevaloración también se verifica comparando el promedio histórico del tipo de cambio real bilateral (una proxy del nivel de equilibrio) con el nivel observado el que, tomando en cuenta el diferencial inflacionario entre Perú y EE.UU., involucra un ajuste nominal cambiario en torno a 5%. Finalmente, cabe agregar que desde fines de mayo de 2013 (el anuncio del tapering) la moneda peruana ha corregido menos que otras de la región (en este sentido, tiene un retraso que puede traducirse en una pérdida de competitividad externa).

¹⁴ En el caso del crédito hipotecario y vehicular se espera alcanzar el 70% del saldo de febrero de 2013 y luego reducir el mismo en 10 puntos porcentuales cada año hasta alcanzar el 5% del patrimonio efectivo.

El mayor debilitamiento que anticipamos mostrará el sol peruano en los próximos meses es consistente con el deterioro de los fundamentos de la economía: (i) un déficit en cuenta corriente que se mantendrá relativamente elevando y que no podrá ser financiado en su totalidad por entradas de capitales privados de largo plazo en 2016, (ii) menores precios de exportación, (iii) una menor fortaleza de la posición fiscal, y (iv) menores ganancias de productividad. Sobre estos elementos tendenciales, la evolución del tipo de cambio podría verse perturbada por los mismos factores externos que la han afectado en los últimos meses (ajuste de la FED y China). Además, durante el primer trimestre la volatilidad cambiaria podría acentuarse por el proceso de elecciones generales que estará en su recta final.

Bajo este escenario, proyectamos que el tipo de cambio cerrará este año en torno a S/. 3,38 por USD, y que podría llegar a un máximo de S/. 3,50 durante el primer semestre del próximo año. Cabe indicar que, a octubre y de acuerdo al Banco Central, las expectativas para el tipo de cambio de cierre del 2016 se encuentran en promedio en S/. 3,47.

Recuadro 3. Una evaluación de la capacidad del Banco Central de Perú para ordenar el proceso de depreciación de la moneda

La rápida y significativa caída de la posición de cambio del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) que se registró en los últimos 24 meses, ha generado ciertas preocupaciones sobre la capacidad que tiene esta entidad para defender la moneda local (PEN) ante eventuales ataques especulativos. La posibilidad de una depreciación súbita y abrupta de la moneda es un tema particularmente sensible en Perú debido a los niveles de dolarización del sistema financiero y los posibles descalces por monedas que pueden estar presentes. Precisamente, esta vulnerabilidad explica por qué históricamente el BCRP ha intervenido en el mercado cambiario de manera muy activa.

Disponibilidad de liquidez internacional del BCRP: reservas internacionales netas (RIN) y la posición de cambio

Un primer concepto de liquidez internacional del Banco Central está dado por el saldo de las RIN, las que se definen como el total de activos de reserva en moneda extranjera (activos internacionales muy líquidos, de primera calidad, como bonos del tesoro americano, oro, etc.) menos los pasivos de corto plazo también en moneda extranjera (usualmente, obligaciones con el FMI que en el caso de Perú son poco significativos).

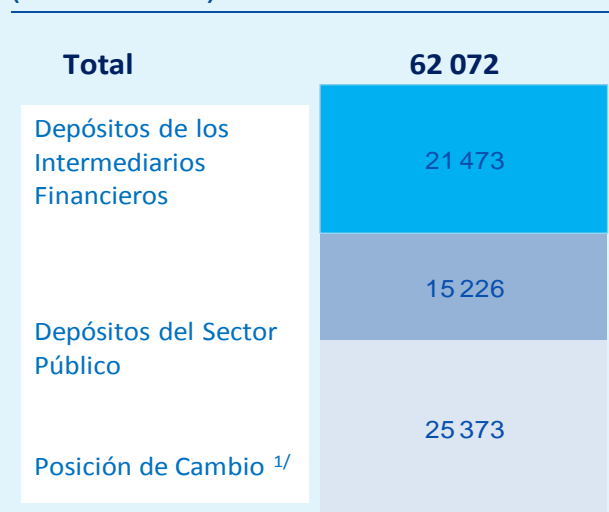
El Banco Central tiene tres fuentes principales que le permiten acumular reservas internacionales (ver Gráfico R.3.1):

1. La posición de cambio. Es la adquisición de moneda extranjera que se financia mediante emisión monetaria. En este sentido, se dice que son los “dólares propios” del Banco Central. En el balance de esta entidad, la compra de dólares en el mercado cambiario implica, por el lado del activo, más RIN y, por el lado del pasivo, más emisión monetaria.
2. Depósitos en dólares de las entidades financieras en el Banco Central. Estos depósitos provienen de los requerimientos de encaje en dólares, los que usualmente son bastante elevados (actualmente, el encaje

marginal es de 70%). También se consideran aquí los depósitos overnight y los dólares depositados en cuentas que constituyen garantías para préstamos en moneda local (las distintas modalidades de repos: regulares, de expansión y de sustitución).

3. Depósitos en dólares del sector público en el Banco Central. Estos están conformados por el Fondo de Estabilización Fiscal (un depósito intangible que sólo se puede usar para enfrentar contingencias establecidas en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal; actualmente asciende a USD 9 161 millones) y por otros depósitos del Tesoro (que usualmente son fondos fungibles que, en parte son préstamos recibidos del exterior).

Gráfico R.3.1
2015 Componentes de las RIN*
(Millones de USD)

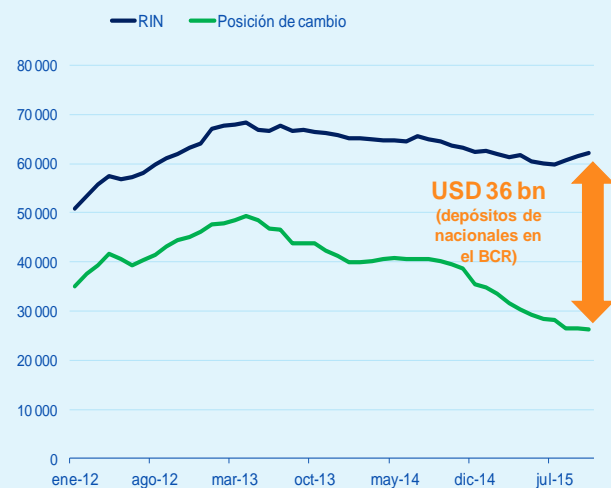


*Al 07 de noviembre. 1/ No considera la tenencia de bonos globales del gobierno peruano por parte del BCRP.
Fuente: BCRP y BBVA Research.

Nótese que la posición de cambio del Banco Central difiere de las RIN por las obligaciones en dólares que tiene esta entidad con residentes: entidades financieras y sector público. Cabe señalar que desde abril de 2013 a la fecha, la posición de cambio ha caído en USD 23 176 millones (ver Gráfico R.3.2). Sin embargo, las RIN se han mantenido básicamente estables porque la caída de la posición de cambio ha sido compensada por los

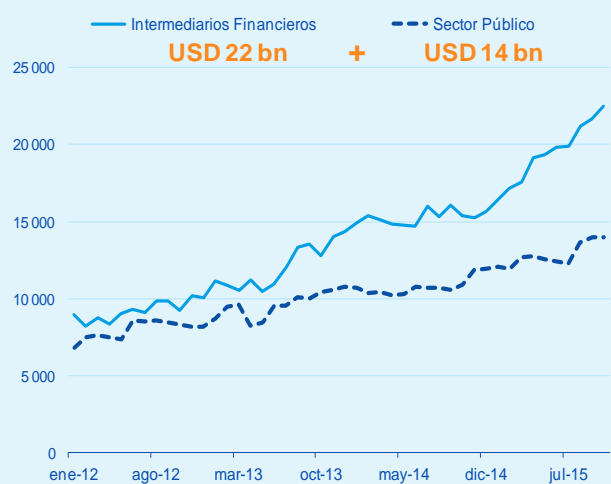
mayores depósitos del sector público y de los intermediarios financieros (ver Gráfico R.3.3).

Gráfico R.3.2
RIN y Posición de Cambio
(Millones de USD)



Fuente: BCRP y BBVA Research.

Gráfico R.3.3
Depósitos en el BCRP
(Millones de USD)



Fuente: BCRP y BBVA Research.

¿Cuál es el indicador de liquidez internacional que mide el “poder de fuego” del Banco Central para defender la moneda frente a ataques especulativos? Desde luego, un primer indicador sería las RIN. En principio, el Banco Central podría utilizar todos sus activos internacionales para defender la moneda. Sin embargo, un indicador más ácido sería considerar únicamente la posición de cambio (los dólares “propios” del BCRP que se financiaron son

señoreaje), ya que la parte de reservas que se financió con depósitos de intermediarios financieros debería cubrir situaciones de iliquidez de estas entidades¹⁵, y la parte que se financió con depósitos del sector público deberían atender los requerimientos de moneda extranjera del Tesoro. Sin embargo, en este último caso, frente a un escenario de presiones cambiarias, lo más probable es que haya una coordinación entre el Banco Central y el Ministerio de Economía y Finanzas para que esta entidad no retire sus depósitos en dólares, excepto para el servicio de su deuda externa en los próximos 12 meses.

Así, teniendo en cuenta estas consideraciones, el indicador de disponibilidad de liquidez internacional más ácido quedaría compuesto de la siguiente manera (ver Tabla R.3.1):

Tabla R.3.1
Indicador de Liquidez Internacional para hacer frente un ataque especulativo*

Indicador	Millones de USD
1. Posición de Cambio ^{1/}	25 919
2. Depósitos del Sector Público	15 226
3. Servicio de deuda externa del Sector Público ^{2/}	2 134
Total (1 + 2 - 3)	39 011

*Al 07 de noviembre.
1/ Considera la tenencia de bonos globales del gobierno peruano por parte del BCRP.
2/ Según Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018 Revisado.
Fuente: BCRP y BBVA Research.

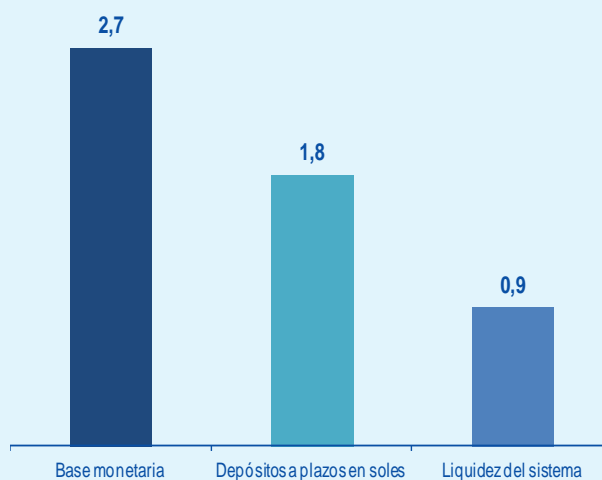
Con información al 7 de noviembre, este indicador se ubicaría en USD 39 011 millones. Una forma de medir la potencia de este indicador sería compararlo con respecto a agregados monetarios en soles ya que es la cantidad de moneda local la que determina la magnitud del ataque. La idea es verificar si este indicador puede “comprar” toda la masa de soles. De ser así, eventualmente podría fijar el tipo de cambio o, dejar en claro que podría hacerlo, para desincentivar la toma de posiciones

¹⁵ Por ejemplo, durante la crisis de Lehman Brothers el BCRP liberó (redujo) los encajes en dólares, en circunstancias en que los bancos del exterior cerraron las líneas de crédito a los bancos locales.

especulativas contra la moneda local¹⁶. Como se observa en el Gráfico R.3.4, de acuerdo a este indicador el Banco Central podría comprar toda la base monetaria en 2,7 veces. También compara bien con respecto a otros agregados monetarios en soles más amplios.

Gráfico R.3.4

Indicador de Liquidez Internacional respecto a la Base Monetaria, Depósitos a plazos en soles y Liquidez del Sistema (Número de veces)



Fuente: BCRP y BBVA Research.

Una comparación adicional es medir por cuánto tiempo puede mantenerse el Banco Central interviniendo en el mercado cambiario. Una forma de hacer esta medición es considerar que se mantiene el ritmo mensual de ventas en el mercado spot que ha realizado en lo va de este año. Al 7 de noviembre el BCRP ha vendido dólares en el mercado cambiario por un total de USD USD 7 121 millones. Esto equivale a un monto promedio mensual de USD 712 millones, por lo que de acuerdo al indicador de liquidez internacional del BCRP le quedan unos 55 meses para seguir vendiendo dólares al mismo ritmo (USD 39 011/ USD 712).

Es importante tener en cuenta que el BCRP cuenta con otros instrumentos para atender la demanda por activos en dólares o moneda extranjera que también

podrían ser usados (desde luego, la posibilidad de ser usados dependerá de su aceptación frente a tener dólares físicos). Entre estos se tiene a los Certificados de Depósitos Reajustables al tipo de Cambio (CDRBCRP) y los swaps cambiarios que involucra el intercambio de flujos de intereses (el Banco Central paga una tasa fija en dólares y los bancos una tasa variable acumulada en soles)¹⁷. Lo importante aquí es que ambos instrumentos que dan protección contra el riesgo cambiario se liquidan en soles, lo que le permite una mayor holgura al BCRP para defender la moneda.

Finalmente, frente a un ataque especulativo es muy probable que el BCRP solicite líneas contingentes como las ofrecidas por organismos multilaterales como el FMI y el FLAR, lo que aumentaría su capacidad de fuego.

Conclusiones

En general, se puede concluir que el BCRP cuenta con cierto grado de holgura para seguir defendiendo la moneda peruana, lo que acota la probabilidad de un ataque especulativo en contra de la moneda peruana. No obstante, no se pueden descartar episodios de presiones cambiarias intensas y prolongadas, ya sea por turbulencias provenientes de los mercados financieros globales o por un mayor deterioro de los fundamentos de la economía (fuerte caída de los precios de exportación y debilitamiento de la posición fiscal). Bajo este contexto, el Banco Central podría suavizar la transición hacia un nivel más elevado de tipo de cambio (consistente con fundamentos más débiles), pero no evitar la depreciación de la moneda. Otro elemento a tener en cuenta es que si el BCRP decide realizar una defensa masiva del sol mediante la venta de dólares, la consecuencia sería un drenaje de la cantidad de soles que, eventualmente dispararía las tasas de interés en moneda local, lo que también tendría efectos contraproducentes y

¹⁶ Cabe señalar que la teoría económica sugiere que el ataque especulativo sobre la moneda sobreviene antes de que se agote la disponibilidad de liquidez internacional del Banco Central. Sin embargo, se observa que el BCRP tiene una posición relativamente cómoda para atenuar las presiones cambiarias.

¹⁷ Cabe mencionar que el uso de los swaps cambiarios (y de otros instrumentos monetarios como las operaciones de repo de monedas que dan liquidez en soles con garantía de dólares) no afectan la disponibilidad de liquidez internacional del BCRP. Los swaps cambiarios se liquidan en moneda local, por lo que no comprometen la posición de cambio o las RIN del BCRP. En las operaciones de repo de monedas no hay transferencia en la propiedad de la moneda extranjera, y por lo tanto, no modifican o comprometen a futuro la disponibilidad de liquidez internacional del Banco Central.

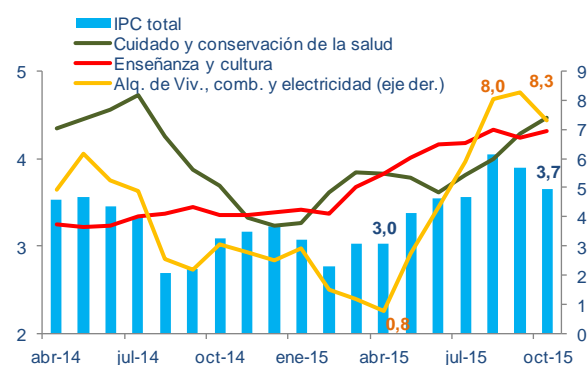
desestabilizadores sobre la actividad económica y los balances de empresas, familias y entidades financieras. En el contexto de fuerte elevación de las tasas de interés, los problemas de información asimétrica se exacerbarían y con ello se afectaría la actividad crediticia. Por lo tanto, un análisis de los riesgos no sólo debe enfocarse por el lado cambiario y sobre la capacidad de fuego para defender la moneda que tiene el BCRP; también debe considerar los riesgos de tasa de interés sobre los balances del sector privado. Así, frente a un ataque especulativo el Banco Central enfrentará una disyuntiva entre defender el tipo de cambio (y con ello drenar los soles de la economía) versus aceptar tasas de interés en moneda local más altas. Lo más probable es que el BCRP busque una situación intermedia, para lo cual deberá estar preparado para devolver al sistema los soles que retire con las intervenciones cambiarias (asegurar que existen mecanismos de inyección de liquidez, lo que podría requerir colaterales adecuados si es que el Banco Central decide proveer soles con créditos garantizados).

5 Inflación podría elevarse por encima de 5,0% durante el primer trimestre de 2016 por el Fenómeno de El Niño

Al cierre de octubre, la inflación interanual se ubicó en 3,7%, por encima del límite superior del rango meta por sexto mes consecutivo (a partir de abril la inflación interanual se ha situado consistentemente por encima del 3,0%). Incidieron en el resultado del mes ciertos servicios (por ejemplo, Enseñanza y Cultura y Cuidado y Conservación de la Salud) que vienen registrando ritmos de incrementos superiores al 4% por las restricciones de ofertas existentes actualmente. Sin embargo, quizá el factor más importante que viene determinando las mayores presiones inflacionarias, y a pesar de la ausencia de presiones de demanda, es el tipo de cambio. En efecto, es principalmente el rubro de Alquiler de Vivienda, Combustibles y Electricidad, que explica casi el 10% del precio de la canasta de consumo y cuya dinámica se encuentra muy influenciada por la depreciación de la moneda local, el que ha contribuido desde mayo al aumento de la inflación total (ver Gráfico 5.1). El aumento de la inflación vía tipo de cambio se puede explicar por el efecto de un posible traspaso a los precios internos de una determinada depreciación del tipo de cambio (*pass-through*) o por la mayor depreciación en sí misma. No obstante, nuestras estimaciones sugieren que existe escasa evidencia de un cambio en el valor del coeficiente de *pass-through* en el último año¹⁸ y con ello, que la actual dinámica inflacionaria estaría determinada principalmente por la mayor depreciación cambiaria propiamente dicha.

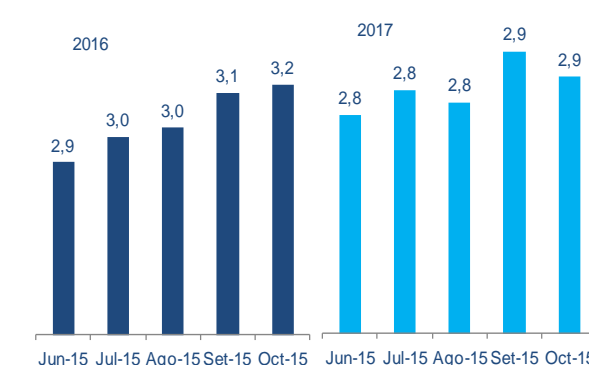
En el escenario de las crecientes presiones de inflación y las dificultades del Banco Central para mantener la inflación interanual dentro del rango meta (en los últimos 24 meses, la inflación ha estado dentro de este rango en 4 ocasiones, y nunca más de dos meses consecutivos), las expectativas de inflación han venido subiendo continuamente y ya se ubican en promedio en 3,1% para el 2016 y 2,9% para el 2017 (ver Gráfico 5.2). Esto sugiere un desanclaje de las expectativas de inflación respecto al objetivo del Banco Central que podría generar inercia al proceso de formación de precios de cara al futuro.

Gráfico 5.1
Inflación (var. % interanual)



Fuente: INEI y BBVA Research.

Gráfico 5.2
Expectativas de inflación* (var. % interanual)



*Promedio de las expectativas.
Fuente: BCRP y BBVA Research.

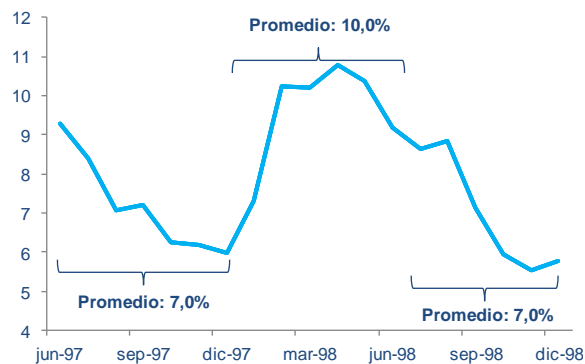
Para los siguientes meses proyectamos que la inflación continuaría por encima del límite superior del rango meta. En particular, nuestro escenario central considera que la tasa de inflación en términos interanuales empezaría a acelerarse desde noviembre debido a: (i) que la base de comparación es relativamente baja (los precios avanzaron de manera bastante acotada en noviembre/diciembre del año pasado), (ii) se han renovado las presiones al alza sobre el tipo de cambio, (iii) y que los precios de algunos bienes (en particular, alimentos) y servicios empezarán paulatinamente a reflejar los efectos de las anomalías climatológicas (Fenómeno de El Niño

¹⁸ Sin embargo, es probable que haya aumentado con respecto a los valores que mostraba hace un par de años.

de fuerte intensidad). De esta manera, estimamos que la inflación se ubicará más cerca de 4% al cierre de 2015 y que durante el primer trimestre exceda el 5%.

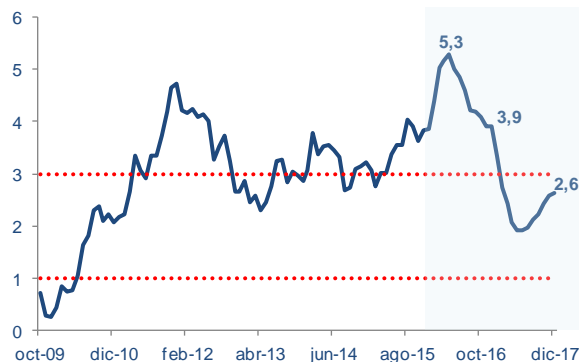
Un menor ritmo de avance del IPC se registraría recién hacia el segundo semestre del 2016 en la medida que, a semejanza de lo que se observó en 1998, algunos precios de alimentos reviertan su tendencia luego de El Niño (ver Gráfico 5.3); no obstante, esta desaceleración de precios sería muy gradual y de esta manera la inflación seguiría fuera del rango meta en el 2016. Más adelante, en un entorno en el que el tipo de cambio se estabilice en torno a su nivel de equilibrio, la brecha de producto aún esté en terreno negativo y no se registren significativos choques de oferta (por ejemplo, en el precio del petróleo), la inflación convergería sistemáticamente al rango meta luego de cuatro años (ver Gráfico 5.4).

Gráfico 5.3
Inflación de alimentos y bebidas, 1997-1998
(var. % interanual)



Fuente: INEI y BBVA Research.

Gráfico 5.4
Inflación
(var. % interanual)



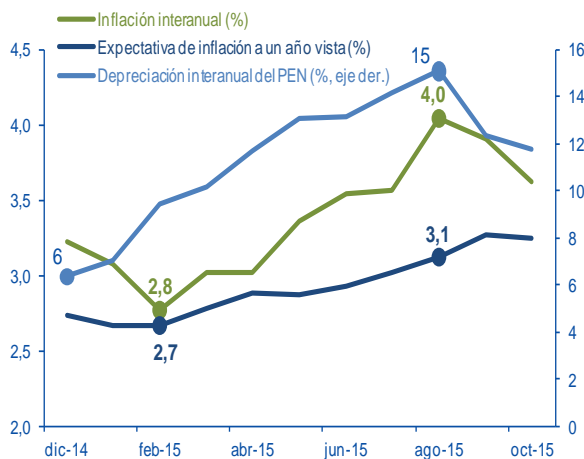
Fuente: INEI y BBVA Research.

6 Política monetaria: no descartamos que el Banco Central vuelva a ajustar pronto su tasa de referencia

Banco Central sorprendió en setiembre con alza en tasa de política: panorama de precios se ha deteriorado, pero indicadores de actividad son débiles

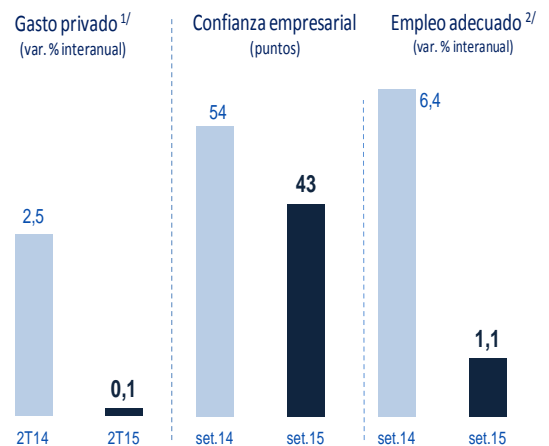
En setiembre, el Directorio del Banco Central decidió incrementar la tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos, hasta 3,50%. Fue el primer ajuste desde enero de 2015. En un contexto en el que todas las medidas de inflación venían mostrando una tendencia alcista, las expectativas inflacionarias también se habían venido elevando a lo largo del año (ver Gráfico 6.1) y estaban a punto de desviarse por encima del rango meta (a dos años vista) o ya lo habían hecho (a un año vista). Ello sugería ajustar la tasa de política.

Gráfico 6.1
Inflación, Expectativas de inflación, y Depreciación del PEN (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 6.2
Indicadores de actividad económica (var. % interanual y puntos)



1/ Excluye la var. de inventarios; 2/ PEA adecuadamente empleada.
Fuente: BCRP, INEI, y BBVA Research

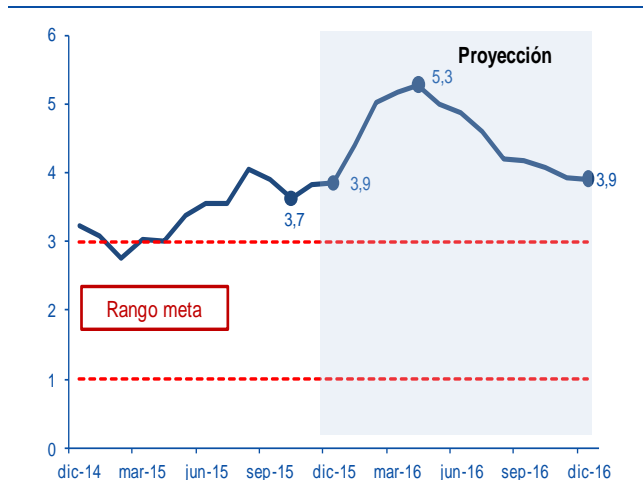
Sin embargo, había otros tres elementos que sugerían actuar con cautela. En primer lugar, la evolución de la actividad económica (ver Gráfico 6.2). El gasto privado se encontraba estancado, las expectativas empresariales habían descendido al tramo pesimista, y la generación de empleo era muy débil y se seguía deteriorando. En ese entorno, apenas había algún impulso por el lado del gasto público. Como resultado, se estaban acumulando inventarios de manera importante (la mejora en las tasas de crecimiento del PIB no reflejaba lo que ocurría por el lado de la demanda), lo que lastraría en alguna medida el crecimiento en los próximos trimestres conforme se fueran normalizando. En segundo lugar, los riesgos que la actividad económica enfrentaba en el corto plazo, como por ejemplo la desaceleración de China y su impacto sobre los precios de las materias primas, el ajuste de la tasa de la FED y su interiorización en los mercados, el fenómeno de El Niño, y el deterioro de la confianza empresarial. Y en tercer lugar, la naturaleza transitoria de los factores que habían acelerado la inflación y con ella las expectativas de inflación: el acomodo del tipo de cambio hacia su nuevo nivel de equilibrio, más alto y reflejando el deterioro de los fundamentos macroeconómicos (términos de intercambio, posición fiscal); y choques de oferta. Eventualmente estas presiones se dispararían y la inflación retrocedería, y con ella las expectativas inflacionarias.

En el balance, apretado por cierto, nos inclinábamos por mantener la tasa de interés de referencia en 3,25%, pero para ello sería necesario que el Banco Central se mostrara enérgico y convincente en la

comunicación de que la elevación de la inflación era solo temporal (la credibilidad de la autoridad monetaria sería muy importante en este contexto), buscando así contener las expectativas inflacionarias mientras las presiones cambiarias y de oferta continuaran en el corto plazo; más adelante, conforme la recuperación de la actividad ganara algo más de tracción entrado el año 2016 (luego de que el fenómeno de El Niño se disipara y las elecciones generales concluyeran), habría más espacio para empezar a apretar gradualmente la posición monetaria y contribuir a que la inflación disminuyera. No fue así. El Banco Central se inclinó por un pronto ajuste. Entendemos que su preocupación sobre el panorama de precios fue mayor y que su visión sobre lo que ocurrirá en adelante con la actividad es más optimista (prevé una expansión de más de 4% el próximo año). Además, el Banco Central argumentó que la posición de la política monetaria ya era lo suficientemente laxa (y continuaba siendo laxa luego del ajuste) para apoyar la recuperación del gasto.

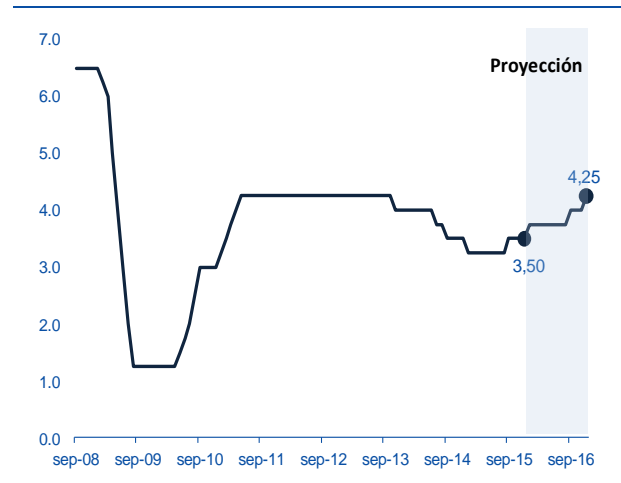
En los dos meses siguientes, las expectativas inflacionarias continuaron aumentando (la expectativa de inflación a dos años vista finalmente se desvió del rango meta). Y además, quedó más claro que el escenario más probable era que el fenómeno de El Niño tendría una intensidad fuerte en el verano, no solo moderada, con el consiguiente mayor impacto negativo sobre el abastecimiento de alimentos y así sobre la inflación. La aceleración de la inflación en el verano, que estimamos podría sobrepasar el 5% (ver Gráfico 6.3), arrastraría en el mismo sentido a las expectativas inflacionarias. El panorama de precios hacia adelante era de esta manera más complicado. Tomando en cuenta la racionalidad del ajuste de setiembre, era difícil descartar que en cualquier momento el Banco Central volvería a ajustar su tasa de política. Hasta ahora, sin embargo, esto no se ha dado. Quizás se percibió que el retroceso transitorio de la inflación en setiembre y octubre (pasó de 4,0% en agosto a 3,7% en octubre) otorgaba algún espacio para no alterarla y apoyar así al gasto del sector privado.

Gráfico 6.3
Inflación
(var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 6.4
Tasa de interés de referencia
(%)



Fuente: BCRP y BBVA Research

No se puede descartar que pronto habrá un nuevo ajuste en la tasa, quizás a principios de diciembre, pero de manera más probable en el verano

Estimamos que esta situación cambiará pronto. La tasa de interés de política no se mantendrá por mucho tiempo en su nivel actual de 3,50%. El inicio del verano está muy cerca y con ello el impacto del fenómeno de El Niño sobre los precios será más sensible. Más aún, el ritmo de depreciación interanual de la moneda local se ha vuelto a acelerar en noviembre y prevemos que lo hará algo más el próximo mes debido a que la FED probablemente dará inicio en diciembre al ciclo alcista de su tasa en un entorno en el que aún un tercio del mercado no lo ha interiorizado así. Estas mayores presiones cambiarias se trasladarán a la inflación. En ese contexto de mayores presiones inflacionarias, es probable que las expectativas inflacionarias, ya por encima del rango meta incluso a dos años vista, continúen incrementándose. Tomando en cuenta este deterioro del panorama de precios, lo que el Banco Central hizo en setiembre (aumento de la tasa de referencia en 25pb), y las razones que sustentaron esa decisión, es difícil descartar un pronto ajuste de la tasa de política, quizás a principios de diciembre, aunque de manera más probable en el verano, cuando prevemos que las presiones inflacionarias adicionales serán más claras. Este ajuste se daría a pesar de que el deterioro del panorama de precios será transitorio (considerando la naturaleza de los elementos que la causan) y de que el gasto del sector privado seguirá débil.

En el segundo semestre del próximo año la posición monetaria se apretará aún más para consolidar el proceso de convergencia de la inflación al rango meta

Más adelante, en el segundo semestre de 2016, cuando el fenómeno de El Niño se habrá disipado y las elecciones generales habrán concluido (el ruido electoral habrá retrocedido), la actividad económica ganará más tracción. El espacio para elevar la tasa de referencia será entonces mayor y contribuiría a que la inflación acelere su convergencia al rango meta. En ese contexto, estimamos que en la segunda mitad del próximo año habrá dos incrementos de 25pb cada uno en la tasa, llevándola a 4,25% hacia fines de 2016 (ver Gráfico 6.4). El ajuste de la tasa de política en Perú será así similar al que prevemos para la tasa de la FED, lo que acotará el impacto cambiario (y así sobre la inflación) del proceso de normalización monetaria en EEUU durante el próximo año.

7 China es la principal fuente de riesgo a la baja

Desvíos en la evolución considerada en nuestro escenario base para diversas variables claves por el lado externo y local podrían configurar un entorno más desafiante para la economía peruana en los próximos meses. No obstante, es importante señalar que Perú cuenta con fortalezas para acotar los potenciales impactos de escenarios más adversos.

Por el lado externo, una desaceleración más intensa y prolongada de China afectaría sensiblemente el crecimiento de la economía peruana

Nuestro escenario base considera que el proceso de moderación del crecimiento en China hacia niveles sostenibles, así como el rebalanceo entre sus motores de crecimiento por el lado de la demanda (menor inversión versus más consumo), será gradual y ordenado. No obstante, las fragilidades financieras que están aflorando en China han generado dudas acerca de la fortaleza de su crecimiento o sobre su capacidad para sostener tasas cercanas al 6%. En particular, en los meses de agosto y setiembre el riesgo de una mayor ralentización del crecimiento en China estuvo vinculado a la fuerte corrección del mercado bursátil y sus efectos sobre el sector real de la economía: (i) deterioro de las condiciones de financiamiento de las empresas por la suspensión de emisión de acciones y pérdida del valor del colateral (caída del precio de las acciones), y (ii) un efecto riqueza negativo que puede afectar el consumo. Un crecimiento más bajo de China incidiría negativamente sobre la economía peruana porque implicaría una demanda externa más débil, menores precios de los metales que Perú exporta (lo que afectaría las utilidades de las empresas mineras y la reinversión de las mismas, así como los ingresos fiscales), y un incremento de la aversión global al riesgo que debilitaría el apetito por inversiones en economías emergentes como la peruana. Dada la importancia que tienen los desarrollos de la economía China sobre Perú, en esta sección se incluye un recuadro en el que se evalúa los impactos que tendría una desaceleración más intensa y prolongada de la principal economía de Asia.

También desde el exterior, el próximo ajuste de la FED sigue generando incertidumbre

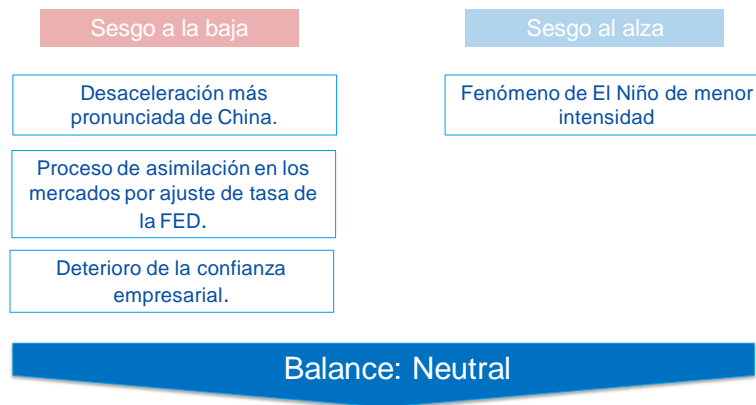
La incertidumbre que viene rodeando el inicio del proceso de normalización de la tasa de la FED, y la velocidad con que se ajustará, ha inducido episodios de volatilidad en los mercados financieros emergentes. Las sorpresas en los datos de actividad en EE.UU, o un cambio en la percepción de las intenciones de la FED, han generado reacomodos en los portafolios de los inversionistas que se han reflejado en cambios en los precios de los activos y monedas de las economías de Asia y América Latina. Cabe señalar que, actualmente, los mercados (según información de las cotizaciones de tasas a futuro de la FED) anticipan una mayor gradualidad en la subida de la tasa de política monetaria de la FED que lo anunciado en setiembre por esta misma entidad (según la mediana de las proyecciones de la tasa de la FED de los miembros del Federal Open Market Committee). Un incremento más rápido de la tasa de los fondos federales, que no esté descontado, inducirá un nuevo reacomodo de los portafolios a nivel global, en los que se favorecerá las tenencias de activos en dólares. Bajo este escenario se esperaría mayores presiones al alza sobre el tipo de cambio, así como un incremento de las primas por riesgo, por lo tanto, de los costos de financiación. También, bajo este escenario no se descarta un mayor fortalecimiento del dólar que genere una presión a la baja adicional, de corto plazo, sobre los precios de las materias primas. En el caso que estas presiones sobre los mercados financieros locales y la moneda peruana sean persistentes (y se traduzcan en un endurecimiento de condiciones financieras, efectos hoja de balance, etc.), los impactos reales serían más sensibles y el crecimiento sería menor.

En el ámbito local, un mayor deterioro de la confianza empresarial podría lastrar aún más el crecimiento. De otro lado, el riesgo de un Fenómeno de El Niño extraordinario se diluye

La confianza empresarial se ha mantenido en niveles bajos, dentro de la zona de pesimismo. La debilidad de la confianza empresarial de los últimos meses ha estado vinculada a datos decepcionantes de actividad y al mayor ruido político. Nuestro escenario base asume que la confianza empresarial se mantendrá en niveles similares a los actuales en lo que resta de este año y durante buena parte de 2016. Sin embargo, una exacerbación del escenario político, ofertas electorales de cara a las próximas elecciones generales de abril de 2016 que vayan en contra del buen funcionamiento de los mercados, o aumento de la incertidumbre proveniente del exterior podría resentir aún más la confianza empresarial, lo que afectaría el gasto de inversión del sector privado y, por lo tanto, la creación de empleo y el consumo de las familias. Como resultado la recuperación cíclica de la economía peruana sería más lenta.

En cuanto al Fenómeno de El Niño (FEN), nuestro escenario base considera que tendrá una intensidad fuerte. Este supuesto toma como referencia los informes de la entidad local encargada de monitorear el desarrollo de esta anomalía climática (el ENFEN). De acuerdo al último reporte de esta entidad, el escenario más probable es que tengamos un FEN de magnitud fuerte en el verano (45% de probabilidad), mayor al 35% previsto en el informe de setiembre. Asimismo, la probabilidad de que sea un FEN de intensidad moderada se ha elevado (de 30% en setiembre a 40%), en tanto que la probabilidad que sea de intensidad extraordinaria se ha reducido (de 20% a 5%). Dada esta distribución de probabilidades, consideramos que el riesgo de desvío con respecto a lo que asumido en el escenario base (un FEN fuerte) es que el FEN sea moderado, lo que de materializarse imprimiría un sesgo al alza sobre nuestras previsiones de crecimiento.

Gráfico 7.1
Proyección 2016



Fuente: BBVA Research

Recuadro 4. ¿Cuál sería el impacto de una mayor desaceleración de China sobre Perú?

Un escenario de riesgo para China: desaceleración persistente

Las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico y la estabilidad financiera de China propiciaron un repunte significativo de las tensiones financieras y nuevas correcciones en los precios de las materias primas durante agosto y septiembre de este año.

Si bien nuestro escenario central supone que las autoridades continuarán apoyando un crecimiento no menor al 6% anual, resulta relevante explorar el efecto de una brusca y persistente desaceleración en China, que lleve a un crecimiento significativamente por debajo de esas cotas.

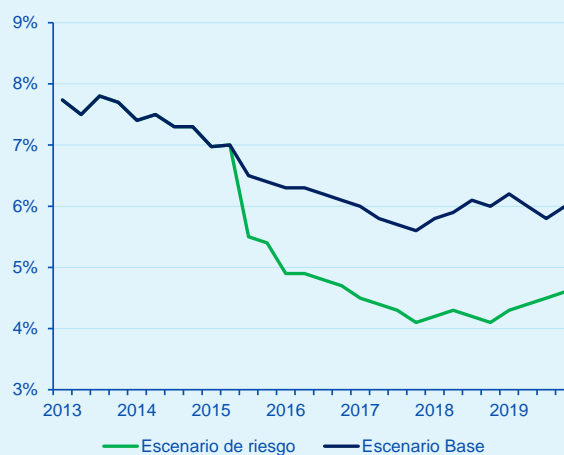
El desencadenante de ese escenario de bajo crecimiento podría ser una situación de escasos avances en las reformas estructurales, para reequilibrar el consumo y la inversión. En esta situación, con dudas acerca de la calidad de las fuertes inversiones inmobiliarias y en capacidad productiva, el crecimiento en China desaceleraría significativamente en los siguientes años. Si bien seguiría siendo cierto que las autoridades aumentarían sus esfuerzos para estimular la demanda interna (probablemente a través de mayor inversión pública), ésta no compensaría la reducción de la inversión por parte del sector privado. Así, a pesar del empuje de las políticas económicas (fiscales y monetarias) la economía operaría por debajo de su potencial. Al mismo tiempo, las medidas de estímulo generarían una presión a la depreciación del tipo de cambio del renminbi y al aumento de la inflación. Este sería un escenario persistente de menor crecimiento del PIB, con tasas cercanas al 4%, en lugar del 6% del escenario central (ver Gráfico R.4.1). Asimismo, la inversión crecería por debajo del 7% anual (ver Gráfico R.4.2) y la producción industrial por debajo del 4% (ver Gráfico R.4.3), tasas menores a las consideradas en el escenario base (11% y 7%, respectivamente).

Es importante resaltar que este es un escenario con una probabilidad de ocurrencia reducida, aunque significativa, especialmente teniendo en cuenta que

el escenario central ya incorpora una desaceleración del crecimiento. Con todo, este escenario tendría un impacto sustancial en economías muy ligadas a la China, como la peruana.

Gráfico R.3.1

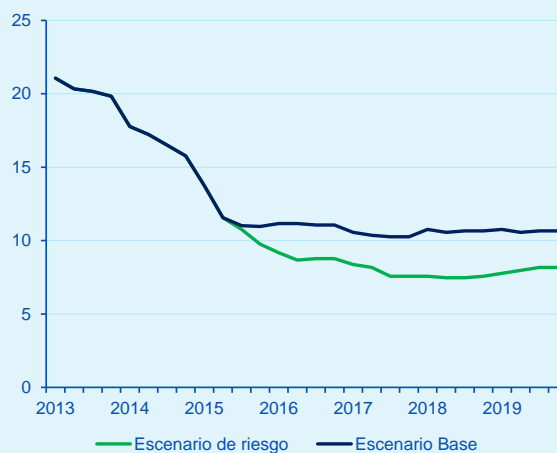
China: crecimiento del PIB en el escenario base y riesgo (% a/a)



Fuente: BBVA Research

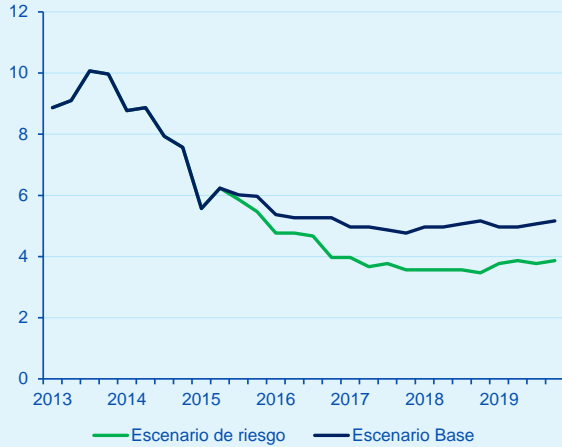
Gráfico R.3.2

China: variación de la inversión en activos fijos (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.3.3
China: variación de la producción industrial (% a/a)



Fuente: BBVA

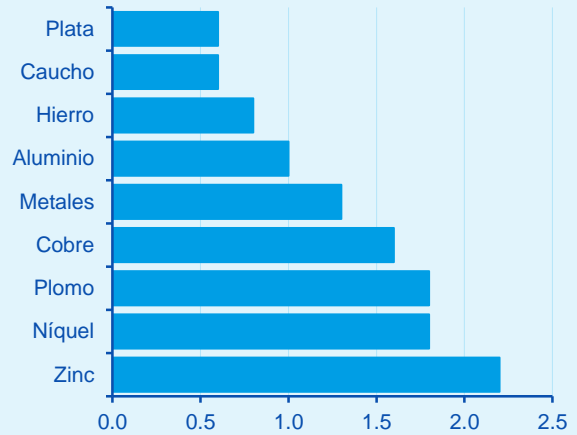
Un shock negativo sobre el crecimiento en China: los canales de transmisión

El escenario de riesgo descrito anteriormente afectaría a Perú a través de dos canales principales: (i) deterioro comercial debido a una reducción de la demanda externa y menores precios de las principales materias primas de exportación; y (ii) aumento de la aversión global al riesgo, con efectos negativos especialmente en los activos de las economías emergentes.

Con relación al primer canal, cabe recordar que China constituye uno de los principales socios comerciales de Perú. Pero la dependencia de China no sólo está determinada por las ventas directas a ese país, sino también por la influencia que tiene este país sobre los precios de las principales materias primas de exportación.

El impacto sobre estos precios dependerá sustancialmente de la intensidad con la que la inversión en China (el componente del PIB más afectado en este escenario de riesgo) demanda cada tipo de materia prima. El Gráfico R.4.5 muestra las elasticidades de los precios de las principales materias primas industriales frente a una reducción de la inversión.

Gráfico R.3.5
Elasticidad* de los precios de las materias primas a la inversión en China



* Impacto porcentual en el precio de las materias primas un año después de una disminución de 1pp del crecimiento de la inversión en activos fijos en China.

Fuente: FMI y BBVA Research

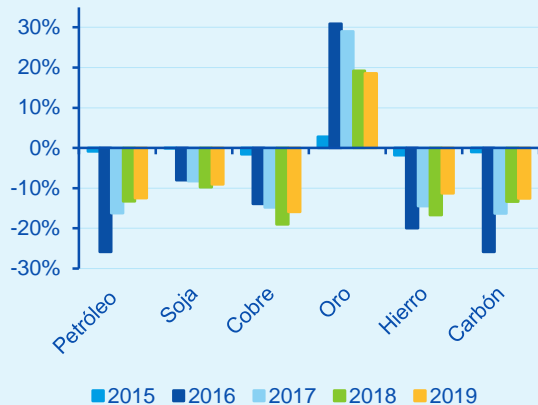
Teniendo en cuenta estas elasticidades, las trayectorias estimadas para el consumo y la inversión en China bajo el escenario de riesgo, el aumento esperado de la aversión global al riesgo (ver detalles más adelante) y el exceso de oferta actual en algunos mercados de materias primas (el más destacable es el del petróleo), el Gráfico R.4.6 muestra el impacto estimado sobre los precios de las principales materias primas de exportación de la región, con respecto al escenario base de previsiones.

Particularmente relevante para Perú, es el fuerte efecto negativo que tendría este escenario de riesgo sobre los precios de los principales metales industriales (cobre, hierro), lo que se explica por la reducción de las demandas para la industria y para inversión inmobiliaria. Los precios de las materias primas energéticas también se verían fuertemente afectados, especialmente el petróleo, inicialmente incluso más que los metales al coincidir el shock de menor demanda con una situación en la que subsisten las dudas sobre la capacidad de reabsorber los excesos de oferta actuales. Por su parte, el precio de los alimentos no sufriría una reducción tan sustancial, por estar más ligado al

comportamiento del consumo, menos afectado en este shock.

Gráfico R.3.6

Efecto en el precio de las principales materias primas en el escenario de riesgo en China (% de diferencia en el precio respecto al escenario base)



* Impacto porcentual en el precio de las materias primas un año después de una disminución de 1pp del crecimiento de la inversión en activos fijos en China.

Fuente: BBVA Research

El segundo canal de impacto sería un aumento de la aversión global al riesgo

Una desaceleración severa en China muy probablemente tendría aparejada un aumento de la aversión global al riesgo, al acentuarse las dudas sobre la capacidad de sustentar el crecimiento global, la posibilidad de inestabilidad financiera en China, así como la calidad de los activos en ese país y en otras economías emergentes más ligadas a ella. En el caso de China, podría producirse un aumento de las primas de riesgo que superasen incluso las observadas inmediatamente después de la quiebra de Lehman Brothers, y el impacto en Perú sería sustancial, con primas de riesgo cercanas a las observadas en 2009. El aumento de la aversión al riesgo generaría una huida hacia la seguridad de los activos de las economías desarrolladas y una presión sobre el precio de los activos y el tipo de cambio. Precisamente, esta huida hacia activos más seguros apuntalaría un aumento del precio del oro por encima del esperado en el escenario base (ver Gráfico R.3.6)

Estos dos canales se verían amplificadas por el impacto negativo sobre las confianzas, tal como ocurrió después de la quiebra de Lehman Brothers en 2008 (en donde la fuerte caída de las confianzas condujo a una contracción brusca de la demanda interna)

Dada la importancia de China para Perú, es muy probable que se repita un fuerte deterioro de las confianzas, aunque con el agravante de que ya se encuentran en niveles deprimidos. En particular, suponemos que el efecto negativo sobre las confianzas de familias y empresas sería similar al observado después de la quiebra de Lehman Brothers, con una duración de entre 4 y 6 trimestres.

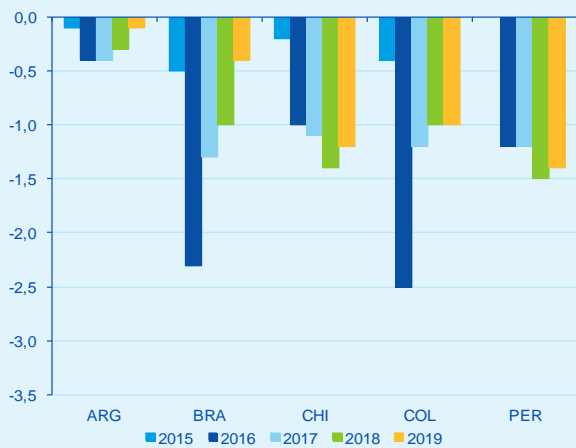
Además, hay que tener en cuenta que, a diferencia de 2009, hoy se cuenta con mucho menos espacio para políticas económicas contracíclicas que puedan amortiguar el impacto del shock. Por el lado monetario, el aumento de la inflación y el riesgo de desanclaje de expectativas hace poco probable una relajación monetaria. Por otro lado, se ha reducido mucho el espacio, por el impacto sobre las finanzas públicas de la caída de los precios de las principales materias primas. No obstante, Perú cuenta aún con cierto margen de maniobra, aunque no excesivo para no comprometer su calificación soberana.

Ante un escenario de desaceleración en China como el descrito anteriormente, la demanda interna se vería fuertemente afectada, tanto por la reducción del consumo como de la inversión, ante la caída de las confianzas de familias y de empresas. Además, en el caso de la inversión los menores precios de materias primas deprimirían aún más el desarrollo de proyectos en el sector minero, situación que ya se viene verificando en países como Chile y Perú. Cabe mencionar, que se ha replicado este escenario de riesgo para otras economías de la región, lo que permite hacer una comparación de cuáles se verían más comprometidas. El Gráfico R.4.7 muestra que Brasil y Colombia serían los países más afectados, al estar fuertemente expuestos a China y en el segundo caso y sufrir el fuerte impacto de la caída

del precio del petróleo (superior a la de otras materias primas). Además, en el caso de Brasil, debido a que enfrentaría el shock con fundamentos muy debilitados y por la necesidad de continuar con el ajuste fiscal.

Gráfico R.3.7

Impacto sobre el crecimiento del escenario de riesgo en China (diferencia en p.p. respecto al escenario base)



Fuente: BBVA Research

Perú y Chile, por su parte, están fuertemente expuestos a un shock proveniente de China, pero cuentan con cierto espacio para implementar políticas fiscales contracíclicas (al menos inicialmente) que moderarían el impacto inicial. En el caso de Argentina, el impacto sería menor en buena medida porque el shock sobre los precios de los alimentos (su principal producto de exportación) es mucho menor que en el caso de los metales y la reducción del precio del petróleo importado en realidad contrarresta parte del efecto negativo sobre las cuentas externas.

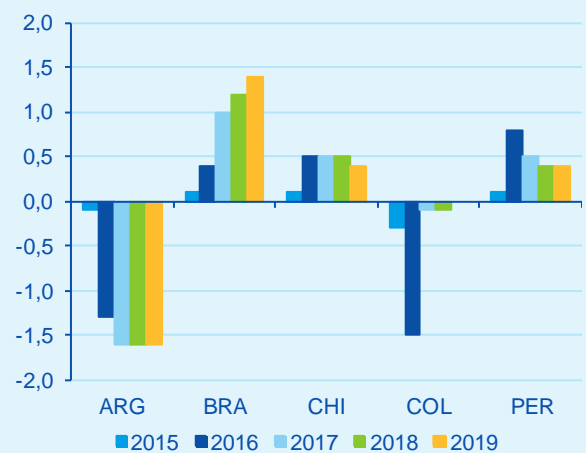
De este modo, en el escenario de riesgo Brasil enfrentaría una fortísima recesión en 2016 (más profunda que la ya incorporada en nuestro escenario base). El crecimiento en Perú se reduciría alrededor de 1,2 puntos porcentuales en 2016 con respecto al escenario base (por lo que la expansión del PIB se ubicaría en 1,6%, menor al 2,8% proyectado en el escenario base). Resulta interesante resaltar que, de forma similar a lo sucedido en 2008, la fuerte reducción de la demanda interna más que compensaría el deterioro de la demanda externa y de los términos de

intercambio, lo que haría que el déficit exterior en el caso de Perú, Chile y Brasil en realidad mejorase respecto al escenario base (Gráfico R.4.8).

Así pues, los resultados de este ejercicio de simulación demuestran que algunos países de la región, como México, Perú y Chile, pueden soportar relativamente mejor un shock proveniente de China, si bien el punto de partida de debilidad macroeconómica hace que los efectos sean bastante pronunciados en la mayoría de países, salvo México. Al mismo tiempo, el ejercicio destaca la importancia de contar con espacio para políticas contracíclicas, espacio que no se llegó a recomponer después de haber sido utilizado, con éxito, para amortiguar la crisis global de 2008-9.

Gráfico R.3.8

Impacto sobre la cuenta corriente (% PIB) del escenario de riesgo en China (diferencia en p.p. respecto al escenario base)



Fuente: BBVA Research

8 Tablas

Tabla 10.1

Previsiones macroeconómicas

	2013	2014	2015	2016
PIB (% a/a)	5,8	2,4	2,5	2,8
Inflación (% a/a, fdp)	2,9	3,2	3,9	3,9
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2,79	2,96	3,38	3,50
Tasas de interés (% fdp)	4,00	3,50	3,50	4,25
Consumo Privado (% a/a)	5,3	4,1	3,3	3,0
Consumo Público (% a/a)	6,7	10,1	6,8	4,0
Inversión (% a/a)	7,4	-1,8	-6,1	0,1
Resultado Fiscal (% PIB)	0,9	-0,3	-2,5	-3,0
Cuenta Corriente (% PIB)	-4,2	-4,0	-3,8	-4,2

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Tabla 10.2

Previsiones macroeconómicas

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de Interés (%, fdp)
T1 13	4,4	2,6	2,59	4,25
T2 13	6,2	2,8	2,75	4,25
T3 13	5,2	2,8	2,78	4,25
T4 13	7,2	2,9	2,79	4,00
T1 14	5,0	3,4	2,81	4,00
T2 14	1,8	3,4	2,80	4,00
T3 14	1,8	2,7	2,87	3,50
T4 14	1,0	3,2	2,96	3,50
T1 15	1,8	3,0	3,09	3,25
T2 15	3,0	3,5	3,16	3,25
T3 15	3,1	3,9	3,22	3,50
T4 15	1,9	3,9	3,38	3,50
T1 16	2,8	5,2	3,48	3,75
T2 16	1,0	4,9	3,48	3,75
T3 16	3,1	4,2	3,46	4,00
T4 16	4,1	3,9	3,50	4,25

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Perú

Economista Jefe de Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com
+51 1 2112042

Francisco Grippa
fgrippa@bbva.com

Yalina Crispin
Yalina.crispin@bbva.com

Vanessa Belapatiño
Vanessa.belapatiño@bbva.com

Ismael Mendoza
Ismael.mendoza@bbva.com

Marlon Broncano
Marlon.broncano@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@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

Regulación Digital

Álvaro Martín

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Perú

Av. República de Panamá 3055
San Isidro
Lima 27 - Perú
Tel: + 51 1 2112042
E-mail: bbvaresearch_peru@bbva.com
www.bbvaresearch.com