

Situación Perú

1^{er} TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE PERÚ



01 La economía crecerá 3,6% en 2016 y algo por encima de 4% el próximo año apoyada en el impulso de la mayor producción minera y el gasto en infraestructura

02 Moneda local continuará depreciándose, sobre todo en el primer semestre, pero luego tenderá a moderarse y concluirá el año entre 3,60 y 3,65

03 Inflación empezará pronto a ceder, pero elevadas expectativas inflacionarias le imprimirán resistencia a la baja, con lo que cerrará el año aún desviada de la meta

04 Balance de riesgos sobre la proyección de crecimiento tiene sesgo bajista por el desempeño de China y eventual retraso en construcción de infraestructura

Índice

1 Editorial	3
2 Crecimiento global anémico y más vulnerable	5
3 Perú: la actividad avanzará 3,6% en 2016 y algo por encima de 4% el próximo año	7
Recuadro 1. El sector inmobiliario mostró alguna mejora en 2015, pero aún no recupera el dinamismo de años anteriores y los inventarios siguen altos ¹	11
Recuadro 2. Mercado laboral: deterioro de la calidad de los nuevos puestos de trabajo y del dinamismo de la masa salarial ⁷	26
4 Déficit fiscal seguirá aumentando y así la deuda pública, que sin embargo seguirá en niveles manejables	33
5 Mercados financieros locales inician el año con retrocesos	36
Recuadro 3. Metodologías de estimación del tipo de cambio de equilibrio	41
6 Inflación empezará a ceder pronto y concluirá el año algo por encima del rango meta	44
Recuadro 4. ¿Qué va a ocurrir con el precio del petróleo?	46
7 Política monetaria: el Banco Central con la mirada puesta sobre las expectativas de inflación	49
8 En el balance, factores de riesgo imprimen sesgo a la baja sobre la proyección de crecimiento para 2016	50
9 Tablas	52

Fecha de cierre: 15 de febrero de 2016

1 Editorial

La actividad económica global avanzará en 2016 a un ritmo similar al del año pasado (3,2%), para luego ir en adelante mejorando gradualmente. Por el lado de las economías avanzadas, EEUU crecerá también a una tasa parecida a la de 2015 (2,5%), lo que se apoya en particular en el consumo privado pues la creación de empleo continúa siendo sólida y esto compensará la menor inversión en el sector energético debido al bajo precio del petróleo y el impacto negativo que tiene la apreciación del dólar sobre las exportaciones. La debilidad de la inversión, las presiones inflacionarias contenidas, y el mayor ruido en los mercados internacionales sugieren que la FED seguirá elevando su tasa de política de manera gradual. Estimamos que no la incrementará más de dos veces este año (25pb en cada oportunidad). En cuanto a las economías emergentes, China sigue moderando su dinamismo, pero el ajuste no es pronunciado y tampoco ha venido sorprendiendo negativamente. Además, las autoridades económicas de ese país tienen espacio para implementar medidas por el lado de la demanda para ordenar el proceso y que el “aterrizaje” continúe siendo suave. Es un escenario retador pero también el más probable y el que estamos considerando. En ese contexto, las preocupaciones que se tienen actualmente en los mercados sobre la economía china tenderán a disminuir. Prevemos que este país avanzará 6,2% en 2016 y algo por debajo de 6% en 2017. Finalmente, en LatAm, la mayoría de las economías más grandes ralentizarán su expansión en 2016 en comparación con el año previo como reflejo de la debilidad de los precios de las materias primas, factores idiosincráticos en algunos casos, y en ese contexto una menor confianza de empresarios y consumidores. Así, la Alianza del Pacífico crecerá este año entre 2% y 2,5%, algo por debajo del anterior pero mejorando en adelante, mientras que el Mercosur acentuará su contracción en 2016 hasta cerca del 3,5%.

En este entorno, **estimamos que la economía peruana registrará en adelante un mayor dinamismo, acelerándose de 3,3% en 2015 a 3,6% en 2016, y luego a algo por encima de 4% el próximo año.** Los motores más importantes de este crecimiento serán la mayor producción minera, en particular la de cobre debido al ingreso en etapa de producción de minas grandes, y el mayor gasto público y privado en obras de infraestructura como la Línea 2 del Metro de Lima, el gasoducto en el sur de Perú, la línea de transmisión eléctrica Mantaro-Marcona-Socabaya-Montalvo, la modernización de la refinería de Talara, y el aeropuerto de Chinchero en Cusco, lo que le dará soporte a las actividades de Construcción y Manufactura. En conjunto, la mayor producción cuprífera y estos cinco proyectos de infraestructura contribuirán con poco más de dos puntos porcentuales al crecimiento del PIB en 2016 y con algo similar el próximo año. Por el lado del gasto, esto favorecerá que se mantenga el fuerte dinamismo de las exportaciones (tradicionales de bienes) y que el desempeño de la inversión pública y privada mejore. Las previsiones son consistentes con un fenómeno El Niño de intensidad moderada, cuyos efectos se empezarán a disipar en el segundo trimestre de este año, y con una gradual mejora de la confianza de empresarios y consumidores en la medida que las cifras de expansión del producto se incrementan, la inflación y la depreciación de la moneda local cedan, la sombra del fenómeno El Niño se disipa, el proceso electoral doméstico concluye, y en general el ruido externo se modera.

Por el lado de las cuentas públicas, **el déficit fiscal se ubicará entre 2,5% y 3% del PIB en 2016 y 2017.** Se deteriorará así en comparación con años previos, sobre todo por el gasto que se hará en infraestructura y el mejor comportamiento de la inversión de los gobiernos subnacionales. Como resultado, la deuda pública bruta se incrementará, aunque seguirá en niveles manejables. Su financiamiento implicará que el Estado peruano recurra cada vez más a los mercados de deuda local y del exterior. En cuanto a las cuentas del sector externo, el **boom minero favorecerá que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos disminuya de manera importante,** a pesar de los bajos precios de las materias primas exportadas, ubicándose más cerca del 3% del PIB este y el próximo año (en torno a 4% en los dos anteriores).

En el mercado cambiario, la tendencia de la moneda local será a continuar depreciándose porque el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos es aún grande, incluso luego de retirar los efectos transitorios negativos como precios de materias primas por debajo de sus niveles “normales” o la debilidad cíclica global. **Sin embargo, estimamos que el aumento del tipo de cambio será más moderado que el año pasado.** Primero, porque buena parte del ajuste hacia su nivel de equilibrio, que ubicamos entre 3,65 y 3,70, ya se ha producido (y las intervenciones del Banco Central acotan la posibilidad de sobre-reacciones). Segundo, porque el déficit observado en la cuenta corriente disminuirá de manera importante en 2016. Tercero, porque queda cada vez menos espacio para la toma de nuevas posiciones en favor de la moneda extranjera. Por ejemplo, el saldo de *forwards* cambiarios está en el tope establecido por el Banco Central y ya se ha producido una importante dolarización de los recursos excedentes de familias y empresas y del fondo que gestionan las administradoras de fondos de pensiones. Y por último, porque las expectativas de depreciación cederán conforme la actual incertidumbre sobre el crecimiento económico global se modera (China seguirá “aterrizando” suavemente, las cifras de crecimiento en EEUU volverán a ubicarse en torno al 2,5% en los próximos trimestres), los precios de las materias primas dejan de disminuir e incluso registran alguna recuperación en el segundo semestre del año, y el proceso electoral local finaliza (porque naturalmente hay alguna mayor incertidumbre y en ese contexto se adoptan posiciones “defensivas” en los portafolios de inversión). Al bajar las expectativas de depreciación de la moneda local, será más atractivo el ahorro en esta moneda, más aún con el ajuste al alza que ha venido realizando el Banco Central en su tasa de política. En este escenario, prevemos que **la depreciación será acentuada en el primer semestre de 2016, como ya se viene observando, pero estará más contenida en el segundo y el tipo de cambio cerrará así el presente año entre 3,60 y 3,65.**

En cuanto al panorama de precios, la tasa de inflación interanual ha sostenido una tendencia creciente desde principios de 2015 debido principalmente a la depreciación de la moneda local y a los mayores precios de alimentos (por anomalías climatológicas). Se encuentra por encima del rango meta desde hace varios meses, y algo similar sucede con otras medidas de precios como la subyacente o incluso la que excluye alimentos y energía. En este contexto, las expectativas inflacionarias se han desanclado. Estimamos, sin embargo, que **la inflación interanual empezará pronto a ceder.** Las dos principales fuentes que explican su aceleración (el avance del tipo de cambio y de los precios de los alimentos) se moderarán en adelante, en el segundo caso porque los efectos del fenómeno El Niño (sequías, en particular) se irán disipando desde el segundo trimestre. A ello se sumará que, según nuestras previsiones, aún le queda cierto recorrido a la baja al precio del petróleo en el corto plazo, lo que incidirá en el mismo sentido sobre los precios de los combustibles. Como resultado, la inflación **cerrará el año algo por encima del rango meta, en 3,2%,** en parte por la resistencia a la baja que le dará las elevadas expectativas inflacionarias, pero prevemos que desde principios de 2017 se ubicará dentro del rango.

En este entorno de inflación y de expectativas de inflación hacia arriba, el Banco Central ha venido incrementando su tasa de interés de referencia, la que desde setiembre último acumula un alza de 100pb. En el comunicado que acompañó a la decisión de febrero, cuando se ajustó la tasa de política en 25pb, **se percibe una mayor determinación para contener las crecientes expectativas inflacionarias,** algo que no se observó en comunicados anteriores. **El mejor desempeño reciente de la actividad torna más creíble este propósito.** Estimamos entonces que **la decisión de continuar elevando o no la tasa de referencia estará muy condicionada por la evolución que tengan las expectativas inflacionarias.** No es descartable que el tono más enérgico del último comunicado y su mayor credibilidad moderen estas expectativas e, irónicamente, tornen así innecesario que el Banco Central vuelva a ajustar su tasa al alza.

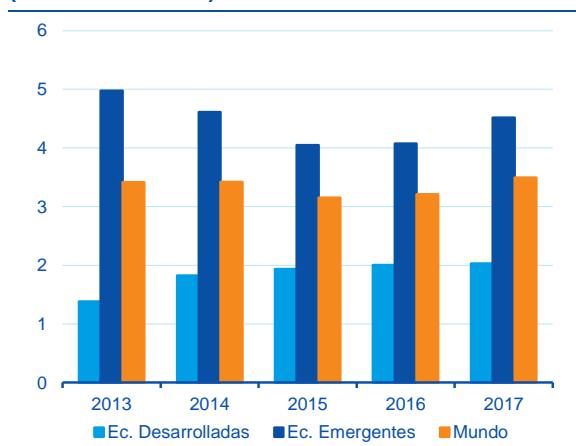
Finalmente, **el balance de los riesgos sobre la proyección de crecimiento para 2016 está sesgado a la baja.** China o un retraso en la construcción de grandes obras de infraestructura son los principales riesgos bajistas, que compensan alguna sorpresa positiva en la producción minera o en la extracción de anchoveta.

2 Crecimiento global anémico y más vulnerable

Durante el último trimestre de 2015 se intensificaron algunos de los focos de riesgo con impacto global. La transición hacia un patrón de crecimiento más bajo en China, con reformas en la economía y cambios en la definición de objetivos clave como el tipo de cambio, está viniendo acompañada de episodios de fuerte volatilidad financiera y descensos en los precios de las materias primas. Todo ello genera un panorama global mucho menos favorable para las economías exportadoras de materias primas, sobre todo para aquellas percibidas como más vulnerables en términos financieros. Naturalmente, esto ha tenido impactos negativos en los índices adelantados de confianza empresarial y ha llevado a un repunte de las tensiones financieras, lo que probablemente se reflejará en el ritmo al que avanza la actividad a principios de 2016, el que sería más moderado que el que previmos en nuestro reporte anterior de hace un trimestre.

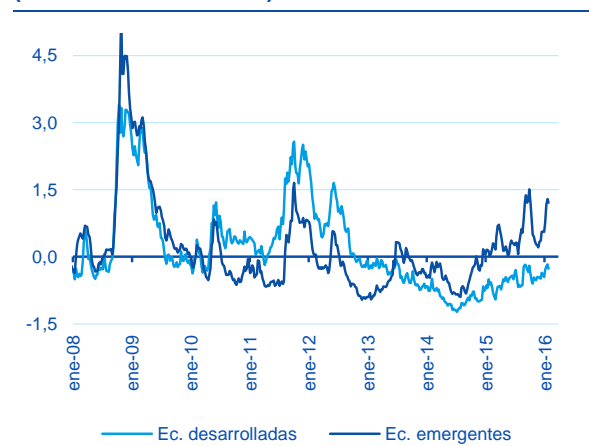
En este contexto, estimamos que el PIB mundial crecerá 3,2% en 2016, un ritmo similar al del año pasado, con lo que se postergaría la recuperación hasta 2017, cuando la actividad global avanzará a una tasa cercana al 3,5% (ver Gráfico 2.1). Estas previsiones consideran que la demanda en las economías emergentes seguirá débil y que en las desarrolladas la recuperación continuará siendo frágil, muy condicionada al impacto que finalmente tengan la desaceleración del comercio mundial y la inestabilidad financiera sobre la producción industrial, la inversión y el consumo.

Gráfico 2.1
PIB mundial (var. % interanual)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Tensiones financieras según el índice BBVA (valores normalizados)



Fuente: BBVA Research

Las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico global, sobre todo en el caso de las economías emergentes, explican en buena parte el comportamiento reciente de los mercados financieros. Los indicadores de actividad siguen concentrando en la industria y el comercio de bienes el mayor grado de deterioro. Los servicios, que en las economías desarrolladas se habían visto hasta ahora beneficiados por la recuperación del consumo privado, empiezan a mostrar también signos de menor dinamismo. En este contexto, el índice BBVA de tensiones financieras para el grupo de países emergentes ha repuntado hasta las cotas observadas en julio y agosto de 2015 (primera oleada de la crisis bursátil china), equiparándose incluso con los niveles de estrés de 2011 (ver Gráfico 2.2). Por el contrario, las tensiones financieras en las economías desarrolladas, en las que el capital trata de refugiarse adquiriendo activos con bajo perfil de riesgo como los bonos soberanos de Japón, EE.UU. o Alemania, permanecen contenidas.

El crecimiento económico mundial será en este entorno no solo reducido sino también con riesgos sesgados a la baja, riesgos que se concentran en el bloque de países emergentes. Por ejemplo, la evolución de la economía china, tanto en lo que respecta al grado de desaceleración de la actividad como a la gestión que hagan las autoridades de los desequilibrios financieros existentes, seguirá condicionando la dinámica de los flujos de financiación global y la de los precios de las materias primas (más allá del petróleo). Un foco adicional de riesgo en las economías emergentes es la posición de endeudamiento empresarial en aquellos países que son más vulnerables al contexto externo, pues los ingresos se han reducido y los costos de financiación se han incrementado (mayores primas de riesgo). Y a todo ello se suman, de un lado, las tensiones geopolíticas en algunas geografías, y de otro, el riesgo de un escenario de bajo crecimiento y baja inflación en las principales economías desarrolladas.

EE.UU.: crecimiento moderado y dependiente del consumo

La economía estadounidense avanzó a un ritmo de 2,5% interanual en el segundo semestre de 2015. De momento, nuestro escenario base sostiene que la actividad continuará avanzando a una tasa no muy distinta este año y el próximo. Además, considera que el precio del petróleo seguirá bajo y que no habrá presiones alcistas sobre la inflación. En este contexto, estimamos que la senda de ajuste de la tasa de política monetaria será pausada, con dos incrementos (de 25pb cada uno) como máximo en 2016, lo que es coherente con el discurso de la FED, el que continúa reiterando que la subida de tipos de interés será gradual y condicionada al seguimiento continuo de la dinámica de gasto doméstico e inflación. Nuestra previsión de crecimiento económico para EE.UU. tiene sin embargo un sesgo a la baja debido a la desaceleración de la actividad en el cuarto trimestre del año pasado y a las señales adelantadas que ofrecen los indicadores de confianza empresarial.

China: el reto de eliminar la inestabilidad financiera

La dinámica de crecimiento que muestre China a corto y medio plazo continuará siendo determinante para el ciclo económico mundial. Nuestro escenario base considera que la senda de moderación gradual del crecimiento económico y recomposición del mismo que se inició hace cinco años se mantendrá en los próximos dos, de manera que, luego de avanzar algo por debajo del 7% en 2015, este año la actividad se expandirá en 6,2%, mientras que el siguiente lo hará en 5,8%. No se descartan medidas adicionales de estímulo monetario durante 2016 bajo la forma de rebajas en las tasas de interés de referencia, aunque estas estarán condicionadas al impacto que puedan tener sobre los flujos de capital. El riesgo de la previsión de crecimiento es a la baja, sin embargo, debido a las dudas sobre la capacidad de China para gestionar con éxito la transición hacia un patrón de crecimiento económico más moderado y equilibrado, dudas que volvieron a acrecentarse en el último trimestre del año pasado luego de un nuevo episodio de inestabilidad financiera que tuvo su origen, como en agosto, en los mercados bursátil y de divisas.

Eurozona: ritmo de expansión de la actividad irá mejorando paulatinamente

Con la dinámica de recuperación reciente, la Eurozona crecería 1,8% este año (1,5% en 2015) y 2,0% en 2017, los mismos registros que se anticipaban el trimestre anterior. El efecto positivo de los bajos precios de la energía, el tono más expansivo de la política fiscal y el mantenimiento de condiciones monetarias laxas se compensará parcialmente con el impacto negativo de la desaceleración del comercio internacional sobre las exportaciones de bienes y con el aumento de la inestabilidad financiera y política sobre las decisiones de inversión.

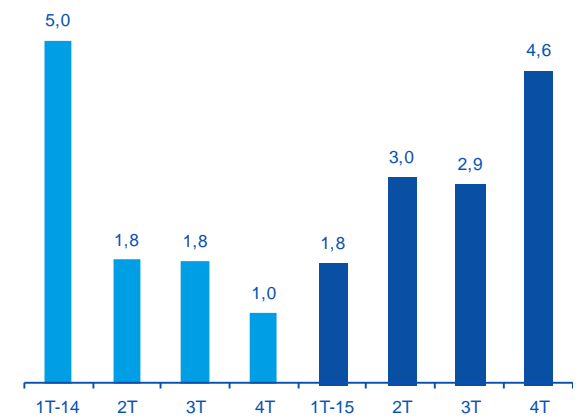
3 Perú: la actividad avanzará 3,6% en 2016 y algo por encima de 4% el próximo año

Crecimiento mejoró a lo largo de 2015 y en el 4T15 tuvo su mejor registro en casi dos años, apoyado en las actividades extractivas

La economía mostró una gradual recuperación a lo largo de 2015. Así, mientras que a fines del año previo la tasa de crecimiento del producto se situaba alrededor de 1% interanual, los registros tendieron luego a mejorar trimestre a trimestre y en el último del año pasado alcanzó 4,6% (ver Gráfico 3.1). De esta manera, el PIB avanzó 3,3% en 2015, por encima del 2,4% del año anterior.

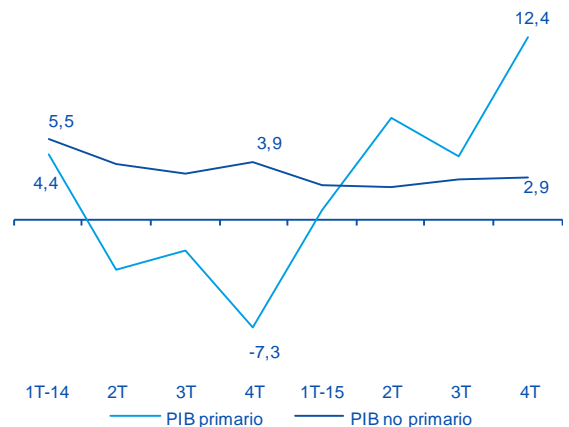
Esta mejora fue, sin embargo, heterogénea. Sectorialmente, el impulso provino de las actividades primarias, es decir, de las vinculadas con la extracción de recursos naturales como la Minería metálica y la Pesca, y que responden más a elementos de oferta y orientan su producción al exterior. Por el contrario, el conjunto de sectores no primarios, que representan más del 70% de la actividad económica, generan la mayor parte del empleo formal y reflejan mejor lo que ocurre con la demanda interna, mantuvo un dinamismo bajo y estable a lo largo del año (ver Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1
PIB trimestral^{1/}
(var. % interanual)



1/ Cuarto trimestre es estimación propia.
Fuente: BCRP, INEI y BBVA Research

Gráfico 3.2
PIB: crecimiento por sectores productivos^{1/}
(var. % interanual)

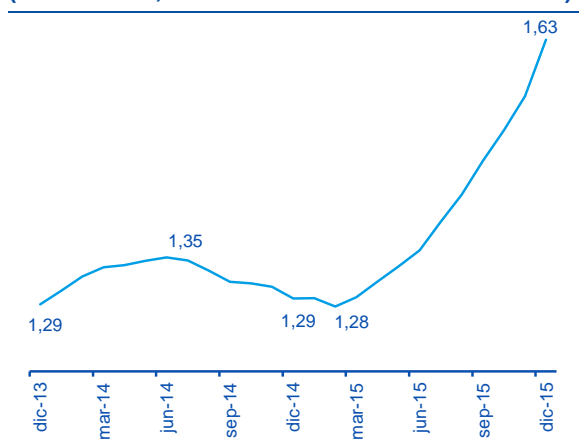


1/ PIB no primario excluye derechos de importación.
Fuente: BCRP, INEI y BBVA Research

Dos fueron los principales elementos que le dieron soporte al desempeño de la actividad primaria. El primero de ellos fue el sustancial incremento de la extracción de cobre, que luego de avanzar 10% interanual en el primer semestre, aumentó más de 40% en el segundo (47% en el 4T15), sorprendiendo positivamente (ver Gráfico 3.3). Toromocho y Constancia, dos minas que iniciaron su etapa de producción en 2014, elevaron paulatinamente su extracción a lo largo de 2015; la primera de estas minas alcanzará su máxima capacidad operativa en 2016, mientras que Constancia el año pasado superó largamente y de manera sostenida el anuncio inicial que se hizo sobre lo máximo que podría producir. A ello se sumó, de un lado, la recuperación durante el segundo semestre de los volúmenes extraídos por Antamina, actualmente el proyecto cuprífero más grande en Perú, luego de los problemas operativos que enfrentó el año anterior; y de otro, el sorpresivo inicio en el cuarto trimestre de la etapa de producción de dos minas que eventualmente tendrán un tamaño comparable al de Antamina: la ampliación de Cerro Verde y Las Bambas. Como resultado, la extracción de cobre en Perú superó las TM 1,6 millones en 2015 (ver Gráfico 3.4), aumentando así 26% en comparación con la producción del año anterior y aportando directamente algo más

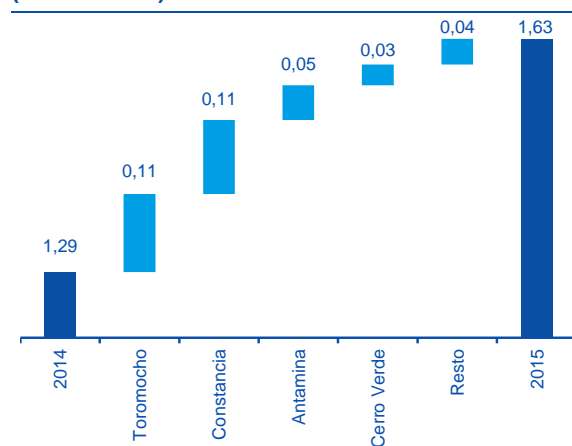
de 1 punto porcentual al crecimiento del PIB del año (según nuestras estimaciones, cerca de 2 puntos porcentuales en el 4T15).

Gráfico 3.3
Producción de cobre
(TM millones, acumulada en últimos doce meses)



Fuente: INEI, MINEM y BBVA Research

Gráfico 3.4
Cobre: producción adicional en 2015 por proyecto
(TM millones)

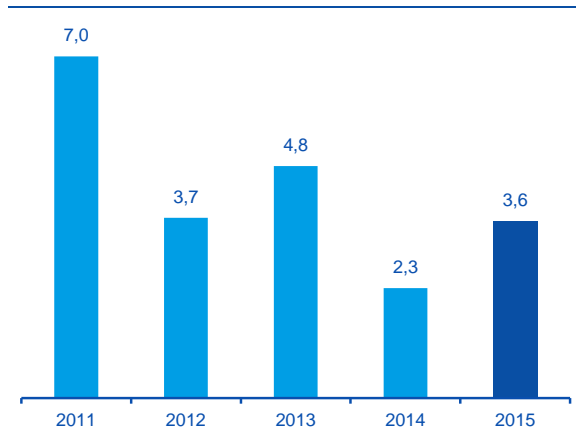


Fuente: INEI, MINEM y BBVA Research

El segundo elemento que le dio soporte a la actividad primaria fue la mayor extracción de anchoveta. En 2014 no se logró completar la cuota asignada para la primera temporada de captura del año en la zona centro-norte del país (zona de la que se extrae el 90% del total) debido a que las anomalías en la temperatura del mar (calentamiento por encima de lo normal) dificultaron la extracción de anchoveta (la especie se dispersa y profundiza) y afectaron su proceso reproductivo, luego de lo cual no se levantó la veda en el segundo semestre. Así, 2014 fue así un año malo para el sector. En 2015 fue distinto. Si bien continuaron las anomalías en la temperatura marina, esta vez se adelantó el inicio de la primera temporada y así se logró completar la cuota de captura asignada antes de que el fenómeno de El Niño exacerbara el calentamiento; para la segunda temporada (noviembre-enero) hubo dudas iniciales sobre la conveniencia de levantar la veda debido al riesgo de que se depredara el recurso si la biomasa hubiese sido muy afectada por las altas temperaturas, pero finalmente se estableció una cuota de captura menor que la que en promedio se fija para este período del año y sorpresivamente se logró completar sin comprometer la sostenibilidad de la especie. Como resultado, la extracción de anchoveta aumentó 45% interanual en el primer semestre y cerca de 130% en el segundo, de manera que en 2015 se capturaron más de TM 3,6 millones (ver Gráfico 3.5). Junto con el impacto indirecto que tiene en la manufactura primaria (con el recurso se elabora harina y aceite de pescado que luego se exporta), el aumento de 60% en la extracción de anchoveta durante 2015 habría incidido con alrededor de medio punto porcentual en la tasa de crecimiento del PIB (y con más de un punto porcentual en el 4T15) según nuestros estimados.

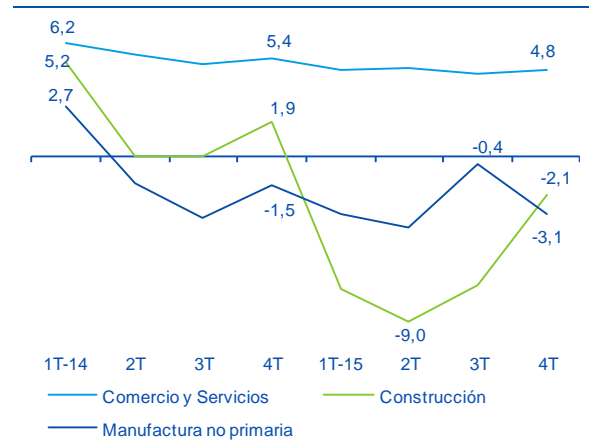
En cuanto a las actividades no primarias, que reflejan mejor lo que ocurre con la demanda interna, estas mostraron un comportamiento diferenciado entre ellas. En conjunto registraron un crecimiento bajo (el menor desde 2009) y estable a lo largo de 2015, pero mientras que Comercio y Servicios mantuvieron un ritmo de expansión interesante entre 4% y 5%, aunque con cierta trayectoria descendente, reflejando sobre todo el comportamiento del consumo privado por el lado del gasto, Construcción y Manufactura no primaria se contrajeron de manera significativa en un contexto en el que la demanda de inversión y de productos no tradicionales desde el exterior mostraron una evolución similar (ver Gráfico 3.6).

Gráfico 3.5
Captura de anchoveta (TM millones)



Fuente: INEI, IMARPE y BBVA Research

Gráfico 3.6
PIB no primario: actividades seleccionadas (var. % interanual)

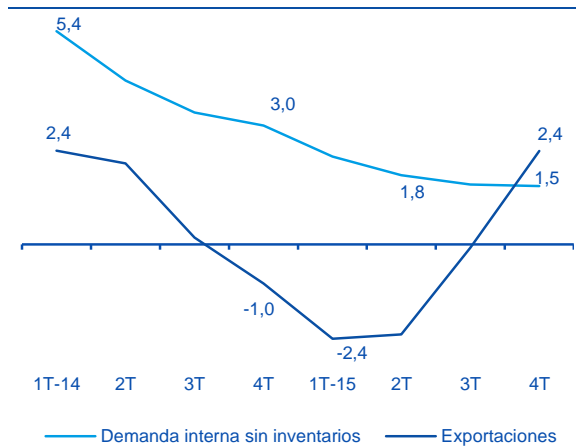


Fuente: INEI, BCRP y BBVA Research

Del lado del gasto, el impulso de las actividades extractivas favoreció las ventas al exterior, en particular las de bienes tradicionales, pero la demanda interna (excluyendo inventarios) siguió debilitándose

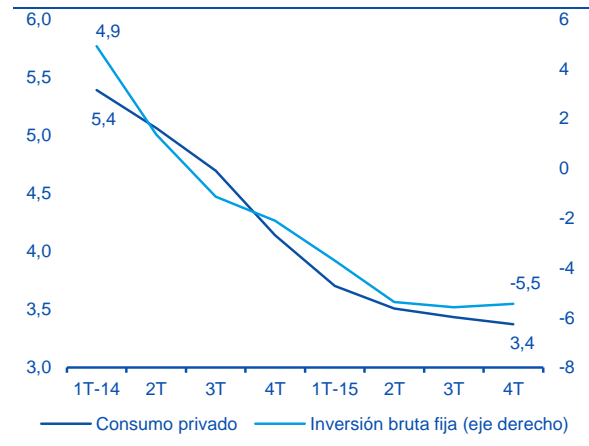
El fuerte dinamismo de la extracción de recursos naturales se reflejó por el lado de la demanda en mayores exportaciones. Los volúmenes exportados mejoraron así a lo largo del año (ver Gráfico 3.7), en particular los de productos tradicionales, y estimamos que esto fue más claro en el cuarto trimestre de 2015, cuando tanto los envíos de cobre como los de harina de pescado (elaborada a partir de anchoveta) aumentaron en más de 45% interanual. Las exportaciones no tradicionales, por el contrario, siguieron contrayéndose, sobre todo las de textiles, químicos y productos sidero-metalúrgicos, en un entorno en el que LatAm, la principal demandante de estos bienes, continuó debilitándose.

Gráfico 3.7
Exportaciones y Demanda interna^{1/} (acum. en últ. 4 trimestres, var. % interanual)



1/ La demanda interna excluye los inventarios para reflejar las ventas finales en el mercado local
Fuente: BCRP y BBVA Research

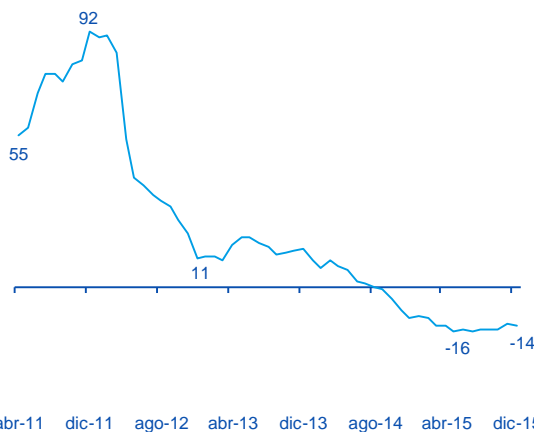
Gráfico 3.8
Inversión bruta fija y Consumo privado (acum. en últ. 4 trimestres, var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

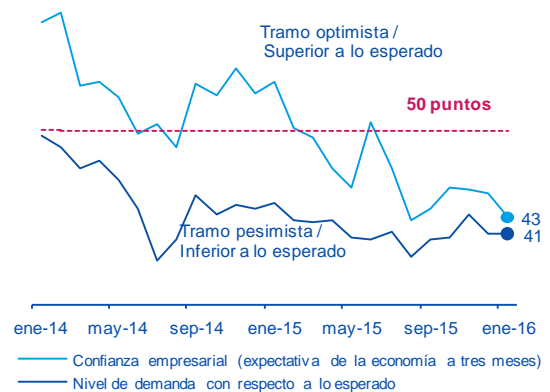
La demanda interna, por su parte, que refleja las ventas en el mercado local, siguió perdiendo dinamismo, pues a fines de 2014 avanzaba a un ritmo de 3% interanual y estimamos que al cierre de 2015 lo haya hecho a la mitad de esa tasa (ver Gráfico 3.7). El deterioro de la inversión tanto privada como pública explica este comportamiento (ver Gráfico 3.8). En el caso de la privada, estimamos que haya retrocedido entre 4,5% y 5,0% en 2015, recogiendo así la gradual finalización de la etapa de construcción de grandes proyectos mineros como Constancia, la ampliación de Cerro Verde y Las Bambas (ver Gráfico 3.9). Asimismo, influyó el bajo dinamismo del mercado inmobiliario (ver Recuadro 1), y de manera más general, la disminución de la confianza empresarial que se ha producido en un contexto en el que, de un lado, las cifras de crecimiento económico y de demanda que enfrentan las empresas sorprendieron a la baja durante buena parte del año (ver Gráfico 3.10), y de otro, el ruido que se incrementó debido a la intensificación de los focos de riesgo externo, las mayores tensiones financieras en las economías emergentes, el peligro de un fenómeno El Niño que inicialmente se anticipaba que sería de fuerte intensidad en el verano y la incertidumbre que naturalmente antecede a la elección de una nueva administración gubernamental. La inversión pública, por su parte, se deterioró a lo largo del año y cerró este con una disminución de 9%, recogiendo así la baja ejecución del gasto en los gobiernos subnacionales, algo que se desprende del lento proceso de aprendizaje de las nuevas autoridades que asumieron cargos a principios de 2015.

Gráfico 3.9
Inversión minera^{1/}
(en USD, acum. en último año, var. % interanual)



^{1/} Representa alrededor de 20% de la inversión privada total
Fuente: MINEM y BBVA Research

Gráfico 3.10
Confianza empresarial y sorpresa en demanda^{1/}
(en puntos)



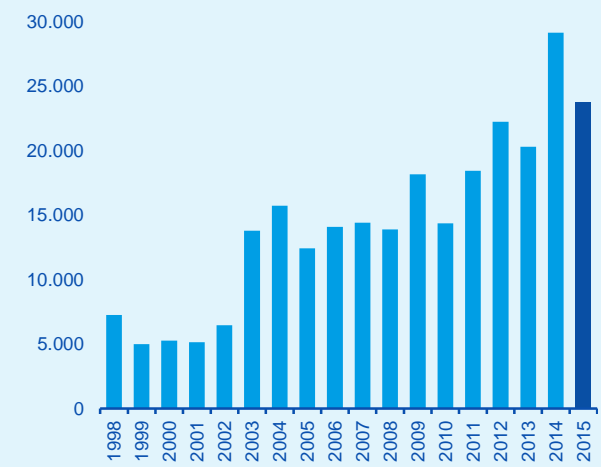
^{1/} Una cifra por debajo de 50 puntos refleja que la demanda fue más débil que la que los empresarios anticipaban; lo contrario si la cifra es mayor que 50 puntos
Fuente: BCRP y BBVA Research

Recuadro 1. El sector inmobiliario mostró alguna mejora en 2015, pero aún no recupera el dinamismo de años anteriores y los inventarios siguen altos¹

Mercado de viviendas

La oferta de viviendas en Lima Metropolitana², que refleja el número de unidades disponibles para la venta al concluir el año, se corrigió a la baja en 2015 (ver Gráfico R.1.1)

Gráfico R.1.1
Lima^{1/}: oferta de viviendas^{2/}
(en número de unidades)

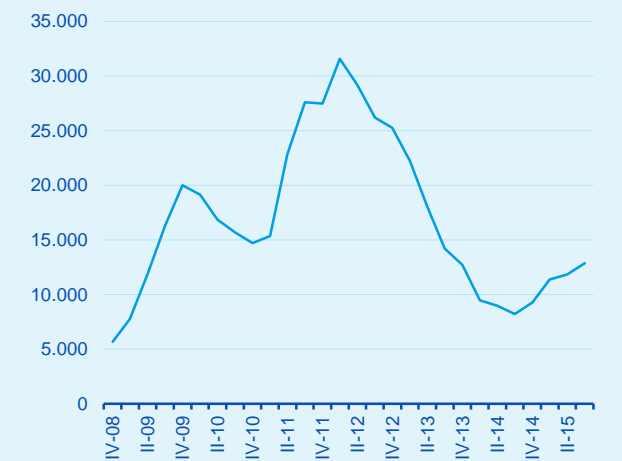


1/ Comprende un total de 49 distritos, 43 de ellos en Lima y 6 en Callao.
2/ El 99% corresponde a la oferta de departamentos; lo restante son casas y lotes.
Fuente: CAPECO y BBVA Research

Por el lado de las nuevas unidades ingresadas al mercado³, hubo una mejora en comparación con lo observado el año previo (ver Gráfico R.1.2). Estos ingresos se concentraron en zonas como Miraflores, Surco, Jesús María, Pueblo Libre, y Lima Norte, que en su mayoría tienen precios por metro cuadrado por encima del promedio. Varias de estas zonas son también las que ya venían concentrando buena parte del saldo disponible de viviendas que se ofrecen en el mercado.

¹ Solo se dispone de datos para Lima Metropolitana.
² La oferta de viviendas recoge el inventario con el que se concluyó el año anterior y a este se le suma el número de unidades ingresadas al mercado durante el año en curso que excedió al número de unidades que se vendieron en ese mismo período.
³ Cabe mencionar que el período de construcción de estas unidades no necesariamente coincide con el año de su ingreso al mercado. Por ejemplo, las nuevas unidades ofrecidas en 2015 pudieron ser en gran parte (o completamente) construidas durante años previos. Sin embargo, de manera general, la tendencia del ingreso de nuevas viviendas al mercado es también un indicador de la tendencia de la construcción de viviendas.

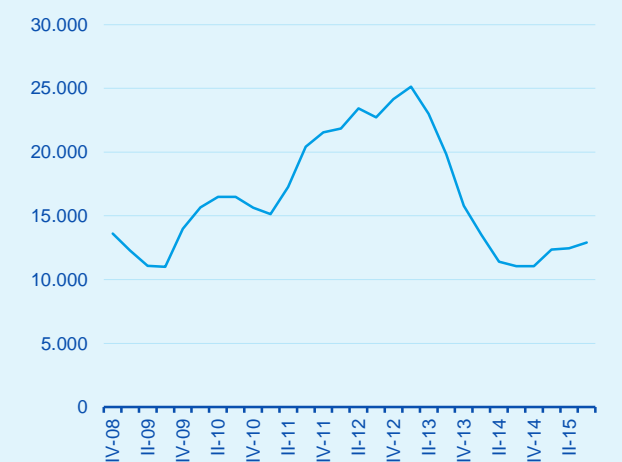
Gráfico R.1.2
Lima^{1/}: número de viviendas ingresadas
(acumulado en últ. cuatro trimestres)



1/ Comprende 26 distritos de Lima Metropolitana.
Fuente: TINSA y BBVA Research

En cuanto a las ventas, estas también registraron un mejor desempeño en 2015 (ver Gráfico R.1.3). En el balance, ello explica la corrección a la baja en la oferta (inventario) de viviendas.

Gráfico R.1.3
Lima^{1/}: número de viviendas vendidas
(acumulado en últ. cuatro trimestres)

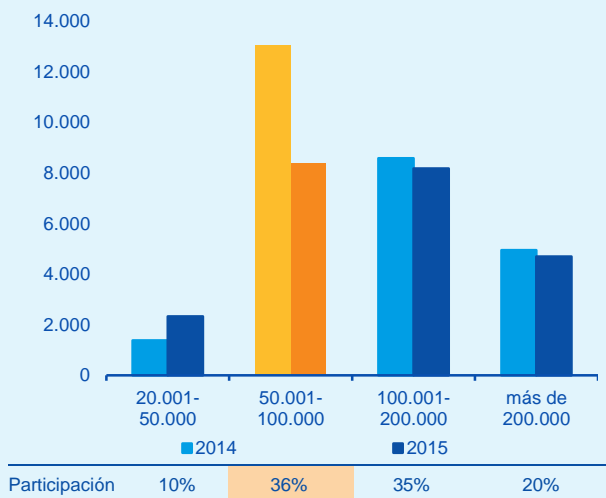


1/ Comprende 26 distritos de Lima Metropolitana.
Fuente: TINSA y BBVA Research

Sin embargo, a diferencia de lo que ocurrió con el ingreso de nuevas unidades al mercado, el mayor dinamismo en las ventas se dio en distritos que se ubican en la periferia de la ciudad, como por ejemplo Comas, Barranco y Carabayllo, varios de los cuales tienen precios por metro cuadrado

medio-bajos. Como resultado, la normalización en la oferta de viviendas fue más notoria en esas zonas (ver Gráfico R.1.4).

Gráfico R.1.4
Lima^{1/}: oferta de viviendas según precio^{2/}
(en número de unidades)



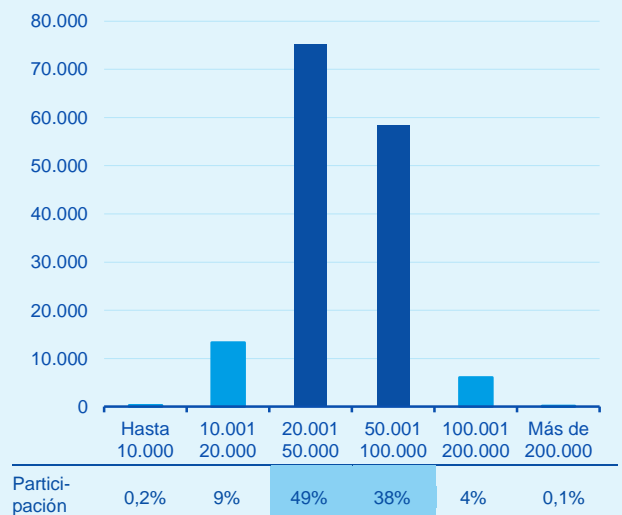
1/ Comprende un total de 49 distritos, 43 de ellos en Lima y 6 en Callao.
2/ El 99% corresponde a la oferta de departamentos; lo restante son casas y lotes.
Fuente: CAPECO y BBVA Research

El mayor dinamismo de las ventas en los distritos con niveles de precios medio-bajos es consistente con los resultados de demanda efectiva que realiza la Cámara Peruana de la Construcción (CAPECO). Esta demanda efectiva mide la intención de adquirir una vivienda⁴, y en el caso de los departamentos asciende a 153 mil hogares, de los que el 96% se inclina a adquirir una propiedad de precio medio-bajo (menor que USD 100 mil, ver Gráfico R.1.5). Es decir, lo que se viene observando es que la oferta y las nuevas unidades ingresadas se orientan al público de mayores ingresos, pero la mayor parte de la demanda efectiva no se encuentra allí, sino en la población de menores ingresos. Hay varias razones que pueden explicar este desbalance. Por ejemplo, la ausencia de terrenos habilitados para realizar proyectos de gran escala (la escala torna rentable la construcción de viviendas de precios medio-bajos) o la dificultad que se tiene para verificar flujos de ingresos irregulares o de fuente informal como los que tienen parte

⁴Según CAPECO, un hogar demanda efectivamente una vivienda si desea adquirirla y cuenta con la capacidad económica para hacerlo.

importante de las familias de menor poder adquisitivo (les impide acceder a financiamiento bancario).

Gráfico R.1.5
Lima: demanda efectiva de departamentos, 2015
(en número de inmuebles)



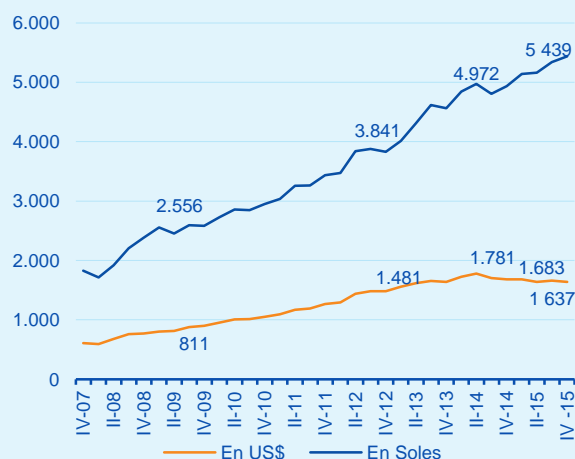
Fuente: CAPECO y BBVA Research

En síntesis, las ventas y el ingreso de nuevas unidades mejoraron en 2015, y en el balance la oferta de viviendas corrigió a la baja. Este ajuste fue más marcado en los segmentos de precios medio-bajos, donde se concentra la demanda efectiva pero la oferta es más escasa. Desde una perspectiva temporal más amplia, sin embargo, el dinamismo del mercado de viviendas (ventas e ingreso de nuevas unidades) es bastante menor que el de hace no muchos años atrás, y la oferta (inventarios) se mantiene elevada, no solo en número de unidades sino también como proporción de las ventas que se realizan. En esta situación, los precios, medidos en la moneda en la que los departamentos se ofrecen mayoritariamente en el mercado (dólares), han disminuido⁵ (ver Gráfico R.1.6). Esa situación también apunta a que, mirando hacia adelante, si bien el mercado de viviendas podría continuar mostrando alguna mejora conforme la economía se fortalece, la incertidumbre se va disipando (ruido externo, la mayor cautela antes del cambio de administración gubernamental, eventuales

⁵ Medidos en moneda local, los precios continuaron incrementándose en 2015 debido al importante aumento del tipo de cambio, aunque lo hicieron a su menor ritmo en varios años.

incentivos para el mercado que esta nueva administración pueda introducir), y en ese contexto los precios encuentran cierta resistencia a seguir bajando (lo que evita que la gente espere más tiempo antes de comprar), esa mejora sería acotada porque es cada vez menor el espacio para crecer de manera importante en los segmentos del mercado a los que la oferta se ha orientado hasta ahora, a menos, claro, que se resuelvan los problemas que dificultan la oferta y demanda de viviendas de precios medio-bajos.

Gráfico R.1.6
Lima^{1/}: precio de departamentos
(unidades monetarias por metro cuadrado)



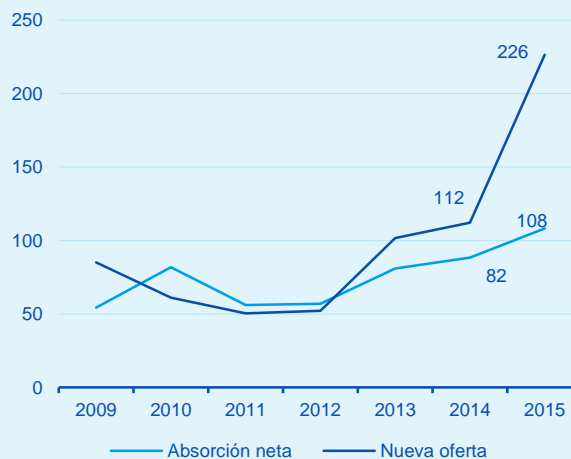
Var. % anual	2010	2011	2012	2013	2014	2015
USD	19	17	21	14	6	-4
Soles	12	14	16	17	12	8

1/ Comprende 10 distritos: Jesús María, La Molina, Lince, Magdalena, Miraflores, Pueblo Libre, San Borja, San Isidro, San Miguel, y Surco. Son distritos con precios medios y altos, donde se concentra la oferta de departamentos pero la demanda efectiva es más acotada.
Fuente: BCRP y BBVA Research

Mercado de oficinas

En el mercado de oficinas *prime* de Lima Metropolitana también se observó alguna mejora en 2015. La absorción neta, en particular, que refleja la nueva ocupación de oficinas en el período (neta de desocupación), aumentó hasta los 108 mil metros cuadrados, la cifra más alta de la que se tiene registrado (ver Gráfico R.1.7).

Gráfico R.1.7
Absorción neta y Nueva oferta de oficinas *prime*^{1/}
(en miles de m²)

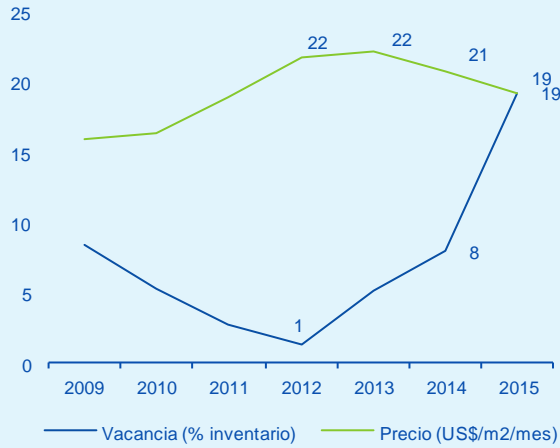


1/ Son las oficinas en edificios de clase A+ y A en las zonas de San Isidro, Miraflores, San Borja, Chacarilla, Magdalena, San Miguel, Surco y La Molina
Fuente: Colliers y BBVA Research

Esta mayor absorción neta, sin embargo, no ha podido seguirle el ritmo al ingreso de nuevas oficinas en el mercado, que en 2015 se aceleró sustancialmente (ver Gráfico R.1.7) debido a la maduración de proyectos cuya construcción fue iniciada en años anteriores. Así, mientras que en 2014 poco más del 70% de las nuevas oficinas logró ser colocado, en 2015 solo alcanzó a serlo algo menos que el 50%. Es decir, la demanda mejoró, pero la inercia de la oferta fue aún más importante. Como resultado, el área vacante siguió incrementándose y ello continuó presionando los precios a la baja (ver Gráfico R.1.8).

Gráfico R.1.8

Tasa de vacancia y Precio de alquiler en lista de oficinas *prime*^{1/}



1/ Son las oficinas en edificios de clase A+ y A en las zonas de San Isidro, Miraflores, San Borja, Chacarilla, Magdalena, San Miguel, Surco y La Molina
Fuente: Colliers y BBVA Research

Finalmente, es importante mencionar que, según Colliers International, para 2016 se tiene previsto que ingresen al mercado 180 mil metros cuadrados de nuevas oficinas *prime*⁶, que equivale al 46% de lo que actualmente se encuentra en construcción (el resto ingresará al mercado en 2017 o 2018). Tomando en cuenta el ritmo de absorción neta, es probable entonces que este año la vacancia continúe incrementándose y con ello los precios no muestren aún recuperación.

⁶ De los 180 mil metros cuadrados de oficinas *prime* que ingresarán al mercado en 2016, el 45% se ubicará en la zona de Magdalena, destacando el proyecto Prisma Business Center con más de 30 mil metros cuadrados.

En este contexto de menor gasto de inversión, que afectó a sectores como Construcción, Manufactura no primaria y algunos Servicios, la mayor parte de los empleos generados desde la segunda mitad de 2015 no tiene las condiciones adecuadas y como resultado de ello se ha debilitado el avance de la masa salarial, uno de los principales soportes del consumo privado. El gasto de las familias se desaceleró a lo largo del año, entonces, aunque quizás no tanto como lo sugeriría el menor dinamismo de la masa salarial porque las familias estarían anticipando que la situación se ha apretado solo de manera temporal, financiando el bache con mayor crédito de consumo (ver Recuadro 2).

Por último, es importante mencionar que la acumulación de existencias habría explicado alrededor del 40% de la tasa de crecimiento del PIB en 2015, según nuestras estimaciones. Es decir, no todo el incremento en la producción del país en 2015 (esto es lo que mide la tasa de crecimiento del PIB) logró colocarse en los mercados (ventas finales de bienes y servicios). Estos inventarios acumulados, probablemente de manera indeseada (ver "Sorpresa en demanda" en el Gráfico 3.10), son costosos para los productores (capital de trabajo, espacios para mantenerlos) y por ello tenderán a normalizarse en los próximos trimestres. Ese proceso podría implicar que las empresas atiendan la demanda de sus clientes con las existencias acumuladas y no con nueva producción, un riesgo que es mayor si se considera la magnitud en la que se han incrementado los inventarios. Sin embargo, también es cierto que parte de esas mayores existencias responden al aumento de la extracción de cobre y anchoveta (luego transformada en harina de pescado) en el cuarto trimestre de 2015 (y de manera más marcada en diciembre) que no habría alcanzado a ser exportada totalmente en el período pero que lo sería a principios de 2016. Estimamos que alrededor de 20% de los mayores inventarios se encuentran en esta situación. Otra parte de las existencias acumuladas son productos importados (los volúmenes importados se aceleraron en 2015 a pesar de que el consumo privado perdió dinamismo y la inversión se contrajo), como por ejemplo vehículos, electrodomésticos, y equipos, los que no tienen mucha competencia local y por lo tanto su desacumulación tampoco afectará en gran medida a la producción doméstica. Es decir, si bien hubo un importante incremento de los inventarios en 2015, el lastre sobre el crecimiento económico en el presente año no será de magnitud similar.

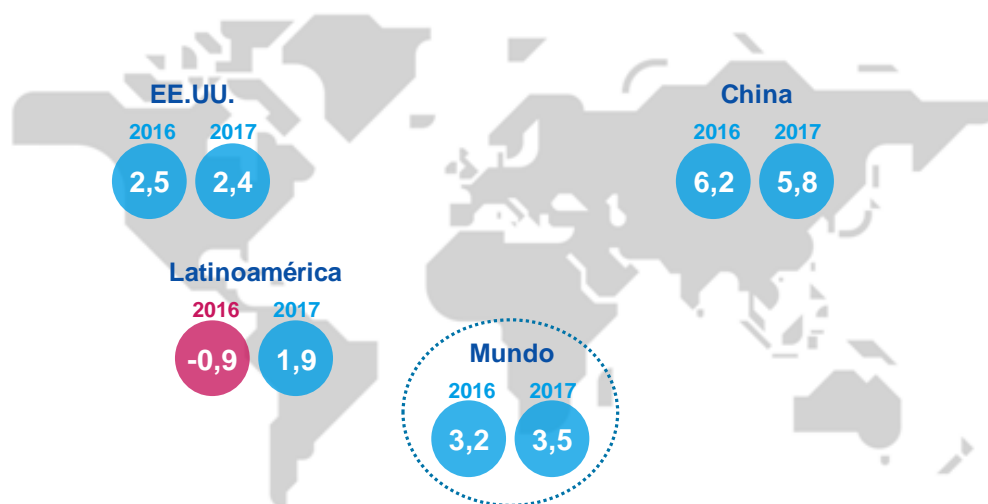
Escenario base de proyección para la economía peruana: principales factores exógenos considerados

Nuestro escenario base de proyección para la economía peruana es consistente con elementos exógenos tanto por el lado externo como local. Algunos de los principales se describen a continuación.

Por el lado externo,

1. **La actividad económica global avanzará en 2016 a un ritmo similar al del año pasado** (3,2%, ver Gráfico 3.11), para luego ir en adelante mejorando gradualmente. Al interior, el conjunto de economías avanzadas crecerá 2,0% en 2016, y en el caso particular de EEUU, a un ritmo de 2,5%, no muy distinto al que estimamos que habría concluido el 2015. El principal soporte de la expansión norteamericana será el consumo privado, apoyado en la fortaleza del mercado laboral y un entorno de precios reducidos, que favorecerán el incremento del ingreso disponible de las familias y más que compensarán la incertidumbre económica y política (a nivel doméstico como internacional), y el retroceso de la riqueza financiera tras la corrección reciente de los mercados bursátiles. La previsión de crecimiento para EEUU también considera que habrá un escaso aumento del gasto en capital fijo, recogiendo así el ajuste de la inversión en el sector energético (debido a la disminución del precio del petróleo) y una paulatina mejora de la actividad residencial; y que las exportaciones serán débiles en respuesta tanto a la apreciación del dólar como, en menor medida, a la desaceleración del comercio mundial.

Gráfico 3.11

Crecimiento mundial: débil y más vulnerable (var. % interanual)

Fuente: BBVA Research

Por otro lado, las economías emergentes se expandirán alrededor de 4% en 2016, una tasa similar a la del año anterior, pero que esconde un avance más moderado de China y un mayor retroceso de LatAm. En el caso de China, el dinamismo de la actividad continuó descendiendo a lo largo de 2015, pero el ajuste no ha sido pronunciado. El escenario más probable es que ese “aterrizaje suave” se mantenga en 2016. Para ello, las autoridades económicas chinas continuarán implementando medidas expansivas por el lado de la demanda y buscarán así alcanzar su objetivo de crecimiento del PIB de entre 6,5% y 7,0% para el año. El reto no es menor y tampoco hay mucho espacio para cometer errores de política. En este entorno, nuestro escenario base considera que China avanzará a un ritmo de 6,2% en 2016, por debajo de la meta gubernamental fijada. Y en cuanto a LatAm, la mayoría de las economías más grandes ralentizarán su crecimiento en comparación con el año previo reflejando la debilidad de los precios de las materias primas, factores idiosincráticos en algunos casos, y en ese contexto, una menor confianza de empresarios y consumidores. Así, el conjunto de países de la Alianza del Pacífico se expandirá entre 2,0% y 2,5% en 2016, algo por debajo del año anterior, mientras que la contracción del Mercosur se acentuará hasta cerca del 3,5%.

2. **Los términos de intercambio volverán a disminuir en 2016** (entre 4,5% y 5,0%, en promedio), luego de haber retrocedido 20% de manera acumulada durante los cuatro años anteriores. En promedio, los precios de las exportaciones volverán a ajustarse a la baja, esta vez entre 11% y 12%, mientras que los precios de las importaciones disminuirán una vez más en 2016, ahora entre 7% y 8%. De manera general, estimamos que los precios de las materias primas, y en particular los de los más importantes para Perú como el de cobre y el del petróleo, seguirán retrocediendo en el primer semestre, para luego empezar a recuperarse en la segunda mitad del año.

En el caso concreto del **precio del cobre**, metal que actualmente representa cerca del 25% del valor que Perú exporta en bienes, **el escenario base incorpora un nivel promedio de USD/libra 2,02 para 2016**. Desde su nivel actual entre USD/libra 2,05 y 2,10, nuestra previsión es que en un contexto de dudas sobre el crecimiento económico global (en particular de China), inventarios por digerir, posición vendedora de agentes no comerciales en los mercados de derivados, apreciación del dólar y baja cotización del petróleo (menores costos), el precio del cobre mostrará algún descenso adicional en el primer semestre, ubicándose incluso por debajo de los USD/libra 2. Luego, conforme algunos

proyectos cupríferos menos rentables a nivel global recortan su producción, se hace más evidente que el crecimiento mundial se encuentra en una senda de gradual recuperación y China en particular mantiene un “aterizaje suave” (la incertidumbre tiende a disiparse), empieza a ceder la sostenida apreciación del dólar, y repunta la cotización del petróleo, el precio del cobre mejorará gradualmente y concluirá el año por encima de los USD/libra 2,15, tendencia al alza que se mantendrá en adelante (en promedio alrededor de USD/libra 2,30 en 2017 y por encima de USD/libra 2,50 en un horizonte de medio plazo).

En cuanto al precio del petróleo WTI, el escenario base incorpora un nivel promedio de USD/barril 29 para 2016. Anticipamos que desde su nivel actual de entre USD/barril 30 y 33, tendrá un recorrido adicional a la baja en el corto plazo hasta un mínimo de USD/barril 20 en el segundo trimestre debido a las dificultades que tienen la OPEP y Rusia para llegar a un acuerdo que recorte la producción, el regreso de Irán al mercado petrolero luego de levantadas las sanciones comerciales que le impuso la comunidad internacional, la resistencia en el corto plazo de la producción norteamericana al entorno de bajos precios del petróleo, la incertidumbre sobre la magnitud y composición por sectores de la desaceleración en China (y la habilidad de las autoridades para manejar la situación con políticas acomodaticias), e inventarios acumulados que aún habrá que digerir. Ya en el tercer trimestre, el precio del petróleo empezará a recuperarse reflejando, sobre todo, el ajuste en la oferta de EEUU (ver Recuadro 4), lo que tenderá a eliminar buena parte de la sobreoferta actual de crudo durante los próximos doce meses. Como resultado, el precio del petróleo tenderá a subir y concluirá el año en torno a los USD/barril 37, senda al alza que se mantendrá en adelante (en promedio alrededor de USD/barril 44 en 2017 y más cerca de USD/barril 60 en un horizonte de medio plazo).

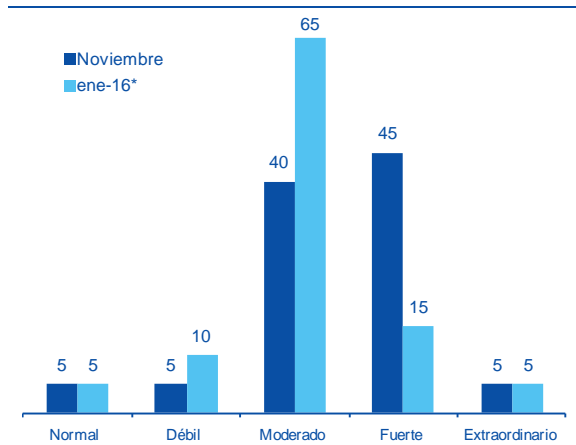
3. **El ciclo de normalización de la tasa de política de la FED se llevará a cabo de manera gradual** debido a que las presiones inflacionarias en EEUU seguirán acotadas, muy por debajo del objetivo de 2%, en un entorno en el que no habrá una reactivación sustancial del gasto privado (más allá del consumo y el empleo), los precios de las materias primas continuarán en niveles bajos, y el dólar seguirá fuerte. Además, en la decisión de la FED pesará probablemente la elevada incertidumbre en el corto plazo sobre la fortaleza del ciclo económico global y las decisiones que adopten los bancos centrales de las economías desarrolladas (manteniendo o reforzando los actuales estímulos monetarios). De esta manera, prevemos que **como máximo habrá dos incrementos de la tasa de política en 2016, de 25pb cada uno**, hasta 1,0%. Eso nos ubica más cerca del consenso del mercado que de las previsiones del FOMC, divergencia que tiende a reforzarse con la publicación del bajo crecimiento del PIB de EEUU en el 4T15, el aumento de la volatilidad en los mercados financieros, y las menores expectativas de inflación.

Por el lado local, nuestro escenario base de proyección es consistente con:

4. **Un fenómeno El Niño de intensidad moderada en el verano.** En este contexto, habrán impactos negativos sobre la producción de alimentos, la extracción de algunas especies marinas, el procesamiento de estos recursos naturales, y el transporte y comercio en general (probablemente haya deslizamientos de lodo que dañen carreteras), aunque más acotados y menos extendidos por actividades que con un Niño de intensidad fuerte como el que se anticipaba hace no mucho. En 2017, cuando las condiciones climatológicas serán más normales, la comparación interanual de crecimiento en estas actividades productivas se verá favorecida.

Gráfico 3.12

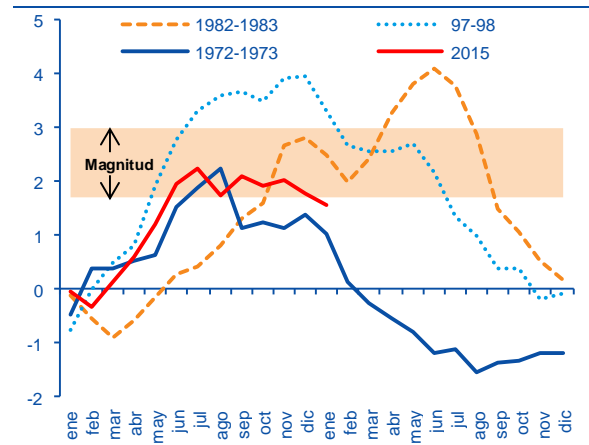
Magnitud que podría alcanzar un Niño en la costa peruana durante el verano de 2016 (probabilidad de ocurrencia)



Fuente: ENFEN y BBVA Research

Gráfico 3.13

Temperatura promedio del mar peruano (anomalía, en °C)

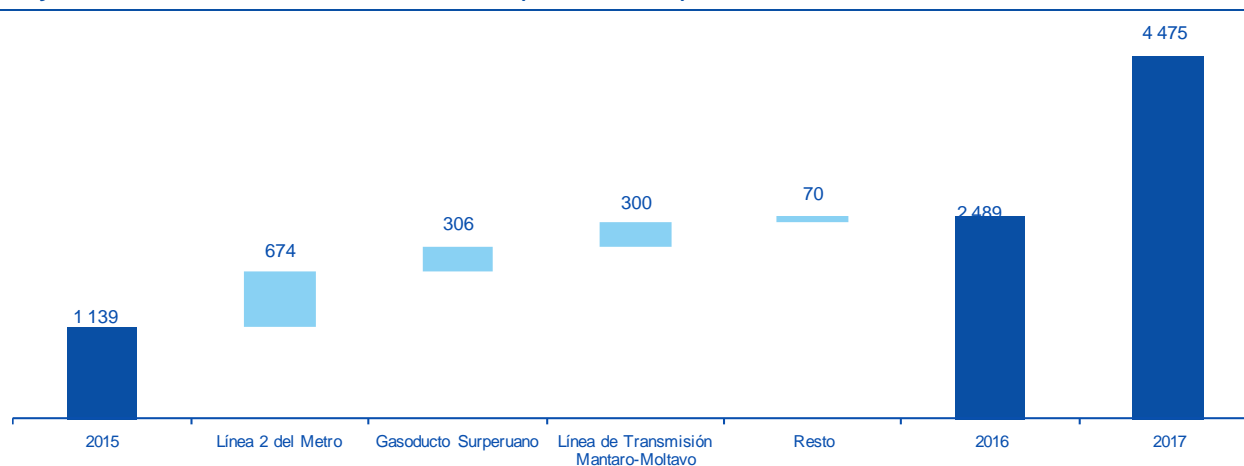


Fuente: NOAA y BBVA Research

- Una paulatina normalización de los inventarios acumulados en 2015.** Parte de las existencias que se acumularon a fines del año pasado, en particular las de cobre y anchoveta (con la que luego se elabora harina y aceite de pescado), se colocarán en los mercados internacionales a principios de 2016. Otra parte fue importada y no tiene mucha competencia local, dentro de la que están bienes como los automóviles, los electrodomésticos y alguna maquinaria y equipos, de manera que su desacumulación no implicará mayor lastre para el crecimiento económico. Para lo restante estamos considerando que si bien habrá competencia con (y desplazamiento de) nueva producción doméstica, el proceso de digerir las existencias acumuladas durante el año pasado será paulatino y ordenado, de manera que poco a poco se vaya completando el proceso, lo que tendrá por ejemplo un impacto negativo pero mesurado sobre el comportamiento de la industria local en el presente año, y que será poco significativo en 2017.
- Un entorno electoral que, como es usual, continuará generando alguna incertidumbre en el corto plazo.** Sin embargo, se considera que esta incertidumbre será más acotada que en procesos electorales anteriores porque, en general, la mayoría de las propuestas que han venido anunciando los candidatos que por lo menos de momento lideran las encuestas se enmarca dentro del conjunto de políticas económicas que el país ha venido implementando desde hace ya varios años. Además, es extendida la necesidad que perciben de mejorar algunos aspectos que favorecerán la productividad y competitividad de la economía peruana, como por ejemplo la facilidad para que el sector privado haga negocios (reducir el número, costo y tiempo que tardan los trámites burocráticos, más aún los que no son necesarios) y el continuo impulso a la educación y la infraestructura, lo cual suena positivo. Nuestro escenario base de proyección asume que la incertidumbre electoral, que naturalmente pospone algunas decisiones de gasto y lleva a refugiarse en activos de menor riesgo, se disipará luego de concluidas las elecciones, favoreciendo desde entonces la confianza de empresarios y consumidores.
- La aceleración de las inversiones vinculadas con grandes proyectos de infraestructura** como por ejemplo la Línea 2 del Metro de Lima (hemos considerado cerca de USD 700 millones de mayor gasto que el año pasado entre los sectores privado y público), el gasoducto en el sur de Perú (USD 300 millones de mayor gasto que el año pasado por parte del sector privado), la línea de transmisión eléctrica Mantaro-Marcona-Socabaya-Montalvo también en el sur de Perú (USD 300 millones del

sector privado), la modernización de la refinería de Talara en la costa norte peruana (hemos tomado en cuenta un mayor gasto de solo USD 50 millones que el año pasado), y la construcción del aeropuerto de Chinchero en la región de Cusco (USD 20 millones). En conjunto, estos proyectos implican un mayor gasto de inversión privada y pública de alrededor de USD 1 400 millones (ver Gráfico 3.14), lo que equivale a cerca de cuatro puntos porcentuales de la inversión bruta fija en términos reales que se efectuó en 2015 y a poco menos de un punto porcentual del PIB real de ese año. Las cifras indicadas ya incorporan algunos retrasos que puedan ocurrir, sobre todo a principios de año, debido a algunas liberaciones de interferencias, mayor tiempo para concluir con expropiaciones de terrenos, o dificultades para terminar de conseguir el financiamiento que permita continuar con las obras. En 2017, el incremento en la inversión privada y pública vinculada con este conjunto de proyectos será de casi USD 2 000 millones, equivalente a poco más de cinco puntos porcentuales de la inversión bruta fija en términos reales de 2016 y a más de un punto porcentual del PIB real del mismo año, con lo que el desarrollo de infraestructura continuará dándole soporte a la actividad económica el próximo año.

Gráfico 3.14

Proyectos de infraestructura seleccionados^{1/} (USD millones)

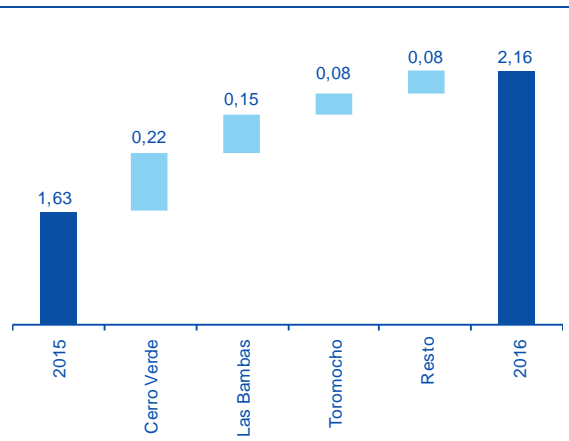
1/ Recoge 5 grandes proyectos de infraestructura, los tres indicados en el gráfico, la modernización de la refinería de Talara, y la construcción del aeropuerto de Chinchero en Cusco.

Fuente: BCRP y BBVA Research

8. **Una significativa expansión de las actividades primarias.** La extracción de cobre continuará avanzando de manera significativa en 2016 (ver Gráfico 3.15). Toromocho alcanzará su máxima capacidad de producción promedio mensual a fines del primer semestre y la ampliación de Cerro Verde lo hará desde fines de año. Las Bambas, por su parte, irá gradualmente incrementando su extracción y se consolidará en su máxima capacidad operativa promedio mensual a principios de 2017, año en el que ingresará en etapa productiva la ampliación de Toquepala. Como resultado, la producción cuprífera peruana, que culminó en 2015 en TM 1,6 millones, aumentará 33% en 2016 y 15% en 2017. Cabe mencionar que la mayoría de estos proyectos tienen *cash-costs* relativamente bajos, de entre USD/libra 0,90 y 1,10, de manera que son rentables aún con precios deprimidos como los que transitoriamente prevemos que se registrarán en el primer semestre de 2016 (antes que recortar la oferta de estos proyectos se recortaría la de minas en el resto del mundo, lo que le imprimiría resistencia a un descenso adicional de la cotización de la libra de cobre). Por otra parte, el escenario base considera que la extracción de anchoveta mejorará en 2016 debido a que las anomalías en la temperatura del mar (El Niño de intensidad moderada) no estarían afectando el proceso reproductivo de la anchoveta. Como resultado, se ha incorporado una captura de TM 1,75 millones durante la primera temporada en la zona centro-norte, lo que en realidad suena conservador

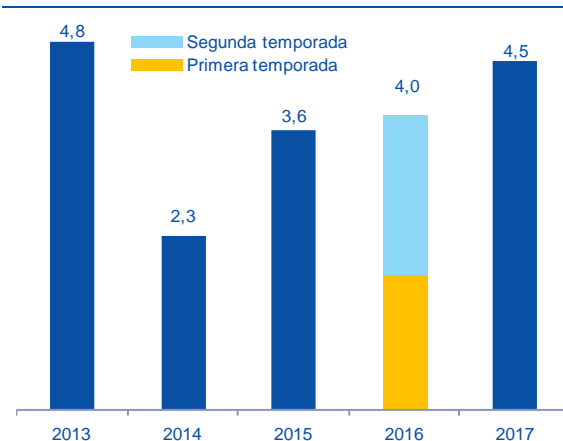
luego de leer las declaraciones del Ministro del sector en las que señala que la cuota de captura será “grande” (fue TM 2,8 millones el año pasado), y TM 2 millones para la misma zona durante la segunda temporada. En 2017 la captura será aún mejor en un entorno en el que no habrán mayores anomalías climatológicas, de manera que la extracción de anchoveta podría ubicarse más de cerca de las TM 4,5 millones (ver Gráfico 3.16).

Gráfico 3.15
Producción de cobre
(TM millones)



Fuente: MINEM y BBVA Research

Gráfico 3.16
Extracción de anchoveta
(TM millones)



Fuente: INEI, PRODUCE y BBVA Research

Tabla 3.1.
Escenario base: principales factores exógenos considerados

	2014	2015	2016	2017
Supuestos Externos				
Crecimiento (Var % interanual)				
Mundo	3,4	3,2	3,2	3,5
Avanzadas	1,8	1,9	2,0	2,0
EE.UU.	2,4	2,5	2,5	2,4
Emergentes	4,6	4,0	4,1	4,5
China	7,3	6,9	6,2	5,8
Latam-7 ¹	0,8	-0,5	-0,9	1,9
Alianza del Pacífico	2,6	2,6	2,3	2,8
Mercosur	-0,4	-2,8	-3,4	1,1
Precios de materias primas				
Términos de intercambio (var% a/a)	-5,4	-6,3	-4,8	-4,3
Cobre (LME, USD/lb., promedio)	3,11	2,50	2,02	2,29
Petróleo (WTI, USD/bar., promedio)	93	49	29	44
Tasas				
Tasa de FED (fdp)	0,25	0,50	1,00	2,00
Supuestos Internos				
Inventarios	-	-	Desacumulación gradual	-
Fenómeno El Niño (intensidad)	-	-	Moderada	-
Inversión en proy. Infraestructura (millones US\$) ²	563	1 139	2 489	4 475
Extracción de cobre (millones TM)	1,3	1,6	2,2	2,5
Extracción de anchoveta (millones TM)	2,3	3,6	4,0	4,5

1/ Considera los países: México, Brasil, Argentina, Chile, Colombia, Perú y Venezuela.

2/ Considera los proyectos: Línea 2 del Metro de Lima, Gasoducto en el sur de Perú, Línea de transmisión eléctrica Mantaro-Montalvo, Modernización de la refinería de Talara y Aeropuerto de Chinchero

Fuente: BCRP, INEI, IMARPE, MINEM y BBVA Research

En este contexto, prevemos que la actividad crecerá 3,6% en 2016 por mayor producción de cobre y gasto en infraestructura, de manera que las actividades primarias continuarán siendo el principal soporte del producto

Sectorialmente, el principal soporte del PIB en 2016 continuará siendo el conjunto de actividades primarias, que se acelerará hasta cerca de 8% (ver Tabla 3.2). Su dinamismo será más acentuado en el primer trimestre del año.

Tabla 3.2.
PIB por el lado sectorial
(Var. % interanual)

	2013	2014	2015	2016(p)	2017(p)
Agropecuario	1,6	1,4	2,8	1,3	3,5
Pesca	24,1	-27,9	15,9	3,5	6,4
Minería e hidrocarburos	4,9	-0,8	9,3	12,0	8,4
Minería metálica	4,3	-2,1	15,4	14,3	9,3
Hidrocarburos	7,2	4,0	-11,6	1,7	4,3
Manufactura	5,0	-3,3	-1,7	-1,3	2,0
Primaria	15,3	-9,7	1,3	3,2	3,4
No primaria	2,0	-1,0	-2,6	-2,8	1,5
Electricidad y agua	5,5	4,9	6,2	6,5	6,2
Construcción	8,9	1,7	-5,9	0,7	3,0
Comercio	5,9	4,4	3,9	3,5	3,8
Otros servicios	6,4	5,8	5,0	3,8	4,3
PIB Global	5,8	2,4	3,3	3,6	4,2
PIB primario	5,9	-2,3	6,6	7,9	6,5
PIB no primario*	5,8	4,1	2,6	2,6	3,8

* PIB no primario excluye impuestos y derechos de importación.
Fuente: BCRP, INEI y BBVA Research

El sector estrella dentro del conjunto de actividades primarias será la Minería metálica, y al interior de ella, la producción de cobre. El aumento que esta tendrá, de 33% en el año, contribuirá con más de un punto porcentual a la tasa de crecimiento del PIB en 2016. Por el contrario, nuestras previsiones están asumiendo que la extracción de zinc y de manera más marcada la de oro tenderán a disminuir en el año debido al agotamiento de algunas minas o la intención de alargar la vida útil de otras (y esperar así precios más altos en el futuro). La Pesca, por su parte, crecerá entre 3% y 4% en 2016, apoyada en la mayor extracción de anchoveta de entre 11% y 12% en el año, algo que también se recogerá en el desempeño de la Manufactura primaria.

Por el contrario, la producción agropecuaria estará lastrada por las anomalías climatológicas de El Niño (fuertes lluvias en algunas zonas del país y sequía en otras), no solo porque habrá cosechas que se malograrán sino también porque habrá siembras que no se harán durante la primera mitad del año, a lo que se suma las siembras que no se hicieron en el segundo semestre de 2015 porque se anticipaba en ese momento que El Niño sería de mayor intensidad que la que finalmente tuvo.

En cuanto al conjunto de sectores no primarios, este no registrará mejora en 2016, reflejando así lo que ocurrirá por el lado de la demanda. Por componentes, Servicios y Comercio sostendrán tasas de crecimiento de entre 3,5% y 4,0%, que si bien son menores que las del año pasado, de manera coherente con cierta fatiga transitoria del gasto de las familias, aún le darán un importante soporte al producto.

En el caso de la Construcción, recogerá en lo positivo el impulso de las grandes obras de infraestructura que antes se detalló y la recuperación de la inversión pública a nivel de gobiernos subnacionales (luego de contraerse por dos años consecutivos), pero el mercado inmobiliario continuará lento, y la inversión minera seguirá contrayéndose (est. en USD 1 300 millones) debido a que se perderá el sostén de las últimas minas grandes en fase de construcción como la ampliación de Cerro Verde y Las Bambas, que habrán pasado a su etapa de producción, y a que la reinversión en minas existentes se debilitará porque las utilidades de las

empresas de este sector serán en conjunto menores dado que los precios de los metales básicos seguirán en niveles bajos. En el balance, la Construcción no mostrará mayor recuperación en 2016 (luego de un pronunciado retroceso de más de 6% el año pasado) y su aporte al crecimiento será nulo.

Finalmente, la Manufactura no primaria será la actividad de más pobre desempeño. Las ventas al exterior de bienes con mayor contenido manufacturado (exportaciones no tradicionales) seguirán disminuyendo en 2016 pues el principal comprador, LatAm, se contraerá incluso algo más que el año pasado y el sector tendrá que digerir paulatinamente la acumulación de existencias que se dio en 2015. La contracción que se anticipa será sin embargo acotada por la fortaleza del gasto de las familias en EEUU, que en alguna medida moderará la menor demanda de LatAm de exportaciones no tradicionales peruanas, y por la ausencia de la carga que el retroceso de la demanda desde el sector Construcción significó para la Manufactura no primaria el año pasado.

Por el lado de la demanda, mayor producción minera se reflejará en exportaciones, mientras que gasto en infraestructura le dará soporte a la inversión pública y privada

Las exportaciones continuarán siendo las de mejor desempeño por el lado del gasto (ver Tabla 3.3). Esto básicamente reflejará el *boom* de la producción de cobre, mientras que las ventas de productos no tradicionales y los servicios tendrán un comportamiento discreto.

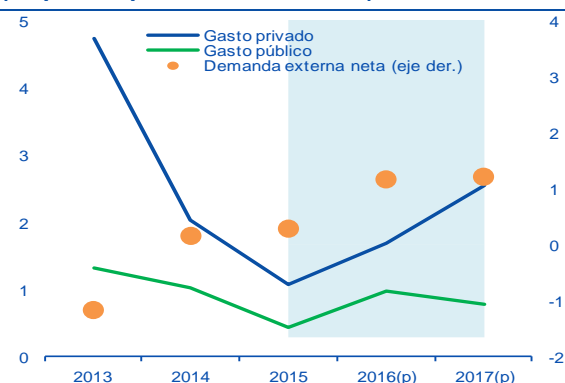
Tabla 3.3
PIB por el lado del gasto
(Var. % interanual)

	2013	2014	2015	2016(p)	2017(p)
1. Demanda Interna	6,9	2,2	2,9	2,4	3,0
a. Consumo privado	5,3	4,1	3,4	3,2	3,5
b. Consumo público	6,7	10,1	7,5	4,5	4,0
c. Inversión bruta interna	10,4	-4,9	-0,4	-0,5	1,3
Inversión bruta fija	7,4	-2,1	-5,5	0,5	2,8
- Privada	6,6	-2,2	-4,7	-1,4	2,2
- Pública	10,7	-2,0	-8,9	8,2	5,2
2. Exportaciones	-1,3	-1,0	2,7	6,0	6,6
3. PIB	5,8	2,3	3,3	3,6	4,2
4. Importaciones	2,9	-1,5	1,2	1,3	1,8

Nota:
Gasto privado (excl. inventarios) 5,7 2,4 1,3 2,1 3,2
Demanda interna (excl. Inventarios) 6,0 3,0 1,5 2,7 3,4

Fuente: INEI y BBVA Research

Gráfico 3.17
PIB por el lado del gasto: contribuciones^{1/}
(en puntos porcentuales del PIB)



1/ El gasto del sector privado excluye la acumulación de inventarios.
Fuente: BCRP y BBVA Research

La inversión bruta fija, por su parte, que se contrajo en los dos años anteriores por la debilidad tanto del componente público como privado, volverá a crecer en 2016, aunque de manera muy contenida. Al interior, la inversión pública y privada tendrán un desempeño muy distinto. La pública se apoyará en el mayor gasto para infraestructura, en donde destacarán los mayores desembolsos para la Línea 2 del Metro de Lima, y en la gradual recuperación de la inversión que realizan los gobiernos subnacionales, pues sus autoridades ya habrán tenido tiempo suficiente (más de un año) para ordenarse en la administración de este tipo de gasto. Cabe mencionar que en diciembre de 2015, luego de mucho tiempo, el conjunto de gobiernos subnacionales volvió a mostrar una sorpresiva expansión en su gasto de capital. Ese comportamiento continuó en enero de este año. Con estos dos soportes, prevemos que la inversión pública avanzará poco más de 8% en 2016.

La inversión privada aún no saldrá de terreno negativo y por tercer año consecutivo retrocederá. Será, sin embargo, la última vez que lo hará en el horizonte de proyección. En lo positivo, en 2016 habrá más inversión del sector privado en infraestructura. Los proyectos más grandes en los que se incrementarán los

desembolsos en comparación con 2015 serán el gasoducto en el sur de Perú, la línea de transmisión eléctrica Mantaro-Marcona-Socabaya-Montalvo, y la Línea 2 del Metro de Lima. La confianza de los empresarios también tenderá a mejorar. En los últimos meses ha estado recogiendo el bajo dinamismo de la actividad, la natural incertidumbre que conlleva un proceso electoral, el riesgo de un fenómeno El Niño que hasta no hace mucho se anticipaba que tendría una fuerte intensidad, la depreciación de la moneda local (que aprieta el gasto de capital de las empresas con descalce de monedas), y el deterioro de los precios de las materias primas y el mayor ruido externo en general. Las cifras de crecimiento han empezado a mejorar desde la publicada para noviembre, la de diciembre fue aún mejor (por encima de 6% interanual), y a lo largo del primer trimestre de 2016 se sostendrá un ritmo promedio de expansión en torno al 4%. Eso favorecerá la confianza empresarial. El proceso electoral y el fenómeno El Niño tendrán incidencia solo hasta la primera mitad del año; luego de ello la incertidumbre que generan se disipará porque las fuentes de la misma ya no estarán presentes. Eso también favorecerá la confianza empresarial desde ese momento. Algo similar ocurrirá con los precios de las materias primas y con el ruido externo. En el primer caso, encontrarán un mejor soporte en el segundo semestre y empezarán a recuperarse, en tanto que el ruido externo en general se irá poco a poco moderando conforme se asienta el polvo levantado por las dudas sobre el menor crecimiento de China y la habilidad que puedan tener sus autoridades para gestionar ese “aterizaje”, y más recientemente sobre el crecimiento de EEUU. Y finalmente, como se explica en la sección 5, las presiones de depreciación sobre la moneda local serán en 2016 menores que las del año pasado (y también apretarán menos porque las empresas han ido desdolarizando sus pasivos). Como resultado, la confianza de los empresarios probablemente mejorará, lo que favorecerá por ejemplo la inversión privada en maquinaria y equipo y también empezará a reforzar la ampliación de las planillas. Algo de esto se desprende de las encuestas que realiza mensualmente el Banco Central, las que muestran pesimismo de parte de los empresarios sobre el desempeño que tendrá la economía en el corto plazo, pero optimismo (incluso creciente) para horizontes temporales más prolongados (ver Gráfico 3.18 y 3.19). Estas encuestas también sugieren que las empresas del sector real y del sistema financiero estarían empezando a ajustar al alza sus expectativas de crecimiento para 2016. En lo negativo, el mercado inmobiliario continuará lento, las empresas irán normalizando las existencias acumuladas el año pasado y eso desincentivará nueva producción y por lo tanto el gasto de capital, las tasas de interés en moneda local para las empresas más grandes serán mayores en comparación con las del año anterior reflejando el ajuste monetario del Banco Central para atacar las expectativas inflacionarias, y finalmente la inversión minera seguirá contrayéndose (est. en USD 1 300 millones) debido a que se perderá el sostén de las últimas minas grandes en fase de construcción que han avanzado recientemente a la siguiente etapa de su ciclo de vida (producción). El balance de estos elementos es a la baja para la inversión privada, que estimamos que se contraerá alrededor de 1,5% en 2016.

Gráfico 3.18
Expectativa sobre la economía a 12 meses (en puntos)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.19
Expectativa sobre el sector a 12 meses (en puntos)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Para finalizar, el dinamismo de la masa salarial continuará débil, por lo menos en el primer semestre. Las perspectivas de contratación de personal en los próximos tres meses no son aún favorables (ver Recuadro 2), de manera que la generación de empleo adecuado será acotada en el corto plazo. Sin embargo, también es cierto que las expectativas que tienen las familias sobre su situación económica son mejores para la segunda mitad de 2016. En un contexto en el que la inflación empieza a ceder (ver sección 6), las cifras de crecimiento económico son más positivas, y el ruido local (se disipa El Niño, el proceso electoral concluye) y externo (que incide sobre el tipo de cambio, un termómetro para algunos hogares sobre cómo van las cosas) se moderan, estas expectativas podrían reforzarse. Como resultado, las familias estarán inclinadas a mantener el ritmo de mejora en sus patrones de consumo, buscando para ello financiamiento por algún tiempo más. Este es nuestro escenario base. Es coherente con el optimismo que se tiene por el lado de los empresarios en el mismo horizonte temporal sobre cómo evolucionará el sector en el que se desenvuelven (ver Gráfico 3.19) y la economía en su conjunto (ver Gráfico 3.18). Nuestro balance entre un débil mercado laboral en el corto plazo, de un lado, y confianza en que la situación mejorará, menor inflación, y acceso a financiamiento, de otro, es que el consumo privado crecerá este año menos que en 2015, pero no mucho menos, sino algo por encima del 3%.

¿Cómo compara esta proyección de crecimiento para 2016 con la que se tenía hace tres meses? Mejora debido a que el fenómeno El Niño será menos intenso que lo anticipado y a la mayor producción minera

En los últimos tres meses, dos elementos exógenos en nuestras previsiones se han comportado de manera distinta a lo que consideramos en octubre: el fenómeno El Niño y la producción minera. En el primer caso, la probabilidad de que El Niño tuviese una fuerte intensidad en el verano se redujo sustancialmente. En el segundo, dos proyectos cupríferos grandes (ampliación de Cerro Verde y Las Bambas), que se estimaba empezarían a producir entre fines del 1T16 y del 2T16, lo hicieron más pronto.

Hace tres meses la probabilidad de que El Niño tuviese una fuerte intensidad en el verano se aproximaba al 50%. Las fuertes lluvias en la costa norte de Perú afectarían negativamente la agricultura, pesca, la actividad petrolera, el comercio, y la construcción. Por el lado del gasto se reflejarían en menores exportaciones, inversión (pública y privada) y consumo privado. Sin embargo, la probabilidad de que fuese tan intenso disminuyó en enero a 15% y por el contrario se incrementó la del escenario moderado hasta 65% (ver Gráfico 3.12). Los registros más recientes de las anomalías en la temperatura del mar van en el mismo sentido (ver Gráfico 3.13). Ello se ha incorporado en el escenario macroeconómico base, con incidencia al alza sobre el crecimiento en 2016; por el contrario, el rebote posterior en las actividades económicas afectadas por El Niño será ahora menos pronunciado en 2017, lo que incide a la baja sobre la previsión del crecimiento para ese año.

De otro lado, hace tres meses anticipábamos que la ampliación de Cerro Verde empezaría su etapa de producción a fines del primer trimestre de 2016. Sin embargo, esto se adelantó: la mina inició producción en el 4T15, con lo que el volumen que producirá en 2016 en nuestro escenario base revisado es mayor. Algo similar ocurre con Las Bambas: estimábamos que empezaría a producir cobre a fines del segundo trimestre de 2016, pero esto se adelantó a diciembre del año anterior. Como resultado, el volumen de producción de estas dos minas será mayor en 2016, lo que incide al alza sobre la tasa de crecimiento del PIB en ese año. Pero como el volumen producido en 2016 estará ahora más cerca de su nivel de plena capacidad operativa, la expansión de la producción cuprífera en 2017 será ahora algo más acotada, lo que incide a la baja sobre el crecimiento del PIB en ese año.

Además de estos dos factores de oferta, positivos sobre la previsión, el nuevo escenario base considera otros elementos que en el balance conjunto han incidido a la baja sobre nuestra estimación de crecimiento para 2016, aunque de manera más moderada. Uno de ellos, quizás el principal porque también afecta la

confianza de empresarios y consumidores, es el entorno externo. Por ejemplo, ahora se estima que LatAm tendrá este año un desempeño menos favorable en comparación con lo previsto en octubre, lo que afecta negativamente las exportaciones no tradicionales. Además, ahora se tiene una caída más acentuada del precio del cobre (y del zinc) para 2016, lo que debilita los beneficios de las empresas mineras y de esa manera la reinversión de utilidades.

Como resultado, este informe revisa al alza la previsión de crecimiento del PIB para 2016, desde el 2,8% que teníamos hace tres meses a 3,6%, en tanto que la de 2017 se recorta de 5,0% a poco más de 4%.

Impulso minero y de infraestructura continuará el próximo año y a este se sumarán otros elementos, con lo que el crecimiento en 2017 se acelerará hasta poco más de 4%

El próximo año la economía mundial, y en particular los socios comerciales en LatAm, tendrán un mejor desempeño. Localmente, habrá una reversión positiva de los impactos que El Niño haya tenido en 2016 y el ambiente para familias y empresas será más favorable pues el mismo fenómeno El Niño y el ruido electoral estarán ausentes, la inflación y la depreciación de la moneda local estarán más contenidas, y buena parte del exceso de inventarios se habrá digerido. Estos elementos y el impulso que continuarán dando la mayor producción minera (cobre) y el mayor gasto en infraestructura, que en conjunto contribuirán con más de dos puntos porcentuales al crecimiento del PIB, llevarán a que la actividad se acelere hasta poco más de 4%.

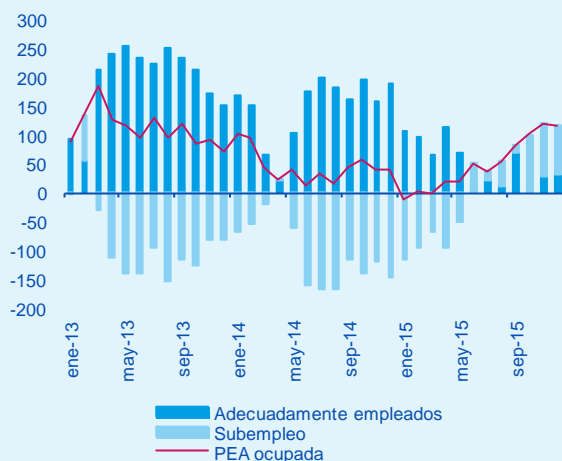
Por el lado sectorial, la reversión de los impactos de El Niño favorecerá al agro y la pesca, y con ello a la industria primaria. La Construcción se acelerará por el mayor gasto en infraestructura y la Manufactura no primaria volverá a expandirse debido, por ejemplo, a la mejora en la demanda del sector construcción y de exportaciones no tradicionales (LatAm). Finalmente, Comercio y Servicios tendrán algún rebote vinculado con el mejor desempeño del gasto del sector privado.

Por el lado del gasto, las exportaciones continuarán liderando el crecimiento, apoyadas en la producción minera y en las mayores ventas al exterior de productos no tradicionales. Los mayores desembolsos para construir infraestructura favorecerán a la inversión privada, en la que también incidirá positivamente la mejora en la confianza empresarial. En este contexto, la generación de empleo se dinamizará, y junto con el retroceso de la inflación le dará soporte a los ingresos de las familias y así al consumo privado, que prevemos registrará sin embargo solo una aceleración moderada en 2017 porque habrá cierto desapalancamiento de los hogares (deudas que se tomaron en 2015 y 2016 para sostener el consumo). En conjunto, la mayor demanda del sector privado explicará la aceleración del crecimiento del PIB entre 2016 y 2017. Finalmente, el gasto público avanzará de manera más mesurada, consistente con el mantenimiento de un déficit fiscal estructural en niveles manejables.

Recuadro 2. Mercado laboral: deterioro de la calidad de los nuevos puestos de trabajo y del dinamismo de la masa salarial⁷

En el segundo semestre de 2015 hubo un importante incremento de la población económicamente activa (PEA). En un contexto en el que la economía sigue débil y los precios avanzan a un ritmo elevado, sobre todo los de alimentos y servicios públicos, una mayor proporción de la población en edad de trabajar (PET) se animó a buscar empleo. Y lo ha encontrado: la PEA ocupada se aceleró a lo largo del año y al cierre de este avanzaba a un ritmo que no se observaba desde 2013 (ver Gráfico R.2.1), cuando el PIB crecía en torno al 6% interanual.

Gráfico R.2.1
Lima Metropolitana: incremento de la PEA ocupada (en miles de personas, var. interanual)



Fuente: INEI y BBVA Research

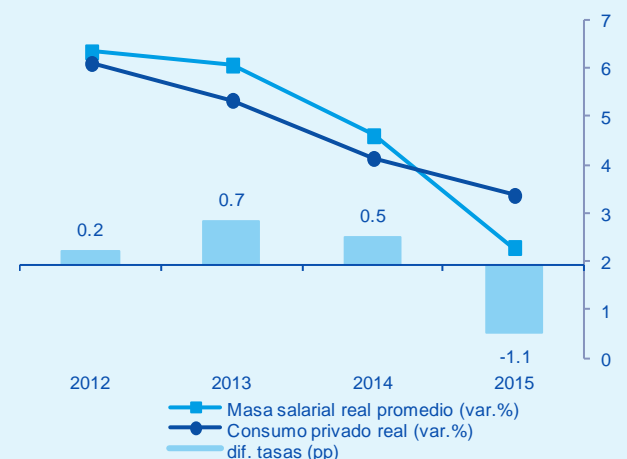
Sin embargo, a pesar de que el mercado laboral ha podido absorber a este mayor número de personas que desean trabajar, no lo ha hecho en las condiciones adecuadas. Alrededor de 75% de los puestos de trabajo creados en el segundo semestre de 2015 fueron subempleos, y de estos la mayoría exige trabajar 35 horas a la semana o más pero paga menos que el salario mínimo (subempleo por

⁷ La información utilizada corresponde a la Encuesta Permanente de Empleo (EPE). Esta solo contiene datos para Lima Metropolitana. La información disponible con cobertura para todo el país se publica con mayor rezago y tiene una menor desagregación. Sin embargo, dada la importancia de Lima en la economía, es razonable que sus tendencias generales no sean muy distintas a las del país en su conjunto.

ingresos). Es coherente así con que buena parte de ese mayor número de personas que desean trabajar y que el mercado laboral ha absorbido en la segunda mitad del año es poco calificada (tiene solo algún grado de instrucción escolar secundaria), ha encontrado empleo en el sector servicios (uno de los que tiene menor productividad), y lo ha hecho en las empresas de menor tamaño (usualmente también las de menor productividad). La calidad de los nuevos empleos creados se ha deteriorado.

En este contexto, la masa salarial ha seguido incrementándose porque hay más empleo, pero ha perdido dinamismo (ver Gráfico R.2.2) ya que la mayoría de esos nuevos puestos de trabajo tienen una remuneración relativamente baja. No ayuda tampoco que la inflación haya tendido a subir en el último año, erosionando así el poder adquisitivo de los ingresos de las familias.

Gráfico R.2.2
Masa salarial^{1/} y Consumo privado (var. % interanual)

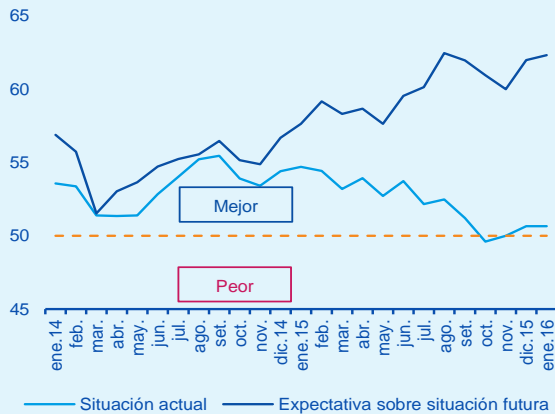


^{1/} Se calcula como la PEA ocupada multiplicada por el ingreso promedio por trabajador.
Fuente: INEI y BBVA Research

El menor dinamismo de la masa salarial, que pasó de poco más de 4,5% en 2014 a algo menos de 2,5% en 2015, anticiparía una desaceleración del consumo privado. Esto ha ocurrido, pero quizás de una manera menos pronunciada que lo que se hubiese esperado (ver Gráfico R.2.2). Una posible explicación es que las familias estarían anticipando

que la situación se ha apretado solo de manera temporal (ver Gráfico R.2.3).

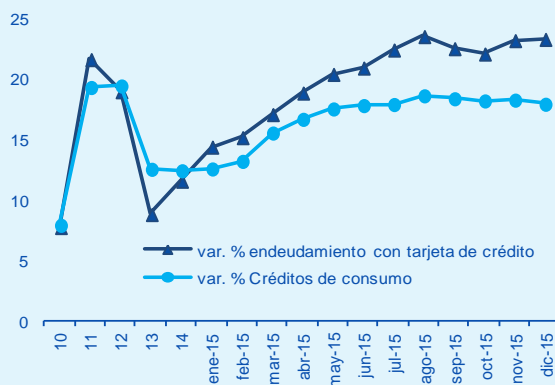
Gráfico R.2.3
Familias: situación actual y expectativa sobre situación futura^{1/} (puntos, promedio 3 últ. meses)



1/ "Situación actual" evalúa si las familias perciben una mejora en su situación económica con respecto a la de hace un año, mientras que "Expectativa sobre situación futura" evalúa si las familias consideran que en un año vista su situación económica mejorará.
Fuente: Apoyo Consultoría y BBVA Research

En este contexto, algunas familias podrían haber optado por recortar su ahorro y otras por endeudarse (ver Gráfico R.2.4); la mejora posterior que esperan para su situación familiar les daría luego el espacio para amortizar esos préstamos.

Gráfico R.2.4
Créditos de consumo y Créditos a través de tarjetas de crédito (var. % interanual)

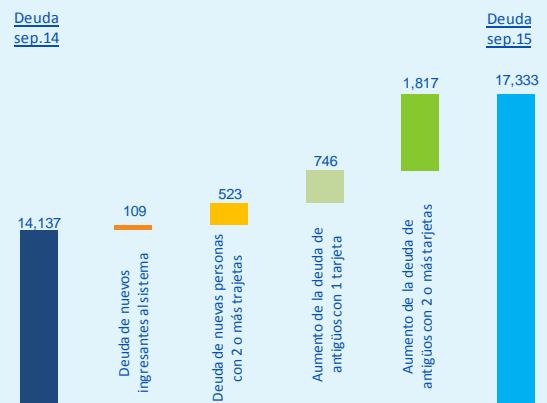


Fuente: SBS y BBVA Research

Cabe mencionar que en este entorno de mayor endeudamiento, el crédito de consumo que más se ha acelerado es el uso de tarjetas de crédito. Los datos sugieren que si bien hay personas que han

decidido obtener una tarjeta de crédito o alguna adicional a la que ya tenían para financiar su gasto, el grueso del endeudamiento adicional corresponde a la mayor intensidad de uso de las tarjetas de crédito que ya se tenían (ver Gráfico R.2.5), principalmente por parte de aquellas personas que cuentan con más de dos tarjetas.

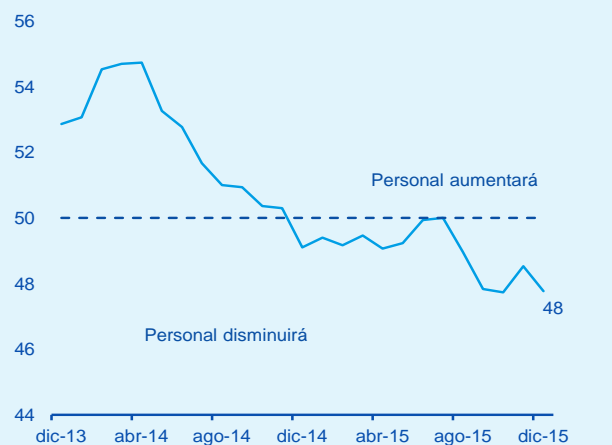
Gráfico R.2.5
Aumento del endeudamiento con tarjetas de crédito (\$ millones)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Naturalmente, si esa expectativa de mejora en la situación familiar no llega a concretarse, el gasto de estas familias tenderá a ajustarse. Ese escenario no es descartable al observar que, de manera agregada, las empresas no están inclinadas a ampliar sus nóminas, por lo menos no en el muy corto plazo (ver gráfico R.2.6).

Gráfico R.2.6
Expectativa de contratación de personal en los próximos tres meses (puntos, promed. 3 últ. meses)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Nuestra previsión es que el mercado laboral y las condiciones de contratación no mejorarán sustancialmente antes de mediados de 2016. Luego de ello, sin embargo, el panorama será algo más favorable. Disipada la incertidumbre sobre el fenómeno El Niño y las elecciones generales, y asentado algo más el polvo sobre las dudas que se tienen en cuanto al crecimiento económico mundial, las empresas volverán paulatinamente a evaluar incrementos en sus planillas.

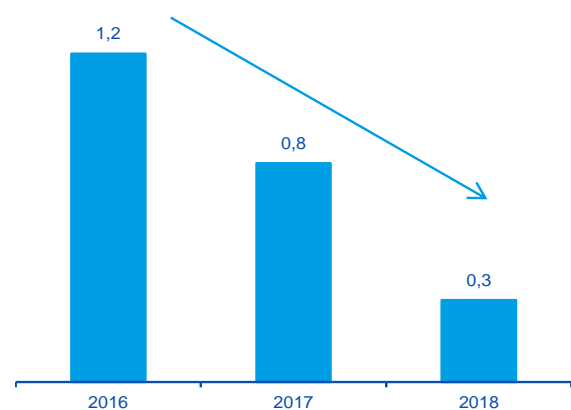
Luego de 2017, los motores de crecimiento pierden dinamismo

La disminución del crecimiento económico en los últimos años ha puesto en relieve la necesidad de implementar medidas que permitan retomar una senda de crecimiento acelerada, es decir, que favorezcan la productividad y competitividad. Con un ritmo de expansión más lento, será difícil lograr reducciones sostenibles de la pobreza (que se torna más dura conforme se va reduciendo) y crear empleo de calidad. Es un tema en el que hemos venido insistiendo desde hace varias publicaciones atrás.

Perú ha dejado de ser una economía de rápido crecimiento: ya no se crece a tasas anuales de 6,5% en promedio, sino que últimamente se está en torno a 3%, y luego de corregir por factores cíclicos, quizás alrededor de 4%. El potencial de crecimiento de Perú se ha reducido. Estimamos que en el medio plazo la actividad se expandirá a un ritmo promedio anual moderado pues es difícil hallar motores importantes de crecimiento más allá de 2017. En minería, por ejemplo, la entrada en producción de los últimos grandes proyectos mineros sostendrá el avance del PIB en el corto plazo (en alrededor de 1 punto porcentual por año hasta 2017), pero sin perspectivas de que otros proyectos importantes (además de la ampliación de Toquepala) entren pronto en fase de construcción, el empuje que da el sector se apagará desde 2018⁸ (ver gráfico 3.20). Algo similar ocurrirá con el gasto en infraestructura (ver gráfico 3.21).

Gráfico 3.20

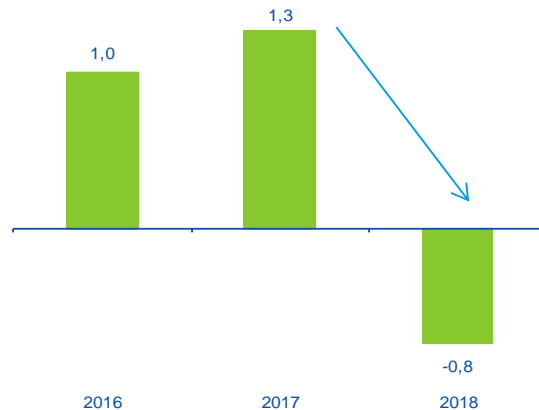
Minería metálica: aporte al crecimiento (puntos porcentuales del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.21

Gasto en infraestructura: aporte al crecimiento^{1/} (puntos porcentuales del PIB)

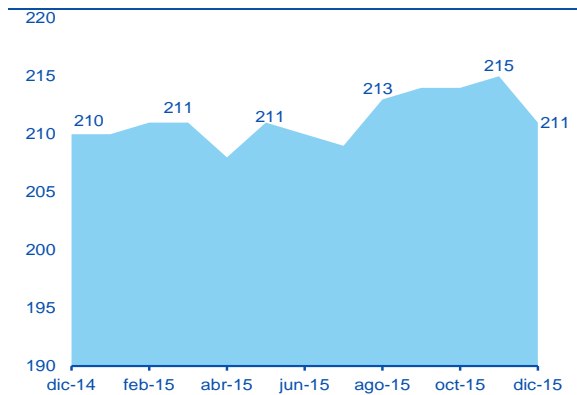


1/ Incluye cinco proyectos grandes que actualmente se están construyendo: la Línea 2 del Metro de Lima, el gasoducto en el sur de Perú, la modernización de la refinería de Talara, la línea de transmisión Mantaro-Montalvo, y el aeropuerto de Chinchero.
Fuente: BCRP, MEF y BBVA Research

No es el objetivo de este documento detallar qué hacer para lograr sostener tasas de crecimiento importantes en el futuro. Pero sí es necesario volver a llamar la atención sobre la necesidad de hacer más. ¿Por dónde empezar, qué priorizar? Conflictividad social, facilidades para hacer negocios, y continuar invirtiendo en capital humano (educación y salud) e infraestructura. Por ejemplo, el tema de conflictividad social alrededor de algunos proyectos grandes en cartera (los proyectos mineros paralizados por conflictos sociales implican inversiones de aproximadamente USD 10 mil millones, que equivalen a 5,5 puntos porcentuales del PIB, ver Gráficos 3.22 y 3.23) ha impedido que estos se desarrollen. Con el destrabe de algunos cuantos proyectos grandes (mediante acuerdos que beneficien a las partes directamente interesadas) se daría un aire adicional para que medidas más estructurales como las de educación o salud tengan tiempo de madurar.

8: Ver presentación sobre el sector minero en Perú. <https://www.bbva.com/publicaciones/sector-minero-en-el-peru/>

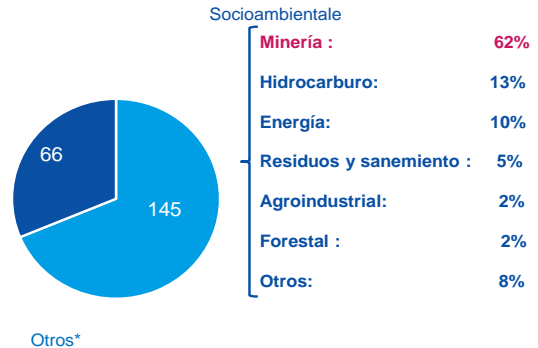
Gráfico 3.22
Conflictos sociales*
(Número de casos)



*Comprende los conflictos sociales activos y latentes. Los conflictos sociales registraron en el mes de diciembre 143 son activos y 68 latentes.

Fuente: Defensoría del Pueblo y BBVA Research

Gráfico 3.23
Conflictos sociales
(Número de casos)

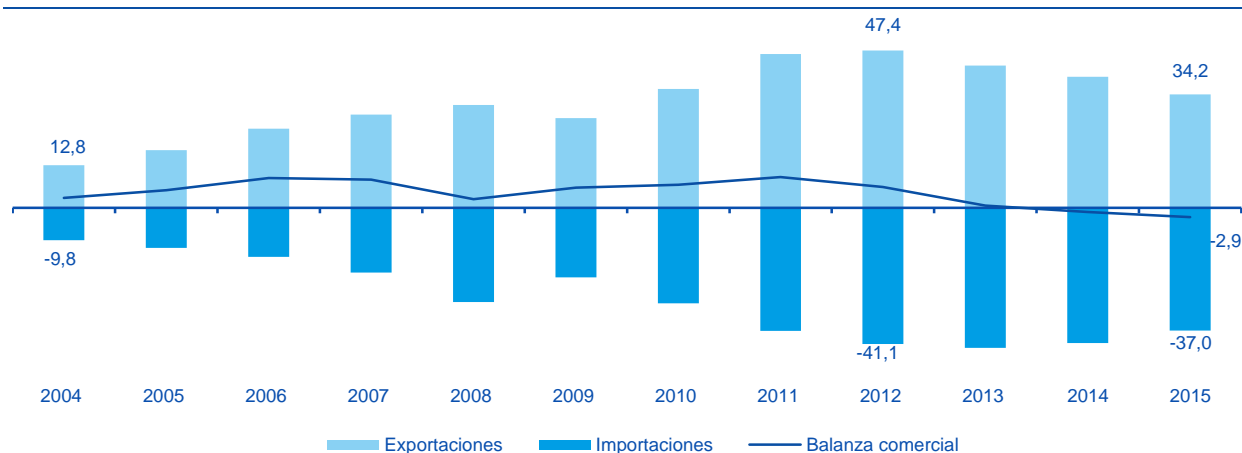


Fuente: Defensoría del Pueblo y BBVA Research

En los próximos dos años, el boom minero favorecerá que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos disminuya de manera importante

En 2015, el déficit comercial se situó en USD 2,9 mil millones (-1,5% del PIB, el nivel más alto desde 1998, ver Gráfico 3.24). De un lado, incidieron favorablemente en el año: i) el mayor volumen exportado, que creció 1,5% (tras dos años consecutivos de contracción) debido a los mayores embarques de bienes tradicionales (5,5%, en particular de cobre y harina de pescado en el segundo semestre), los que compensaron el deterioro de los envíos no tradicionales (-5,7%, debido a la menor demanda de los países de región); y ii) la contracción de las importaciones totales (-9%), que reflejó el retroceso de los precios de importación pues los volúmenes importados permanecieron sin variación respecto al año previo por la debilidad de la demanda interna. De otro, contrarrestó lo anterior el mayor deterioro de los precios de exportación (-15%), especialmente de productos tradicionales como los metales (cobre, oro, plomo y zinc). De hecho, el índice de precios de exportación tradicional se contrajo más de 21%, semejante a la caída acumulada registrada en los últimos tres años. De esta manera, en el agregado, la balanza comercial se deterioró, y medida en dólares se amplió en más de dos veces con respecto al año previo. En este entorno de mayor déficit comercial, el descenso de la renta de factores, principalmente de las utilidades de las empresas transnacionales que operan en Perú, actuó como un estabilizador automático y, de esta manera, el déficit en la cuenta corriente (como porcentaje del PIB) se ubicó alrededor de 3,9% en 2015 (ver Tabla 3.4), un nivel similar al del año previo.

Gráfico 3.24

Balanza comercial (miles de millones de USD)


Fuente: BCRP y BBVA Research

Tabla 3.4

Balanza de pagos (% del PIB)

	2013	2014	2015
I. BZA EN CTA CTE	-8.474	-8.031	-7.433
Porcentaje del PBI	-4,2	-4,0	-3,9
1. Balanza comercial	613	-1.276	-2.864
a. Exportaciones	42.861	39.533	34.157
b. Importaciones	-42.248	-40.809	-37.021
2. Servicios	-1.801	-1.800	-1.760
3. Renta de factores	-10.631	-9.328	-6.110
4. Transferencias corrientes	3.346	4.374	3.300
II. CUENTA FINANCIERA	11.418	6.838	7.794
Porcentaje del PBI	5,7	3,4	4,1
1. Sector privado	14.881	6.490	5.637
2. Sector público ^{1/}	-1.338	-6	2.500
3. Capitales de corto plazo	-2.125	354	-343
III. ERRORES Y OMISIONES	-38	-985	-453
IV. RESULTADO DE LA BP (I+II+III) ^{2/}	2.907	-2.178	-92

^{1/} Incluye financiamiento excepcional.

^{2/} Variación de RIN y efecto valuación y monetización del oro.

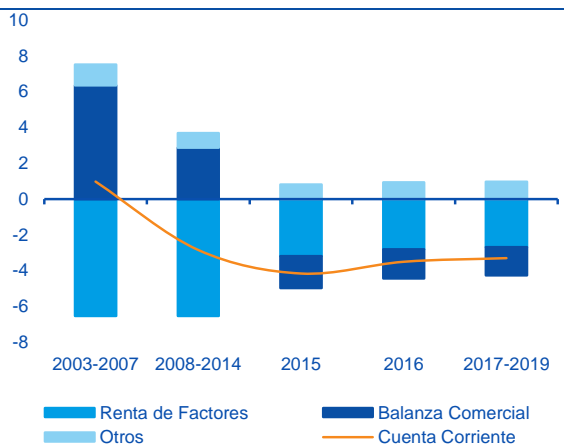
Fuente: BCRP y BBVA Research

Para 2016 estimamos que el escenario internacional adverso, principalmente para los precios de las materias primas, continuará afectando el desempeño de las exportaciones. Asimismo, las exportaciones no tradicionales y de servicios seguirán débiles en el entorno de ralentización de las economías de la región. Sin embargo, el incremento de los volúmenes exportados debido al impulso de la mayor producción minera relacionada con la entrada en operación de nuevos proyectos cupríferos como Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde, y pesquera, ante un fenómeno El Niño solo moderado, más que los compensará. Un factor adicional en el mismo sentido será el bajo precio de petróleo en este año (Perú es importador neto). Como resultado, anticipamos un déficit comercial y externo (cuenta corriente) más acotado en el presente año que se situaría alrededor de -1,7% y -3,6% del PIB, respectivamente (ver Gráfico 3.25). Para el periodo 2017-

2019 proyectamos una disminución del déficit en cuenta corriente hacia niveles en torno a 3,0% del PIB, y que reflejará principalmente una mayor producción primaria transable (principalmente minera).

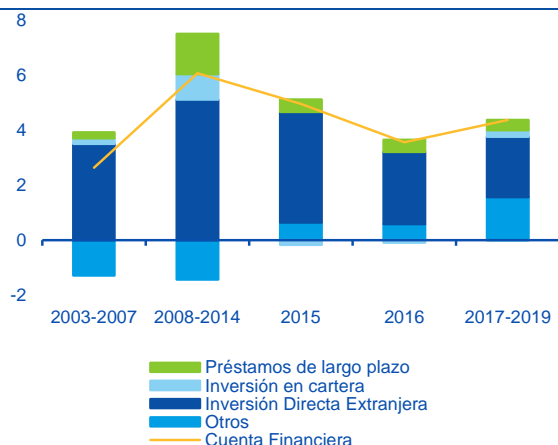
En el horizonte de proyección se prevé que las fuentes de financiamiento (privadas y públicas) se ubiquen en línea, o excedan marginalmente, las necesidades de divisas de la cuenta corriente (ver Gráfico 3.26). Así, se espera que los flujos de capital privados de largo plazo (IED y préstamos de largo plazo) permitan cubrir en promedio las 2/3 partes del déficit externo decreciente en el periodo 2016-2019. En especial, los flujos de IED se situarían alrededor de 2,6% del PIB en el presente año, inferior al 2015 (4,0%), en un contexto de precios internacionales bajos que afectan a la reinversión de utilidades (principalmente en empresas mineras) y de lenta recuperación de la demanda interna. Por su parte, a diferencia de años previos, el financiamiento externo público empezará a tener un papel importante en el agregado de los flujos financieros que ingresarán a la economía en el horizonte de proyección (explicará alrededor de la mitad de estos flujos), pues el sector público colocaría deuda en el exterior para financiar el mayor déficit que se espera en los próximos años.

Gráfico 3.25
Balanza en cuenta corriente
(% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.26
Cuenta financiera*
(% del PIB)



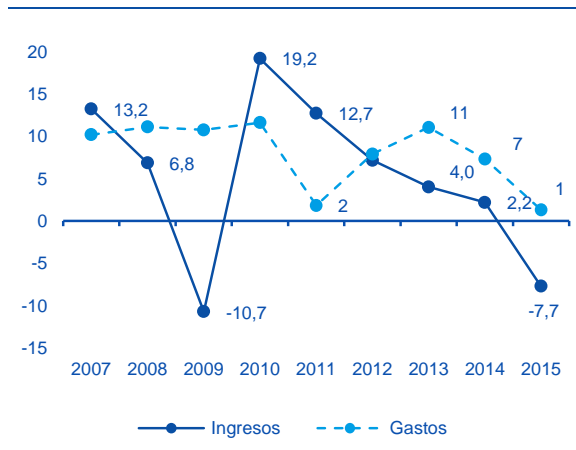
* El rubro otros incluye principalmente los capitales de corto plazo y la cuenta financiera pública.
Fuente: BCRP y BBVA Research

4 Déficit fiscal seguirá aumentando y así la deuda pública, que sin embargo seguirá en niveles manejables

Se ha reducido la holgura fiscal, por lo que el Gobierno empleará recursos del fondo de estabilización fiscal

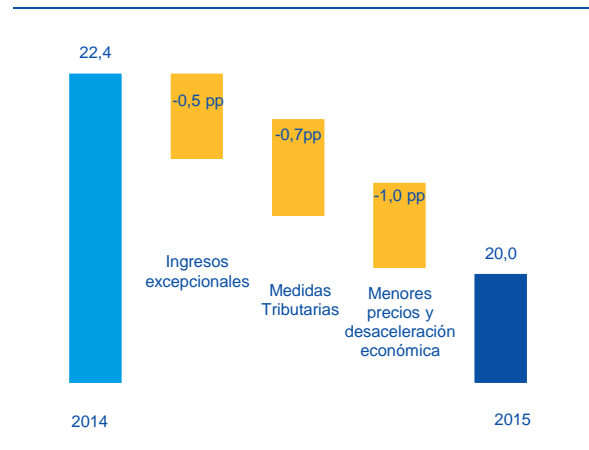
En 2015, el resultado fiscal fue deficitario en 2,1% del PIB, mayor al registrado el año previo (-0,3% del PIB). Este deterioro reflejó la disminución de los ingresos fiscales (ver Gráfico 4.1) en un contexto en el que la economía y los precios de las materias primas exportadas siguen débiles y en el que entró en vigencia un conjunto de medidas tributarias que incluyen el recorte permanente de tasas impositivas a la renta (ver Gráfico 4.2).

Gráfico 4.1
Ingresos y Gastos del Gobierno General^{1/}
(en términos reales, var. % interanual)



1/ No están considerados los ingresos y gastos de las empresas públicas
Fuente: MEF y BBVA Research

Gráfico 4.2
Ingresos del Gobierno General
(% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

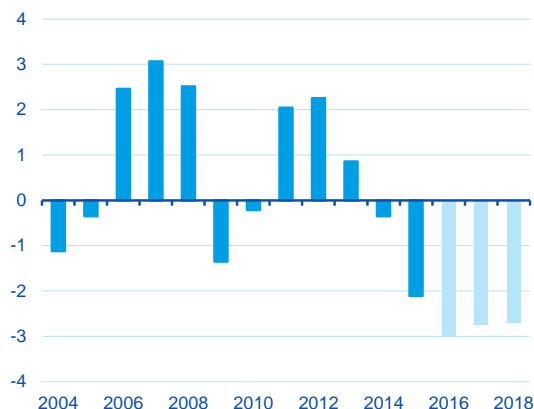
En línea con la paulatina recuperación de la actividad económica, estimamos que a partir de 2016 los ingresos fiscales empezarán a crecer de manera gradual en términos reales. El impacto del *boom* minero, si bien positivo, será acotado porque el precio de las materias primas exportadas, como por ejemplo el cobre, volverán en promedio a disminuir. En este contexto, los ingresos fiscales se ubicarán en 20% del PIB en 2016. En el caso del gasto, este se incrementará, de manera consistente con la recuperación de la inversión pública a nivel subnacional y la ejecución de grandes proyectos de infraestructura pública como la Línea 2 del Metro de Lima y la modernización de la refinería de Talara. En el balance, estimamos que el déficit fiscal se situará alrededor de en 3,0% del PIB este año.

Para financiar este déficit, el Estado peruano empleará parte de los recursos del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF). Serán alrededor de USD 1,3 mil millones en 2016. La ley le permite hacerlo debido a la fuerte disminución de la recaudación. Para el resto del déficit a financiar se ha asumido, como ocurrió en 2015, que cerca del 75% se financiará en los mercados internacionales y la diferencia se hará localmente (bonos soberanos, de los cuales el 30% serían adquiridos por inversionistas no residentes, una proporción menor que el 36% que actualmente estos mantienen).

A lo largo de la senda prevista, el déficit fiscal se ubicará entre 2,5% y 3,0% desde 2017 en adelante (ver Gráfico 4.3). Ello es consistente con un avance real de los ingresos y del gasto no financiero de 3,0% por año en promedio a lo largo del horizonte de previsión y con la conclusión de la modernización de la refinería

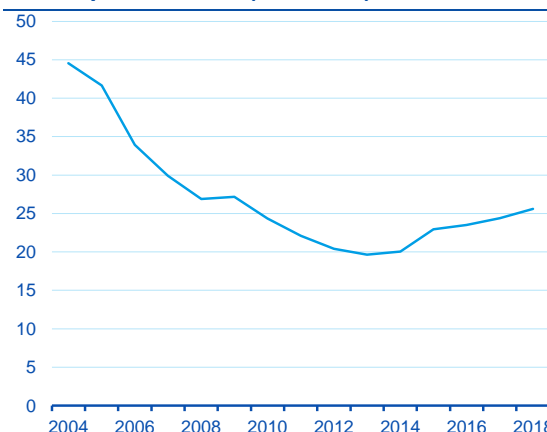
de Talara, de manera que el déficit fiscal estructural no se aleje del 2,5% del PIB. Por lo tanto, el espacio para hacer reformas de Estado o implementar/expandir programas sociales es acotado y se requerirá aumentar la eficiencia de los recursos que se desembolsan. Como resultado, el saldo de la deuda pública bruta seguirá incrementándose (en 2017 todavía se podrán emplear legalmente recursos del FEF para financiar el déficit fiscal, pero luego prevemos que ya no), pero no excederá el 27% del PIB en el horizonte de previsión (ver Gráfico 4.4).

Gráfico 4.3

Resultado fiscal (% del PIB)

Fuente: MEF y BBVA Research

Gráfico 4.4

Deuda pública bruta (% del PIB)

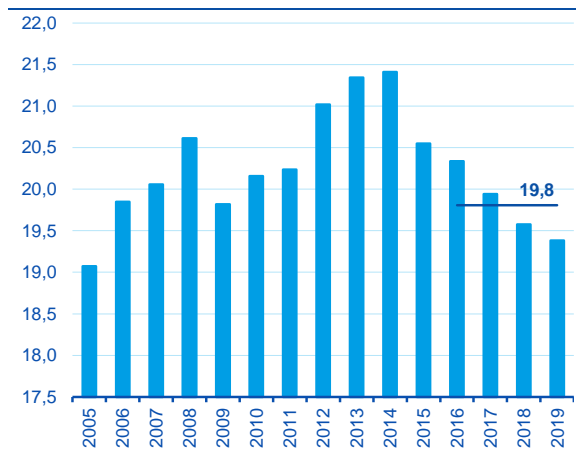
Fuente: MEF y BBVA Research

Es importante señalar que debido a la rebaja de impuestos implementada el año pasado, los ingresos estructurales se han visto afectados de manera permanente. Corrigiendo la proyección de ingresos por el ciclo de precios de materias primas y de actividad económica, estimamos que los ingresos estructurales en el horizonte de proyección se ubicarán en 19,8% del PIB (2016-2019), por debajo de lo registrado en años previos (ver gráfico 4.5). Este resultado nos lleva a estimar un déficit estructural en promedio de 2,5% del PIB (ver Gráfico 4.6) y una proyección creciente de la deuda pública bruta.

Cabe mencionar que el déficit estructural en niveles de 2,5% del PIB y el aumento del saldo de deuda pública bruta acotan el espacio para reducciones adicionales de las tasas impositivas, ya sea en renta o en valor agregado, más aún si no conllevan incrementos tangibles en la base de contribuyentes que las compensen. Por ejemplo, una rebaja en la tasa del IGV, si bien podría tener algún impacto en dinamizar el consumo privado en el corto plazo (al elevar el poder adquisitivo de las familias) y de esa manera la actividad económica, será a costa de una menor recaudación fiscal permanente si no se implementan medidas complementarias que aumenten la base tributaria. De momento no hemos encontrado evidencia que demuestre que una rebaja de la tasa del IGV incentiva la formalización en general y de esa manera eleva la base tributaria⁹.

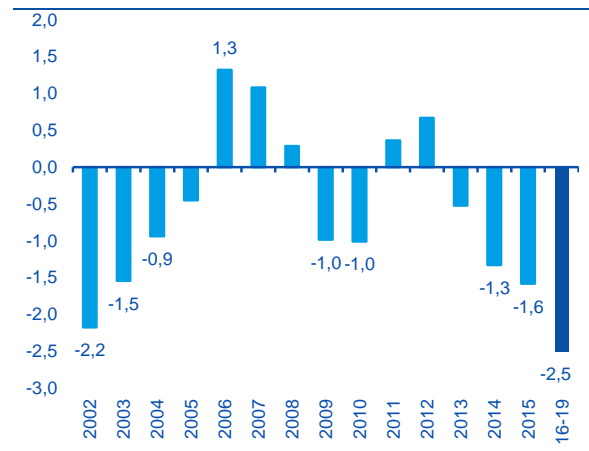
⁹ Las empresas informales no pagan IGV. Y las que llegan a pagar lo hacen por compras de insumo o mercadería de otras empresas formales (el pago del IGV lo trasladan al precio final de venta). En el segundo caso, una rebaja del IGV les permite tener una mayor liquidez, pero no incentiva su formalización. Si lo que se desea es formalizar, quizás es más recomendable simplificar el pago del tributo, no solo del IGV, sino de todos. Un reciente estudio de la OIT publicado en el 2015 y titulado "Políticas para la formalización de las microempresas y pequeñas empresas en América Latina" va en esa línea. En el tema referido al IGV no se trata una rebaja impositiva, sino que lo que se recomienda es facilitar su pago, como por ejemplo la simplificación del trámite.

Gráfico 4.5
Ingresos fiscales estructurales^{1/}
(% del PIB potencial)



1/ La estimación de los ingresos fiscales considera la nueva metodología aprobada recientemente por el MEF
Fuente: MEF y BBVA Research

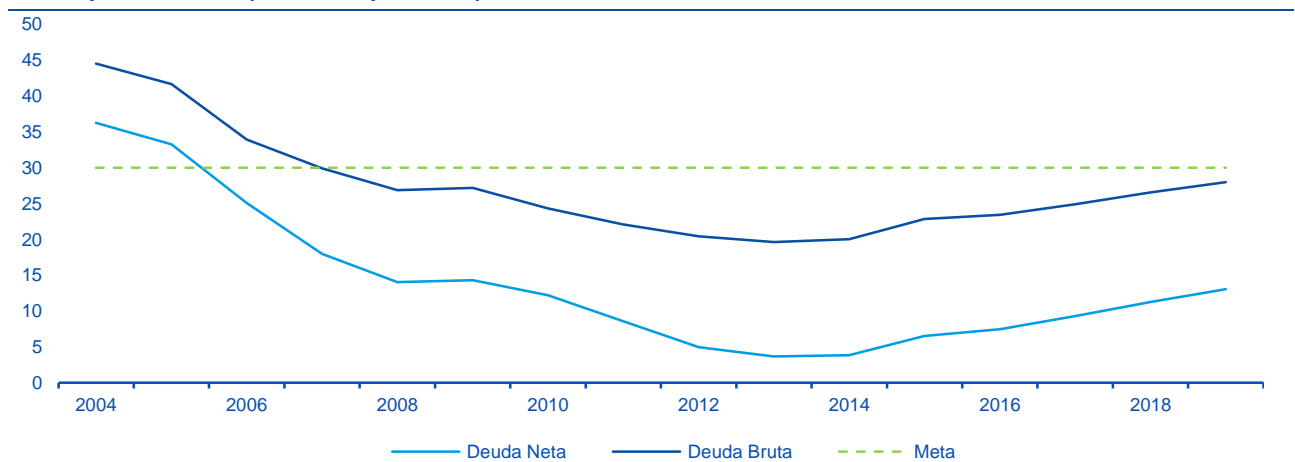
Gráfico 4.6
Resultado fiscal estructural
(% del PIB potencial)



Fuente: MEF y BBVA Research

Suponiendo un escenario hipotético de rebaja de la tasa del IGV en un punto porcentual durante tres años (y no se implementan medidas que permitan ampliar la base tributaria), los ingresos estructurales disminuirían anualmente en torno a cuatro décimas de punto porcentual del PIB, el déficit estructural se ubicaría alrededor de 3,0% del PIB, y la deuda pública bruta estaría próxima a alcanzar hacia el 2019 el límite legal establecido en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (de 30% del PIB, ver Gráfico 4.7). Cabe mencionar que si la deuda pública bruta mantiene una senda creciente y eventualmente sobrepasa el 30% del PIB, podría empezar a erosionarse una de las fortalezas macroeconómicas del país, lo que no favorecería la calificación crediticia de la deuda del gobierno.

Gráfico 4.7
Deuda pública bruta (% del PIB potencial)



Fuente: MEF y BBVA Research

5 Mercados financieros locales inician el año con retrocesos

Mercados financieros locales inician el año con retrocesos

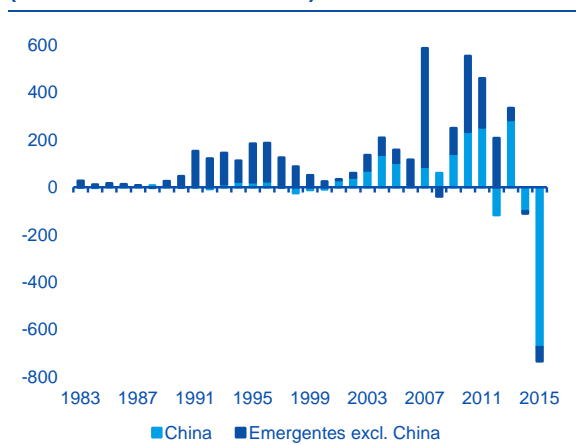
En 2015, las economías emergentes experimentaron fuertes salidas de capital generadas por la volatilidad en los mercados financieros. Según el Instituto de Finanzas Internacionales (IFF), las salidas netas de capital de países emergentes alcanzaron los USD 735 mil millones, valor histórico y muy superior al año previo (USD 111 mil millones) donde China fue la principal afectada (ver gráfico 5.1).

Según el IFF, el flujo de capital de no residentes hacia economías emergentes alcanzó cifras negativas sobre todo a finales de 2015: en el primer semestre de 2015 alcanzó los USD 229 mil millones, mientras que en el segundo semestre fue de USD -59 mil millones. Cabe resaltar que China tuvo en el primer semestre USD 48 mil millones de entrada de capital de no residentes, mientras en el segundo semestre alcanzó USD -155 mil millones.

Este flujo de capitales al exterior de los emergentes ha ocasionado una devaluación de sus monedas, deterioro de sus activos (que reduce el rendimiento de sus acciones reflejada en el índice de bolsas) y aumento del riesgo país y de los exigibles (ver gráfico 5.2).

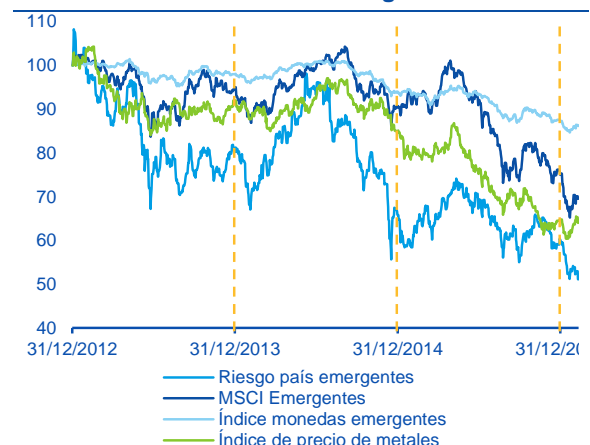
Este fenómeno se produjo en un contexto de riesgo de subida de tasa de interés de la Reserva Federal (FED), de los efectos del menor crecimiento de la economía China, de la caída de sus reservas, y de la incertidumbre de sus políticas reactivadoras, que además contribuyeron con la caída de los precios de materias primas lo cual agrava el desempeño de las economías exportadoras de las mismas. Además, hubo factores internos propios de las economías emergentes, como un desempeño decepcionante en términos cíclicos y estructurales (declive del incremento de la productividad, menor comercio, menor competitividad) contribuyeron con la salida de capitales.

Gráfico 5.1
Flujo neto de capital de economías emergentes*
(miles de millones de USD)



*Incluyendo errores y omisiones.
Fuente: IFF y BBVA Research

Gráfico 5.2
Indicadores financieros en emergentes*



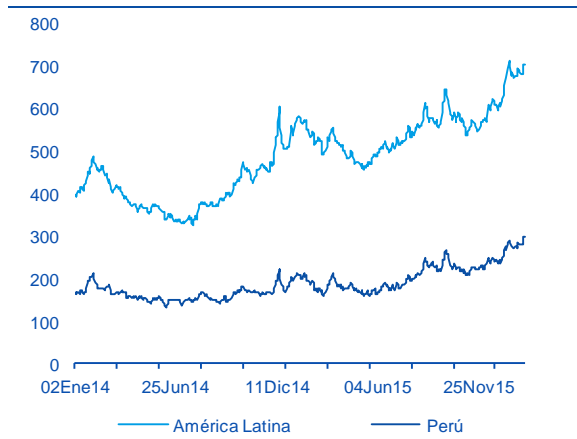
*Al 09 de febrero de 2016.
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Perú también se ha visto afecto a la volatilidad externa de mercados financieros

Perú también registró deterioro de algunos indicadores financieros, por ejemplo, una caída de su índice de bolsa mayor a la de sus pares y un aumento del rendimiento de sus bonos soberanos originado por el mayor riesgo país. Así, se aprecia una menor tenencia de bonos de no residentes y una contracción en la emisión de bonos de empresas peruanas en los últimos meses, principalmente en el mercado externo. Ello, junto con las presiones de algunos agentes locales, ha provocado que el tipo de cambio suba en los últimos meses a niveles no vistos desde hace 10 años.

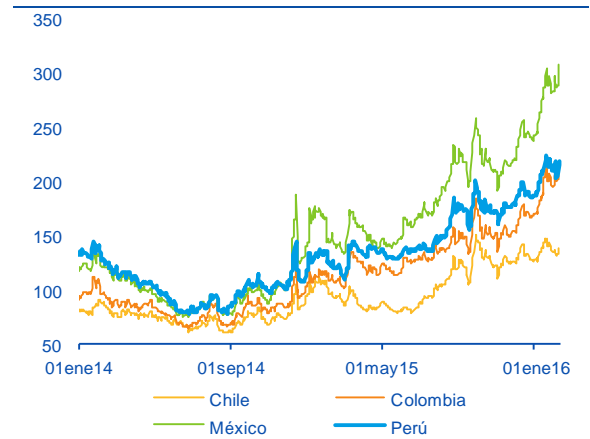
La percepción de riesgo en Perú ha aumentado con mayor celeridad en los últimos meses al igual que en otros países de la región. La percepción de riesgo de títulos peruanos (EMBI) aumentó en términos anuales al cierre de 2015 en 32,0% anual. Sin embargo, mientras que en los primeros seis meses del año se mantuvo sin cambios, en el segundo semestre el aumento fue de 41,7%, y en 2016, hasta el 09 de febrero, un aumento de 24,7% (ver gráfico 5.3), similar tendencia a lo observado en América Latina. Por otro lado, los swaps de incumplimiento de crédito (CDS) de Perú a 5 años, que mide el riesgo ante incumplimientos, se viene elevando a un ritmo constante desde hace 18 meses (ver gráfico 5.4) al igual que sus pares.

Gráfico 5.3
Spread – EMBIG (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

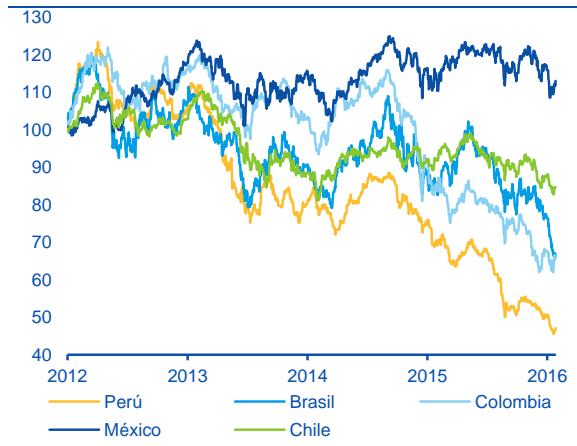
Gráfico 5.4
CDS Perú a 5 años (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

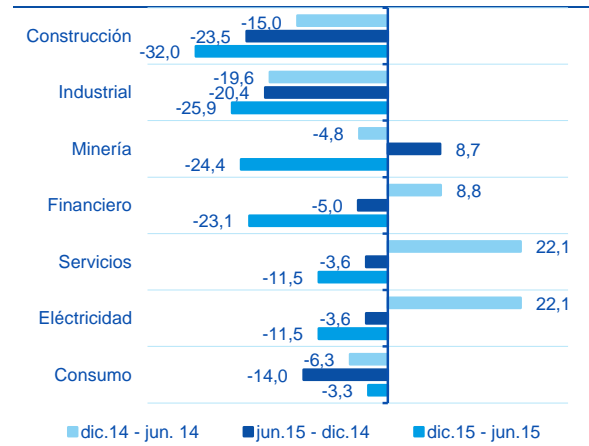
Con respecto al Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGVBL), tuvo una caída acumulada en 2015, mayor al descenso de sus pares (ver gráfico 5.5). A lo largo del año se apreció un más pronunciado descenso en la segunda mitad, -24% versus -11% en el primer semestre, lo cual estuvo influenciado por el anuncio de la empresa de índices bursátiles Morgan Stanley Capital International (MSCI) que abrió la posibilidad de cambiar la clasificación que tiene Perú como país emergente a país fronterizo (lo que lo calificaría como un país más riesgoso ocasionando una posible fuga de capitales). Esta revisión se volverá a hacer en junio de 2016. De manera sectorial, se apreció una reducción generalizada del IGBVL en el segundo semestre de 2015 sobre todo en el sector construcción e industrial (ver gráfico 5.6).

Gráfico 5.5
Índice General de la Bolsa de Valores
(100=ene2012)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

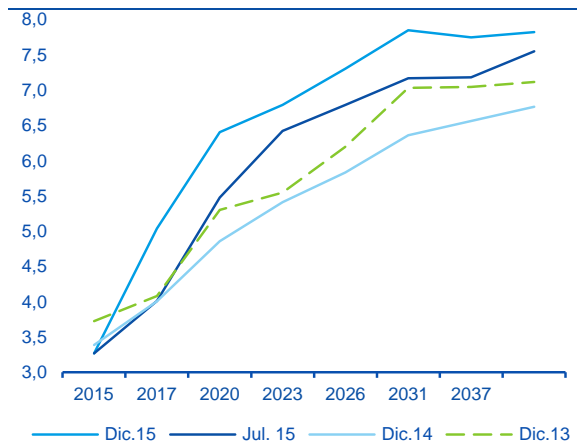
Gráfico 5.6
Rendimientos de bonos soberanos peruanos (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

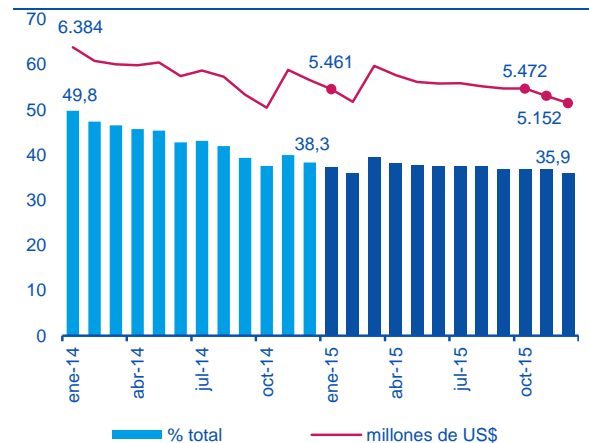
El deterioro también se observó en la curva de rendimientos de los bonos soberanos. En diciembre de 2015 se mostró superior a los reportados meses atrás, principalmente en el mediano plazo. Así, entre febrero y diciembre se incrementó en más de 170 puntos básicos el rendimiento exigido a los bonos soberanos de 2026 y 2030, distinto a lo observado el año previo, donde, en promedio, la tasa disminuyó (ver gráfico 5.7). 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. En este contexto, la participación de la tenencia de bonos soberanos por parte de no residentes viene suavizando su disminución (ver gráfico 5.6), de una caída de 11 puntos básicos (pbs) en 2014 (de 49.8% a 38.3%) a cerca de 1.4 pbs en 2015 (de 37.4% a 35.9%). En niveles, a inicios de 2015 se tienen un monto que ascendía de USD 5,4 mil millones valor similar a lo observado en octubre de ese año; sin embargo, en los tres últimos meses se acentúa la disminución, con lo cual a diciembre solo se alcanza USD 5,1 mil millones. (ver gráfico 5.8)

Gráfico 5.7
Rendimientos de bonos soberanos peruanos (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 5.8
Tenencia de bonos soberanos por no residentes (% total)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

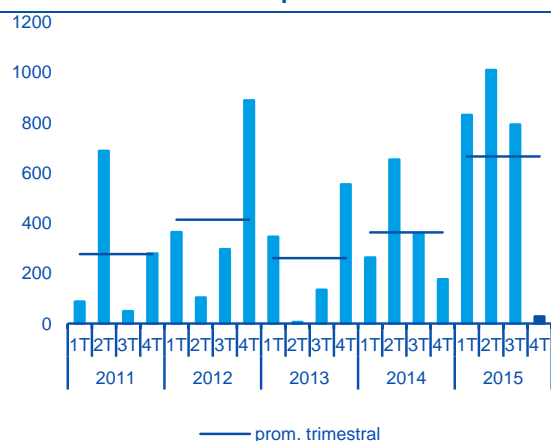
Por otro lado, el financiamiento del sector corporativo ha disminuido en los últimos meses de 2015. La emisión de valores de empresas no financieras en el mercado local se ha desacelerado en el segundo semestre de 2015, aunque alcanzó un acumulado en el año de S/. 2.663 millones a diciembre, monto

superior a los últimos 5 años (ver gráfico 5.8). El 75% de estas emisiones se realizó en moneda local, probablemente por la incertidumbre que aún genera la futura evolución del tipo de cambio (ver gráfico 5.9).

Por otro lado, la emisión de bonos en el mercado internacional de empresas del sector no financiero ha tenido un ligero aumento con respecto a 2014; sin embargo, la incertidumbre en los mercados financieros y la volatilidad de tipo de cambio, que influyen en la decisión de las empresas peruanas, han provocado que la fuente de financiamiento externa no se utilice en los últimos cuatro meses del año. En total, la emisión en el exterior alcanzó USD 4,510 millones en 2015, monto menor al año previo (ver gráfico 5.10).

Gráfico 5.9

Emisión de bonos de empresas no financieras en el mercado local (En millones de nuevos soles)



Año	Monto	
	USD	S/.
2013	458	584
2014	439	1.015
2015	718	2.945

A noviembre de 2015.
Fuente: BCRP y BBVA Research

En millones de soles
A noviembre de 2015.
Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 5.10

Emisión de bonos en el mercado internacional

	Fecha de emisión	USD 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	03-feb	206	25	4,75
Southern Copper Corporation	17-abr	500	10	3,88
Southern Copper Corporation	17-abr	1.500	30	5,88
Consortio Nuevo Metro de Lima	10-jun	1.155	19	5,88
Sector financiero		1.149		
Sector privado		349		
Intercorp	03-feb	250	10	5,88
Interbank**	03-feb	99	15	7,66
Sector público		800		
COFIDE	07-jul	200	4	3,25
COFIDE	07-jul	600	10	4,75
Total 2015		4.510		

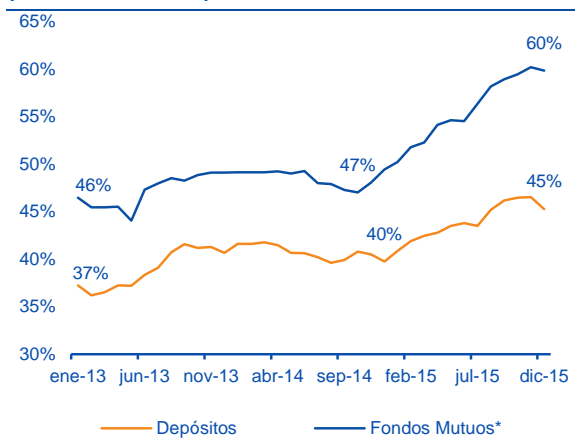
Fuente: BCRP y BBVA Research

Hacia adelante, la tendencia de la moneda local será continuar depreciándose debido a que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos es aún grande, incluso luego de retirar los efectos transitorios negativos como precios de materias primas por debajo de sus niveles “normales” o la debilidad cíclica global.

Sin embargo, estimamos que el aumento del tipo de cambio será más moderado que el año pasado. Primero, porque buena parte del ajuste hacia su nivel de equilibrio, que ubicamos entre 3,65 y 3,70 (ver Recuadro 3), ya se ha producido (y las intervenciones del Banco Central acotan la posibilidad de sobrerreacciones). Segundo, porque el déficit observado en la cuenta corriente disminuirá de manera importante en 2016 (ver Gráfico 3.25). Tercero, porque queda cada vez menos espacio para la toma de nuevas posiciones en favor de la moneda extranjera. Por ejemplo, el saldo de *forwards* cambiarios está en el tope establecido por el Banco Central y ya se ha producido una importante dolarización de los recursos excedentes de familias y empresas y del fondo que gestionan las administradoras de fondos de pensiones (ver Gráfico 5.13). Y por último, porque las expectativas de depreciación cederán conforme la actual incertidumbre sobre el crecimiento económico global que se modera (China seguirá “aterrizando” suavemente, las cifras de crecimiento en EEUU volverán a ubicarse en torno al 2,5% en los próximos trimestres), los precios de las materias primas dejan de disminuir e incluso registran alguna recuperación en el segundo semestre del año, y el proceso electoral local finaliza (porque naturalmente hay alguna mayor incertidumbre y en ese contexto se adoptan posiciones “defensivas” en los portafolios de inversión). Al bajar las expectativas de depreciación de la moneda local, será más atractivo el ahorro en esta moneda, más aún con el ajuste al alza que ha venido realizando el Banco Central en su tasa de política.

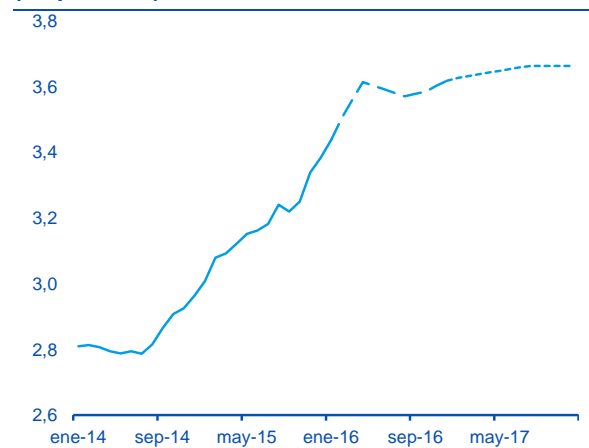
En este escenario, prevemos que la depreciación será acentuada en el primer semestre de 2016, como ya se viene observando, pero estará más contenida en el segundo y el tipo de cambio cerrará así el presente año entre 3,60 y 3,65 (ver Gráfico 5.14).

Gráfico 5.13
Dolarización de los ahorros*
(millones de USD)



* De personas naturales y empresas del sector privado. No se incluyen las participaciones de instituciones financieras ni del sector público.
Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 5.14
Perú: Proyección de tipo de cambio
(S/. por USD)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Recuadro 3. Metodologías de estimación del tipo de cambio de equilibrio

El 2015 la economía peruana registró un déficit comercial de 1,5% del PIB, el más alto desde 1998, principalmente por la fuerte contracción de las exportaciones. Este déficit llevó a que la balanza en cuenta corriente, que refleja la necesidad (o exceso) de USD de la actividad local, se ubique en alrededor de 4,0% del PIB por tercer año consecutivo¹⁰. Esta necesidad de financiamiento fue cubierta con flujos privados, sobre todo IED, y en menor medida con flujos públicos ante la mayor toma de deuda externa por parte del Gobierno.

No obstante, el entorno actual donde se espera mayores costos financieros, y en general volatilidad en los mercados internacionales de capital, anticipa que en el mediano plazo las fuentes de financiamiento serán no solo más caras, sino también más escasas. En este contexto, surge la necesidad de reducir la brecha externa a un nivel sostenible.

Nuestro escenario base considera que la mayor producción minera (cobre) además de ser uno de los *drivers* de crecimiento, también permitirá ampliar la oferta exportable de la economía (volumen) y así, reducir el déficit en cuenta corriente. No obstante, incluso con esta mayor producción primaria exportable, el déficit externo tendería a ajustarse gradualmente. De esta manera, adicional a la exportación minera esto sugiera la necesidad de cerrar el déficit externo a través de una “variable de precio”. Una de ellas es, típicamente, el tipo de cambio (en especial, en el mundo donde los precios de las materias aun continuarían ajustándose a la baja). Por lo tanto, ¿Qué nos pueden decir los fundamentos, y todo este entorno macro, sobre la tendencia que seguirá el tipo de cambio? ¿Es factible estimar un tipo de cambio tendencial o de equilibrio?.

Existen dos definiciones de tipo de cambio:

- El concepto **nominal** denota la tasa a la que una moneda se puede intercambiar por otra. En Perú particularmente está referido a cuantos soles se puede intercambiar por cada dólar.
- La definición **real** cuantifica el precio de una determinada canasta de bienes y servicios producida en el exterior con respecto a su par en el mercado local. Así, el tipo de cambio real (TCR) se expresa como la razón del índice de precios externo (P^*) y el índice de precios local (P) ajustada por el tipo de cambio nominal (PEN): en símbolos, $TCR = (P^*/P)(PEN)$. Aumentos del TCR se interpretan como indicios que el mercado local se torna más competitivo frente al exterior: es menos costoso producir dicha canasta de bienes y servicios en la economía doméstica que en el exterior.

Si bien predecir el PEN está sujeto a muchas fuentes de volatilidad, la evidencia empírica señala que la dinámica del TCR está impulsada por fundamentos, y que desviaciones respecto a esta senda de largo plazo no pueden ser persistentes. Por ejemplo, Caputo y Núñez (2008) muestran que desviaciones pronunciadas al equilibrio conllevan graves problemas para la economía y las correcciones tienden a ser muy costosas¹¹, y según Bello, Heresi y Pineda (2010), las desviaciones afectan de manera significativa la asignación de recursos¹².

Diversas metodologías nos permiten estimar el TCR de equilibrio, y una de ellas precisamente vincula la evolución de la cuenta corriente y el tipo de cambio. Este enfoque es conocido como el de “sostenibilidad externa”. Este método consta de tres pasos¹³: (i) determinación de la razón entre la cuenta corriente y PIB que permite estabilizar la posición de Pasivos Externos de Largo Plazo (PELP) en un nivel deseado o de referencia (esta

¹⁰ Necesidad (o exceso) contable. Los registros en la Balanza de Pagos (BdP) se realizan bajo el criterio devengado.

¹¹ Tipo de cambio real de equilibrio en Chile: Enfoques alternativos.

¹² El tipo de cambio real de equilibrio: Un estudio para 17 países de América Latina.

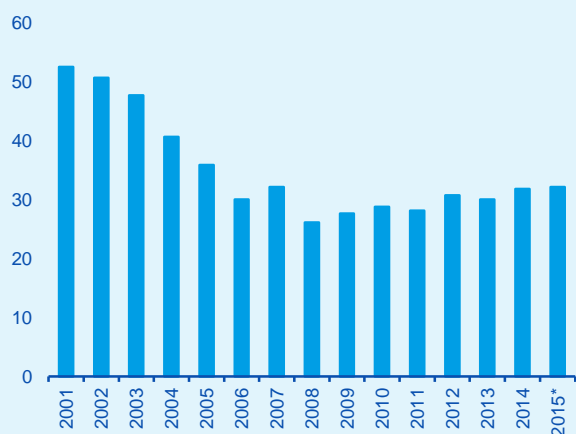
¹³ Para más detalle de la metodología ver la revista Situación Perú, primer trimestre 2015.

razón se conoce como norma), (ii) estimación de la cuenta corriente estructural (ó subyacente), que es aquella que remueve los factores de corto plazo de la cuenta corriente observada, y (iii) valoración del ajuste necesario del TCR que permite cerrar la brecha entre la norma de la cuenta corriente y su nivel estructural. El TCRE es el nivel final del TCR una vez que dicho ajuste ha sido realizado.

Los principales resultados de la aplicación de este método mostraron que:

- La cuenta corriente que permite estabilizar los PELP en su nivel actual (34,5% del PIB, ver Gráfico R.3.1) es igual a -2,1% del PIB (norma)¹⁴.

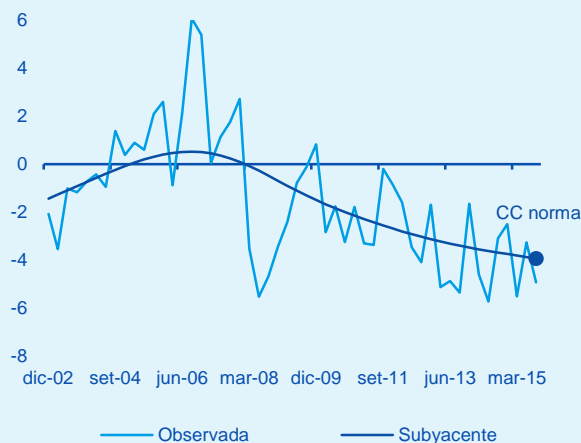
Gráfico R.3.1
Pasivos Externos de Largo Plazo
(% del PIB)



* Al tercer trimestre 2015.
Fuente: BCRP y BBVA Research

- La cuenta corriente estructural (subyacente) en el 3T del se ubicó alrededor del 3,9% del PBI, inferior al resultado observado (Gráfico R.3.2), pero por encima del nivel de largo plazo que permite estabilizar los pasivos externos.

Gráfico R.3.2
Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos
(% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

- Si el ajuste para llevar la cuenta corriente subyacente a su nivel de equilibrio se hubiese realizado solo a través del tipo de cambio nominal, en el 3T se habría necesitado una depreciación real en torno a 13%¹⁵. Ello, adicionalmente, hubiese ubicado al tipo de cambio nominal en torno a S/. 3,58 y 3,66 por dólar (con ello la cuenta corriente subyacente habría estado en su nivel sostenible).

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

Para darle robustez estos resultados, se estimó el TCR de equilibrio bajo un método alternativo: el enfoque BEER¹⁶, que busca vincular directamente los fundamentos económicos a la tendencia del tipo de cambio. Se utilizó la metodología de

¹⁴ Se considera el crecimiento promedio para el periodo 2015-2019: PIB (3,7%), inflación (3,0%) y depreciación (3,5%).

¹⁵ Se estima que como elasticidad, una depreciación real de 10% mejora el resultado en cuenta corriente en 1,4 p.p. del PIB.
¹⁶ BEER: Behavioural Equilibrium Exchange Rate.

Johansen para el TCR bilateral Perú-EE.UU., y se construyó distintos modelos con los posibles subconjuntos de fundamentos que de la literatura empírica: términos de intercambio, productividad relativa, consumo del gobierno, y la posición de pasivos externos netos¹⁷ (ver Tabla R.3.1). Siguiendo la línea de Rodríguez y Vega (2008), no se trabajó con las “tendencias” de estos fundamentos pues el equilibrio es muy sensible al filtro estadístico utilizado¹⁸.

Tabla R.3.1
Perú: Evidencia en enfoque BEER

	2003 ¹	2006 ²	2010 ³	Evidencia
Diferencial de Tasas de Interés	0,59			(+)
Apertura Comercial	5,10	1,90	0,14	(+)
Pasivos Externos Netos	2,99	0,23	0,20	(+)
Dolarización del Crédito SDD			0,08	(+)
Productividad	-0,61	-0,25	-0,30	(-)
Gasto de Gobierno	-0,03		-0,01	(-)
Términos de Intercambio	0,53	-0,72	-0,24	(+)/(-)

Nota:

1/ Ferreyra y Herrada.

2/ Ferreyra y Salas.

3/ Rodríguez.

Fuente: BCRP y BBVA Research

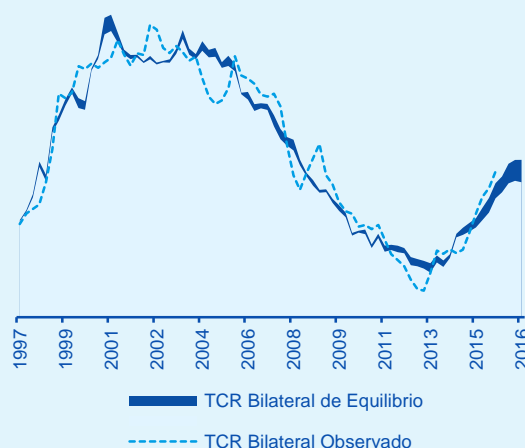
Con este enfoque se obtuvo resultados en línea con la metodología de sostenibilidad externa que sugieren una potencial corrección al alza del tipo de cambio en el mediano plazo. En específico se encontró:

- Que no se han observado “desalineamientos” significativos al equilibrio (Gráfico R.3.3). Esto es coherente con intervenciones cambiarias del Banco Central orientadas solamente a reducirla volatilidad extrema del PEN en el corto plazo pero subordinadas a las tendencias impuestas por los fundamentos.
- Condicional a la proyección esperada de los fundamentos en BBVA Research, el TCR continuaría depreciándose.

- Finalmente, tomando en cuenta la inflación esperada para Perú y EE.UU., esto implicaría un ajuste nominal que llevaría al PEN a niveles alrededor de S/. 3,60 por dólar hacia fines del presente año.

Gráfico R.3.3

Tipo de cambio real bilateral observado y de equilibrio (índice 2009 = 100)



La banda de tipo de cambio real de equilibrio corresponde al promedio estimado de los modelos +/- 2 desviaciones estándar.

Fuente: BCRP y BBVA Research

¹⁷ En línea con Arena y Tuesta (1998), Ferreyra y Herrada (2003), Salas y Ferreyra (2006), Rodríguez (2010) y Rodríguez y Winkelried (2011).

¹⁸ De hecho, este problema se agudiza cuando se analiza el tipo de cambio de equilibrio al final de la muestra.

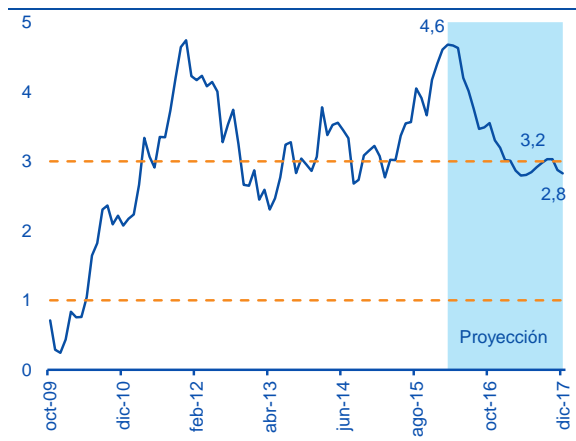
6 Inflación empezará a ceder pronto y concluirá el año algo por encima del rango meta

La inflación ha venido aumentando en los últimos meses

La inflación se ha mantenido alta y con tendencia creciente en los últimos meses, fuera del rango meta. Al cierre del enero, por ejemplo, la inflación en términos interanuales se ubicó en 4,6% (ver Gráfico 6.1). Entre los factores que presionan la inflación al alza tenemos (ver Gráfico 6.2): (i) depreciación de la moneda local, lo cual afecta directamente los precios de los sectores como servicios públicos (cuyos contratos e insumos están denominados en moneda extranjera), alquileres, servicios de salud, alimentos importados (como el maíz que influye directamente sobre el precio del pollo), entre otros; (ii) mayores precios de los alimentos, como la papa, legumbres, zanahorias, entre otros, debido a que las menores lluvias en la sierra central limitaron las siembras y afectaron los rendimientos; (iii) exceso de demanda en algunos mercados, por ejemplo enseñanza y cultura, cuidado y conservación de la salud, y comidas fuera del hogar, en un entorno en el que la oferta avanza de manera más lenta. La caída en el precio del petróleo (ver Recuadro 4), sin embargo, contrarresta parte de estas presiones al alza a través de menores precios de combustibles, aunque de manera atenuada por el efecto del tipo de cambio.

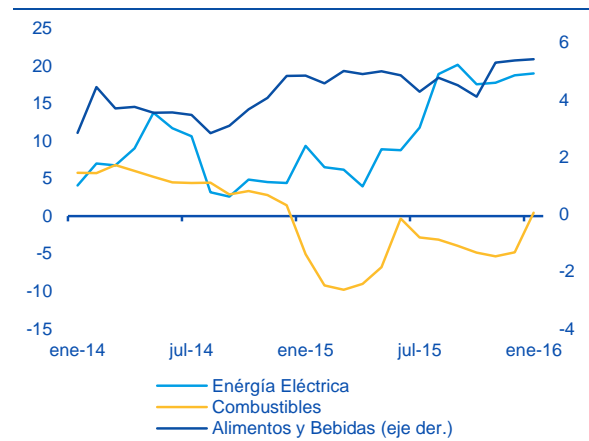
En este contexto, las expectativas inflacionarias también se han mantenido por encima de 3% en los últimos meses, más en línea con el promedio que registró la tasa de inflación interanual en los últimos cinco años, y la tendencia es creciente. Esto último no solo responde a los efectos de El Niño y las persistentes presiones cambiarias, sino a que por bastante tiempo la inflación ha estado fuera del rango. Los formadores de precios también miran el pasado para formar sus expectativas. Hay algo de erosión en la credibilidad del Banco Central. En este contexto, se introduce inercia en el proceso de formación de precios, inercia que no se condice con el rango meta y que le imprimirá resistencia a la baja a la inflación más adelante.

Gráfico 6.1
Inflación (var. % interanual)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6.2
Inflación: rubros seleccionados (var. % interanual)



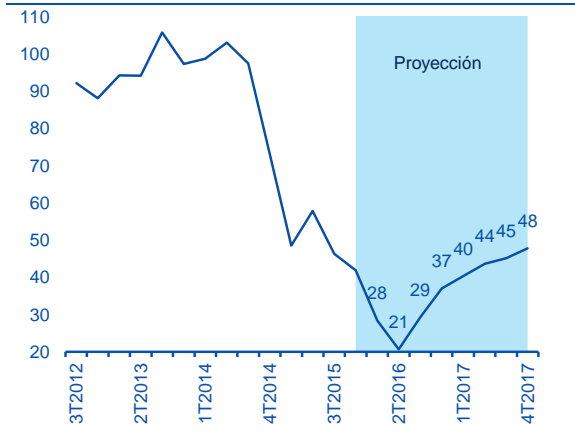
Fuente: BBVA Research

Prevedemos que la inflación empezará pronto a ceder

Las fuentes de presión sobre los precios se empezarán a debilitar en el corto plazo: (i) El Niño se irá disipando, al igual que sus efectos; y (ii) el entorno cambiario se irá moderando (gran parte del ajuste ya ha sido incorporado por el mercado) debido a que nuestra previsión incorpora que el rumbo de la política monetaria de la FED será más claro y las autoridades chinas podrán manejar mejor la situación económica, mientras que por el lado interno se espera que se disipe el ruido electoral. A ello se suma que aún prevemos cierto recorrido a la baja para el precio del petróleo en lo que resta del primer semestre.

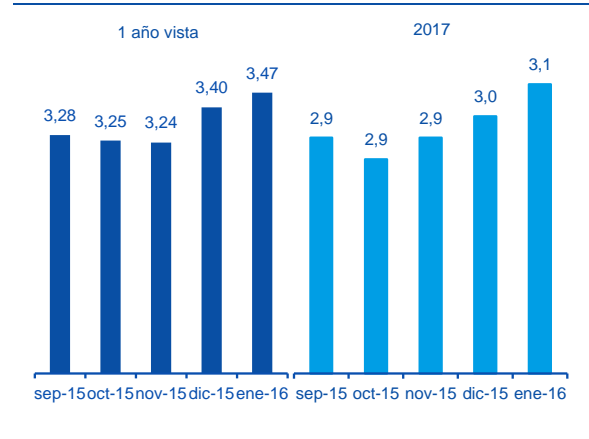
Sin embargo, el descenso que luego seguirá la inflación será gradual. El precio del petróleo empezará a recuperarse en el 4T16 (ver Recuadro 4) y las elevadas expectativas inflacionarias le imprimirán inercia al proceso de formación de precios y así a la baja en la inflación (ver Gráfico 6.4). Así, cerrará este año en 3,2% y continuará descendiendo después, convergiendo al rango meta a principios de 2017 (ver Gráfico 6.1). Cabe mencionar que, en la medida que las expectativas se puedan corregir, la convergencia al rango meta será más rápida.

Gráfico 6.3
Cotización internacional del petróleo (USD/bar)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6.4
Expectativas de inflación (%)



Fuente: BBVA Research

Recuadro 4. ¿Qué va a ocurrir con el precio del petróleo?

El fin de una era

Entre principios de la década de 2000 y la segunda mitad de 2014, el precio del petróleo mostró un aumento sostenido interrumpido temporalmente por la Gran Recesión. Este “superciclo” se caracterizó por un robusto crecimiento tanto de la demanda, en especial proveniente de los mercados emergentes (China), como de la oferta de crudo no OPEP, sobre todo de EE.UU.

El análisis del aumento de los precios del petróleo durante este periodo indica que el factor de la demanda dominó las expectativas del mercado. Sin embargo, a principios de 2011, cuando la oferta de EE.UU. empezó a repuntar, los precios del petróleo se estabilizaron, pues las expectativas daban por descontado un mercado más equilibrado. No obstante, en 2014 la demanda no pudo absorber la oferta, dando lugar a una caída de los precios que continúa hasta la fecha.

En anteriores episodios de contracción de precios, la reacción de la OPEP hubiera sido reducir su producción, como lo hizo en 2001 y 2008; sin embargo, en noviembre de 2014 el cártel sorprendió a los mercados con su decisión de mantener los niveles de la misma, lo que se entendió como un intento de proteger su cuota de mercado. La reticencia a recortar la producción, e incluso el aumento de la misma en 2015 cuando los precios seguían cayendo, fue interpretada por algunos expertos como un intento de forzar a los productores con mayores costes a salir del mercado.

Al mismo tiempo, a mediados de 2014, la desaceleración económica de China se había hecho aún más evidente. Por ejemplo, el PMI manufacturero ha caído de forma continuada desde julio de 2014. Los efectos en el resto de los mercados emergentes han sido notables. En este contexto, nuestro análisis econométrico confirma que la caída del precio del petróleo se debe a los

fundamentos: oferta y demanda, incluidas las expectativas con respecto a ambos factores.

De esta forma, nuestro escenario central prevé un ajuste a la baja durante el primer semestre del año, seguido de una recuperación suave a partir de entonces. A finales de 2018 se prevé que los precios se estabilizarán en torno a 60 \$/barril, precio en el que estimamos el nivel de equilibrio a largo plazo.

Es posible que se produzca una nueva corrección de precios en los próximos meses

Desde que el precio empezó a caer, los contratos de futuros han revisado a la baja las expectativas persistentemente, lo que indica que aún existe incertidumbre sobre el momento en el cual el precio alcanzará su mínimo. Desde el punto de vista de la oferta, aún persisten preocupaciones respecto al exceso de la misma. La OPEP no ha mostrado indicios sobre la posibilidad de recortar la producción, lo que podría explicarse por dos factores. Por un lado, el coste marginal por barril para Arabia Saudita y otros miembros de la OPEP sigue muy inferior a 20 \$/barril. Por otro lado, Arabia Saudita, el mayor productor y propietario de las segundas mayores reservas probadas, ha podido absorber el impacto de los bajos precios en su economía mediante una combinación de medidas de austeridad y venta de reservas de divisas. Teniendo en cuenta el nivel de reservas de divisas (616.000 millones de dólares, es decir, el 100% del PIB) y que la deuda pública es baja (6,7% del PIB), el país dispone de un margen para soportar un periodo prolongado con el precio del petróleo bajo.

Por su parte, algunos países que no pertenecen a la OPEP, como Rusia, que es el segundo mayor productor del mundo, y Brasil, podrían tener dificultades para recortar la producción voluntariamente, pues sus economías se contraen y los ingresos del petróleo son críticos para apoyar la política fiscal.

Otra fuente de presiones bajistas sobre los precios está relacionada con la capacidad de Irán para exportar crudo tras el levantamiento de las sanciones como resultado del acuerdo con el grupo P5+1. El gobierno iraní tiene como objetivo aumentar la producción en 1 millón de barriles/día en 2016, lo que significaría volver a su plena capacidad de producción, estimada en cerca de 4 millones de barriles/día. No obstante, una estimación más razonable apunta a que la cantidad de petróleo adicional que el país puede inyectar en el mercado mundial a corto plazo se ubica entre 300.000 y 500.000 barriles/día.

Por el lado de la demanda, las perspectivas de crecimiento global han disminuido a causa de la debilidad de los mercados emergentes y del modesto crecimiento de las economías desarrolladas. En concreto, se prevé que el crecimiento económico de China pasará del 6,9% en 2015 al 6,2% en 2016, y al 5,8% en 2017. Nuestro escenario central presupone un "aterrizaje suave"; sin embargo, la incertidumbre sobre la magnitud de la desaceleración y la capacidad del gobierno para manejar el ciclo a través de la política fiscal y monetaria ejercerá probablemente presiones a la baja sobre los precios del petróleo a corto plazo. El crecimiento más lento de China tendrá efectos secundarios en otros mercados emergentes, con repercusiones negativas para la demanda de petróleo.

Otro factor que impedirá que los precios suban a corto plazo son los niveles persistentemente elevados de los inventarios, sobre todo en EE.UU., donde las existencias de petróleo excluyendo las reservas estratégicas son las más altas de los últimos ochenta años, y donde a pesar del aumento, las presiones sobre la capacidad de almacenamiento operativo todavía se mantienen contenidas.

Modesta mejora en el segundo semestre de este año y durante 2017

Aunque el precio podría caer aún más durante el primer semestre, un ajuste más intenso en la producción de EE.UU. podría hacer que este suba en el segundo semestre y durante el 2017,

en especial si la caída de la producción de EE.UU. es mayor que el incremento potencial de la oferta de otros productores (por ejemplo Irán). La rápida reducción de los pozos activos indica que la producción de petróleo de EE.UU. podría caer alrededor de 1 millón de barriles/día en los próximos doce meses. Esto supondría recortar una parte sustancial del exceso de oferta del mercado, que actualmente se calcula que está entre 1,5 y 1,8 millones de barriles/día. La producción de EE.UU. también se verá afectada por el creciente número de quiebras y un entorno de mayor aversión al riesgo, que se refleja en unas normas crediticias más estrictas para la financiación del sector de gas y petróleo.

Por su parte, aunque un ajuste más profundo de la producción de EE.UU. o un acuerdo de la OPEP con Rusia podrían provocar un nuevo incremento del precio, éste estará limitado por los siguientes factores: en primer lugar, si Arabia Saudita y sus socios desean mantener o ganar cuota de mercado necesitan que los precios estén justo por debajo de los precios de equilibrio de los productores que tienen altos costes. Esto significa que no pueden recortar la producción hasta un punto en que los productores con altos costes vuelvan a ser competitivos.

En segundo lugar, la flexibilidad y la eficacia del sector del esquisto de EE.UU. indican que las empresas pueden revitalizar su producción relativamente rápido una vez que perciban que los precios vuelven a subir. En tercer lugar, las perspectivas de un menor crecimiento económico podrían contrarrestar las subidas derivadas de un ajuste de la oferta.

¿Se dirigen los precios del petróleo a un equilibrio más bajo a largo plazo? Sí, es probable que así sea, pero la incertidumbre es elevada

Los cambios estructurales en el mercado de la energía tendrán un impacto importante a largo plazo. Por el lado de la oferta, la creciente competencia de productores fuera de la OPEP seguirá debilitando su función como estabilizador de precios. La mayor competencia fomentará la innovación, lo que podría bajar los precios de

equilibrio, de modo que los productores que actualmente tienen costes altos serían más competitivos en el futuro. La revolución del esquisto en EE.UU. ha demostrado que un entorno más competitivo promueve innovaciones que aumentan la productividad y ofrecen acceso a recursos que antes no estaban disponibles.

Por el lado de la demanda, los mercados emergentes seguirán impulsando el crecimiento mientras que la demanda de los países desarrollados seguirá perdiendo importancia relativa; sin embargo, el reequilibrio de la economía china podría tener repercusiones de mayor alcance para el petróleo. Aunque el PIB de China se mantuviera muy por encima del 6%, la recomposición de las fuentes de crecimiento podría implicar un ajuste mucho más pronunciado en la demanda de petróleo que si el crecimiento se mantuviera principalmente con el apoyo del sector industrial.

Por último, se prevé que los compromisos para reducir las emisiones de CO₂ en la atmósfera, a partir de la Conferencia de la ONU sobre el Cambio Climático 2015, promoverán la inversión de cara a aumentar la cuota de las energías renovables en el mix energético mundial.

Estas tendencias conllevarían un nuevo precio de equilibrio para el petróleo, razonablemente más bajo de lo previsto, aunque hay una enorme incertidumbre en cuanto a la intensidad o incluso en cuanto a la manifestación efectiva de estos factores a largo plazo en el horizonte de las previsiones.

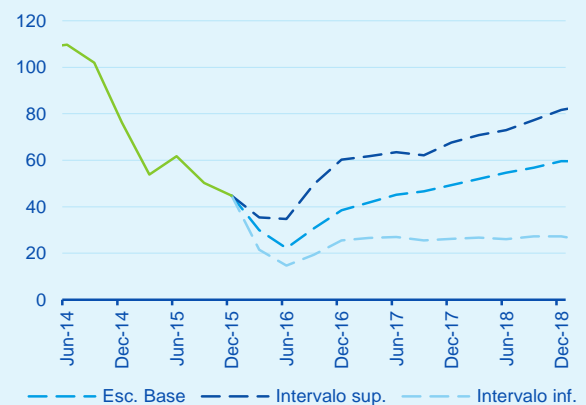
Elevada incertidumbre en torno a nuestro escenario central, también a corto y a medio plazo

La incertidumbre no desaparece a corto y medio plazo. Los precios podrían dejar de caer y repuntar rápidamente si: 1) la OPEP decide recortar la producción, 2) la producción de EE.UU. muestra un ajuste más rápido de lo esperado con un impacto duradero en el sector, y 3) la desaceleración de la economía mundial resulta más suave de lo previsto.

Los acontecimientos inversos podrían producir un escenario de precios opuesto, es decir si: 1) se materializa un "aterrizaje brusco" de la economía china, 2) la OPEP mantiene sus cuotas de producción actual y se embarca en una guerra de precios contra otros productores, y 3) la producción de EE.UU. se mantiene sólida mientras que los precios de equilibrio bajan debido a la innovación.

En conclusión, la solidez financiera de los productores de petróleo, tanto los de la OPEP como los no OPEP, ante un escenario de precio de petróleo bajo, la incertidumbre sobre el aterrizaje suave de los mercados emergentes y el impacto real de las innovaciones tecnológicas en el sector del petróleo condicionarán el resultado final de los precios del petróleo.

Gráfico R.4.1
Previsiones del precio del petróleo Brent, \$/barril



Fuente: BBVA Research

Tabla R.4.1
Previsiones del precio del petróleo

	Escenario central	Al alza	A la baja
2015	52,6	52,6	52,6
2016	30,3	45,0	20,3
2017	45,7	63,7	26,4
2018	55,7	75,7	26,8
2019	59,6	83,5	23,7
2020	59,6	87,7	21,4

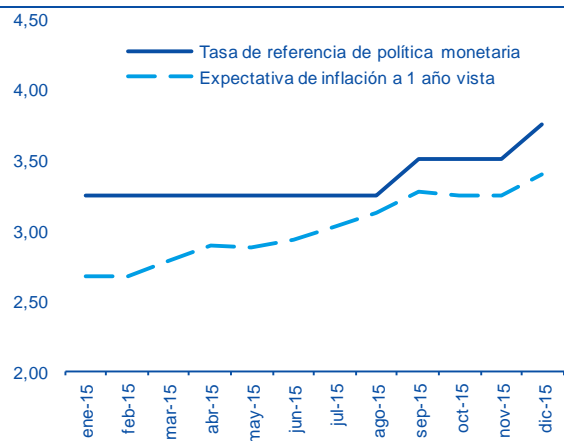
Fuente: BBVA Research

7 Política monetaria: el Banco Central con la mirada puesta sobre las expectativas de inflación

Banco central ha venido ajustando tasa, pero...

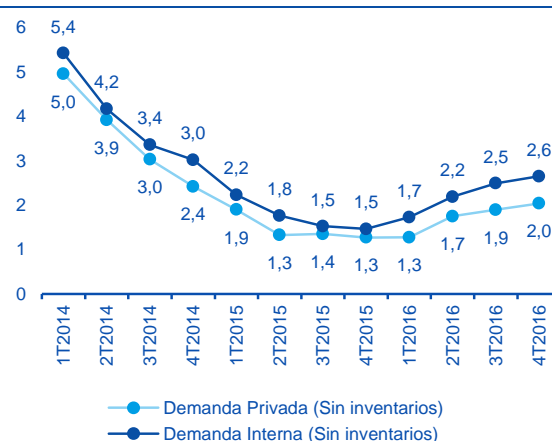
En este entorno de inflación y de expectativas de inflación hacia arriba, el Banco Central ha venido incrementando su tasa de interés de referencia, la que desde setiembre último acumula un alza de 100pb. Lo ha hecho en un entorno en el que la actividad ha registrado mayores tasas de crecimiento. Sin embargo, las expectativas no han sido contenidas (ver Gráfico 7.1). Por ello, en el comunicado que acompañó a la decisión de febrero, cuando se ajustó la tasa de política en 25pb, se percibe una mayor determinación para contener las crecientes expectativas inflacionarias, algo que no se observó en comunicados anteriores. El mejor desempeño reciente de la actividad agregada torna más creíble este propósito.

Gráfico 7.1
Tasa de interés de referencia y Expectativa de inflación a un año vista (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 7.2
Demanda privada e interna excl. inventarios (var. % interanual, prom. móvil 4 trim.)



Fuente: BBVA Research

En este contexto, la decisión de continuar elevando o no la tasa de referencia estará muy condicionada por la evolución que tengan las expectativas inflacionarias. Un posible escenario es que el tono más enérgico del último comunicado y su mayor credibilidad moderen las expectativas e, irónicamente, tornen así innecesario que el Banco Central vuelva a ajustar su tasa al alza, quizás no más que otros 25pb adicionales. Es nuestro escenario base. Pero otro escenario, también posible, es que las expectativas no cedan rápido y que el Banco Central, ya con el compromiso asumido, tenga que subir tasa algo más. En este segundo escenario es probable lo siguiente: cuando las expectativas inflacionarias empiecen a bajar y se aproximen al rango meta, la tasa de interés real ex ante aumentará y se convertirá en un lastre para la demanda del sector privado, que está débil, avanzando a un ritmo entre 1% y 1,5% en términos interanuales (ver Gráfico 7.2), y que no prevemos que se acelere mucho en lo que resta del año. ¿Bajará la tasa entonces? ¿Le resta esto credibilidad al compromiso de seguir subiendo tasa si las expectativas continúan al alza?

8 En el balance, factores de riesgo imprimen sesgo a la baja sobre la proyección de crecimiento para 2016

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 pronunciada de China o de EEUU que la prevista, o episodios persistentes de estrés financiero con *spillovers* sobre emergentes

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%. Un crecimiento más bajo de China incidiría negativamente sobre la economía peruana porque implicaría 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), un incremento de la aversión global al riesgo que debilitaría el apetito por inversiones en economías emergentes como la peruana, y menor demanda externa a través del impacto de China en el resto de los principales socios comerciales de Perú. Algo similar podría ocurrir en el caso que en EEUU pierda impulso el mercado laboral o la debilidad de la inversión/exportaciones resulte más acentuada que la que estimamos.

En el ámbito local, múltiples factores pueden afectar a la baja el estimado de crecimiento del escenario base

Hace tres meses la probabilidad de que El Niño tuviese una fuerte intensidad en el verano era cercana a 50% y, así se estimaba que, las fuertes lluvias en la costa norte de Perú afectarían negativamente la agricultura, pesca, la actividad petrolera, el comercio, y la construcción. Sin embargo, la probabilidad de que sea tan intenso ha disminuido a 15%. El escenario más probable ahora es que sea moderado (65%). Ello se ha incorporado en el escenario base, con incidencia al alza sobre el crecimiento en 2016. No obstante, pese a su menor intensidad, impactos de El Niño más sensibles que los anticipados imprimirían un sesgo a la baja a nuestro escenario central.

Otro factor de naturaleza doméstica que le imprime un sesgo a la baja a nuestra proyección de crecimiento es una menor ejecución de gasto de inversión pública, en particular al nivel de los Gobiernos Subnacionales o de retrasos en grandes proyectos de infraestructura. En BBVA Research esperamos una expansión en torno a 8% de la inversión pública en el presente año, empujada por el inicio de construcción de los grandes proyectos de infraestructura y en un entorno en el que paulatinamente se revierte la subejecución del gasto de capital en los gobiernos locales y regionales. Si ello no ocurriera o solo se diera con retraso, la actividad económica avanzaría a un ritmo más lento que el previsto.

Además, los elevados inventarios que lleven a ajustar drásticamente los niveles de producción. El año pasado, alrededor del 40% de la expansión del PIB se habría explicado por una acumulación de inventarios. Si bien en torno a 20% de esta acumulación de inventarios fue por la mayor producción local de cobre (nuevos proyectos) que no alcanzó a ser colocada en el mercado internacional pero que lo será a principios

de 2016, y otra parte es importaciones que no compiten con producción local, aún así habrá inventarios que desacumular en 2016. Nuestro escenario base considera una normalización paulatina de los inventarios en los próximos trimestres sin poner en riesgo la producción local. Si esta es más acelerada, habrá un lastre para el crecimiento en el año.

En lo positivo, un mayor avance en la producción primaria

Para elaborar nuestra previsión de crecimiento del PIB en 2016 hemos sido conservadores en la expansión del sector primario. En el sector minero, en nuestro escenario base hemos asumido que el proyecto Las Bambas alcanzará un nivel de producción de cobre cerca de TMF 160 mil este año, sensiblemente por debajo de su nivel estimado de plena capacidad, que está alrededor de las TMF 450 mil anuales, y de las declaraciones de la empresa que ubican como meta la producción de este año entre TMF 200 – 300 mil. Cabe indicar que, en diciembre este proyecto reportó cerca de TMF 7 mil de cobre, y nuestra proyección implica que este nivel de producción mensual iría creciendo gradualmente hasta llegar a duplicarse hacia fines del presente año. Así, una producción mensual que empiece a superar los TMF 13 mil induciría un sesgo al alza sobre nuestra proyección de crecimiento para el año (a plena capacidad operativa, el proyecto Las Bambas extraerá TMF 38 mil de cobre mensuales). Por su parte, para el sector pesca se ha tomado una captura total de anchoveta en torno a los TM 4,0 millones, 12% más alta que el 2015. Sin embargo, de acuerdo con recientes declaraciones del Ministro de la Producción, la cuota de la primera temporada de captura de esta especie será este año “grande”. ¿Qué es “grande”? El escenario base incorpora una captura de TM 1,8 millones. Si es mayor, habrá un mayor crecimiento de la pesca y de la manufactura primaria.

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

9 Tablas

Tabla 9.1

Previsiones macroeconómicas

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIB (% a/a)	6,0	5,8	2,4	3,3	3,6	4,2
Inflación (% a/a, fdp)	2,6	2,9	3,2	4,4	3,2	2,8
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2,57	2,79	2,96	3,38	3,62	3,66
Tasas de interés (% fdp)	4,25	4,00	3,50	3,75	4,50	4,50
Consumo Privado (% a/a)	6,1	5,3	4,1	3,4	3,2	3,5
Consumo Público (% a/a)	8,1	6,7	10,1	7,5	4,5	4,0
Inversión (% a/a)	16,4	7,4	-2,1	-5,5	0,5	2,8
Resultado Fiscal (% PIB)	2,3	0,9	-0,3	-2,1	-3,0	-2,7
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,7	-4,2	-4,0	-3,9	-3,2	-3,1

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Tabla 9.2

Previsiones macroeconómicas

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de Interés (% fdp)
T1 14	5,2	3,4	2,81	4,00
T2 14	1,9	3,4	2,80	4,00
T3 14	1,7	2,7	2,87	3,50
T4 14	0,9	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	2,9	3,9	3,22	3,50
T4 15	4,6	4,4	3,38	3,75
T1 16	4,0	4,7	3,56	4,25
T2 16	3,6	4,0	3,59	4,25
T3 16	3,3	3,5	3,58	4,25
T4 16	3,3	3,2	3,62	4,50
T1 17	4,7	2,9	3,64	4,50
T2 17	4,3	2,8	3,65	4,50
T3 17	3,9	3,0	3,66	4,50
T4 17	4,0	2,8	3,66	4,50

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 - Peru
Tel: + 51 1 2112042
E-mail: bbvaresearch_peru@bbva.com
www.bbvaresearch.com