

# Situación Perú

3° TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE PERÚ



01  
Mantenemos las proyecciones de crecimiento en 3,6% y 4,3% para 2016 y 2017. Los *drivers* serán el impulso minero y el gasto de infraestructura

02  
La moneda local se depreciará en adelante, aunque a un ritmo acotado, y cerrará el año entre 3,40 y 3,45 soles por USD

03  
La inflación se mantendrá dentro del rango meta en un contexto de ausencia de presiones de demanda y de menor depreciación de la moneda

04  
El Banco Central mantendrá la tasa de referencia en su nivel actual en lo que resta del año, con lo que la posición de la política monetaria tenderá a ser neutral

## Índice

|   |    |
|---|----|
| 1 Resumen   | 3  |
| 2 Entorno global: los bancos centrales atajan el Brexit   | 5  |
| 3 Perú: mantenemos las proyecciones de crecimiento para 2016 y 2017 en 3,6% y 4,3%                              | 6  |
| 4 Mercados financieros locales: entre la aversión al riesgo, la FED y la búsqueda de retorno                    | 19 |
| 5 Inflación retornó al interior del rango meta antes de lo previsto y hacia adelante no habrá mayores presiones | 22 |
| 6 Política monetaria: Banco Central mantendrá tasa de referencia en 4,25% en lo que resta del año               | 23 |
| 7 Riesgos balanceados sobre nuestras previsiones de crecimiento 2016-2017                                       | 25 |
| 8 Tablas  | 26 |

**Fecha de cierre: 15 de agosto de 2016**

# 1 Resumen

---

**La economía global ha mantenido una expansión moderada en los tres últimos trimestres, con tasas anualizadas de crecimiento en torno al 3%.** Las economías desarrolladas no muestran avances importantes, mientras se empieza a ver cierta mejora en las economías emergentes. En EE.UU aún no se observa la recuperación esperada, lo que, sumado a los riesgos globales, nos ha llevado a reducir nuestras previsiones de crecimiento para la economía más grande del mundo, para este y el próximo año, a niveles alrededor de 2%. En este entorno, proyectamos que el ajuste monetario de la FED será muy gradual. En cuanto a China, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento en 6,4% para 2016 y en 5,8% para 2017.

**En Perú, desde finales del año pasado el crecimiento del PIB viene mostrando mejores cifras debido al impulso de la minería.** La entrada en fase operativa de grandes proyectos mineros se ha reflejado en un fuerte incremento de la producción de cobre, actividad que explicó más del 60% del crecimiento del PIB durante el primer semestre de 2016. Sin embargo, el resto de sectores, que están más vinculados con la demanda interna, siguen mostrando un desempeño discreto o incluso desaceleración. Hacia adelante, un elemento positivo será la recuperación de las confianzas, que de consolidarse anticipan una mejora del gasto que realiza el sector privado en los últimos meses del año y de manera más clara desde principios de 2017.

**Las proyecciones de crecimiento para la economía peruana se mantienen en 3,6% y 4,3% para 2016 y 2017, respectivamente. La mayor producción minera y la ejecución de grandes obras de infraestructura darán soporte a la expansión del PIB en los siguientes trimestres.** En conjunto, estos dos factores aportarán algo más de 2 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en 2016 y 2017. Asimismo, nuestras previsiones asumen que la inversión en minería finalizará su ajuste este año, la confianza empresarial se mantendrá alrededor de los niveles que ha alcanzado recientemente, y el déficit fiscal continuará alrededor de 3,0% del PIB (con lo que el gasto del gobierno, como porcentaje del producto, se mantendrá relativamente estable).

**Como proporción del PIB, la deuda pública bruta mostrará una tendencia creciente en los próximos años y se acercará al 30%.** Los déficits consistentes con este incremento de la deuda del gobierno asumen que no se recorta la tasa del Impuesto General a las Ventas (IGV), una de las propuestas que ha planteado la nueva administración. Desde luego, si se implementa una reducción del IGV, la recaudación se verá afectada en el corto plazo, lo que ampliaría el déficit fiscal y la deuda pública bruta como proporción del PIB se verá más presionada. En todo caso, si se considera necesario elevar la deuda, es preferible que sea como consecuencia de un mayor gasto en infraestructura socialmente rentable, que tiene un mayor efecto multiplicador sobre la economía así como impactos sobre el crecimiento de largo plazo.

**Los mercados financieros locales mostraron avances en los últimos tres meses, a pesar del entorno de volatilidad externa. Sin embargo, esta apreciación de los activos, y en particular de la moneda, es transitoria porque no ha habido cambios en los fundamentos de mediano plazo.** Por un lado, el *Brexit* tuvo una repercusión acotada y muy breve a nivel local. Además, la aversión al riesgo que durante algunas semanas elevó la demanda por bonos del tesoro alemán, suizo y de los EE.UU. no afectó a toda la clase de activos (los inversionistas habrían sido más selectivos, por lo que algunas economías emergentes no se vieron muy afectadas). De otro, las menores preocupaciones sobre el crecimiento de corto plazo en China y la percepción de una FED más *dovish* dieron cierto soporte a los precios de los metales, lo que generó un tono más positivo sobre economías emergentes como la peruana. Además, la búsqueda de retorno por parte de inversionistas globales (en un contexto de bajas tasas de interés en las economías avanzadas) y, sobre todo, factores domésticos (el resultado electoral, cambios en la normatividad de las AFPs, menores

expectativas de depreciación) favorecieron una mayor demanda de activos en moneda local. En este contexto, la moneda peruana se ha fortalecido en los últimos tres meses, pero hacia adelante prevemos que se depreciará gradualmente debido a que aún se requiere cerrar algo más el déficit en las cuentas externas y a que la FED retomará el proceso de normalización de la posición monetaria antes de que concluya el año, algo que el consenso del mercado no tiene interiorizado. Como resultado, el tipo de cambio cerrará el año entre 3,40 y 3,45 soles por USD y continuará aumentando en 2017 para concluir ese año entre 3,50 y 3,55 soles por USD.

**La inflación retornó al interior del rango meta (2,0%, +/- 1 punto porcentual) antes de lo previsto y hacia adelante no se anticipan mayores contratiempos.** En los próximos meses, en un contexto sin presiones de demanda sobre los precios, de ajuste a la baja de las expectativas inflacionarias y de un ritmo de depreciación de la moneda más acotado, la inflación se irá consolidando dentro del rango meta, cerrando este año en 2,7% y el próximo en 2,5%.

**Para lo que resta de 2016, proyectamos que el Banco Central no modificará su tasa de referencia (actualmente en 4,25%).** Esta previsión considera que la inflación seguirá mostrando una evolución favorable y que la actividad económica mostrará una recuperación gradual. Sin embargo, si el gasto privado mantiene un tono de debilidad, no descartamos que el Banco Central flexibilice la posición de la política monetaria.

Finalmente, **los riesgos sobre nuestras proyecciones de crecimiento consideradas en el escenario base para 2016/17 están balanceados.** Por un lado, eventos que pueden inducir un sesgo a la baja sobre estas previsiones son un menor dinamismo de la economía de China y eventuales retrasos en la ejecución de las grandes obras de infraestructura. De otro, nuestras proyecciones de crecimiento del PIB pueden desviarse hacia arriba debido a un mayor apetito por riesgo global (lo que se reflejaría en mayores entradas de capitales), a un choque positivo sobre la confianza de empresas y familias (ante las expectativas que genera una nueva administración gubernamental), y a un mayor dinamismo del sector construcción debido a los recientes cambios legislativos para las AFPs (lo que podría elevar la inversión en construcción inmobiliaria si la demanda por vivienda se acelera).

## 2 Entorno global: los bancos centrales atajan el *Brexit*

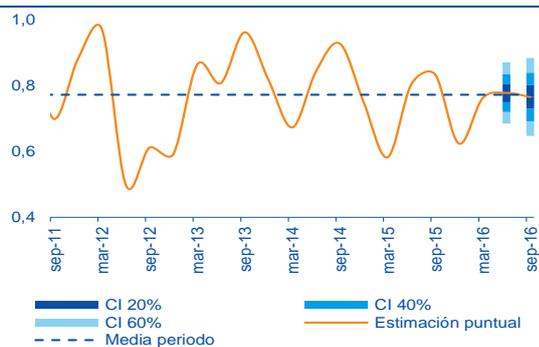
La economía global ha continuado en los tres últimos meses con una expansión moderada, registrando tasas anualizadas de crecimiento en torno al 3% (Gráfico 2.1), claramente por debajo de los ritmos anteriores a la crisis. Dentro de este promedio, las economías desarrolladas no muestran signos de recuperación, mientras se empieza a notar cierta mejora en las economías emergentes, especialmente las asiáticas. Como resultado, los datos agregados a nivel global han mejorado parcialmente o han frenado su deterioro.

El Brexit trajo consigo un aumento sustancial de la volatilidad financiera, común al grueso de activos. Su efecto, sin embargo, fue transitorio y no sistémico (Gráfico 2.2), en parte por la respuesta de los bancos centrales, lo que retrasó el proceso de normalización de los tasas de interés (en el caso de la FED) o mantuvo la predisposición a reforzar esquemas de estímulos monetarios (BCE, BoE y Banco de Japón). En particular, la respuesta de la FED fue determinante para explicar la resistencia de los mercados emergentes. La búsqueda de rentabilidad, en un contexto de tasas de interés muy reducidas, y el alivio generado por el retraso de la FED sobre las condiciones de financiación, han fomentado la reorientación de flujos de capital hacia el bloque emergente, que en julio recibieron las mayores entradas desde 2013.

En EE.UU., los malos datos del primer y segundo trimestre siguen sin mostrar la recuperación esperada. Esto, sumado a la incertidumbre ligada a las elecciones en la segunda mitad del año y a los riesgos globales (Brexit y otros riesgos en Europa, en tanto que en China más a largo plazo) nos llevan a reducir nuestras previsiones de crecimiento para 2016-17 del entorno de 2.5% hacia niveles cercanos al 2%. Por su parte, la Reserva Federal ha mostrado en sus últimas reuniones mayores dudas sobre el potencial de crecimiento de la productividad y del PIB de la economía americana a largo plazo, lo que, unido a los riesgos de la economía global, le ha hecho retrasar su proceso de normalización de su tasa de política monetaria. Así, ahora prevemos una subida adicional este año (probablemente el diciembre) y dos en 2017.

En cuanto a China, los temores de una desaceleración brusca de su economía se han disipado, en parte, tras registrar un crecimiento del PIB estable del 6,7% en el segundo trimestre del año, si bien hay señales menos optimistas provenientes de la debilidad de la inversión (sobre todo privada). Con todo, se mantiene la previsión de una desaceleración del crecimiento hasta de 6,4% en 2016 (desde el 6,9% del 2015) y 5,8% en 2017. Continúan los riesgos a corto plazo sobre la de estabilidad financiera, la depreciación del renminbi y la salida de capitales, así como el mercado inmobiliario y el endeudamiento de las empresas, mientras que a largo plazo se mantienen las dudas sobre las perspectivas de crecimiento debido al lento progreso de las reformas estructurales en algunas áreas clave, en particular en las empresas públicas.

Gráfico 2.1  
**PIB mundial, % t/t. Previsiones 2T y 3T para 2016 en base a BBVA-GAIN**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
**Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)**



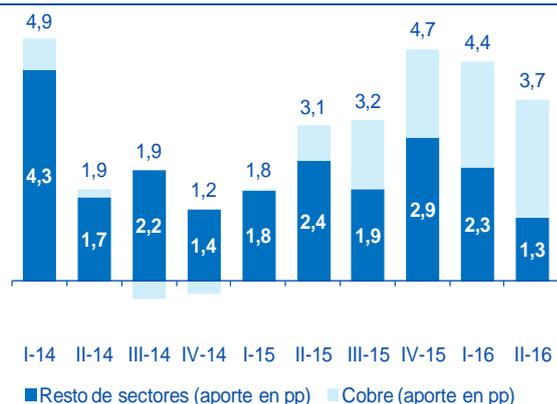
Fuente: Haver y BBVA Research

### 3 Perú: mantenemos las proyecciones de crecimiento para 2016 y 2017 en 3,6% y 4,3%

En la primera mitad de este año, mejores cifras de crecimiento por minería. El resto de la economía aún sin despejar

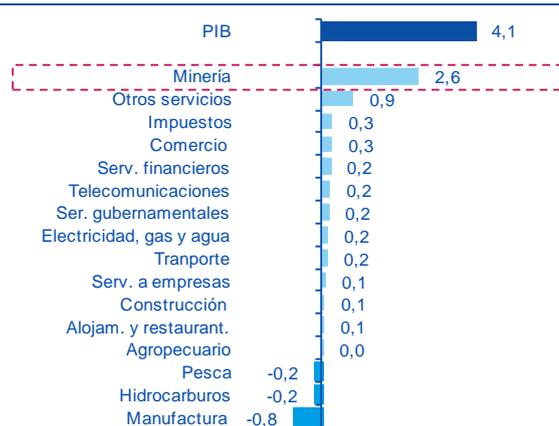
Desde finales del año pasado, el PIB ha registrado un mejor desempeño debido a la fuerte expansión de la producción de cobre, cuya contribución al crecimiento ha ido tomando una mayor importancia (ver Gráfico 3.1). Si bien en el segundo trimestre de este año se observó una desaceleración relativamente sensible, cabe señalar que esta se dio porque no se abrió la primera temporada de captura de anchoveta en la zona centro-norte del litoral, de modo que los sectores de la pesca y de la industria que procesa este recurso registraron caídas importantes que restaron 1,5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en el trimestre<sup>1</sup>. Más allá de la Minería metálica, el resto de sectores, que están más vinculados con la demanda interna, sigue mostrando un desempeño discreto (ver Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1  
**PIB**  
(var. % interanual y puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research a partir de INEI y MINEM

Gráfico 3.2  
**Contribución al crecimiento, enero-junio 2016**  
(puntos porcentuales)



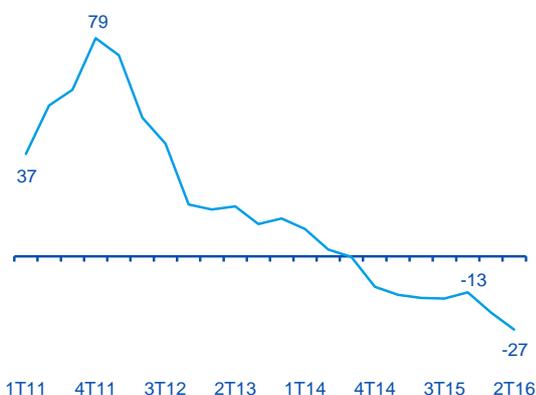
Fuente: BBVA Research a partir de INEI

### Por el lado del gasto, la demanda interna continúa débil, pero las exportaciones mantienen buen ritmo

La inversión privada siguió contrayéndose en el segundo trimestre, recogiendo así en particular el ajuste de la inversión en minería, la cual cayó 43% en términos reales –27% en dólares corrientes (ver Gráfico 3.3)–. Si bien la importancia relativa de la inversión minera en la inversión total del sector privado ha disminuido en los últimos años, su peso aún continúa siendo importante –alrededor del 17%–, por lo que su evolución afecta el resultado total de la acumulación de capital en el país.

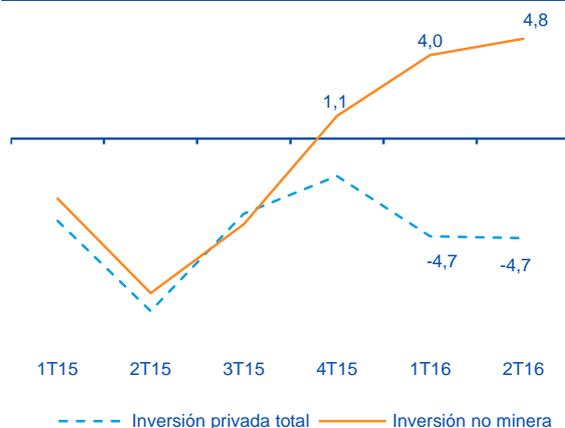
1: La primera temporada de captura de anchoveta en la zona centro-norte del litoral ocurre usualmente en el segundo trimestre. En 2015, por ejemplo, se inició a principios de abril (con una cuota de TM 2,6 millones). En el presente año, sin embargo, de manera atípica se extendió la veda –con fines de prevención de la especie– hasta mediados de junio. La temporada finalizó en julio (no se prolongó más por el inicio del período de desove de la anchoveta) y solo se alcanzó a capturar el 50% de la cuota establecida (TM 1,8 millones).

Gráfico 3.3  
Inversión minera  
(en USD, var. % interanual)



Fuente: BBVA Research a partir de MINEM

Gráfico 3.4  
Inversión privada y no minera<sup>1</sup>  
(var. % interanual)



1/ Segundo trimestre es estimado.  
Fuente: BBVA Research a partir de BCRP

De otro lado, de acuerdo con nuestros estimados, la inversión no minera siguió en terreno positivo por tercer trimestre consecutivo –creció 1,1% en el cuarto trimestre de 2015 y más de 4,0% en los dos primeros trimestres de este año (ver Gráfico 3.4)-, favorecida en alguna medida por el inicio de obras de infraestructura. Cabe agregar que, en su etapa inicial, estas obras han tenido un alto componente importado –bienes de capital e insumos–, por lo que aún no han sido un factor dinamizador de la producción doméstica ni del mercado laboral. Asimismo, la construcción de estos proyectos viene ejecutándose con retrasos por problemas en la habilitación de terrenos, expropiaciones, estudios técnicos sin culminar, y problemas de financiamiento (ver Tabla 1).

Tabla 1  
Proyectos de Inversión

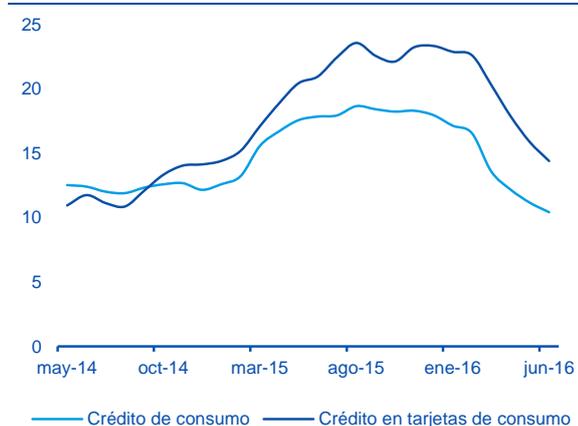
| Proyectos                               | Inversión (millones de USD) | Situación actual   |
|---|-----------------------------|--|
| Línea 2 del Metro de Lima               | 5 600                       | Se vienen incumpliendo los plazos para la entrega de los predios al consorcio ejecutor de la obra. Además, existe un retraso en la aprobación de los estudios de ingeniería. Al mes de julio se ejecutó solo el 20% del monto presupuestado para este año (S/ 2 257 millones). |
| Gasoducto del Sur                       | 4 300                       | Muchos de los trabajos se encuentran paralizados por falta de financiamiento. En setiembre el concesionario presentaría el cierre financiero con la banca internacional, siempre y cuando el Estado apruebe la adenda de bancabilidad.   |
| Modernización de la refinería de Talara | 2 730                       | Los trabajos se están financiando actualmente con créditos de corto plazo con la banca local. La operación de endeudamiento externo se encuentra en evaluación. Al mes de mayo, el proyecto tuvo un avance físico de obra de 37%.  |
| Aeropuerto internacional Jorge Chávez   | 1 200                       | El Estado no entrega aún la totalidad de los terrenos (sin interferencias).  |
| Majes Siguas II Etapa                   | 550                         | Se están realizando trabajos preliminares. Recientemente, la supervisora de la obra aprobó la propuesta de optimización que presentó el concesionario. Queda pendiente que el concesionario presente el expediente técnico modificado que recoja optimizaciones.               |
| <b>Total</b>                            | <b>14 380</b>               |  |

Fuente: BBVA Research a partir de BCRP, MEF y medios de prensa

Por su parte, el consumo privado se ralentizó en un contexto de desapalancamiento de las familias (los créditos de consumo se vienen desacelerando; ver Gráfico 3.5) y de debilidad del empleo urbano formal (ver

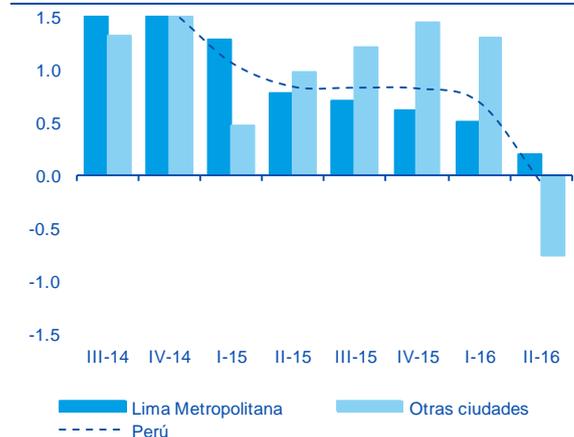
Gráfico 3.6). Cabe agregar que el enfriamiento del mercado laboral ha sido más intenso en las ciudades del interior del país.

Gráfico 3.5  
**Créditos orientados a financiar consumo de las familias (var. % interanual)**



Fuente: BBVA Research a partir de ASBANC

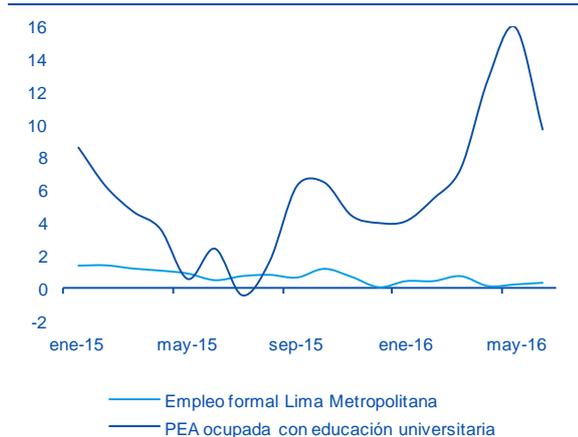
Gráfico 3.6  
**Empleo urbano formal\* (var. % interanual)**



\* Empleo en empresas privadas formales con 10 o más trabajadores.  
Fuente: BBVA Research a partir de MINTRA

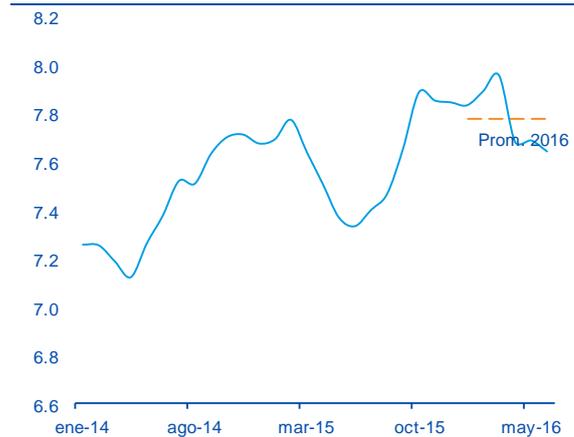
En Lima Metropolitana, el crecimiento de la PEA ocupada se ralentizó en el segundo trimestre, aunque aumentó la demanda de trabajadores con educación superior. Sin embargo, dado que el empleo formal en la capital del país está prácticamente estancado, buena parte de los trabajadores con mayor nivel educativo habría sido absorbido por el sector informal (ver Gráfico 3.7). Como resultado, en promedio, los ingresos salariales reales (ajustados por inflación) no están creciendo desde el último trimestre de 2015 (ver Gráfico 3.8), lo que ha afectado la dinámica del consumo.

Gráfico 3.7  
**Lima Metropolitana: Empleo formal y PEA ocupada con educación universitaria (var. % interanual)**



Fuente: BBVA Research a partir de INEI

Gráfico 3.8  
**Lima Metropolitana: masa salarial en términos reales\* (miles de millones de soles de junio de 2016)**



\* La masa salarial se calcula como la multiplicación de la PEA ocupada por el salario promedio mensual en términos reales.  
Fuente: BBVA Research a partir de INEI

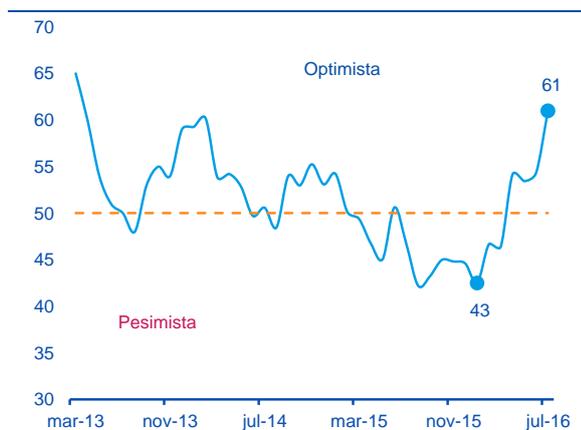
En lo positivo, las exportaciones registraron un mejor desempeño en el segundo trimestre, en línea con la mayor producción minera. También se registró una evolución favorable de los volúmenes de exportaciones no tradicionales (0,5% interanual), el primer avance desde fines de 2012. Sin embargo, consideramos que

es prematuro asegurar que las ventas al exterior de estos productos, con mayor valor agregado, empezarán a mostrar cifras positivas hacia adelante debido a que la economía de la región –el principal mercado de destino– aún mantiene un tono de debilidad.

**Mejoran confianzas, las que de consolidarse anticiparían que el gasto privado empezará a mejorar en los últimos meses del año y de manera más clara a principios de 2017. Sin embargo, impulso minero empezará a declinar**

A pesar de que más allá del cobre la economía muestra un tono de debilidad, en particular las actividades más vinculadas con la demanda interna, los indicadores de confianza han mostrado una recuperación. La confianza empresarial se ha mantenido en terreno optimista por cuatro meses consecutivos (ver Gráfico 3.9), lo que posiblemente refleja la menor incertidumbre vinculada con la contienda electoral en comparación con lo observado en otros procesos de votación presidencial (pasaron a la segunda vuelta dos candidatos que aseguraban continuidad de los lineamientos en la conducción macroeconómica de los últimos 25 años) y las expectativas sobre el nuevo gobierno. En este contexto, ha mejorado también la expectativa que tienen las empresas para aumentar sus nóminas en los próximos tres meses (ver Gráfico 3.10), algo que podría estar anticipando un rebote de la generación de empleo formal desde fines de año.

Gráfico 3.9  
**Confianza empresarial (puntos)**



Fuente: BCRP

Gráfico 3.10  
**Expectativa de contratación de las empresas a 3 meses y empleo formal en Perú urbano (índice y var. %, últimos tres meses)**

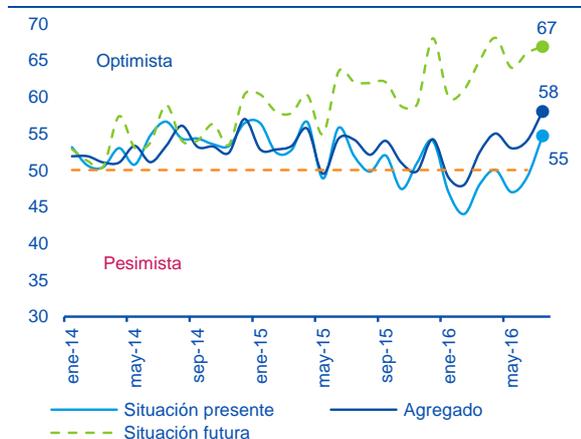


Fuente: BBVA Research a partir de BCRP

Por el lado de los consumidores, la reducción de la inflación ha sido un factor que ha ayudado a mantener una percepción de optimismo moderado (ver Gráfico 3.11). También es interesante señalar que las familias muestran una confianza significativamente más elevada sobre su situación futura (con respecto a su situación actual), por lo que estarían percibiendo que la ralentización por la que atraviesa la economía y el empleo es transitoria.

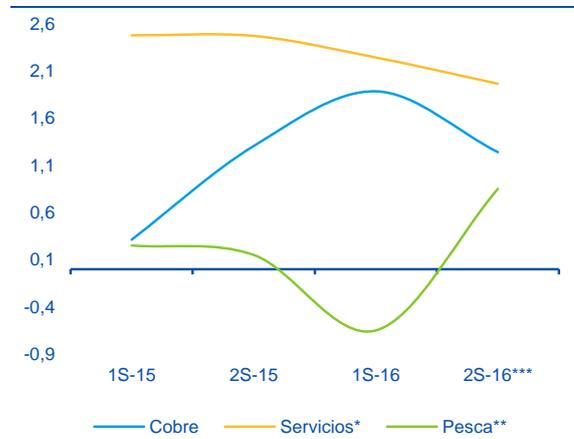
Cabe agregar que en el segundo semestre de este año la producción de cobre, la inversión pública –que mejoró sensiblemente en el primer trimestre– y el sector Servicios perderán algo de impulso, aunque la Pesca registrará una mejora (ver Gráfico 3.12). En el balance, el ritmo de expansión del PIB tenderá a moderarse en la segunda mitad del año.

Gráfico 3.11  
Confianza del consumidor (puntos)



Fuente: Apoyo Consultoría

Gráfico 3.12  
Cobre, pesca y servicios: aporte al crecimiento (puntos porcentuales)



\*Incluye al sector comercio.  
\*\* Considera el efecto positivo del procesamiento de la harina de pescado.  
\*\*\*Estimado.  
Fuente: BBVA Research a partir de INEI

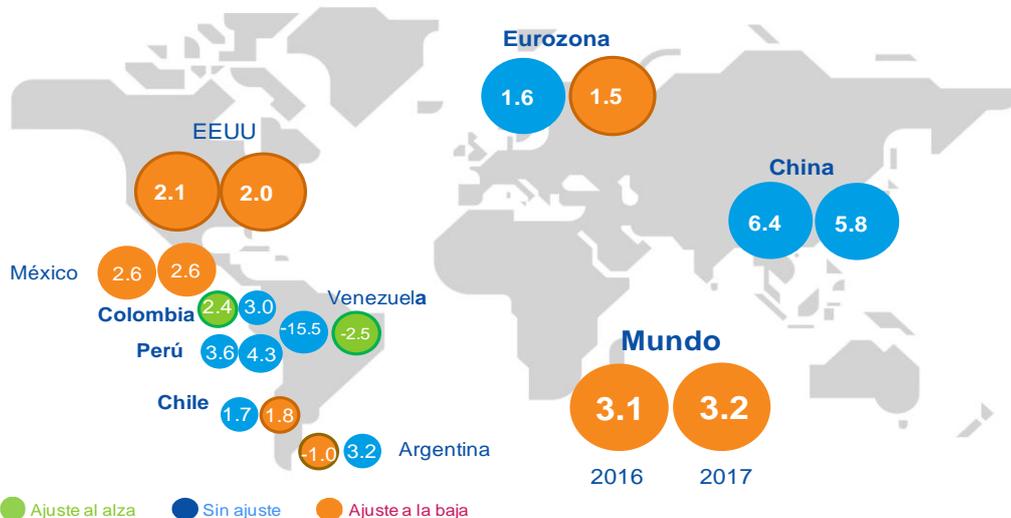
## En los próximos meses, el desarrollo de los proyectos de infraestructura y el dinamismo de la minería serán los principales soportes del crecimiento

El escenario base para nuestras proyecciones de crecimiento del PIB considera varios supuestos.

Por el lado externo:

- La economía mundial mostrará una expansión moderada (ver Gráfico 3.13 y la Sección 2 sobre el Entorno Global para mayores detalles): (i) China continuará desacelerándose paulatinamente, (ii) en EE.UU, el crecimiento del PIB converge gradualmente hacia niveles de largo plazo algo más bajos, y (iii) LatAm irá poco a poco mejorando.

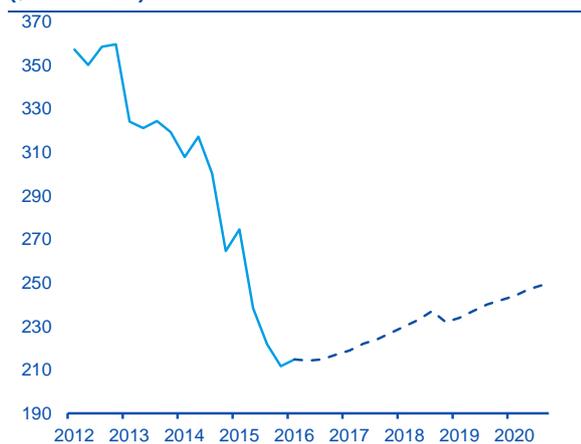
Gráfico 3.13  
Crecimiento mundial (var. % interanual)



Fuente: BBVA Research

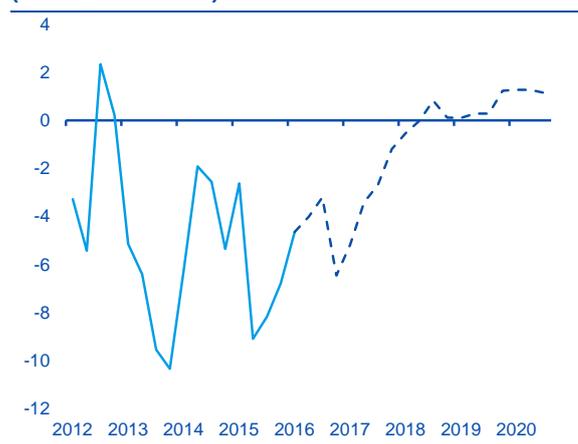
- Los términos de intercambio seguirán disminuyendo este año y algo más en 2017. Esta contracción va en línea con una mayor caída en los precios de exportación, sobre todo del cobre, y con una recuperación de los precios de importación debido al mejor panorama para la cotización internacional del petróleo (ver Gráfico 3.14 y Gráfico 3.15).

Gráfico 3.14  
Precio del cobre  
(¢USD/libra)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

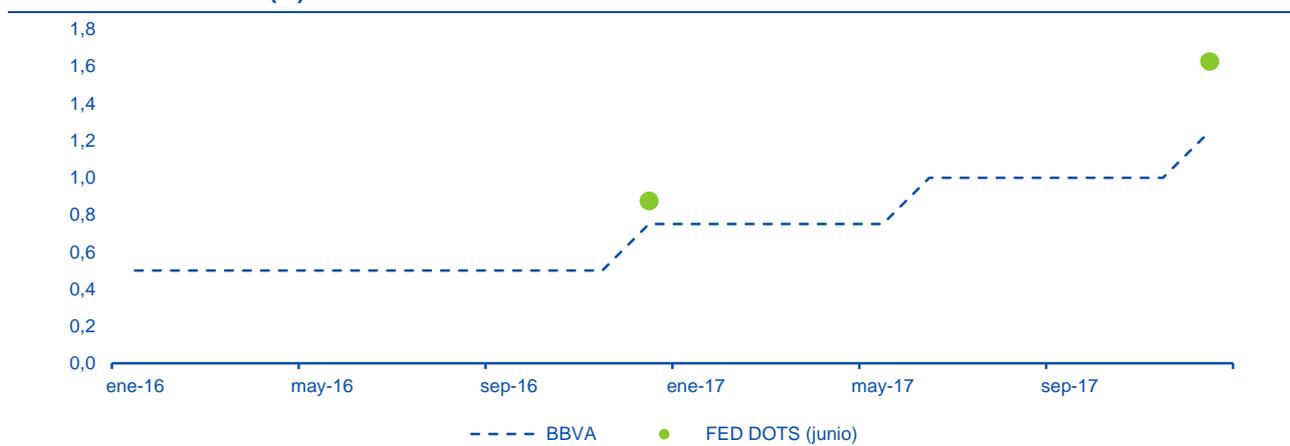
Gráfico 3.15  
Términos de intercambio  
(var. % interanual)



Fuente: BBVA Research a partir de BCRP

- La FED retomará senda alcista de su tasa de política monetaria a fines de año y continuará con el ajuste en 2017 de manera muy gradual con dos incrementos de 25pb cada uno (ver Gráfico 3.16 y Sección 2 sobre el Entorno Global). Cabe señalar que actualmente los mercados vienen cotizando que la FED será más gradual que lo considerado en nuestro escenario base, por lo que prevemos episodios de volatilidad en los mercados financieros locales debido al reacomodo en los portafolios de los inversionistas. Pero más allá de estos episodios transitorios, lo importante para las decisiones económicas de una FED *dovish* es que las tasas de interés en los mercados internacionales se mantendrán en niveles bajos por un buen tiempo.

Gráfico 3.16  
Previsión de tasa FED (%)

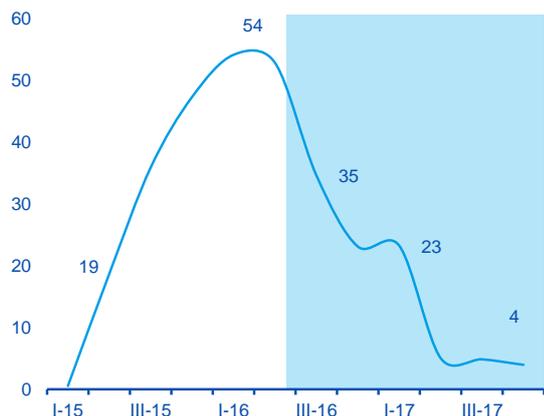


Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Por el lado local, los supuestos son los siguientes:

- La producción de cobre seguirá aumentando hasta fines de 2017, pero cada vez a un menor ritmo, por lo que su aporte al crecimiento se irá moderando (ver Gráfico 3.17 y Gráfico 3.18).

Gráfico 3.17  
**Producción de cobre (var. % interanual)**



Fuente: BBVA Research a partir de MINEM

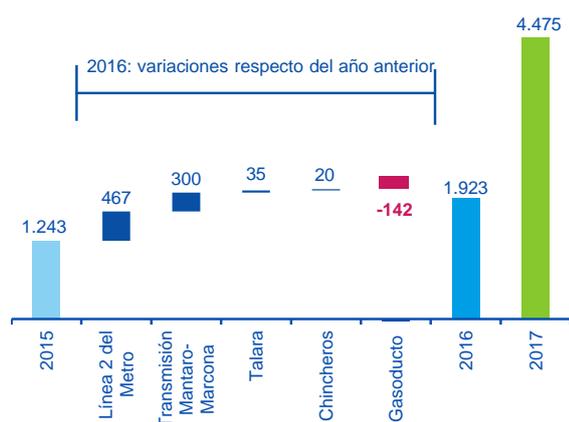
Gráfico 3.18  
**Producción de cobre: aporte al crecimiento (puntos porcentuales)**



Fuente: BBVA Research

- Se aceleran los trabajos de construcción de los grandes proyectos de infraestructura (públicos y privados) durante el próximo año (ver Gráfico 3.19). De acuerdo a nuestros supuestos, el monto en dólares de la inversión en infraestructura crecerá más de 130% en 2017. Así, a diferencia de lo que ocurrirá con la Minería, el aporte al crecimiento del gasto en inversión en infraestructura se triplicará el próximo año.

Gráfico 3.19  
**Proyectos de infraestructura seleccionados\* (gasto de inversión, USD millones)**



\*Los proyectos seleccionados son los siguientes (la inversión considerada en 2016 se encuentra en paréntesis): Línea 2 del metro de Lima (USD 606 millones), Gasoducto del Sur (USD 358 millones), línea de transmisión eléctrica Mantaro- Montalvo (USD 300 millones), modernización de la refinería de Talara (USD 639 millones), y aeropuerto de Chinchero (USD 20 millones). Fuente: BBVA Research a partir de MEF y BCRP

Gráfico 3.20  
**Proyectos de infraestructura\*: aporte al crecimiento del PIB (puntos porcentuales)**



\*Recoge cinco grandes proyectos de infraestructura: la Línea 2 del Metro de Lima, la línea de transmisión eléctrica Mantaro-Socabaya- Montalvo, la modernización de la refinería de Talara, la construcción del aeropuerto de Chinchero, y el Gasoducto Surperuano. Fuente: BBVA Research a partir de MEF y BCRP

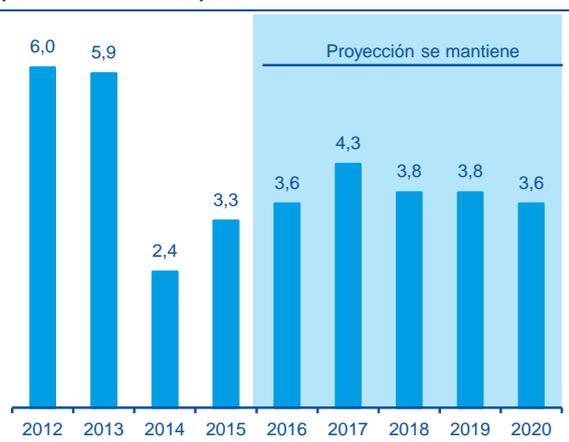
- El ajuste de la inversión minera finalizará este año y en 2017 su crecimiento será ligeramente positivo. Este escenario considera que solo quedan proyectos de pequeña y mediana envergadura (Tambomayo

y ampliación de Toquepala, con montos de inversión por USD 340 millones y USD 1200 millones, respectivamente) que entrarán en fase operativa hacia el 2017 o 2018. Hacia adelante, la inversión minera se explicará por la reinversión de las utilidades de las empresas de este sector que, en conjunto, serán menores dado que los precios de los metales básicos seguirán en niveles bajos.

- La confianza empresarial se mantiene alrededor de niveles alcanzados recientemente –tramo optimista–.
- El déficit estructural del sector público –medición del déficit que considera los ingresos permanentes del gobierno– se ubicará en 2,5% del PIB. Se asume que no se recorta el Impuesto General a las Ventas (IGV).

Considerando los supuestos mencionados, nuestras proyecciones de crecimiento para la economía peruana se mantienen en 3,6% y 4,3% para 2016 y 2017, respectivamente (ver Gráfico 3.21). Los principales *drivers* durante este y el próximo año son el empuje de la mayor producción minera y la ejecución de grandes obras de infraestructura. En conjunto, estos dos factores aportarán algo más de 2 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en 2016 y 2017 (ver Gráfico 3.22).

Gráfico 3.21  
PIB  
(var. % interanual)



\* Estimado.  
Fuente: BBVA Research a partir de INEI y BCRP

Gráfico 3.22  
Aporte al crecimiento del PIB  
(puntos porcentuales)

|                               | 2016   | 2017   |
|-------------------------------|--------|--------|
| Total                         | 2,1 pp | 2,2%   |
| Producción de cobre           | 1,5 pp | 0,5 pp |
| Proyectos de infraestructura* | 0,6 pp | 1,7pp  |

\*Recoge cinco grandes proyectos de infraestructura: la Línea 2 del Metro de Lima, la línea de transmisión eléctrica Mantaro–Marcona-Socabaya- Montalvo, la modernización de la refinería de Talara, la construcción del aeropuerto de Chinchero, y el Gasoducto Surperuano.  
Fuente: BBVA Research

Sectorialmente, tenemos que el conjunto de actividades primarias –extractivas– mantendrán un interesante dinamismo. La Minería metálica, por ejemplo, seguirá creciendo hasta fines del 2017, aunque a un ritmo decreciente (ver Tabla 2). En cuanto a la Pesca, se recuperará el volumen de extracción de anchoveta — más en línea con sus niveles promedio históricos—. Y por el lado de los sectores no primarios, se registrará una recuperación gradual que será más sensible en 2017, en particular en la Construcción y la Manufactura no primaria, en línea con el desarrollo de los proyectos de infraestructura, la recuperación del mercado inmobiliario (nuevas normativas para los fondos de pensiones apuntalarán la demanda de vivienda), el menor lastre de la inversión minera, y el mejor desempeño de las economías de LatAm.

Tabla 2

**PIB por sectores productivos  
(var. % interanual)**

|                         | 2015       | 2016(p)    | 2017(p)    |
|-------------------------|------------|------------|------------|
| Agropecuario            | 3,0        | 1,2        | 4,0        |
| Pesca                   | 15,8       | -6,6       | 19,1       |
| Minería e hidrocarburos | 9,3        | 14,2       | 5,5        |
| Minería metálica        | 15,5       | 18,6       | 4,5        |
| Hidrocarburos           | -11,6      | -5,1       | 11,6       |
| Manufactura             | -1,7       | -2,5       | 3,3        |
| Primaria                | 1,3        | -1,6       | 6,7        |
| No primaria             | -2,7       | -2,7       | 2,0        |
| Electricidad y agua     | 6,2        | 7,2        | 6,3        |
| Construcción            | -5,9       | -0,9       | 4,9        |
| Comercio                | 3,9        | 2,1        | 3,3        |
| Otros servicios         | 5,1        | 4,5        | 4,7        |
| <b>PIB Global</b>       | <b>3,3</b> | <b>3,6</b> | <b>4,3</b> |
| PIB primario            | 6,6        | 8,3        | 5,5        |
| PIB no primario*        | 2,6        | 2,6        | 4,1        |

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

Tabla 3

**PIB por el lado de la demanda  
(var. % interanual)**

|  | 2015       | 2016<br>(p) | 2017<br>(p) |
|--|------------|-------------|-------------|
| <b>1. Demanda Interna</b>                  | <b>2,9</b> | <b>1,1</b>  | <b>3,8</b>  |
| a. Consumo privado                         | 3,4        | 3,1         | 3,4         |
| b. Consumo público                         | 9,5        | 5,7         | 2,2         |
| c. Inversión bruta interna                 | -1,0       | -5,7        | 5,6         |
| Inversión bruta fija                       | -5,0       | -1,3        | 5,4         |
| - Privada                                  | -4,4       | -3,3        | 4,0         |
| - Pública                                  | -7,5       | 6,5         | 10,8        |
| 2. Exportaciones                           | 3,5        | 6,8         | 3,6         |
| <b>3. PIB</b>                              | <b>3,3</b> | <b>3,6</b>  | <b>4,3</b>  |
| 4. Importaciones                           | 2,2        | -3,0        | 1,4         |
| <i>Nota:</i>                               |            |             |             |
| <i>Gasto privado (excl. inventarios)</i>   | 1,4        | 1,6         | 3,5         |
| <i>Demanda interna (excl. inventarios)</i> | 1,9        | 2,3         | 3,7         |

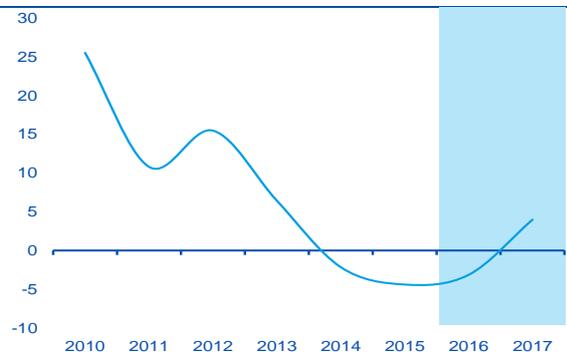
Fuente: INEI, BCRP y BBVA Research

Por el lado de la demanda, estimamos que la inversión bruta fija aún mostrará un comportamiento discreto en el segundo semestre de este año pero volverá a crecer a partir de 2017, luego de tres años consecutivos de contracción (ver Tabla 3). En general, la aceleración de los trabajos de construcción de los grandes proyectos de infraestructura, que se daría en un entorno en el que se resuelven problemas como la expropiación de terrenos, la liberación de interferencias, y el financiamiento, le imprimirán un mayor dinamismo a la inversión tanto pública como privada (ver Gráfico 3.23). En este último caso también influirán positivamente cuatro factores. El primero de ellos, la mejora de la confianza empresarial, que favorecerá la inversión no minera. El segundo, un mejor desempeño del mercado inmobiliario pues la liberación de fondos de las administradoras de fondos de pensiones para adquirir una primera vivienda le dará un impulso a la demanda en un contexto en el que los inventarios ya estarían más próximos a niveles normales. El tercero, una autoconstrucción que encontrará mayor soporte en la recuperación paulatina de la generación de empleo y en el descenso de la inflación. Y finalmente, se habrá disipado en gran parte el lastre de la menor inversión minera.

Con respecto al consumo privado, este se ralentizará en lo que resta de 2016, con un ritmo de expansión que prevemos más cercano al 3%, recogiendo la debilidad de la generación de empleo formal y el despalancamiento de las familias. El próximo año, en un contexto en el que la inversión privada se recuperará, lo que favorecerá la creación de empleo, y en el que la inflación continuará cediendo, el consumo irá ganando tracción paulatinamente y estimamos que avanzará más cerca de 3,5% (ver Gráfico 3.24).

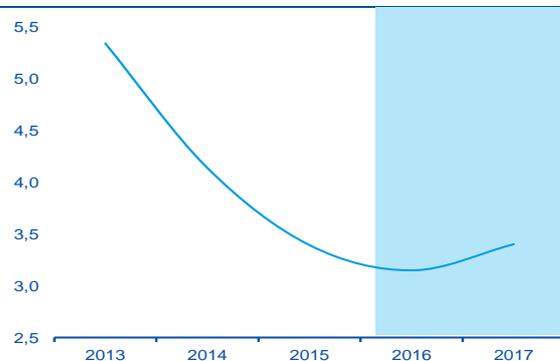
Finalmente, las exportaciones serán el componente más dinámico por el lado del gasto en lo que resta del año, apoyadas en la producción minera, y en particular en la extracción de cobre. En 2017, el ritmo de expansión de las exportaciones será más acotado: el empuje de la actividad minera se moderará, lo que será atenuado por mayores exportaciones de productos pesqueros (prevemos que el desembarque de anchoveta aumentará más de 45% en un entorno en el que las condiciones climatológicas se normalizarán) y por mayores exportaciones no tradicionales que recogerán la recuperación del crecimiento económico en LatAm.

Gráfico 3.23  
Inversión privada  
(var. % interanual)



Fuente: BBVA Research a partir de BCRP

Gráfico 3.24  
Consumo privado  
(var. % interanual)

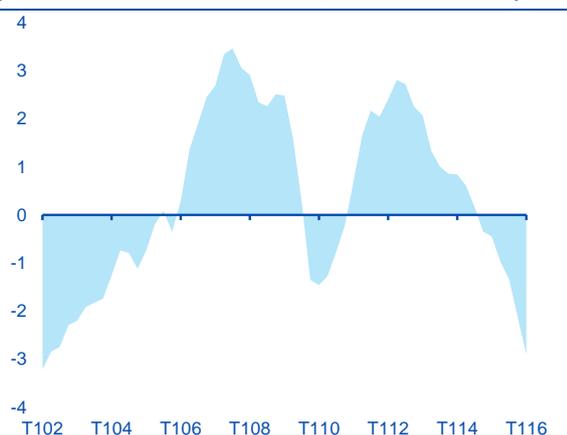


Fuente: BBVA Research a partir de BCRP

## Política fiscal: no hay mucho espacio para recortes tributarios

A junio, el déficit fiscal acumulado de los últimos cuatro trimestres ascendió a 3,0% del PIB debido, principalmente, a la caída de los ingresos corrientes del gobierno —por factores cíclicos y por la reducción de las tasas del impuesto a la renta—. Déficits fiscales de esta magnitud no se registraban desde inicios de la década pasada (ver Gráfico 3.25).

Gráfico 3.25  
Resultado fiscal\*  
(acumulado en el último año, como % del PIB)



\* Del sector público no financiero.  
Fuente: BBVA Research a partir de MEF

Gráfico 3.26  
Resultado fiscal\*  
(% del PIB)



\* Del sector público no financiero.  
Fuente: BBVA Research a partir de BCRP

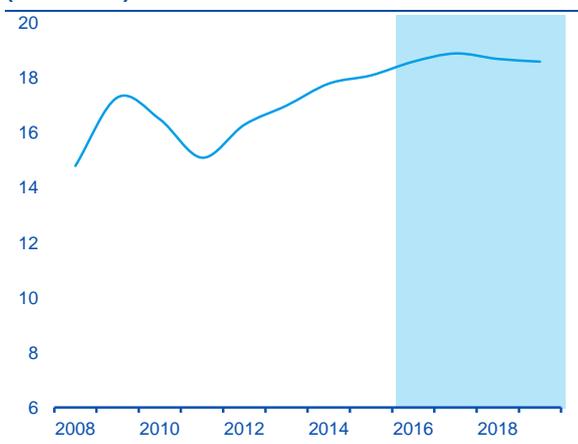
Para nuestras proyecciones de las cuentas fiscales hemos considerado como supuestos de trabajo que:

- No se implementan recortes de impuestos aparte de los que anunció la administración anterior a fines de 2015 (de acuerdo con ello, está programado que el impuesto a la renta para empresas se reducirá en 2017 y 2019). En particular, asumimos que no se reduce el Impuesto General a la Ventas (IGV), una propuesta que el nuevo gobierno anunció durante la campaña electoral como uno de los elementos dentro de un plan para formalizar la economía.

- El déficit fiscal estructural —medición del balance fiscal que considera los ingresos permanentes del gobierno— se ubicará alrededor de 2,5% del PIB para el periodo 2016-2018 (ver Gráfico 3.26). Para el periodo 2019-2020 se proyecta una consolidación fiscal gradual mediante una desaceleración del crecimiento del gasto público que permitirá ir reduciendo el déficit.

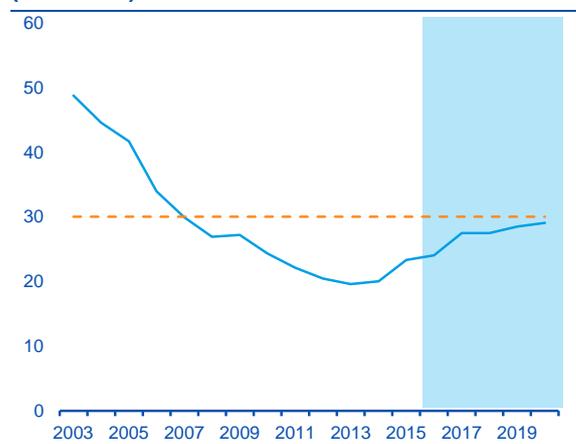
Bajo estos supuestos, el gasto público, como porcentaje del PIB, se mantendría relativamente estable en el horizonte de previsión (ver Gráfico 3.27), pero hemos asumido una recomposición en la que aumentaría gradualmente la inversión pública —consistente con el mayor gasto en infraestructura— y declinaría el consumo del gobierno. En este escenario, el déficit observado se ubicaría cerca a 3,0% del PIB en 2016-2018 y en 2,4% como promedio del período 2019-2020. Finalmente, la deuda pública bruta mantendría una tendencia creciente y se ubicará cerca a 30% del PIB hacia el 2020 (ver Gráfico 3.28).

Gráfico 3.27  
**Gasto público**  
(% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BCRP

Gráfico 3.28  
**Deuda pública bruta**  
(% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BCRP

Sin embargo, si en 2017 se recorta el IGV en un punto porcentual (tal como lo vienen proponiendo las autoridades) y no se dan los efectos en términos de formalización de la economía que el gobierno espera, la recaudación tributaria caería aproximadamente en 0,5% del PIB. Como resultado, bajo este escenario, el déficit fiscal observado se ubicaría más cerca al 3,5% del PIB en 2017 y 2018, en tanto que la deuda pública bruta sobrepasaría el límite de 30% establecido en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF). Así, las trayectorias proyectadas en este caso para el déficit fiscal y la deuda pública bruta sugieren que existe poco espacio para implementar una reducción del IGV si es que se mantienen los objetivos (deseables, por cierto) de impulsar el gasto en infraestructura, mejorar la administración pública, y dotar de mayores recursos al sector educativo y al sector salud.

Las nuevas autoridades sostienen que la reducción del IGV ayudaría a formalizar la economía, pero no han explicado claramente cuál es el mecanismo a través del cual se daría este impacto. Tampoco existe mayor evidencia al respecto. Más aún, un recorte del IGV tendría un impacto negativo inmediato sobre la recaudación y si, eventualmente, fomenta una mayor formalización, la ampliación de la base tributaria se daría de manera muy gradual. Como resultado, habría un deterioro de las cuentas fiscales en el corto plazo.

Finalmente, existen dos elementos a tener en cuenta. Por un lado, hacia adelante el crecimiento tendencial de la economía peruana será más bajo —por factores externos y estructurales—, lo que limita el espacio para eventuales expansiones fiscales. De otro, en un mundo de bajas tasas de interés en los próximos años, el esfuerzo financiero se reduce, lo que permite sostener un mayor nivel de endeudamiento. En todo caso, si se está dispuesto a aceptar una deuda pública algo más elevada en el mediano plazo, lo mejor

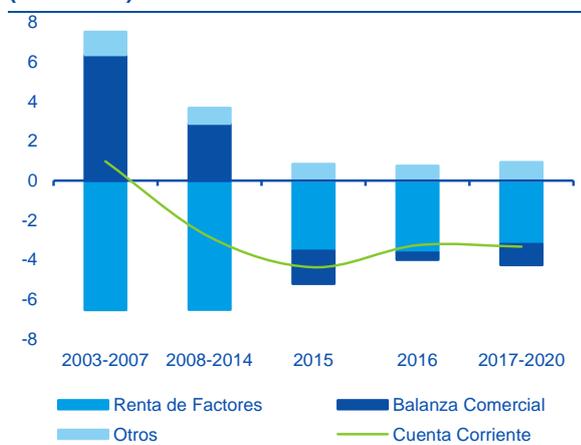
sería que esto se dé a través de un incremento del gasto público, en particular en infraestructura que sea socialmente rentable. Al respecto, en estudios para Perú que ha publicado hace poco el FMI<sup>2</sup> y de acuerdo con estimaciones propias que publicamos a fines de 2014<sup>3</sup>, el impacto multiplicador de una reducción de impuestos es significativamente más bajo que el gasto fiscal. Y dentro del gasto, el de mayor impacto es el de inversión pública.

### Déficit externo empieza a cerrarse, en un contexto de fuerte caída de las importaciones

El déficit comercial mostró una mejora en el segundo trimestre debido, principalmente, a una caída (nominal) de las importaciones, en línea con la debilidad de la demanda interna. Las ventas al exterior registraron una contracción porque los mayores volúmenes exportados fueron superados por la caída de los precios. Dada esta evolución, en el segundo trimestre el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos —como porcentaje del PIB, acumulado en los últimos cuatro trimestres— retrocedió alrededor de tres décimas de punto porcentual.

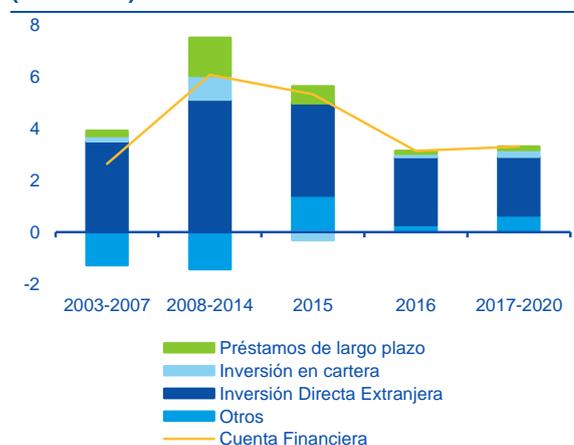
Proyectamos que en los siguientes años la cuenta corriente mejorará, sobre todo desde 2018, aunque de manera acotada (ver Gráfico 3.29). De un lado, aumentará la producción minera y pesquera, se depreciará la moneda y, a partir del próximo año LatAm tendrá un mejor desempeño económico —principal mercado destino de exportaciones no tradicionales—. Sin embargo, también prevemos una disminución de los términos de intercambio en 2016 y 2017 y que aumenten los volúmenes importados debido a que la demanda interna se recuperará paulatinamente.

Gráfico 3.29  
Cuenta corriente  
(% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BCRP

Gráfico 3.30  
Cuenta financiera  
(% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BCRP

Con relación a las fuentes de financiamiento, prevemos que en conjunto serán similares, o excederán en algunos años, al déficit externo (ver Gráfico 3.30). Sin embargo, no todo se orientará a adquirir activos del sector privado. Los inlujos de capitales como IED y préstamos de largo plazo cubrirán solo parte del déficit en la cuenta corriente. Los inlujos de capitales orientados a adquirir activos del sector público (como por ejemplo bonos soberanos o globales) tendrán un papel importante en el horizonte de proyección, pues el sector público emitirá deuda para financiar los déficits fiscales que se anticipan para los próximos años. Ello

<sup>2</sup> Fiscal Multipliers and Institutions in Peru: Getting the largest bang for the sol. IMF Working paper (July 2016). Selected Issues Peru. IMF (July 2016). <http://www.imf.org/external/country/PER/index.htm>

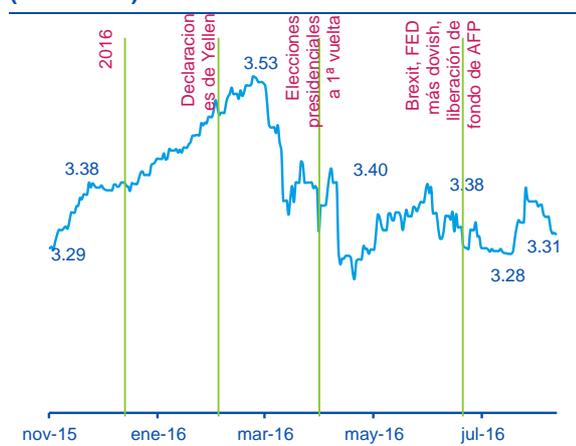
<sup>3</sup> Situación Perú: Cuarto Trimestre de 2014. BBVA Research 2014. <https://www.bbvarsearch.com/public-compuesta/situacion-peru-cuarto-trimestre-de-2014/>

es relevante porque el impacto en el mercado cambiario de este último tipo de influjo de capitales (mayor oferta de dólares) es más acotado que si el influjo es para adquirir activos del sector privado.

## 4 Mercados financieros locales: entre la aversión al riesgo, la FED y la búsqueda de retorno

Durante el segundo trimestre, los mercados financieros locales estuvieron sujetos a diversos eventos externos y domésticos que generaron volatilidad y, en el balance, le imprimieron a los activos peruanos una tendencia a apreciarse (ver Gráficos 4.1 y 4.2).

Gráfico 4.1  
Tipo de cambio\*  
(PEN/ USD)



\*Al 16 de agosto.  
Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Gráfico 4.2  
Rendimiento: bono soberano 2020  
(%)



Fuente: Bloomberg

### ¿Del lado externo? *Brexit*, pero bancos centrales en economías avanzadas mantienen tono *dovish* y China sostiene su crecimiento en el corto plazo, con lo que los inversionistas salen a la caza de rentabilidades atractivas

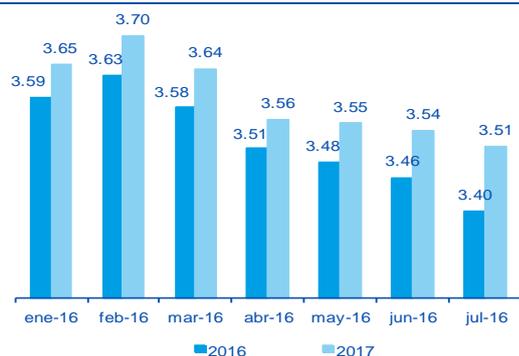
Del lado externo hubo eventos, como por ejemplo el *Brexit*, que por momentos generaron presiones de depreciación sobre los activos financieros locales. Sin embargo, estas presiones fueron acotadas y de breve duración. Y es que en un contexto de mayor riesgo global, los bancos centrales de las economías avanzadas, entre ellos la FED, adoptaron un tono más *dovish*. Con tasas de interés muy bajas o incluso negativas por un período de tiempo más prolongado, los inversionistas se animaron a buscar rentabilidades atractivas en los mercados emergentes, sobre todo en aquellos que muestran mejores fundamentos. Esta caza de rentabilidades atractivas encontró un soporte adicional en la publicación del crecimiento de China durante el segundo trimestre, que se mantuvo en un nivel similar al del primero (6,7%) y redujo así las preocupaciones sobre un ajuste muy pronunciado en esa economía en el corto plazo, algo que también le dio apoyo a los precios de las materias primas y así a los activos de las economías emergentes.

### Factores idiosincráticos también tuvieron un rol importante en las fluctuaciones de los precios de los activos locales durante el segundo trimestre

El resultado de las elecciones en abril indujo un sentimiento positivo debido a que los dos candidatos que pasaron a la segunda vuelta aseguraban la continuidad de los lineamientos principales en la conducción macroeconómica de los últimos veinticinco años, lo que dio tranquilidad a los inversionistas. Un segundo

elemento interno importante que influyó en los mercados financieros fue el cambio en la normatividad de los fondos de pensiones privados, el que permite que en adelante los jubilados retiren hasta el 95,5% de su fondo o que cualquier aportante utilice hasta el 25% de su fondo para adquirir una primera vivienda (o pague de manera anticipada el crédito que empleó para adquirirla). En este contexto, los fondos de pensiones han venido liquidando algunas posiciones en moneda extranjera y demandando activos en soles para atender los retiros que enfrentarán.

Gráfico 4.3  
**Expectativas para el tipo de cambio (PEN/USD, fin de año)**



Fuente: BCRP

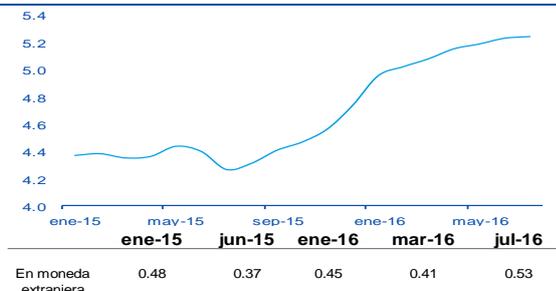
Gráfico 4.4  
**Saldo de ventas netas de NDF por parte de la banca y Posición de cambio global de la banca (USD millones)**



Fuente: BCRP

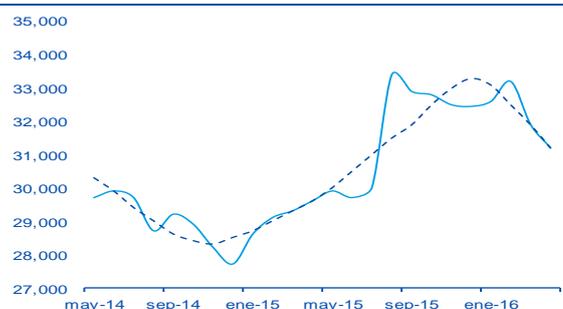
En el caso particular del tipo de cambio, el panorama de corto plazo más favorable para el PEN se ha reflejado en una disminución del nivel esperado para esta variable en los próximos meses (ver Gráfico 4.3). En ese entorno, los participantes del mercado cambiario, como por ejemplo los inversionistas extranjeros y la misma banca, han reducido marcadamente sus posiciones a favor del USD (ver Gráfico 4.4). Junto con el aumento de las tasas de interés para depósitos en soles (ver Gráfico 4.5), resultado del ajuste de la tasa de interés de referencia de la política monetaria y de la desdolarización del crédito, la expectativa de un tipo de cambio más contenido ha llevado también a que el público disminuya sus tenencias de moneda extranjera (ver Gráfico 4.6). En síntesis, el balance de factores externos y domésticos ha inducido un reposicionamiento general más favorable para el PEN, con lo que este se apreció desde niveles por encima de 3,40 en marzo hasta unos más próximos a 3,30 en julio, incluso a pesar de las intervenciones del Banco Central para moderar este proceso.

Gráfico 4.5  
**Tasa de interés de depósitos en soles (plazo, entre 180 y 360 días, %)**



Fuente: BCRP

Gráfico 4.6  
**Depósitos en moneda extranjera (USD millones)**



Fuente: BCRP

## Hacia adelante, nuestra previsión de un PEN más débil se mantiene

Con el retroceso que prevemos para los términos de intercambio y la mejora que eventualmente tendrá la demanda interna (lo que favorecerá las importaciones), el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos seguirá siendo importante, a pesar de las mayores exportaciones mineras, pesqueras (en la medida que se normalizan las condiciones climatológicas), y no tradicionales (conforme LatAm gana tracción). Ello presionará a que tendencialmente el tipo de cambio se eleve. Las preguntas son entonces cuándo se retomará esta tendencia y a qué ritmo se hará. Nuestra previsión considera que los elementos que en los últimos meses han presionado a la baja al tipo de cambio se agotarán pronto (no generarán mayores presiones adicionales de apreciación) y que por el contrario la FED se inclinará por elevar su tasa de política antes de que concluya el año, volviendo a hacerlo en dos oportunidades más en 2017. Lo que anticipamos para la FED se encuentra fuera del consenso del mercado. Conforme este consenso vaya interiorizando cada vez más un ajuste de la tasa de la FED en 2016, el PEN retomará su tendencia a depreciarse, algo que estimamos se dará pronto. Como resultado de ello, estimamos que el tipo de cambio cerrará el año entre 3,40 y 3,45. En 2017, con un déficit en la cuenta corriente aún importante y con una FED en modo de ajuste (si bien gradual), prevemos que el PEN seguirá depreciándose hasta un nivel entre 3,50 y 3,55 (ver Gráfico 4.7), acercándose así un poco más al nivel que estimamos como de equilibrio.

Gráfico 4.7  
**Tipo de cambio  
(PEN /USD)**

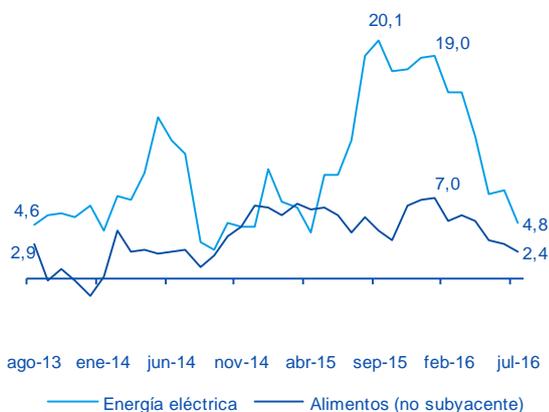


Fuente: BBVA Research a partir de BCPR

## 5 Inflación retornó al interior del rango meta antes de lo previsto y hacia adelante no habrá mayores presiones

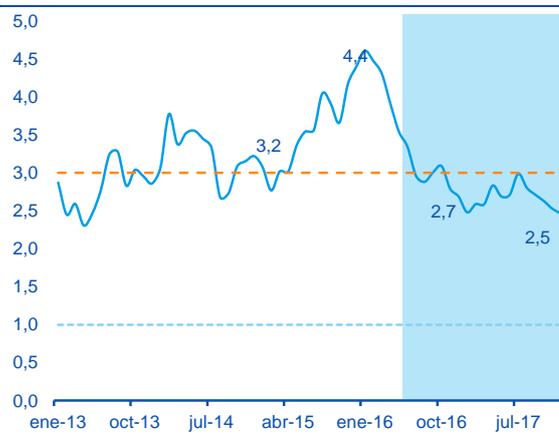
La inflación ha declinado desde inicios de 2016. Así, mientras que al empezar el año se situaba por encima del 4,5%, en julio volvió al interior del rango meta. Hay tres elementos que han favorecido esta evolución. El primero de ellos es el menor precio de los alimentos (ver Gráfico 5.1). Los choques de oferta (anomalías climatológicas) que afectaron el abastecimiento de alimentos se han ido disipando, a lo que se sumó recientemente el retroceso de las cotizaciones de insumos alimentarios importados, en particular la de maíz. Un segundo elemento es la relativa estabilidad del tipo de cambio, cuya depreciación en términos interanuales disminuyó marcadamente en los últimos meses (desde 14% en diciembre de 2015 a menos de 3% actualmente). Ello ha incidido en el mismo sentido sobre los precios de algunos componentes de la canasta de consumo, entre ellos los de bienes importados (automóviles y electrodomésticos, por ejemplo), los de bienes que se elaboran con insumos importados, y los de servicios que están denominados en dólares (alquileres, por ejemplo) o que están vinculados con la evolución del tipo de cambio (la energía eléctrica, por ejemplo). Finalmente, en este contexto inflacionario más benigno, las expectativas de inflación también han empezado a ceder.

Gráfico 5.1  
**Precios de alimentos\* y de energía eléctrica (var. % interanual)**



\*Refleja la evolución de los precios de los alimentos dentro del componente no subyacente de la canasta de consumo.  
Fuente: BCRP

Gráfico 5.2  
**Índice de precios al consumidor (var. % interanual)**



Fuente: BBVA Research a partir de BCRP

Hacia adelante, prevemos que en un entorno de aumento más moderado del tipo de cambio (el ritmo de depreciación interanual disminuirá algo más todavía según nuestros estimados), de ausencia de presiones de demanda, y de una paulatina corrección a la baja que seguirán teniendo las expectativas inflacionarias en este contexto más benigno para los precios, la inflación seguirá declinando y se consolidará al interior del rango meta en el último trimestre de este año (ver Gráfico 5.2). Cabe agregar que el incremento que anticipamos mostrará la cotización internacional del petróleo (WTI) en lo que resta del año, alcanzando un nivel más cercano a los USD/barril 52 hacia el cierre de 2016, le impondrá alguna resistencia al descenso de la inflación.

## 6 Política monetaria: Banco Central mantendrá tasa de referencia en 4,25% en lo que resta del año

La tasa de política monetaria se mantuvo constante en 4,25% durante los últimos meses. El entorno en el que esto se dio fue uno en el que la inflación, si bien con tendencia descendente, aún estuvo alta, por encima del rango meta, y solo regresó a este en julio. Algo similar ocurrió con las expectativas inflacionarias (ver Gráfico 6.1). Por el contrario, del lado de la actividad económica, el gasto que realiza el sector privado siguió débil, avanzando a un ritmo de alrededor de 1,5% interanual (ver Gráfico 6.2). Y en el mercado cambiario, la tendencia general de la moneda fue a apreciarse, pero en un contexto en el que persisten riesgos externos importantes (por ejemplo, China, la tasa de la FED) que por momentos generaron sobresaltos.

Gráfico 6.1  
**Expectativas de inflación\***  
(%)



Gráfico 6.2  
**Gasto privado excluyendo inventarios (promedio móvil últimos 4 trimestres, var. % interanual)**

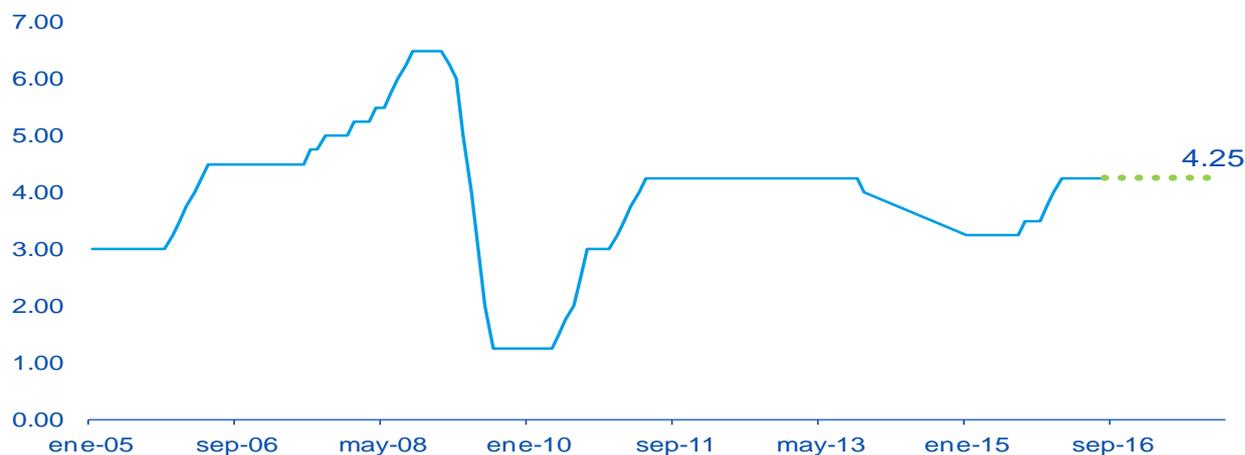


Con el retorno de la inflación (y de las expectativas inflacionarias dos años hacia adelante) al rango meta, el panorama de precios es más benigno y con ello se ha disipado en gran medida el sesgo alcista sobre la tasa de referencia. Sin embargo, persiste la debilidad del gasto del sector privado –y según nuestras previsiones esta continuará en lo que resta del año–, lo que en principio sugiere que el Banco Central podría eventualmente animarse a recortar tasa en los próximos meses. Si bien no lo podemos descartar, nuestro escenario base no lo contempla. Y no lo hace por dos motivos. Primero, porque las confianzas de empresarios y consumidores han mejorado significativamente, las que de sostenerse estarían anticipando una recuperación del gasto que realiza el sector privado, quizás no en el muy corto plazo, pero sí hacia principios del próximo año. El mismo Banco Central enfatiza esta mejora de las confianzas en su comunicado más reciente de política monetaria. En ese contexto, es menor la necesidad de recortar tasa, más aún al considerar que el impulso que esto tiene sobre el gasto se da con rezagos. El segundo motivo es cambiario. Si bien actualmente las presiones son hacia que la moneda local se aprecie, también es cierto que hay riesgos latentes que se mantienen, sobre todo externos (China, FED, elecciones en EEUU), los que podrían empujar al tipo de cambio hacia arriba en cualquier momento. Esta alza podría amplificarse debido a que la banca y los inversionistas extranjeros tienen posiciones cambiarias a favor del dólar muy reducidas. Suena entonces prudente mantener la tasa de política en su nivel actual y no recortarla. Más aún, nuestra

previsión de que la FED elevará su tasa en diciembre llevará al mercado, que en este momento le asigna una probabilidad de solo 50% a este evento, a recomponer portafolios en los próximos meses (localmente puede ser importante esta recomposición debido al bajo posicionamiento actual que los principales participantes del mercado tienen a favor del dólar), imprimiéndole una tendencia alcista al tipo de cambio. En esta situación, también suena prudente mantener la tasa en el nivel que tiene ahora y no recortarla, pues una rebaja podría estimular aún más las presiones de depreciación.

En síntesis, si bien no es descartable una rebaja de tasa en lo que resta del año, nuestro escenario base contempla que lo más probable es que la tasa de interés de referencia siga en 4,25% en los próximos meses (ver Gráfico 6.3). Algo similar prevemos para 2017, cuando estimamos que el gasto del sector privado irá ganando tracción y la inflación disminuirá algo más.

Gráfico 6.3

**Tasa de interés de referencia (%)**

Fuente: BBVA Research a partir de BCRP

## 7 Riesgos balanceados sobre nuestras previsiones de crecimiento 2016-2017

Por un lado, eventos que pueden inducir un sesgo a la baja sobre estas previsiones son un menor dinamismo de la economía de China y eventuales retrasos en la ejecución de las grandes obras de infraestructura. De otro, nuestras proyecciones de crecimiento del PIB pueden desviarse hacia arriba debido a un mayor apetito por riesgo global (lo que se reflejaría en mayores entradas de capitales), un choque positivo sobre la confianza de empresas y familias (ante las expectativas que genera una nueva administración gubernamental), y un mayor dinamismo del sector construcción debido a los crecientes cambios legislativos para las AFPs (lo que podría elevar la inversión en construcción inmobiliaria si la demanda por vivienda se acelera).

Gráfico 7.1

**Riesgos balanceados sobre nuestras previsiones de crecimiento 2016-2017**



Fuente: BBVA Research

## 8 Tablas

Tabla 8.1

## Previsiones macroeconómicas

|                               | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016p | 2017p |
|-------------------------------|------|------|------|------|-------|-------|
| PIB (% a/a)                   | 6,0  | 5,8  | 2,4  | 3,3  | 3,6   | 4,3   |
| Inflación (% a/a, fdp)        | 2,6  | 2,9  | 3,2  | 4,4  | 2,7   | 2,5   |
| Tipo de cambio (vs. USD, fdp) | 2,57 | 2,79 | 2,96 | 3,38 | 3,42  | 3,54  |
| Tasas de interés (% fdp)      | 4,25 | 4,00 | 3,50 | 3,75 | 4,25  | 4,25  |
| Consumo Privado (% a/a)       | 6,1  | 5,3  | 4,1  | 3,4  | 3,1   | 3,4   |
| Consumo Público (% a/a)       | 8,1  | 6,7  | 10,1 | 9,5  | 5,7   | 2,2   |
| Inversión (% a/a)             | 16,3 | 7,3  | -2,1 | -5,0 | -1,3  | 5,4   |
| Resultado Fiscal (% PIB)      | 2,3  | 0,9  | -0,3 | -2,1 | -2,9  | -2,9  |
| Cuenta Corriente (% PIB)      | -2,7 | -4,2 | -4,0 | -4,4 | -3,3  | -3,4  |

Fuente: BBVA Research Perú a partir de BRP

Tabla 8.2

## Previsiones macroeconómicas

|              | PIB<br>(% a/a) | Inflación<br>(% a/a, fdp) | Tipo de cambio<br>(vs. USD, fdp) | Tasa de interés<br>(%, fdp) |
|--------------|----------------|---------------------------|----------------------------------|-----------------------------|
| T1 14        | 5.0            | 3.4                       | 2.81                             | 4.00                        |
| T2 14        | 1.9            | 3.4                       | 2.80                             | 4.00                        |
| T3 14        | 1.8            | 2.7                       | 2.87                             | 3.50                        |
| T4 14        | 1.2            | 3.2                       | 2.96                             | 3.50                        |
| T1 15        | 1.8            | 3.0                       | 3.09                             | 3.25                        |
| T2 15        | 3.1            | 3.5                       | 3.16                             | 3.25                        |
| T3 15        | 3.2            | 3.9                       | 3.22                             | 3.50                        |
| T4 15        | 4.7            | 4.4                       | 3.38                             | 3.75                        |
| T1 16        | 4.4            | 4.3                       | 3.41                             | 4.25                        |
| <b>T2 16</b> | 3.7            | 3.3                       | 3.32                             | 4.25                        |
| <b>T3 16</b> | 3.6            | 3.0                       | 3.35                             | 4.25                        |
| <b>T4 16</b> | 3.0            | 2.7                       | 3.42                             | 4.25                        |
| <b>T1 17</b> | 5.3            | 2.6                       | 3.46                             | 4.25                        |
| <b>T2 17</b> | 4.7            | 2.7                       | 3.48                             | 4.25                        |
| <b>T3 17</b> | 3.3            | 2.7                       | 3.52                             | 4.25                        |
| <b>T4 17</b> | 4.0            | 2.5                       | 3.54                             | 4.25                        |

Fuente: BBVA Research Perú a partir de BCRP

**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

Ismael Mendoza  
Ismael.mendoza@bbva.com

Vanessa Belapatiño  
Vanessa.belapatiño@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

*Regulación Digital*

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**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](http://www.bbvaresearch.com)