

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by "Research" in a smaller, lighter weight of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación Perú

Cuarto trimestre 2018

Unidad de Perú

A photograph of a modern, multi-story office building with a glass and metal facade. The building is the headquarters of BBVA in Peru. The sky is clear and blue. In the foreground, there are some palm trees and a large white sculpture.

Creando Oportunidades

Índice

| | |
|---|-----------|
| 1. Resumen | 3 |
| 2. Economía global: crecimiento se está moderando ligeramente y los riesgos se intensifican | 6 |
| 3. Perú: mantenemos nuestras previsiones de crecimiento para 2018 y 2019 | 9 |
| 4. Política fiscal: déficit más reducido, pero en parte por dificultades para ejecutar gasto de inversión | 17 |
| 5. Sector externo: superávit comercial se mantiene relativamente alto a pesar de ajuste en términos de intercambio | 21 |
| 6. Mercados financieros locales resisten turbulencias internacionales que afectan a economías emergentes | 23 |
| 7. Inflación: sin mayores presiones y convergiendo hacia el centro del rango meta | 26 |
| 8. Política monetaria: tasa de referencia en 2,75% hasta principios de 2019 | 27 |
| 9. Riesgos sobre el escenario base de proyecciones macroeconómicas para 2018 y 2019 | 28 |
| 10. Tablas | 29 |

Fecha de cierre: **12 de octubre de 2018**

1. Resumen

La **expansión de la actividad se moderó en los últimos meses, con tasas que se han ubicado por debajo de 2,5% interanual desde junio**. Ello se dio en un contexto en el que la producción minera retrocedió debido a que unidades importantes vienen explotando zonas con bajo contenido de mineral y en el que la producción de hidrocarburos se contrajo fuertemente porque se averió el oleoducto en el norte del país y se realizaron labores de mantenimiento en una planta que procesa gas natural. A ello se sumó la ralentización de la inversión pública -que incidió en el mismo sentido sobre la actividad constructora- y, de manera más general, que el efecto positivo de la baja base de comparación interanual se disipó (en los primeros meses de 2017 la actividad económica fue golpeada por el fenómeno climatológico El Niño Costero). Por el contrario, compensando lo anterior, aunque solo en parte, continuaron destacando los indicadores del gasto que hacen las familias, como la masa salarial y el crédito para financiar consumo. Sobre esta base, **estimamos una expansión del PIB en el tercer trimestre de entre 2,0% y 2,5% interanual**. Será el más flojo del año.

La **ralentización del crecimiento será temporal**, sin embargo. En el cuarto trimestre se dará inicio a la segunda temporada de captura de anchoveta en la zona centro-norte del litoral, que en nuestro escenario base empezará más temprano que el año pasado y tendrá una cuota más alta. Además, se habrán disipado elementos de naturaleza transitoria que han venido afectando algunas actividades, como por ejemplo a la producción de hidrocarburos. La mayor pesca de anchoveta y producción de hidrocarburos incidirán positivamente sobre la actividad industrial primaria. En ese contexto, **prevemos una expansión del PIB en el último trimestre del año de entre 3,5% y 4,0% interanual. Con ello, el año cerrará con un crecimiento de alrededor de 3,6%**, una cifra que tiene cierto sesgo al alza. **Esta previsión para 2018 es similar a la que presentamos en nuestro reporte anterior** (julio), pero al interior estamos incorporando ahora una mayor expansión del gasto que realiza el sector privado (consumo, en particular) y un avance más lento del que realiza el sector público.

Para el próximo año, nuestro escenario base considera, del lado externo, un entorno menos favorable. Si bien es cierto que el crecimiento mundial continuará siendo robusto (3,6%), será algo más moderado que el de este año y menos sincronizado por áreas geográficas, con una expansión en EEUU que se mantendrá alrededor de 2,8%, pero con China moderando su crecimiento hasta el 6,0% (6,5% en 2018). Además, las tasas de interés en moneda extranjera serán más altas en un contexto en que continuará el proceso de normalización monetaria en algunas de las economías más desarrolladas y grandes. En EEUU, por ejemplo, la FED elevará su tasa desde el 2,25% actual hasta 3,25% a fines de 2019 (2,50% al cierre de 2018), mientras que en Europa el BCE iniciará el ciclo de incrementos de tasa hacia fines de ese año. Con un crecimiento mundial más moderado, aumento en los costos de financiación, y tensiones comerciales entre EEUU y China que probablemente se prolongarán hasta entrado el próximo año, el precio promedio de los metales tenderá a disminuir, entre ellos el de cobre (de cerca de USD 2,95 por libra en 2018 a entre USD 2,85 y USD 2,90 por libra en 2019), de manera que los términos de intercambio retrocederán.

Localmente, el principal soporte del crecimiento en 2019 será la construcción de nuevas minas como Quellaveco, Mina Justa, y la ampliación de Toromocho. Son proyectos ya anunciados, en los cuales ya se ha empezado incluso a invertir, y que tienen costos de producción relativamente bajos para la industria. Estimamos que, como resultado de la construcción de estas minas, la inversión en el sector minero aumentará el próximo año en USD 2 mil millones, mayor gasto en la economía que equivale a cerca de un punto porcentual del PIB. Nuestro escenario base también considera otras cuatro cosas. En primer lugar, que el ánimo empresarial continuará siendo relativamente favorable para la inversión a pesar del mayor ruido político. En segundo lugar, la ausencia de un fenómeno climatológico El Niño Costero en el verano (austral) o, cuando mucho, la presencia de uno de intensidad débil, que tendría escaso impacto a nivel macroeconómico. En tercer lugar, que en general el avance en la construcción de infraestructura pública seguirá lento hasta entrado 2019, con un aumento del gasto anual en

las tareas de reconstrucción de las zonas afectadas por El Niño Costero de 2017, pero menor en obras grandes como por ejemplo las sedes de los Juegos Panamericanos de 2019 (se terminan de construir a mediados del próximo año) y la segunda línea del metro de Lima (se ha presupuestado un monto más bajo para el próximo año). Finalmente, el escenario base de proyecciones toma en cuenta que el cambio de autoridades subnacionales desde principios del próximo año probablemente ralentizará de manera transitoria la inversión en ese nivel de gobierno, como ocurrió en oportunidades anteriores.

En ese contexto de fuerte incremento de la inversión minera, de aún lento avance de la construcción de infraestructura pública, y de condiciones externas menos favorables, estimamos que el crecimiento del PIB en 2019 se ubicará en torno a 3,9%. Esta cifra es similar a la que presentamos en nuestro reporte anterior, pero -como también lo hemos hecho para 2018- incorpora una mayor expansión del gasto que realiza el sector privado (consumo, sobre todo) y un avance más lento del que realiza el sector público (retraso en construcción de infraestructura), materializándose así dos de los riesgos que señalamos en nuestro reporte anterior. Por el lado sectorial, **las actividades que destacarán serán las más vinculadas con el incremento de la inversión minera, como Construcción, Manufactura no primaria, y Servicios**, así como también aquellas que en 2018 enfrentaron dificultades temporales y el próximo año operarán en condiciones más normales (Minería, Hidrocarburos).

Por el **lado fiscal**, el **déficit continuó disminuyendo en los últimos meses**, sobre todo debido a la mejora de los ingresos. En nuestro escenario base **prevemos que este déficit se ubicará en un nivel equivalente a algo más de 2,5% del PIB en 2018 (3,1% en 2017) y que seguirá disminuyendo en los siguientes años.** Los déficits proyectados son menores que los que anticipamos hace tres meses, en particular para el corto plazo, por las dificultades que enfrenta el Gobierno para ejecutar el gasto de inversión. Además, son consistentes con una deuda pública bruta que convergerá a un nivel equivalente a cerca de 27% del PIB en los próximos años. El proceso de consolidación fiscal previsto y el bajo nivel de deuda pública bruta son favorables para el país sobre todo en un contexto en el que se endurecerán las condiciones de financiación internacional y en el que los riesgos externos se han incrementado.

En el **mercado cambiario local**, la **moneda peruana continuó enfrentando presiones de depreciación.** Estas **presiones han reflejado principalmente factores externos** como la percepción de que la FED será más agresiva en su proceso de normalización monetaria, el escalamiento de las medidas proteccionistas al comercio, y los mayores signos de desaceleración de China, contexto en el que los precios de los metales cedieron de manera importante. Si bien los inversionistas extranjeros mantienen el interés por bonos soberanos (sus tenencias han seguido aumentando en los últimos meses), sí se han observado presiones cambiarias a través de derivados (quizás para cubrir posiciones que estaban descubiertas); también se registró en los últimos meses un aumento de las inversiones que realizan en el exterior las administradoras privadas de fondos de pensiones (se les continuó elevando el límite operativo que tienen para hacerlo). A pesar de las presiones sobre la moneda local, las intervenciones cambiarias del banco central han sido infrecuentes en los últimos meses y se han limitado al empleo de *swaps* cambiarios, que implican un pasivo contingente en moneda local para el banco central y no comprometen así las reservas internacionales netas. **En el contexto de las economías emergentes, la depreciación de la moneda peruana ha sido relativamente acotada. La mayor resistencia refleja los buenos fundamentos macroeconómicos del país**, entre ellos la solidez fiscal, un déficit externo relativamente bajo (déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos equivalente a 1,1% del PIB en 2017, que estimamos aumentará a 2,2% en 2018 y 2019, un nivel que seguirá siendo bajo), y elevadas reservas internacionales netas. En proyección, **anticipamos que el tipo de cambio finalizará este año alrededor de 3,33, un nivel no muy distinto al actual, y más cerca de 3,30 a fines del próximo año.** El descenso del USDPEN en 2019 se apoya en la oferta de dólares tanto por el lado comercial (la balanza comercial será superavitaria en casi USD 6 mil millones, a pesar del descenso de los precios de los metales) como por el lado financiero (inversión extranjera directa, por ejemplo en el sector minero), elementos que atenuarán los efectos del alza de la tasa de política monetaria de la

FED. Esta previsión es un poco más alta que la que presentamos en nuestro reporte anterior, sobre todo para el corto plazo, debido a la corrección a la baja en los términos de intercambio.

Por el lado de los precios, la **inflación se ubica actualmente en 1,3%**, dentro del rango meta del banco central (2%, +/- un punto porcentual). Las expectativas y medidas de tendencia inflacionaria, en tanto, se sitúan entre 2,0% y 2,5%. **Estimamos que pronto la inflación estará cerca del 2% y que cerrará el año en torno a 2,3%, manteniéndose alrededor de ese nivel en el primer trimestre de 2019.** Esta previsión es consistente con la normalización que se anticipa en los precios de algunos alimentos (en este momento están descendiendo en términos interanuales), con un aumento de la tasa de depreciación de la moneda local en el corto plazo, y con el paulatino descenso de las holguras que se mantienen en algunos sectores de la economía (en los últimos cuatro años el PIB avanzó por debajo de su ritmo potencial). Más adelante, con la corrección a la baja del precio del petróleo y la apreciación de la moneda local (en términos interanuales), la inflación cederá un poco y cerrará 2019 solo algo por encima del 2%.

Con este benigno panorama de precios, **el banco central ha mantenido desde marzo la tasa de interés de referencia en 2,75%**, lo que implica una tasa de interés real ex-ante de 0,3% y, así, una **posición monetaria expansiva** (el banco central estima la tasa de interés real neutral en 1,75%). Ello se ha dado en un contexto en el que aún se requiere estímulo para consolidar la recuperación que se empieza a observar en el gasto que realiza el sector privado y en el que las presiones de depreciación sobre la moneda local han sido moderadas. En sus comunicados, el banco central ha enfatizado que mantendrá una posición monetaria expansiva hasta que la inflación converja al centro del rango meta, las expectativas inflacionarias estén ancladas, y el PIB se encuentre cerca de su nivel potencial. Tomando esto en cuenta, **estimamos que la tasa de política se mantendrá en 2,75% en lo que resta de este año y hasta principios de 2019**, para luego, en el segundo trimestre del próximo año, cuando la actividad económica esté más consolidada, la inflación se encuentre (temporalmente) en torno a 2,5%, y el diferencial actualmente positivo entre las tasas de interés sol-dólar se haya cerrado, empezar a orientarla gradualmente a un nivel más neutral, cerrando ese año en un nivel de 3,25%.

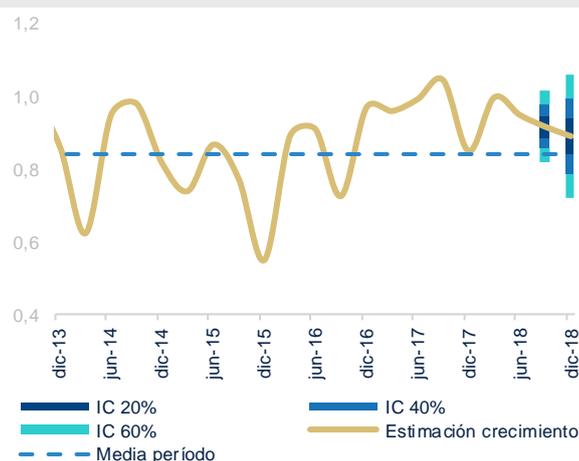
Finalmente, como en toda proyección, existen **riesgos de que el crecimiento económico se pueda desviar de lo que anticipamos en nuestro escenario base.** Del lado externo, los principales son tres: que **escalen las medidas proteccionistas al comercio global** (incluso la posibilidad de que eso ocurra genera incertidumbre y puede afectar la inversión), que el **ajuste monetario en EEUU sea más agresivo** (debido a una aceleración más pronunciada de la inflación) y que eso endurezca aún más las condiciones de financiación internacional, y que la **moderación del crecimiento de China sea más marcada que la que anticipamos.** Por el lado local, existe el riesgo de que el **avance en la construcción de infraestructura pública sea incluso menor que el que estamos considerando**, que el **mayor ruido político tenga un impacto más sensible sobre la confianza empresarial**, y que en el verano (austral) **se presente un Niño Costero de intensidad moderada o mayor**, el que tendría impactos a nivel macroeconómico sobre infraestructura, actividad y precios. **Todos estos son riesgos bajistas** sobre las previsiones de crecimiento económico. Como factor de **riesgo al alza**, sin embargo, tenemos un elemento local: **que para la segunda temporada de captura de anchoveta de 2018 en la zona centro-norte del litoral se asigne una cuota de pesca más grande que la prevista.**

2. Economía global: crecimiento se está moderando ligeramente y los riesgos se intensifican

La economía global sigue mostrando datos positivos, pero en un entorno de dudas crecientes. La inercia del crecimiento mundial ha continuado en los últimos tres meses, prolongada por el efecto del estímulo fiscal en la economía estadounidense y una cierta estabilidad de las economías china y europea en un contexto de desaceleración. Pero se ha intensificado la escalada proteccionista entre EE.UU. y China, mientras que la apreciación del dólar se ha reflejado en un aumento de las tensiones financieras en las economías emergentes, con mayor impacto en aquellas que son más vulnerables (como Turquía y Argentina). En este contexto, tanto la Reserva Federal (Fed) como el Banco Central Europeo (BCE) continúan avanzando en la normalización de la política monetaria, lo que supone un endurecimiento paulatino de las condiciones monetarias que seguirá presionando a las economías emergentes en los próximos trimestres. A pesar ello, no parece que estemos ante una crisis sistémica en estos países. Ante un escenario global de relativa continuidad con una ligera desaceleración en 2019, el principal riesgo en el corto plazo sigue siendo el proteccionismo, cuyo efecto podría dejarse notar durante el año que viene.

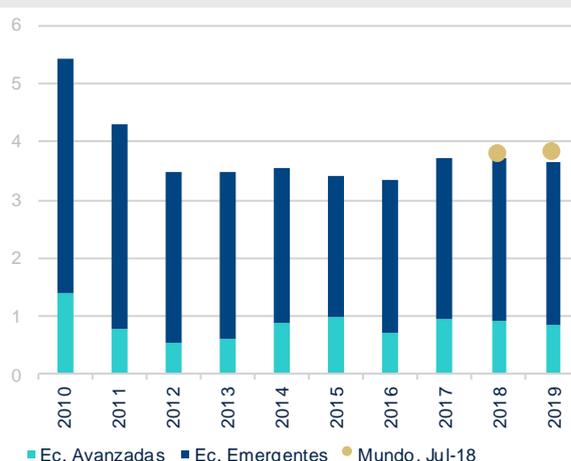
El crecimiento mundial se habría desacelerado nuevamente en el tercer trimestre del año (Gráfico 2.1) y se habrían intensificado las diferencias por regiones. La fortaleza de la economía de EE.UU. contrasta con la moderación en China y en la Eurozona, y, sobre todo, con los significativos ajustes observados en las economías emergentes más vulnerables ante el aumento de las tensiones financieras.

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB mundial (t/t, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Previsiones crecimiento mundial (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

La normalización de la política monetaria, junto con el aumento de la incertidumbre, seguirá poniendo presión sobre las economías emergentes. El crecimiento en las economías desarrolladas sigue siendo robusto y refuerza el proceso de normalización en marcha de los principales bancos centrales en los próximos trimestres, lo que seguirá afectando a las condiciones financieras en los mercados emergentes. Por un lado, la Fed prosigue con la normalización de su política monetaria y se espera una subida más de 25 puntos básicos hasta alcanzar el 2,5% al cierre de este año, y el 3,25% a finales de 2019. Por su parte, el BCE ha reafirmado y comenzado su

estrategia de salida. Unido a esto, se ha mantenido la presión de apreciación sobre el dólar frente a las principales divisas, impulsado por los flujos de huida hacia la calidad y un diferencial de tipos crecientemente favorable. En este entorno, el sentimiento de aversión al riesgo de los inversores se ha prolongado otro trimestre más, afectando especialmente a los países emergentes más vulnerables (aquellos con mayores necesidades de financiación externa y elevado endeudamiento en moneda extranjera), mientras que los países desarrollados se han seguido beneficiando de un entorno en general exento de tensiones financieras.

Por otro lado, las tensiones comerciales continúan. A pesar de que las tensiones comerciales entre EE.UU con algunas áreas se han relajado por el momento, el acuerdo con México y Canadá todavía tiene que ser ratificado y se reabrirán las negociaciones sobre el sector automotor con Europa después de las elecciones estadounidenses en noviembre. Entretanto, ya se han materializado algunas de las amenazas proteccionistas de EE.UU. a China, con sus respectivas contramedidas por parte del país asiático. El impacto sobre el PIB de estas medidas, junto con las ya aprobadas para las importaciones al acero y al aluminio, a través del canal comercial es limitado (alrededor de una décima de PIB para China). Sin embargo, a este impacto directo se podrían añadir también otros efectos indirectos (menor confianza de los agentes económicos, repercusión en mercados financieros), especialmente para China y las economías emergentes, que son difíciles de estimar pero que podrían restar alrededor de otra décima de crecimiento. Con todo, en un escenario de escalada de aranceles entre China y EEUU a partir de enero de 2019 y aunque las autoridades chinas estén dispuestas a aplicar políticas para apoyar el crecimiento, una guerra comercial que afectase a todos los intercambios comerciales EEUU-China podría hacer descarrillar la recuperación mundial.

La revisión a la baja del crecimiento de las economías emergentes explica la moderación esperada del crecimiento global. La previsión del crecimiento global se revisa alrededor de una décima a la baja tanto en 2018 como 2019 hasta el 3,7% y el 3,6% (véase Gráfico 2.2), ya que ahora esperamos que la ligera moderación en la segunda mitad del año se consolide hacia adelante. Esta desaceleración de la actividad global se explica fundamentalmente por el menor avance previsto de algunas economías emergentes, sobre todo de aquellas con mayores vulnerabilidades externas.

En EE.UU. el aumento del consumo y la solidez de la inversión siguen respaldando la previsión de un crecimiento del 2,8% en 2018-19. No obstante, la aceleración de la economía en el segundo trimestre parece transitoria tras el fuerte impulso del sector exterior, y se espera cierta moderación en los próximos trimestres debido a la apreciación del dólar. En China, las autoridades están llevando a cabo políticas más acomodaticias para intentar frenar la desaceleración de la demanda doméstica y contrarrestar el aumento del proteccionismo. El buen desempeño de la economía en el primer semestre del año nos lleva a revisar al alza la previsión de crecimiento en dos décimas hasta el 6,5% en 2018. Por el lado fiscal se están llevando a cabo reducciones de impuestos, tanto a trabajadores como a empresas, y se está favoreciendo el aumento de la inversión en infraestructuras. Por la parte de la política monetaria, las principales medidas están orientadas a animar a que los bancos extiendan el crédito a las pequeñas y medianas empresas y a estabilizar el tipo de cambio. Con todo ello, se mantiene sin cambios la previsión de un crecimiento del 6% para 2019. En la Eurozona, la fortaleza de la demanda interna y unas políticas (tanto monetaria como fiscal) acomodaticias podrían compensar la mayor incertidumbre y la moderación de la demanda global, por lo que se mantiene la previsión de crecimiento del PIB en el 2% en 2018 y en 1,7% en 2019.

El proteccionismo y la salida de la Fed siguen siendo los riesgos más relevantes en el horizonte de previsión. El escenario global sigue estando sujeto a riesgos mayoritariamente negativos. Por un lado, el riesgo de una guerra comercial sigue sin disiparse y podría agravarse tras las elecciones de noviembre en EE.UU., sobre todo con China, pero también se reabrirán las negociaciones con la UE y Japón, principalmente con amenazas que involucrarían los intereses de sectores importantes en dichas regiones, como el sector del automóvil. Si bien el impacto directo de las medidas sería limitado, el riesgo de una guerra comercial podría lastrar la confianza, aumentar la aversión al riesgo de los mercados y frenar los flujos globales de inversión directa, con el consiguiente

impacto en el potencial de crecimiento global. Además, la escalada del precio del petróleo (por las sanciones a Irán) es también un riesgo a tener en cuenta por su potencial impacto asimétrico por países.

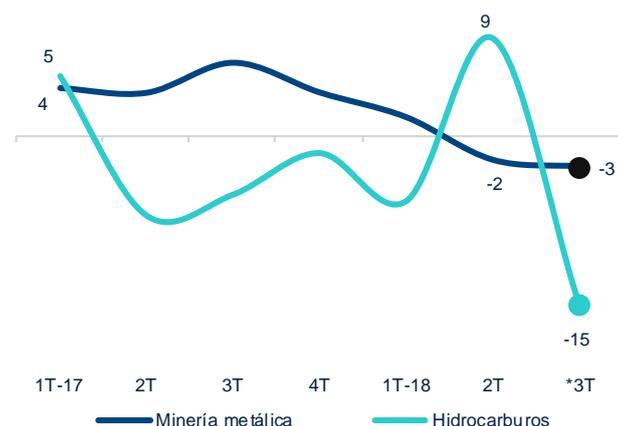
Por otro lado, en un entorno financiero más volátil y un endurecimiento de las condiciones financieras globales, el aumento de las tensiones financieras en las economías emergentes podría intensificarse, sobre todo en los países más vulnerables, y tener un efecto amplificador de los riesgos globales. La combinación de un aumento del proteccionismo y una normalización más acelerada de la política monetaria de EE.UU. junto con una posible desaceleración de la economía mundial podría disparar la percepción de riesgo en los mercados financieros emergentes, elevando la probabilidad de un parón de flujos de capital. En este contexto, el riesgo de un ajuste brusco de la economía China se mantiene, ya que algunas medidas para responder a desaceleración de la demanda y los efectos de las medidas proteccionistas impuestas por EE.UU. podrían limitar o retrasar el proceso de desapalancamiento y de reestructuración de su economía.

3. Perú: mantenemos nuestras previsiones de crecimiento para 2018 y 2019

Los indicadores disponibles del tercer trimestre apuntan a que se ha moderado el avance de la actividad

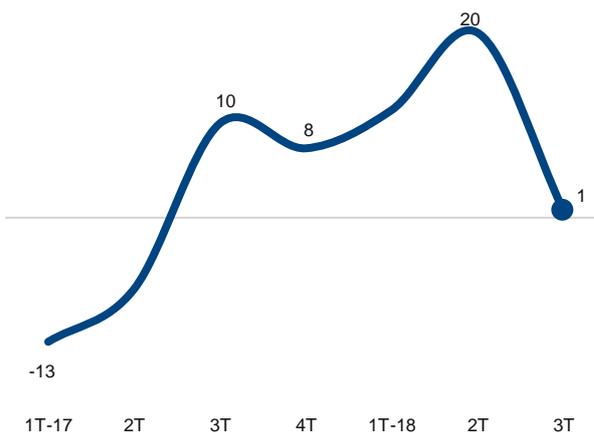
La expansión de la actividad se moderó en los últimos meses, con tasas que se han ubicado por debajo de 2,5% interanual desde junio. Ello se dio en un contexto en el que la producción minera retrocedió debido a que unidades importantes vienen explotando zonas con bajo contenido de mineral y en el que la producción de hidrocarburos se contrajo fuertemente porque se averió el oleoducto en el norte del país y se realizaron labores de mantenimiento en una planta que procesa gas natural (ver Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1 Producción minera y de hidrocarburos (var. % interanual)



* Dato del tercer trimestre corresponde al bimestre julio/agosto
Fuente: INEI y BBVA Research

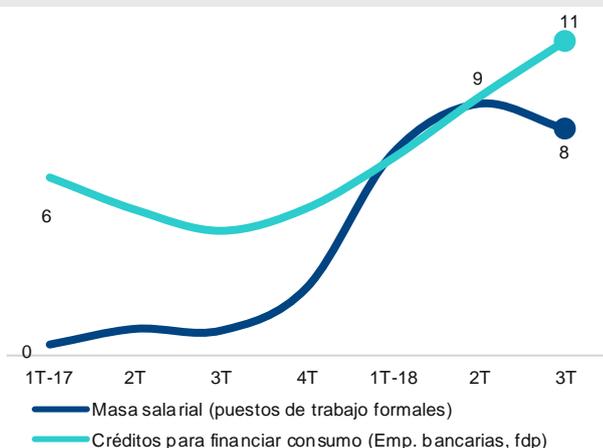
Gráfico 3.2 Inversión pública (Gobierno General, real, var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

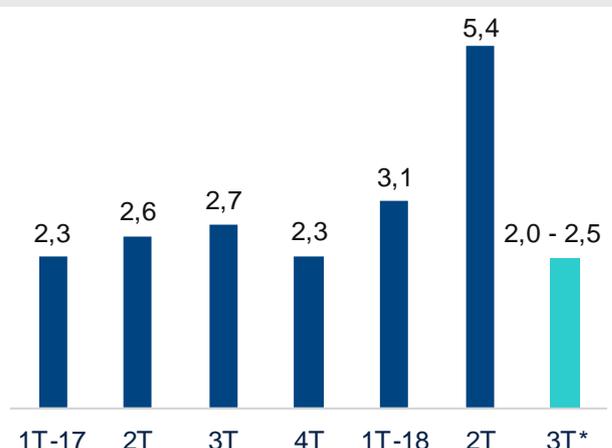
A ello se sumó la ralentización de la inversión pública (ver Gráfico 3.2) -que incidió en el mismo sentido sobre la actividad constructora- y, de manera más general, que el efecto positivo de la baja base de comparación interanual se disipó (en los primeros meses de 2017 la actividad económica fue golpeada por el fenómeno climatológico El Niño Costero). Por el contrario, compensando lo anterior, aunque solo en parte, continuaron destacando los indicadores del gasto que hacen las familias, como la masa salarial y el crédito para financiar consumo (ver Gráfico 3.3). Sobre esta base, estimamos una expansión del PIB en el tercer trimestre de entre 2,0% y 2,5% interanual (ver Gráfico 3.4).

Gráfico 3.3 Indicadores de gasto de las familias (var. % interanual)



* Estimado sobre la base de la información disponible
Fuente: INEI y BBVA Research

Gráfico 3.4 PIB (var. % interanual)

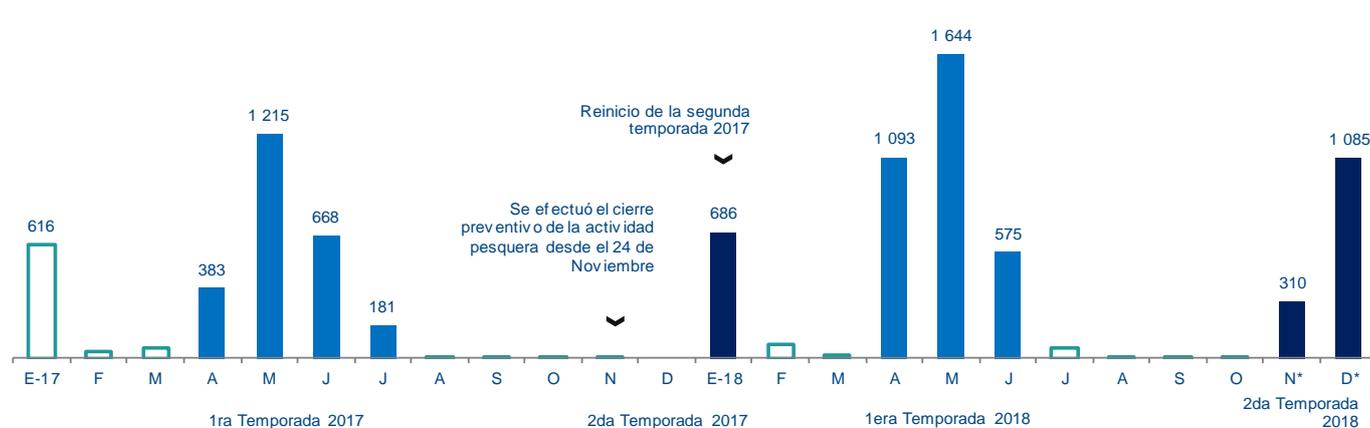


* Estimado
Fuente: INEI y BBVA Research

La ralentización del crecimiento será, sin embargo, temporal

En el cuarto trimestre se dará inicio a la segunda temporada de captura de anchoveta en la zona centro-norte del litoral, que en nuestro escenario base empezará más temprano que el año pasado y tendrá una cuota más alta (ver Gráfico 3.5). De acuerdo con nuestros estimados, esta segunda temporada de captura de anchoveta explica cerca de un punto porcentual de la expansión del PIB en 4T18 (incidencia directa e indirecta). Además, se habrán disipado elementos de naturaleza transitoria que han venido afectando algunas actividades, como por ejemplo a la producción de hidrocarburos. La mayor pesca de anchoveta y producción de hidrocarburos incidirán positivamente sobre la actividad industrial primaria.

Gráfico 3.5 Desembarques de anchoveta (Miles de toneladas)



* Estimados para octubre, noviembre, y diciembre de 2018
Fuente: IMARPE, PRODUCE y BBVA Research

En ese contexto, preveemos una expansión del PIB en el último trimestre del año de entre 3,5% y 4,0% interanual. Con ello, el año cerrará con un crecimiento de alrededor de 3,6%, una cifra que tiene cierto sesgo al alza. Esta

previsión para 2018 es similar a la que presentamos en nuestro reporte anterior (julio), pero al interior estamos incorporando ahora una mayor expansión del gasto que realiza el sector privado (consumo, en particular) y un avance más lento del que realiza el sector público.

Escenario base de proyecciones para 2019

Para el próximo año, nuestro escenario base considera, del lado externo, un entorno menos favorable.

- **El crecimiento mundial seguirá siendo robusto, pero también algo más moderado que el de 2018 y menos sincronizado por áreas geográficas.** Estimamos que la economía mundial crecerá 3,6% en 2019 (ver Gráfico 3.6), algo menos de lo que avanzará este año (3,7%) y de lo que anticipamos hace tres meses. Por zonas geográficas, el PIB de EEUU volverá a crecer 2,8% el próximo año, pero la expansión de China y Europa será más contenida. Cabe mencionar que nuestro escenario base incorpora tensiones comerciales que se mantendrán el próximo año, con el aumento en enero de 10% a 25% de la tasa arancelaria a un valor de USD 200 mil millones de importaciones que realiza EEUU desde China. Las medidas aprobadas hasta ahora (más el aumento de tasa arancelaria de 10% a 25%), sin embargo, tendrán un efecto directo limitado sobre el crecimiento mundial.

Gráfico 3.6 Crecimiento mundial*
(var. % interanual)



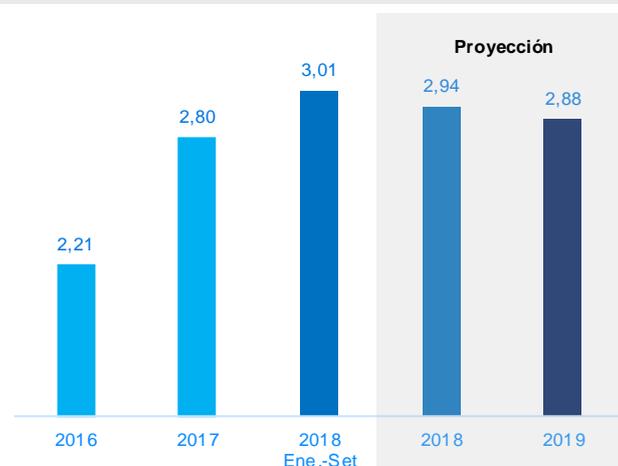
*Se compara (cualitativamente) la proyección actual con la de hace tres meses.
Fuente: BBVA Research

- **Las tasas de interés en moneda extranjera seguirán aumentando.** La Reserva Federal de EEUU subirá su tasa de interés una vez más en diciembre de este año (en 25pb), ubicándola en 2,50%, y tres veces más durante 2019, con lo que esta cerrará el próximo año en 3,25%. El Banco Central Europeo, por su parte, finalizará paulatinamente la expansión cuantitativa de su balance (diciembre de 2018) y empezará a subir tasas a partir de septiembre de 2019. Las condiciones de financiación externa tenderán a encarecerse para Perú. No se descartan episodios de volatilidad financiera vinculados con estos ajustes.
- **Los términos de intercambio disminuirán.** En el caso particular del **precio del cobre**, estimamos que el precio promedio anual disminuirá en 2019 (ver Gráfico 3.7) reflejando el crecimiento mundial (y de China,

sobre todo) más moderado, aumento en los costos de financiación, y tensiones comerciales entre EEUU y China que probablemente se prolongarán hasta entrado el próximo año. El precio que prevemos alcanzará el cobre, sin embargo, continuará siendo atractivo para la inversión minera y no afectará el desarrollo de proyectos actualmente en construcción como Quellaveco, Mina Justa, y la ampliación de Toromocho, unidades que tienen costos de producción relativamente bajos para la industria. La nueva proyección para el precio promedio del cobre en 2019 (y para los metales en general) es algo más baja que la que presentamos en nuestro reporte anterior (julio) debido a que ahora estimamos que las tensiones comerciales entre EEUU y China se prolongarán hasta el próximo año; ello incide en la misma dirección sobre los términos de intercambio y, así, sobre la balanza comercial.

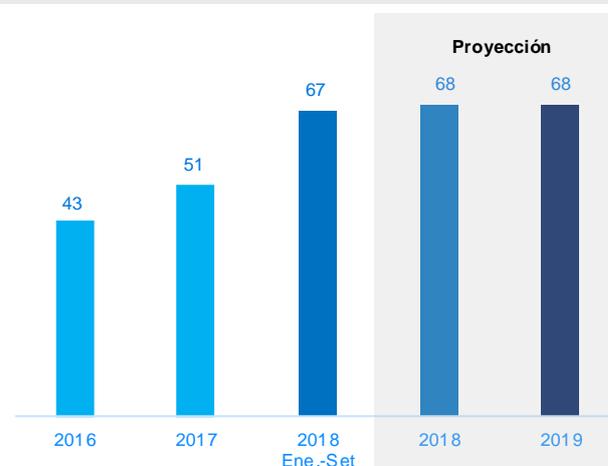
En cuanto al **precio del petróleo** (Perú es un importador neto de esta materia prima), nuestro escenario base considera un precio promedio anual para 2019 similar al de este año (ver Gráfico 3.8). A lo largo de la senda trimestral, sin embargo, implica un descenso desde un nivel de USD 71 por barril a fines de 2018 (que se sostendrá en los primeros meses de 2019) hasta USD 64 por barril a fines del próximo año. La disminución del precio del petróleo a lo largo de 2019 obedece, por el lado de la demanda, a que esta corrige a la baja hacia su ritmo tendencial en línea con el menor crecimiento mundial en ese año, en tanto que por el lado de la oferta recoge que en EEUU se superarán los problemas para transportar petróleo y, de ese modo, la capacidad exportadora de ese país aumentará.

Gráfico 3.7 Precio del cobre (promedio del período, USD/libra)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.8 Precio del petróleo WTI (promedio del período, USD/barril)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

El escenario base de previsiones macroeconómicas también considera diversos elementos locales, algunos de ellos positivos como el aumento de la inversión minera, y otros que no lo son como la probable ralentización de la inversión de los gobiernos subnacionales cuando las nuevas autoridades elegidas (en el cuarto trimestre de 2018) asuman sus funciones a principios del próximo año.

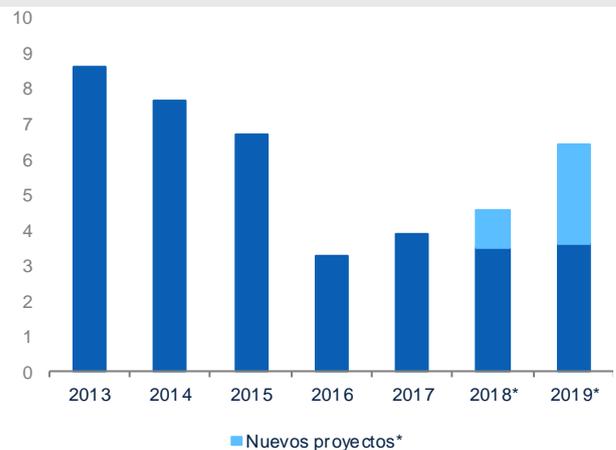
- **La inversión minera aumentará significativamente en 2019.** Este será el principal soporte del crecimiento el próximo año. Reflejará el mayor gasto en la construcción de Quellaveco, Mina Justa, y la ampliación de Toromocho. La inversión minera en estas tres unidades (y en otras dos más pequeñas) será de alrededor de USD 3 mil millones en 2019 (ver Tabla 3.1), con lo que la inversión minera total aumentará en cerca de USD 2 mil millones ese año (ver Gráfico 3.9), es decir, en torno a 40%, mayor gasto que equivale a poco menos de un punto porcentual del PIB.

Tabla 3.1 Inversión minera en nuevos proyectos considerados en el escenario base (USD millones)

| Proyecto | Producción anual | Inversión USD Millones | Año | |
|---------------|------------------|------------------------|--------------|--------------|
| | | | 2019 | 2020 |
| Quellaveco | 225 000 TMF/Cu | 5 300 | 1 300 | 1 300 |
| Mina Justa | 110 000 TMF/Cu | 1 600 | 636 | 636 |
| Amp.Toromocho | 75 000 TMF/Cu | 1 300 | 650 | 650 |
| Quecher Main | 200 000 Oz/Au | 300 | 200 | |
| B2 de Minsur | 5 000 TMSn | 200 | 80 | |
| Total | | 8 700 | 2 866 | 2 586 |

Fuente: MINEM, comunicados de prensa y BBVA Research

Gráfico 3.9 Inversión minera (USD miles de millones)



* Inversión en proyectos nuevos corresponde a Quellaveco, Mina Justa, la ampliación de Toromocho, y otras dos minas más pequeñas
Fuente: BCRP, MINEM y BBVA Research

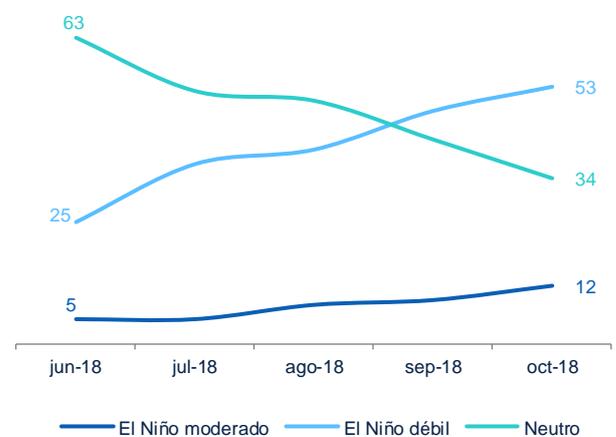
- El ánimo empresarial continuará siendo relativamente favorable para la inversión.** En los últimos meses la confianza empresarial se ubicó cerca de los 60 puntos, aunque en la lectura más reciente (septiembre) disminuyó hasta los 55 puntos (ver Gráfico 3.10). Se mantiene así en el tramo optimista. El descenso en septiembre lo explica en buena parte el cambio de ánimo de los empresarios en el rubro minero-hidrocarburos, quizás reflejando las dificultades que vienen enfrentando algunas unidades mineras (explotación transitoria de zonas con bajo contenido de mineral) y el deterioro de las condiciones externas (brusco descenso del precio del cobre en el tercer trimestre, aumento de los costos de financiación). Nuestro escenario base tiene como supuesto de trabajo que el optimismo empresarial se sostendrá en los próximos trimestres, con un ruido político que no lo afectará de manera sensible pues no implicará mayor riesgo de un cambio en las reglas de juego empresarial a nivel agregado.

Gráfico 3.10 Confianza empresarial (Puntos, promedio del periodo)



Fuente: BCRP y BBVA Research

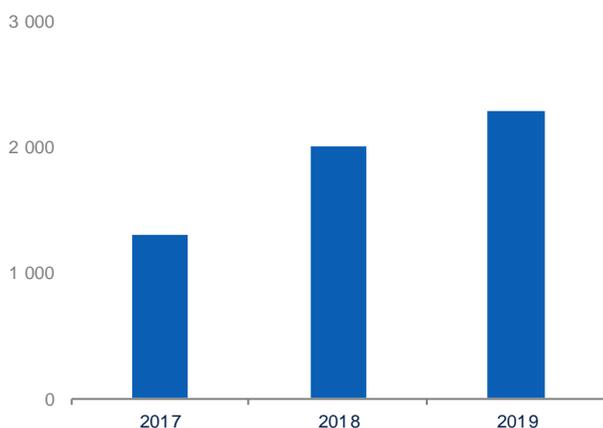
Gráfico 3.11 El Niño Costero: probabilidades estimadas para distintos escenarios* (%)



* Corresponde a la zona 1+2 del océano Pacífico Oriental
Fuente: ENFEN y BBVA Research

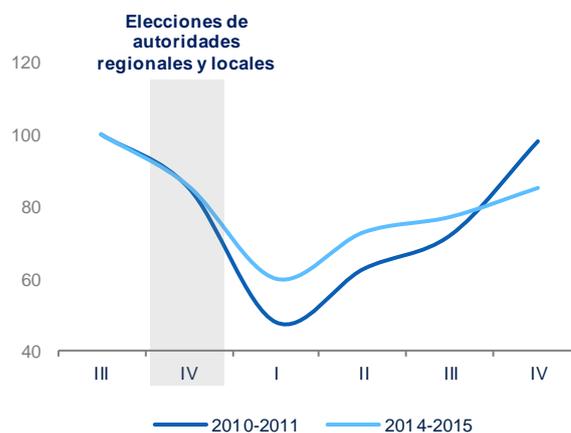
- **Ausencia de El Niño Costero en el verano o la presencia de uno con débil intensidad.** En su último comunicado oficial¹, la comisión multisectorial que se encarga de estudiar el fenómeno El Niño (ENFEN) señaló que el escenario más probable en el verano (austral) es el de un Niño Costero (es decir, frente a las costas peruanas) de intensidad débil (ver Gráfico 3.11). En ese escenario, las lluvias serán normales o solo levemente más fuertes que lo normal. No tendrán así impactos negativos sensibles sobre la infraestructura, la actividad en general, ni los precios. Ese es el escenario que se toma en cuenta en nuestras previsiones macroeconómicas.
- **La construcción de infraestructura pública avanza lentamente y es probable que no gane tracción sino hasta la segunda mitad de 2019.** El Gobierno continúa enfrentando dificultades para ejecutar el gasto de inversión. En el caso de la reconstrucción del norte del país, por ejemplo, se presupuestó para 2018 un gasto equivalente a USD 1 227 millones, pero hasta los primeros días de octubre solo se había ejecutado gasto por USD 251 millones. En la segunda línea del metro de Lima, el presupuesto para el año (luego de haberse corregido a la baja) equivale a USD 238 millones, pero hasta principios de octubre el gasto ejecutado no alcanzaba ni la mitad de ese monto. Se materializó así un riesgo a la baja que señalamos en nuestro reporte anterior. Nuestro nuevo escenario base considera que la construcción de infraestructura pública seguirá avanzando con lentitud hasta entrada 2019, pero que más adelante, desde la segunda mitad de ese año, su dinamismo será mayor. En términos anuales, se incrementará el gasto en la reconstrucción del norte del país, pero será menor el monto que se empleará en obras grandes como por ejemplo las sedes de los Juegos Panamericanos de 2019 (se terminan de construir a mediados del próximo año) y la segunda línea del metro de Lima (se ha presupuestado un monto más bajo para 2019). En el balance, la inversión en las principales obras de infraestructura pública aumentará solo moderadamente (ver Gráfico 3.12).

Gráfico 3.12 Gasto en la construcción de infraestructura pública* considerado en escenario base (USD millones)



*Considera el gasto en la reconstrucción del norte del país, la segunda línea del metro de Lima, la refinería en Talara, proyectos de irrigación, el aeropuerto de Lima, dos terminales portuarios, y las sedes deportivas para los Juegos Panamericanos de 2019. Fuente: MEF y BBVA Research

Gráfico 3.13 Inversión de los gobiernos subnacionales* (Índice, trimestre previo a las elecciones = 100)



*En términos desestacionalizados. Corresponde el gobierno regional y local, que en conjunto realizan cerca del 60% de la inversión pública del gobierno general (no incluye empresas estatales). Fuente: BCRP y BBVA Research

- **El cambio de autoridades subnacionales desde principios del próximo año probablemente ralentizará de manera transitoria la inversión en ese nivel de gobierno.** Es lo que ocurrió en oportunidades anteriores (ver Gráfico 3.13). En 2015, por ejemplo, un año en el que hubo cambio de autoridades subnacionales, el gasto de inversión en ese nivel de gobierno se contrajo más de 20%. Y es que las nuevas autoridades poco a

1: Comunicado oficial ENFEN N°11-2018. Callao, 12 de octubre de 2018.

poco van conociendo los procesos para ejecutar gasto, lo que toma algo de tiempo; también revisan, como es natural, las obras puestas en marcha por la administración anterior, lo que puede ralentizar el gasto en el corto plazo; y, eventualmente, podrían decidir no iniciar algunas de las obras planeadas por el gobierno anterior y, en su lugar, planificar otras, lo que también toma tiempo. No hay muchas razones para pensar que en esta oportunidad será distinto, sobre todo al considerar que las autoridades subnacionales no pudieron ser reelectas esta vez.

En este contexto, proyectamos que el PIB avanzará 3,9% en 2019

En el balance del fuerte incremento de la inversión minera, lento avance de la construcción de infraestructura pública, y de condiciones externas menos favorables, estimamos que el crecimiento del PIB se ubicará el próximo año en torno a 3,9%. El empuje de la mayor inversión minera favorecerá, sectorialmente, a la Construcción (atenuada por el aún lento avance de la construcción de infraestructura pública) y a la Manufactura no primaria, que mostrarán un mayor dinamismo en 2019 (ver Tabla 3.2). El desempeño de Minería y de Hidrocarburos también será mejor el próximo año pues las dificultades que enfrentaron en sus operaciones durante 2018 se disiparán (en el caso de Minería, además, empezarán a operar la ampliación de Marcona y de Toquepala).

Tabla 3.2 PIB por sectores productivos
(var. % interanual)

| | 2017 | 2018 (e) | 2019 (p) |
|-------------------------|------------|------------|------------|
| Agropecuario | 2,6 | 6,3 | 3,5 |
| Pesca | 4,8 | 33,9 | -2,8 |
| Minería e hidrocarburos | 3,5 | -1,3 | 5,9 |
| Minería metálica | 4,5 | -1,6 | 5,2 |
| Hidrocarburos | -2,3 | 0,9 | 10,3 |
| Manufactura | -0,2 | 5,2 | 2,7 |
| Primaria | 1,5 | 12,0 | 0,5 |
| No primaria | -0,9 | 2,9 | 3,5 |
| Electricidad y agua | 1,1 | 3,7 | 4,3 |
| Construcción | 2,1 | 3,1 | 4,8 |
| Comercio | 1,0 | 2,6 | 2,5 |
| Otros servicios | 3,2 | 4,4 | 4,4 |
| PIB Global | 2,5 | 3,6 | 3,9 |
| PIB primario | 3,0 | 2,7 | 4,4 |
| PIB no primario* | 2,1 | 3,8 | 4,0 |

* Excluye derechos de importación e impuestos
Fuente: BCRP y BBVA Research

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

| | 2017 | 2018 (e) | 2019 (p) |
|--|------------|------------|------------|
| 1. Demanda interna | 1,6 | 4,0 | 3,6 |
| a. Consumo privado | 2,5 | 3,7 | 3,5 |
| b. Consumo público | 0,2 | 1,9 | 3,6 |
| c. Inversión bruta interna | -1,1 | 6,4 | 4,4 |
| Inversión bruta fija | -0,3 | 4,0 | 4,8 |
| - Privada | 0,2 | 4,0 | 6,0 |
| - Pública | -2,3 | 4,0 | 0,0 |
| 2. Exportaciones | 7,8 | 1,5 | 5,8 |
| 3. PIB | 2,5 | 3,6 | 3,9 |
| 4. Importaciones | 4,1 | 3,0 | 5,0 |
| Nota: | | | |
| Demanda interna (excl. inventarios) | 1,6 | 3,6 | 3,8 |
| Gasto privado (excl. inventarios) | 2,0 | 3,8 | 4,0 |
| Gasto público (consumo e inversión) | -0,5 | 2,5 | 2,6 |

Fuente: BCRP y BBVA Research

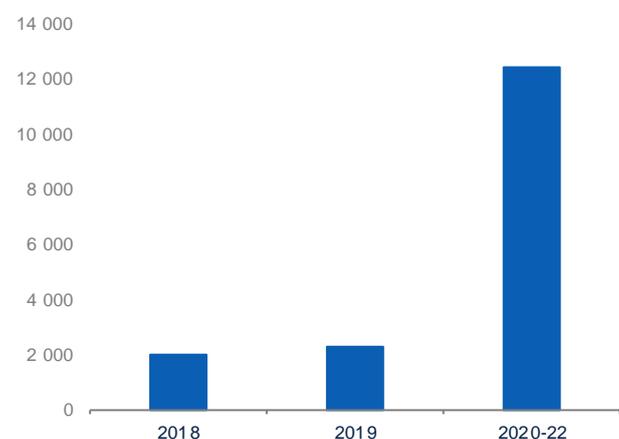
Por el lado del gasto, la mayor inversión minera y un ánimo empresarial que seguirá siendo relativamente optimista llevarán a que se acelere la inversión privada. El consumo privado, por su parte, más inercial, seguirá creciendo a un ritmo interesante el próximo año en un contexto en que la generación de puestos de trabajo formales se sostiene y a pesar de que ya no se tendrá el efecto positivo transitorio del campeonato mundial de fútbol (que en el segundo trimestre de 2018 implicó, por ejemplo, un mayor consumo de textiles, de viajes, y otros). En conjunto, el gasto que realiza el sector privado mostrará un mejor desempeño en 2019 (ver Tabla 3.3). Por el contrario, estimamos que la inversión pública no crecerá el próximo año por la ralentización del gasto de los gobiernos subnacionales que antes se explicó y porque el avance de la construcción de infraestructura pública será relativamente acotado. Finalmente, la mejora de Minería y de Hidrocarburos se reflejará en un mayor dinamismo de las exportaciones.

La cifra prevista para el crecimiento en 2019 (3,9%) es similar a la que presentamos en nuestro reporte anterior, pero -como también lo hemos hecho para 2018- incorpora una mayor expansión del gasto que realiza el sector privado (consumo, sobre todo) y un avance más lento del que realiza el sector público (retraso en la construcción de infraestructura), materializándose así dos de los riesgos que señalamos en nuestro reporte de julio.

Para sostener el crecimiento en el medio plazo es necesario tomar medidas

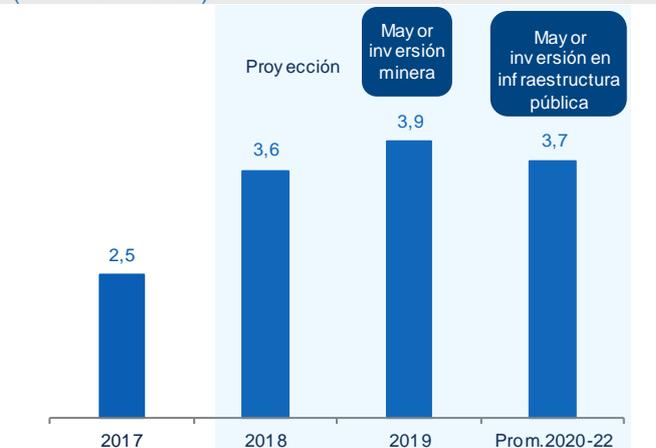
Nuestro escenario base considera que la construcción de infraestructura apuntalará el crecimiento en 2020 (ver Gráfico 3.12). Este es el empuje postergado desde 2017 como reflejo de las dificultades que enfrenta el Gobierno para ejecutar el gasto de inversión. Depende entonces de que estos problemas (por ejemplo, facilidad para expropiar terrenos, para sanearlos, para liberar interferencias, para atender rápidamente las impugnaciones en los procesos de licitación) se solucionen pronto. Luego de ello, sin embargo, finalizada la corrección de las holguras que aún tienen ciertas actividades económicas (Manufactura no primaria, por ejemplo), el crecimiento disminuirá hasta su nivel potencial, que no se ubica muy por encima del 3,5% (ver Gráfico 3.13). Para sostener el crecimiento más adelante es necesario tomar medidas que apuntalen la productividad y la competitividad, en lo que también será fundamental darle más espacio al gasto de inversión en infraestructura pública con el incremento estructural de la recaudación. El Estado ha empezado a abordar estos temas planteando recientemente algunos lineamientos generales para mejorar la productividad². Sin embargo, es aún escaso lo avanzado y está pendiente plasmar en acciones concretas lo que se hará, cómo se priorizarán las tareas, o cómo se evaluarán los avances. Lo más difícil aún no se ha hecho.

Gráfico 3.12 Inversión en infraestructura pública (USD millones)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.13 PIB (var. % interanual)



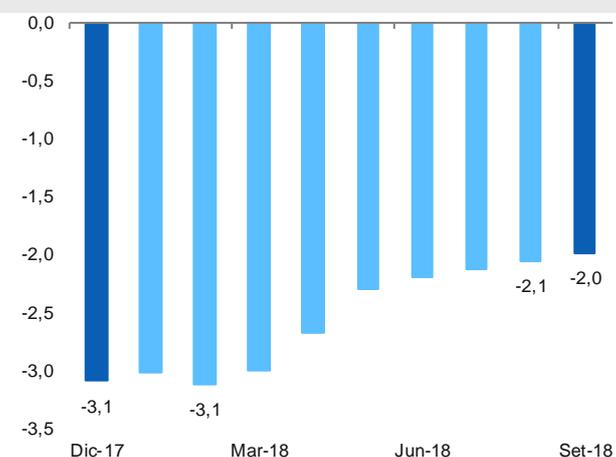
Fuente: BCRP y BBVA Research

2: Los lineamientos han sido diseñados para lograr un uso más eficiente de los factores de producción: (i) stock de capital, mediante la provisión de infraestructura de calidad; (ii) formación y acumulación de capital humano, mediante un marco normativo que genere empleo formal y fomente la educación básica y superior alineadas con las necesidades productivas; y (iii) la productividad total de factores, impulsando fuentes de financiamiento para la investigación y desarrollo, fortaleciendo la institucionalidad del país, e incrementando el acceso al financiamiento local y externo. Para más detalle ver [aquí](#)

4. Política fiscal: déficit más reducido, pero en parte por dificultades para ejecutar gasto de inversión

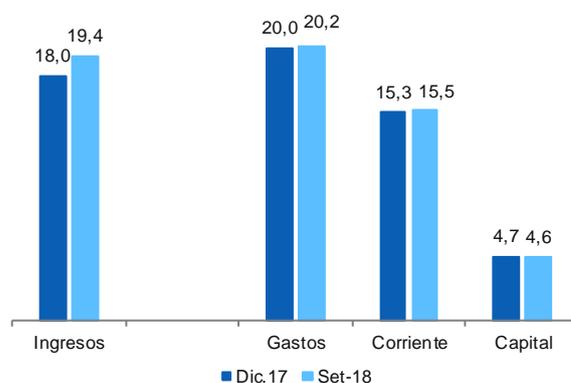
El déficit fiscal continuó disminuyendo y se ubica actualmente alrededor de 2,0% del PIB (ver Gráfico 4.1). Ello se explica principalmente por la mejora de la recaudación (ver Gráfico 4.2): la regularización anual del pago del impuesto a la renta fue excepcional³ y los ingresos por el impuesto general a las ventas⁴ han mejorado en un contexto de mayor dinamismo de la demanda interna. Además, las devoluciones de impuestos se redujeron⁵.

Gráfico 4.1 Resultado fiscal (acumulado en los últimos doce meses, % del PIB)



Fuente: BCRP

Gráfico 4.2 Ingresos y Gastos del Gobierno General (acumulado en los últimos doce meses, % del PIB)



Fuente: BCRP

Estimamos que en lo que resta de 2018 el déficit fiscal se ampliará en cierta medida, ubicándose así algo por encima de 2,5% del PIB a fines de año. Este resultado se explica porque, como porcentaje del PIB, los ingresos fiscales disminuirán en un entorno en que el dinamismo de la demanda interna será temporalmente menor en el cuarto trimestre del año y los precios de los metales han descendido. Además, no se tendrán los ingresos extraordinarios que generó la amnistía tributaria (para rentas no declaradas generadas en el exterior) de fines de 2017. Por el lado del gasto (como porcentaje del PIB), el escenario base incorpora un avance algo menos lento desde fines de año en la reconstrucción de las zonas afectadas por el Niño Costero⁶, así como la aceleración de los trabajos para culminar la construcción de las sedes de los Juegos Panamericanos de 2019⁷.

Cabe señalar que la proyección de déficit fiscal para 2018 es menor en tres décimas de punto porcentual del PIB con respecto al estimado de hace tres meses. El ajuste obedece a la sorpresa a la baja en la ejecución de obras de infraestructura pública. Como antes se mencionó, el Gobierno tiene dificultades para avanzar con el gasto en la reconstrucción de la zona norte del país: entre enero y septiembre se ejecutó 20% de la meta del gobierno para este año (meta que equivale a USD 1 227 millones); algo similar ocurre con la segunda línea del metro de Lima,

3: Que corresponde al ejercicio fiscal del año 2017. Entre marzo y abril se recaudó más de S/ 5 mil millones provenientes de la regularización del ejercicio fiscal de 2017. Es un nivel récord y mayor en S/ 2,3 mil millones al recaudado para el ejercicio fiscal de 2016. El 50% del incremento lo explica la recaudación del sector minero.

4: Equivalente al IVA en otros países. Además del efecto positivo de la recuperación de la demanda interna, el aumento de la tasa de detracciones también aportó positivamente a la mayor recaudación del IGV.

5: Principalmente la devolución de impuestos a los exportadores.

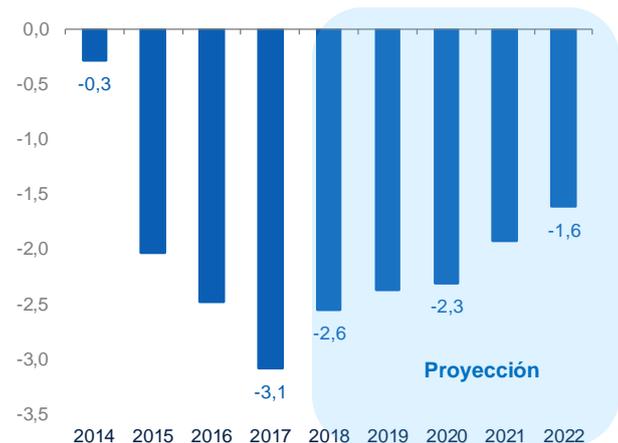
6: Se considera que el nuevo Marco Legal para la Reconstrucción aprobado a fines de mayo (Ley 30776) empezará a rendir algunos frutos. Este nuevo esquema permite simplificar el ciclo de inversiones y las contrataciones, ampliar las modalidades de contratación para incluir una similar a la de los Juegos Panamericanos cuando las obras son complejas (a través de los convenios de Estado a Estado), y establecer excepciones en temas de regulación ambiental y arqueológica.

7: La construcción de las ocho sedes deportivas contempla un presupuesto para este año de poco más de mil millones de soles.

que tiene un avance de 30% en los primeros nueve meses de 2018 (con respecto a la meta inicial equivalente a USD 370 millones para 2018, meta que luego se redujo).

En 2019, el déficit fiscal seguirá moderándose y prevemos que se ubicará en un nivel equivalente a 2,4% del PIB. Este escenario es consistente con mayores ingresos, medidos como porcentaje del PIB, en un contexto en el que se acelerará el crecimiento de la actividad (de 3,6% en 2018 a 3,9% en 2019) y en el que el aumento de las tasas del impuesto selectivo al consumo para algunos productos estará vigente desde principios de año (fueron introducidas en mayo de 2018). Además, incorporamos que las devoluciones de impuestos disminuirán como porcentaje del PIB. Por otra parte, la inversión pública se apagará el próximo año (Tabla 3.3) debido al cambio de autoridades de los gobiernos subnacionales y al aún lento avance del gasto en infraestructura pública. Estimamos que la consolidación fiscal continuará en los siguientes años y que convergerá en 2022 a un nivel de entre 1,5% y 2,0% del PIB (ver Gráfico 4.3). Este escenario es consistente con una deuda pública bruta que alcanzará un nivel cercano al 27% del PIB, por debajo del límite de 30% contemplado en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (ver Gráfico 4.4).

Gráfico 4.3 Resultado fiscal (% del PIB)



Fuente: BCRP, MEF y BBVA Research

Gráfico 4.4 Deuda pública bruta (% del PIB)



Fuente: BCRP, MEF y BBVA Research

Más allá de que parte de la disminución del déficit fiscal previsto para este y el próximo año la explica la dificultad que enfrenta el Gobierno para ejecutar el gasto de inversión, la senda de consolidación de las cuentas públicas posiciona bien a Perú en comparación con otros países emergentes. A nivel macro se observa fortaleza fiscal. Y no solo es el bajo déficit (y su tendencia a disminuir) o el nivel relativamente acotado de la deuda pública, como se observa en los gráficos 4.5 y 4.6, sino también destaca el que cerca de 90% de esa deuda está pactada a tasa de interés fija, que cerca de 60% de la deuda está denominada en moneda local, y que la vida media es de doce años. A ello se suma que en términos netos la deuda pública peruana se ubica en un nivel que no excede el 10% del PIB. Esta fortaleza fiscal ha sido uno de los factores que explican por qué las calificadoras de riesgo internacionales han mantenido la calificación crediticia soberana de Perú sin cambios⁸, algo que no ha sido igual con otras economías emergentes. Todo ello es favorable para el país sobre todo en un contexto en el que seguirán endureciéndose las condiciones de financiación internacional y en el que los riesgos externos se han incrementado.

8: En agosto Moody's mantuvo la calificación crediticia soberana de Perú en A3 (con perspectiva estable) y al mes siguiente Fitch mantuvo también la calificación en BBB+ (con perspectiva estable).

Gráfico 4.5 Déficit fiscal* (% del PIB, al cierre de 2017)



*En el caso del Perú, corresponde el dato del 3T18
Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.6 Deuda pública (% del PIB, al cierre de 2017)



Fuente: FMI

Es importante mencionar que el país aún tiene una brecha de infraestructura por cerrar en sectores como transporte, educación, o salud. Para lograrlo, se requiere mejorar la capacidad de gasto del gobierno (en los tres niveles). Hacerlo, sin embargo, podría complicar la consolidación fiscal, incluso si el gasto es más eficiente. Por ello, es también importante incrementar la recaudación, que ha sufrido un descenso significativo en los últimos años⁹, de manera estructural.

En esta línea, el Gobierno viene trabajando en una reforma tributaria. Las primeras medidas han sido aprobadas dentro del marco de facultades que le delegó el Congreso y buscan adaptar la legislación peruana a las mejores prácticas internacionales para aumentar así la transparencia y reducir la elusión tributaria¹⁰. Además, con la finalidad de reducir la tasa de evasión tributaria, el Estado viene implementando la estrategia de promover el uso de comprobantes de pago electrónico (CPE) por parte de los vendedores y compradores. El sistema de emisión electrónica constituye una herramienta que permite documentar instantáneamente las transacciones, reduciendo los niveles de omisión en la declaración de ingresos y ventas. Hasta el año 2017, este sistema era opcional; a partir de 2018 se obliga a emitir CPE a las empresas consideradas como principales contribuyentes, a los agentes de retención y percepción del IGV, y a los nuevos inscritos al RUC. Por el lado de los compradores, como incentivo para solicitar CPE en una transacción, el Gobierno buscará que puedan deducir algunos gastos cuando declaren su impuesto a la renta (esta medida se encuentra como un anuncio). Es importante señalar que a mayo de 2018 cerca de 164 mil empresas ya emiten CPE y se espera que esta cifra ascienda a más de 230 mil a fines de año. También es importante mencionar en este contexto que el FMI (2018)¹¹ señala que la digitalización puede reducir los costos públicos y privados del cumplimiento tributario, además de aumentar la recaudación de impuestos indirectos. Por ejemplo, desde que se introdujo de manera obligatoria la facturación electrónica en Estonia en 2014, la tasa de incumplimiento del IGV¹² cayó cinco puntos porcentuales (de la recaudación potencial) en un año. La facturación electrónica permitió al ente recaudador de impuestos contrastar automáticamente las reclamaciones de crédito fiscal contra el pago del impuesto. Además, con herramientas más convencionales de

9: El mayor incumplimiento tributario (evasión y elusión) habría sido determinante en este resultado, así como también los menores precios de los metales y el bajo crecimiento económico.

10: Las medidas anti elusivas impedirán el uso de vacíos tributarios especialmente en las operaciones con matrices o subsidiarias internacionales. Por ejemplo, obligar a los contribuyentes a reportar quiénes son los beneficiarios finales de las empresas, modificar el límite para deducciones de intereses por préstamos entre partes vinculadas e independientes a fin de evitar la erosión de la base imponible mediante el pago de este concepto. Además, para transparentar las fuentes de ingresos, el Perú ha ratificado recientemente su adhesión a la Convención Multilateral sobre Asistencia Administrativa Mutua en Materia Tributaria (CAAMMT). Esto permitirá intercambiar y cruzar información fiscal de personas naturales y jurídicas en más de 150 países.

11: Para más detalle ver el capítulo "Gobierno Digital" del Fiscal Monitor. FMI (abril 2018).

12: En 2013, la tasa de incumplimiento se ubicó en 14% de la recaudación potencial del IGV. En 2014 se ubicó en 9%.

Big Data, se utilizaron los datos de los contribuyentes para identificar riesgos en reclamaciones de crédito por IGV, así como también un monitoreo continuo de los que tenían mayor propensión a cometer fraude¹³. Finalmente, el Gobierno también viene trabajando otras medidas tributarias¹⁴, las que tratan sobre la simplificación de los regímenes del impuesto a la renta, la racionalización de los beneficios tributarios, y el fortalecimiento de los ingresos de los gobiernos locales.

13: Por ejemplo, ajustes en línea rápidamente repetidos por los contribuyentes que sistemáticamente reducen o revierten su pasivo.

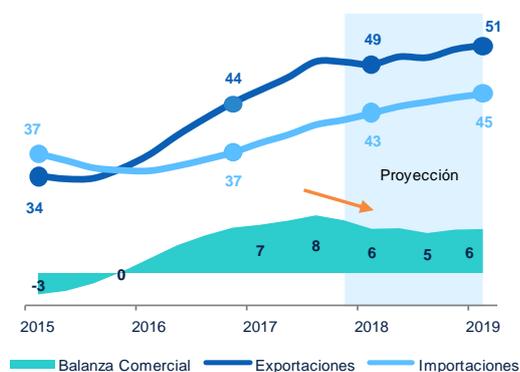
14: Serán presentadas al Congreso para ser debatidas a través de proyectos de ley.

5. Sector externo: superávit comercial se mantiene relativamente alto a pesar de ajuste en términos de intercambio

El superávit comercial continuó aumentando hasta julio, cuando superó los USD 8 mil millones en el acumulado de los últimos doce meses, un nivel que equivale a 3,6% del PIB. Ello se dio en un contexto en el que aumentaron los precios de los metales que el país exporta y en el que el crecimiento mundial continuó siendo robusto, llevando a que las exportaciones pasaran desde USD 45 mil millones a fines del año pasado a cerca de USD 50 mil millones en julio. Al interior de las exportaciones los incrementos fueron generalizados, con un aumento de los envíos al exterior de productos tradicionales (mineros, sobre todo) y no tradicionales (metal-mecánicos, químicos, sidero-metalúrgicos, textiles, y agropecuarios). Por el lado de las importaciones también hubo un aumento –aunque no tan marcado como el de las exportaciones- y estas pasaron de cerca de USD 39 mil millones a fines del año pasado a poco más de USD 41 mil millones en julio, recogiendo así el mejor desempeño de la demanda interna y el aumento del precio del petróleo. Los tres componentes de las importaciones (para consumo, insumos, y bienes de capital) se incrementaron a lo largo del año, por mayores volúmenes y, en el caso de las importaciones de insumos, también por el aumento de precios.

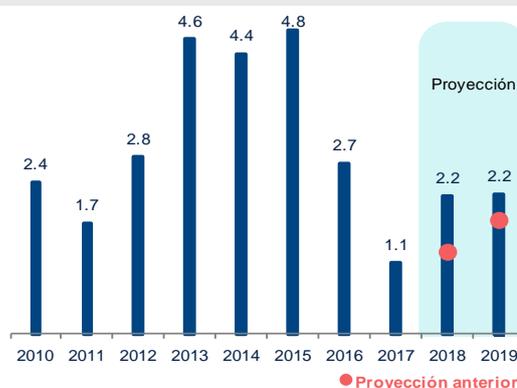
En agosto, sin embargo, el superávit comercial retrocedió. Estimamos que este es el inicio de una tendencia descendente en lo que resta del año, la que se apoya en la fuerte corrección a la baja que han registrado los precios de los metales y en las dificultades transitorias que enfrenta la producción minera. De esta manera, la balanza comercial se ubicará en torno a los USD 6 mil millones a fines de 2018 (ver Gráfico 5.1). El próximo año, si bien los términos de intercambio disminuirán y la demanda interna seguirá mostrando un buen desempeño (lo que favorecerá las importaciones), también se observará una normalización en la producción minera y de hidrocarburos luego de las dificultades que se observaron en 2018, a lo que se sumará la mayor extracción de cobre en la ampliación de Toquepala y de hierro en la ampliación de Marcona. Como resultado, prevemos que el superávit comercial se mantendrá en torno a los USD 6 mil millones. Con respecto a las previsiones que presentamos en nuestro reporte trimestral anterior, hemos corregido a la baja el superávit comercial en 2018 y 2019 debido a la revisión en el mismo sentido de los precios de los metales y (en 2018, en particular) de la producción minera y de hidrocarburos, así como al ajuste al alza en el precio promedio del petróleo.

Gráfico 5.1 Balanza comercial (USD miles de millones, acumulados 4 trimestres)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 5.2 Déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (% del PIB)



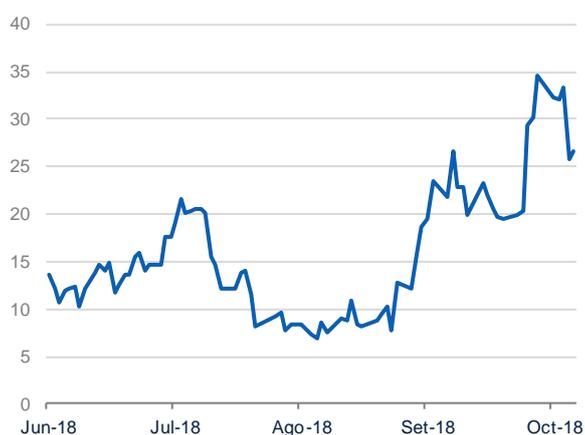
Fuente: BCRP y BBVA Research

En términos del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, al cierre del segundo trimestre este se ubica en un nivel equivalente a 1,4% del PIB. La disminución prevista del superávit comercial llevará a que se incremente en el corto plazo y cierre el año en torno a 2,2%. En nuestro escenario base, este déficit continuará en niveles similares el próximo año. El nivel que tiene actualmente el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y el que proyectamos que tendrá en los próximos años es relativamente bajo, siendo ampliamente cubierto, por ejemplo, con la inversión extranjera directa que se realiza en el país (en torno a 3,0% del PIB este año y de 3,6% el próximo) o con las reservas internacionales netas del banco central (equivalentes a 27% del PIB). El bajo déficit externo, en conjunto con los acotados pasivos externos de corto plazo (equivalentes a 3,8% del PIB), las altas reservas internacionales netas, la solidez de las cuentas fiscales, y la credibilidad de la política macroeconómica peruana, es un aspecto positivo, valorado sobre todo en una coyuntura en la que los costos de financiación externa están aumentando y seguirán haciéndolo.

6. Mercados financieros locales resisten turbulencias internacionales que afectan a economías emergentes

En el mercado cambiario local, la moneda peruana continuó enfrentando presiones de depreciación. Estas presiones han reflejado principalmente factores externos como la percepción de que la FED será más agresiva en su proceso de normalización monetaria (ver Gráfico 6.1), el escalamiento de las medidas proteccionistas al comercio, y los mayores signos de desaceleración de China, contexto en el que los precios de los metales cedieron de manera importante.

Gráfico 6.1 Probabilidad de que la tasa FED se ubique en 3,25% o más a fines de 2019 (%)



Fuente: Bloomberg

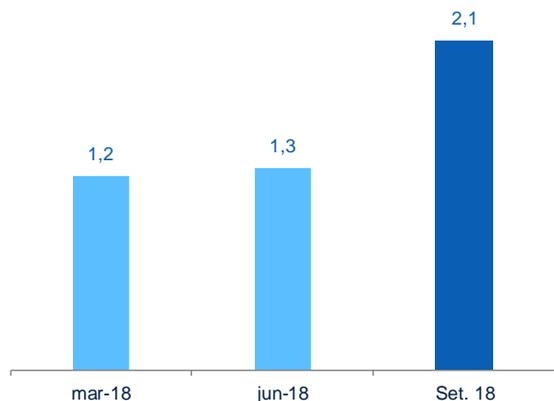
Gráfico 6.2 Tenencia de Bonos Soberanos por parte de inversionistas no residentes



Fuente: MEF y BBVA Research

Si bien los inversionistas extranjeros mantienen el interés por bonos soberanos (sus tenencias han seguido aumentando en los últimos meses, pasando de un saldo de S/ 35 mil millones en junio a S/ 39 mil millones en septiembre, ver Gráfico 6.2), sí se han observado presiones cambiarias a través de derivados (quizás para cubrir posiciones que estaban descubiertas, ver Gráfico 6.3); también se registró en los últimos meses un aumento de las inversiones que realizan en el exterior las administradoras privadas de fondos de pensiones (han crecido en 1,4 millones de dólares desde junio) en un contexto en que el banco central continuó elevando el límite operativo que tienen esas entidades (ver Gráfico 6.4).

Gráfico 6.3 Saldo neto de *non-delivery forwards* (venta menos compra, desde el punto de vista de la banca, en USD millones)



Fuente: BCRP

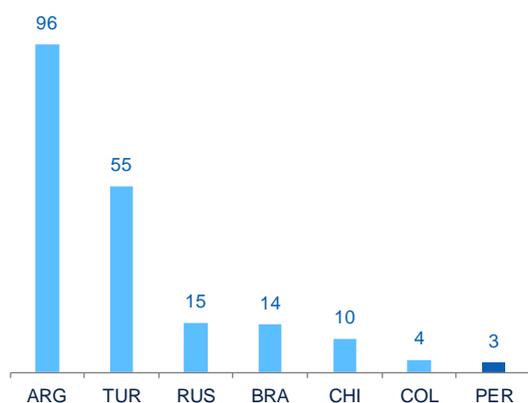
Gráfico 6.4 Inversiones en el exterior de las administradoras privadas de fondos de pensiones (USD miles de millones)



Fuente: BCRP

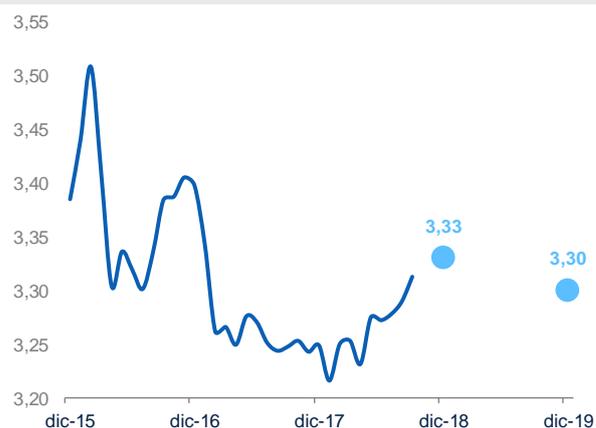
A pesar de las presiones sobre la moneda local, las intervenciones cambiarias del banco central han sido infrecuentes en los últimos meses y se han limitado al empleo de *swaps* cambiarios, que implican un pasivo contingente en moneda local para el banco central y no comprometen así las reservas internacionales netas. En el contexto de las economías emergentes, la depreciación de la moneda peruana ha sido relativamente acotada (ver Gráfico 6.5). La mayor resistencia refleja los buenos fundamentos macroeconómicos del país, entre ellos la solidez fiscal, un déficit externo relativamente bajo, y elevadas reservas internacionales netas, así como una política macroeconómica creíble.

Gráfico 6.5 Aumento del tipo de cambio en mercados emergentes seleccionados (unidades de moneda local por USD, var. % en lo que va del año*)



* Cifras al 12 de octubre Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 6.6 Tipo de cambio (PEN/USD)



Fuente: BCRP y BBVA Research

En proyección, anticipamos que el tipo de cambio finalizará este año alrededor de 3,33, un nivel no muy distinto al actual, y más cerca de 3,30 a fines del próximo año. El descenso del USDPEN en 2019 se apoya en la oferta de dólares tanto por el lado comercial (la balanza comercial será superavitaria en casi USD 6 mil millones, a pesar del

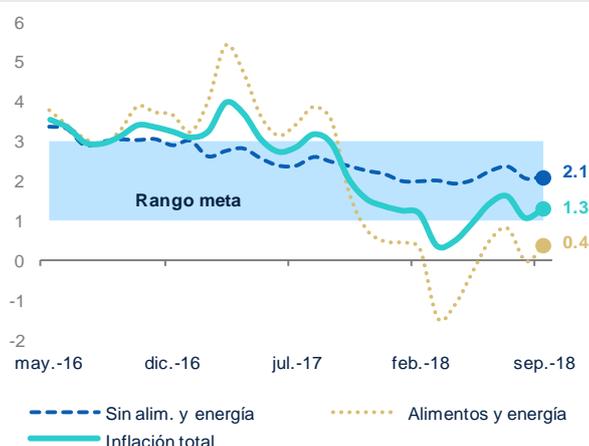
descenso de los precios de los metales) como por el lado financiero (inversión extranjera directa, por ejemplo, en el sector minero), elementos que atenuarán los efectos del alza de la tasa de política monetaria de la FED. Esta previsión es un poco más alta que la que presentamos en nuestro reporte anterior, sobre todo para el corto plazo, debido a la corrección a la baja en los términos de intercambio.

7. Inflación: sin mayores presiones y convergiendo hacia el centro del rango meta

En los últimos meses el panorama de precios ha continuado siendo benigno. La inflación se encuentra actualmente en 1,3%, en la parte baja del rango meta del Banco Central (2%, +/- un punto porcentual). Esta cifra refleja, principalmente, la alta base de comparación interanual en los precios de los alimentos, que el año pasado fueron afectados por el fenómeno climatológico El Niño Costero. Las expectativas y medidas de tendencia inflacionaria, en tanto, se sitúan entre 2,0% y 2,5% (ver Gráfico 7.1).

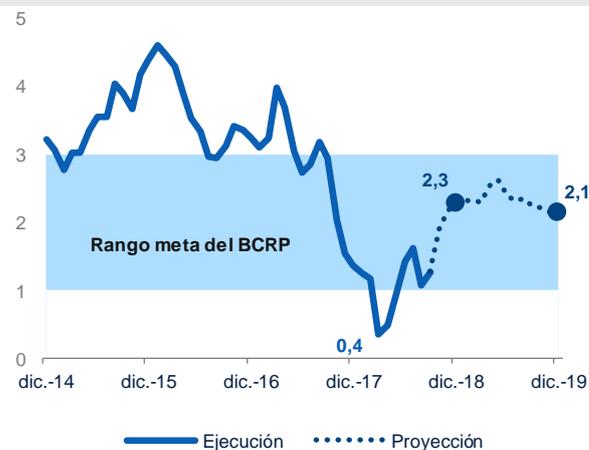
Estimamos que pronto la inflación estará cerca del 2% y que cerrará el año en torno a 2,3%, manteniéndose alrededor de ese nivel en el primer trimestre de 2019. Esta previsión es consistente con la normalización que se anticipa en los precios de algunos alimentos (en este momento están descendiendo en términos interanuales), con un aumento de la tasa de depreciación de la moneda local en el corto plazo, y con el paulatino descenso de las holguras que se mantienen en algunos sectores de la economía (en los últimos cuatro años el PIB avanzó por debajo de su ritmo potencial). Más adelante, con la corrección a la baja del precio del petróleo y la apreciación de la moneda local (en términos interanuales), la inflación cederá un poco y cerrará 2019 solo algo por encima del 2% (ver Gráfico 7.2).

Gráfico 7.1 Inflación: total, sin alimentos ni energía, y solo alimentos y energía (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 7.2 Inflación (var. % interanual del IPC)



Fuente: INEI y BBVA Research

Con respecto a la previsión anterior para fines de 2018 (2,0%), esta es un poco más alta por la mayor depreciación de la moneda local y un precio del petróleo más alto. Para fines de 2019, por el contrario, es un poco más baja (ahora en 2,1% mientras que hace tres meses previmos un 2,4%) tomando en cuenta que la mayor depreciación de la moneda local y el precio más alto del petróleo son solo temporales.

8. Política monetaria: tasa de referencia en 2,75% hasta principios de 2019

En este contexto en que el panorama de precios sigue siendo benigno, el banco central ha mantenido desde marzo la tasa de interés de referencia en 2,75%, lo que implica una tasa de interés real ex-ante de 0,3% y, así, una posición monetaria expansiva (el banco central estima la tasa de interés real neutral en 1,75%). Esta posición es consistente con el estímulo que aún se requiere para consolidar la recuperación que se empieza a observar en el gasto que realiza el sector privado y con presiones de depreciación solo moderadas sobre la moneda local. Además, el banco central ha venido reduciendo la tasa de encaje en moneda extranjera para compensar así el aumento de las tasas de interés en dólares a nivel global (ver Gráfico 8.1).

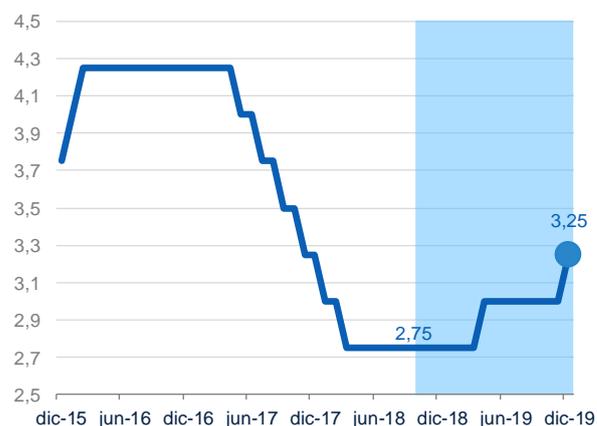
En sus comunicados, el banco central ha enfatizado que mantendrá una posición monetaria expansiva hasta que la inflación converja al centro del rango meta, las expectativas inflacionarias estén ancladas, y el PIB se encuentre cerca de su nivel potencial. Tomando esto en cuenta, estimamos que la tasa de política se mantendrá en 2,75% en lo que resta de este año y hasta principios de 2019, para luego, en el segundo trimestre del próximo año, cuando la actividad económica esté más consolidada, la inflación se encuentre (temporalmente) en torno a 2,5%, y el diferencial actualmente positivo entre las tasas de interés sol-dólar se haya cerrado, empezar a orientarla gradualmente hacia un nivel más neutral, cerrando ese año en un nivel de 3,25% (ver Gráfico 8.2).

Gráfico 8.1 Tasa de encaje (% del total de obligaciones sujetas a encaje)



Fuente: BCRP

Gráfico 8.2 Tasa de política monetaria (%)



Fuente: BCRP y BBVA Research

9. Riesgos sobre el escenario base de proyecciones macroeconómicas para 2018 y 2019

Entre los principales factores que podrían desviar nuestras previsiones con respecto al escenario base presentado en las secciones anteriores se encuentran los que siguen. Por el lado externo:

- Aumento de las medidas proteccionistas al comercio. Nuestro escenario base de proyecciones considera que las tensiones comerciales continuarán entrado 2019. Así, a principios de ese año aumentaría la tasa arancelaria de 10% a 25% para importaciones que realiza EEUU desde China por un valor de USD 200 mil millones; China probablemente introducirá medidas como represalia. El riesgo es que se desplieguen aún más medidas proteccionistas, como por ejemplo que EEUU aplique aranceles a la otra mitad de importaciones desde China que aún no cuentan con ellos. En este escenario podría haber impactos directos e indirectos sobre el crecimiento mundial, los precios de las materias primas, y los mercados financieros, impactos no contemplados en el escenario base.
- Sorpresa por el lado de la FED. Si la inflación en EEUU se acelera aún más de lo que consideramos en nuestro escenario base, la FED probablemente reaccionará con un ajuste monetario más agresivo. En ese escenario de riesgo se tendría un dólar más fuerte y mayores tasas de interés en esa misma moneda, lo que afectaría el crecimiento mundial, los precios de las materias primas, las primas de riesgo, y los mercados financieros en general.
- Una desaceleración más pronunciada de la economía china. Nuestro escenario base contempla que el crecimiento de China se moderará hasta el 6,0% en 2019. Si la moderación es aún más pronunciada, naturalmente se verán afectados los precios de los metales y las primas de riesgo de los mercados emergentes, entre ellos Perú, lo que tendría impactos localmente sobre el crecimiento y los mercados financieros.

Por el lado local, los principales factores de riesgo son los que siguen.

- Un menor avance en la construcción de infraestructura pública, incluyendo la reconstrucción de las zonas del país que fueron afectadas por El Niño Costero en 2017. Actualmente las obras avanzan de manera lenta y, en un escenario de riesgo, esto podría prolongarse durante todo 2019.
- Impacto negativo más sensible del ruido político sobre la confianza empresarial y, de esa manera, sobre la inversión privada, en particular la no minera.
- Un fenómeno El Niño Costero de intensidad moderada o fuerte en el verano (austral). De momento el escenario más probable es de anomalías climatológicas de débil intensidad, con lluvias solo algo por encima de lo normal y, como resultado, con impacto acotado a nivel macroeconómico. El riesgo es que la intensidad sea mayor y por lo tanto las lluvias sean más intensas, lo que afectaría la infraestructura, la actividad económica, y los precios.
- Una cuota de captura de anchoveta para la segunda temporada de 2018 en la zona centro-norte del litoral mayor a la que prevemos. A diferencia de los anteriores, este es un riesgo al alza sobre las perspectivas de crecimiento en 2018 (o en 2019).

10. Tablas

Cuadro 10.1 Previsiones macroeconómicas

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|------|------|------|-------------|-------------|
| PIB (var. % a/a) | 3,3 | 4,0 | 2,5 | 3,6 | 3,9 |
| Demanda interna (var. % a/a) | 2,9 | 1,1 | 1,4 | 4,1 | 3,7 |
| Consumo privado (var. % a/a) | 4,0 | 3,3 | 2,5 | 3,7 | 3,5 |
| Consumo público (var. % a/a) | 9,8 | 0,2 | 0,2 | 1,9 | 3,6 |
| Inversión bruta fija (var. % a/a) | -5,2 | -4,4 | -0,3 | 4,0 | 4,8 |
| Inflación (% a/a, fdp) | 4,4 | 3,2 | 1,4 | 2,3 | 2,1 |
| Tipo de cambio (vs. USD, fdp) | 3,39 | 3,40 | 3,25 | 3,33 | 3,30 |
| Tasa de interés de política (% fdp) | 3,75 | 4,25 | 3,25 | 2,75 | 3,25 |
| Resultado fiscal (% PIB) | -2,0 | -2,5 | -3,1 | -2,6 | -2,4 |
| Cuenta corriente (% PIB) | -4,8 | -2,7 | -1,1 | -2,2 | -2,2 |
| Balanza comercial (USD miles de millones) | -2,9 | 2,0 | 6,6 | 6,0 | 6,0 |

Fecha de cierre de previsiones: 12 de octubre de 2018.
Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Cuadro 10.2 Previsiones macroeconómicas trimestrales

| | PIB (var. % a/a) | Inflación (%, a/a, fdp) | Tipo de cambio (vs. USD, fdp) | Tasa de interés de política (%, fdp) |
|--------------|---------------------|----------------------------|----------------------------------|--|
| T1 16 | 4,6 | 4,3 | 3,41 | 4,25 |
| T2 16 | 3,9 | 3,3 | 3,32 | 4,25 |
| T3 16 | 4,7 | 3,1 | 3,38 | 4,25 |
| T4 16 | 3,1 | 3,2 | 3,40 | 4,25 |
| T1 17 | 2,3 | 4,0 | 3,27 | 4,25 |
| T2 17 | 2,6 | 2,7 | 3,27 | 4,00 |
| T3 17 | 2,7 | 2,9 | 3,25 | 3,50 |
| T4 17 | 2,3 | 1,4 | 3,25 | 3,25 |
| T1 18 | 3,1 | 0,4 | 3,25 | 2,75 |
| T2 18 | 5,4 | 1,4 | 3,27 | 2,75 |
| T3 18 | 2,2 | 1,3 | 3,31 | 2,75 |
| T4 18 | 3,8 | 2,3 | 3,33 | 2,75 |
| T1 19 | 5,0 | 2,3 | 3,30 | 2,75 |
| T2 19 | 3,5 | 2,4 | 3,28 | 3,00 |
| T3 19 | 4,2 | 2,2 | 3,29 | 3,00 |
| T4 19 | 3,3 | 2,1 | 3,30 | 3,25 |

Fecha de cierre de previsiones: 12 de octubre de 2018.
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 para Perú
Francisco Grippa
fgrippa@bbva.com

Economista
Marlon Broncano
marlon.broncano@bbva.com

Economista
Yalina Crispín
yalina.crispin@bbva.com

Economista
Vanessa Belapatiño
vanessa.belapatiño@bbva.com

Economista
Ismael Mendoza
ismael.mendoza@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA
Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico
Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Economía Digital
Alejandro Neut
robertoalejandro.neut@bbva.com

**Escenarios Económicos
Globales**

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

**Modelización y Análisis de largo
plazo Global**
Julían Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos
Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

**Sistemas Financieros y
Regulación**
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

**Regulación Digital y
Tendencias**
Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Sistemas Financieros
Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

España y Portugal
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.Karp@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía, China y Big Data
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur
Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Francisco Grippa
fgrippa@bbva.com

Venezuela
Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com