

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Segundo semestre 2009



Las perspectivas económicas mundiales mejoran

Perú crecería alrededor de 4,3% en 2010. La inversión será el motor de este crecimiento

El retiro del estímulo monetario: ¿la trinidad imposible otra vez?

El crédito recuperará su dinamismo el próximo año



Índice

Fecha de Cierre: 6 de noviembre de 2009

Resumen ejecutivo	3
I. Entorno económico global	4
II. Entorno macroeconómico	7
La inversión será el motor del crecimiento en 2010	
Cuentas fiscales y externas continuarán en déficit, pero en niveles manejables	
Recuadro. Drivers del crecimiento económico en el mediano y largo plazo	
Inflación se mantendrá por debajo del rango meta en los próximos meses	
III. Política monetaria y tipo de cambio	12
Banco Central finalizó ciclo de recortes de la tasa de interés de referencia	
Prevedemos que la tasa de interés de referencia se mantendrá en 1,25% en los próximos meses	
El retiro del estímulo monetario: ¿la trinidad imposible otra vez?	
Recuadro. Banco Central propone reducir límite para posición de cambio sobrecomprada de la banca	
IV. Entorno financiero	16
Tasas de interés se mantendrán estables en los siguientes meses	
El crédito recuperaría su dinamismo durante el 2010	
Recuperación de la actividad económica acotaría incrementos en los niveles de morosidad a partir del 4T09	
Emissiones de deuda corporativa se recuperan	
VI. Proyecciones	18

Ha coordinado esta publicación:

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Han elaborado esta publicación:

Hugo Perea Flores
Francisco Grippa Zárate
María Cecilia Deza Delgado
Rosario Sánchez Hidalgo

hperea@grupobbva.com.pe
fgrippa@grupobbva.com.pe
mdeza@grupobbva.com.pe
rdpsanchez@grupobbva.com.pe



Resumen ejecutivo

Durante los últimos meses, las medidas de estímulo económico adoptadas en la mayoría de países han detenido la rápida caída del PIB mundial de fines de 2008 y desde mediados de este año se ha pasado a una relativa estabilidad y, en algunos casos, a crecer moderadamente. Sin embargo, los fundamentos de esta recuperación siguen siendo frágiles.

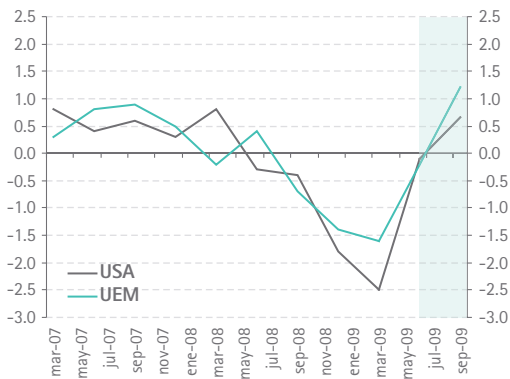
La crisis económica global también ha impactado a Perú, provocando una fuerte desaceleración en la tasa de crecimiento. A pesar de ello, el país evitará una contracción del PIB en 2009. La resistencia de la economía peruana se apoya en el fortalecimiento reciente de las cuentas fiscales, las empresas y la banca, lo que ha mejorado la capacidad para absorber los choques externos y no amplificarlos como en episodios anteriores.

Los datos más recientes de actividad apuntan a que la economía habría empezado a recuperarse. La confianza empresarial se ha vuelto a ubicar en el tramo optimista, la reducción de inventarios viene concluyendo y la inversión pública se acelera. Por actividades productivas, destaca el renovado dinamismo de la Construcción, que recoge los impactos de los estímulos monetario y fiscal. Con ello, el crecimiento en el último trimestre de 2009 será de alrededor de 4%, y se cerrará el presente año con una expansión de 1,1%.

Para 2010 preveemos un mayor dinamismo del gasto privado, en un entorno en que la actividad económica global registrará una senda creciente, aunque a ritmo lento, y en que se mantendrá el empuje de los impulsos monetario y fiscal. Por componentes, la inversión privada revertirá parte de la caída observada en 2009, siendo favorecida por la distensión de la aversión global al riesgo y el atractivo de economías sólidas como Perú, mientras que la recuperación del consumo privado será moderada dada la todavía débil generación de empleo. Así, la economía se expandiría alrededor de 4,3% en 2010.

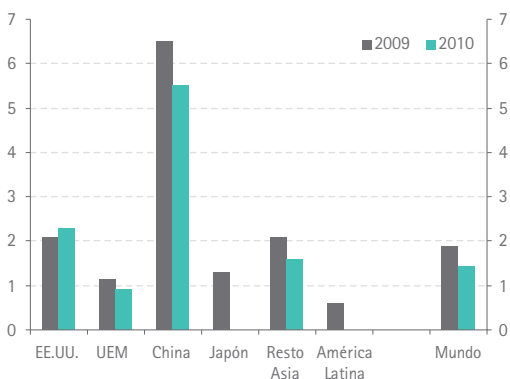
Conforme la recuperación de la actividad se vaya consolidando, habrá que remover los estímulos monetario y fiscal para asegurar una convergencia gradual y ordenada a un crecimiento compatible con su potencial (alrededor de 5%). Anticipamos que el retiro del estímulo monetario se iniciará en la segunda mitad de 2010, cuando la inflación haya retornado al interior del rango meta y la recuperación de la actividad se haya consolidado, y que será gradual (la tasa de política alcanzará un nivel de 2% al cierre del próximo año). Cabe mencionar que en este aspecto se podría presentar un dilema para el Banco Central porque una elevación de la tasa de interés de política ampliará el diferencial de tasas de interés a favor de los activos denominados en moneda local, presionando a una apreciación del Nuevo Sol (con los riesgos que ello implica, en particular en una economía con elevada dolarización financiera como la peruana). Por ello, será necesaria una remoción de los estímulos de manera coordinada entre las autoridades monetaria y fiscal.

USA y UEM: Crecimiento del PIB (variación intertrimestral %)



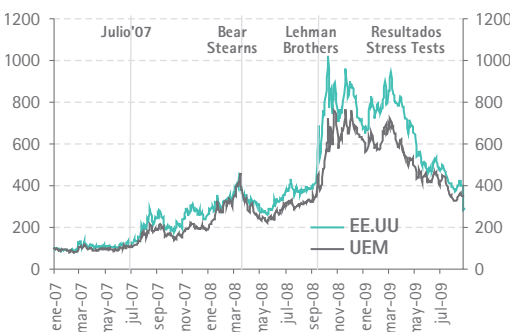
Fuente: SEE BBVA

Programas de estímulo fiscal: Tamaño (% del PIB)



Fuente: SEE BBVA

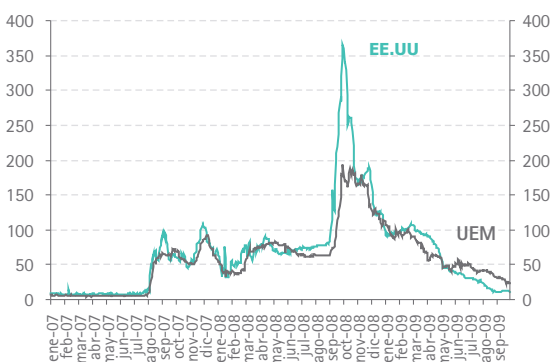
Indicador de Tensiones Financieras 100 = enero-07



Fuente: Servicio de Estudios

Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa americana, CDS bancarios y CDS corporativos

Mercados interbancarios: diferencial OIS a 3 meses (3M LIBOR-3MOIS)



Fuente: Bloomberg

I. Entorno económico global

Las perspectivas económicas mundiales mejoran

Desde mediados de año la economía mundial ha comenzado a dar señales más claras de recuperación. La sensación de caída libre imperante a fines de 2008 y comienzos de este año ha dado paso a una de relativa estabilidad y, en algunos casos, de crecimiento moderado.

El cambio de tendencia se ha visto favorecido por las excepcionales medidas de estímulo adoptadas por la mayor parte las economías. Ellas se encuadran tanto en el frente monetario -con reducciones sustanciales de los tipos de intervención, inyecciones masivas de liquidez y operaciones no convencionales con activos-, como en el frente fiscal, con estímulos fiscales que han dado impulso a sectores, como por ejemplo el automotor, y han ayudado a sostener temporalmente las rentas y el gasto de los agentes privados.

...aunque a corto plazo los riesgos a la baja continúan latentes, sobre todo en las economías más avanzadas

Los fundamentos de la economía mundial continúan frágiles y, por lo tanto, los riesgos a la baja siguen vigentes a corto plazo. El principal riesgo se encuentra en una eventual retirada prematura de los planes de estímulo, sobre todo en las economías más avanzadas, y en la incertidumbre sobre si el gasto privado podrá sustituir al gasto público como principal vector de la recuperación. En los países desarrollados, el crecimiento durante la fase expansiva fue impulsado por la demanda interna, apoyado en el aumento de la renta disponible y en un, a la postre, muy elevado endeudamiento privado, algo que no va a ocurrir en esta nueva fase del ciclo. Adicionalmente, el empleo tampoco va a contribuir a una rápida salida de la crisis, toda vez que el ritmo de destrucción del empleo sigue siendo aún muy elevado en muchas economías.

Por todo ello, el mayor reto al que se enfrenta la política económica actualmente es la implementación apropiada en tiempo y plazo de la retirada de los programas de apoyo público, fiscal y monetario.

En esta situación, el escenario más probable apuntaría a un mantenimiento de tipos oficiales bajos durante un período prolongado, pues no parece que se vaya a observar un repunte relevante de la inflación en un contexto de elevada capacidad productiva disponible. Sin embargo, el sostenimiento de los estímulos en el tiempo podría tener a su vez consecuencias nocivas al distorsionar los incentivos para tomar decisiones de ajuste de balances, y, segundo, al poner en cuestión la sostenibilidad de las cuentas públicas de muchas economías.

Parece probable entonces que los bancos centrales vayan paulatinamente ensayando posibles alternativas para normalizar, llegado el momento, sus políticas de liquidez. La evidencia de las últimas semanas muestra la importancia de la comunicación por las autoridades monetarias durante esta fase, separando lo que se diga respecto del diseño de las estrategias de salida, y el momento de su aplicación, que debería posponerse hasta que la economía de señales de recuperación autosostenida.

Si bien las tensiones financieras se han reducido progresivamente desde los máximos alcanzados tras la caída de Lehman Brothers la situación actual dista de ser plenamente satisfactoria. De hecho, los niveles de tensión en los mercados se encuentran todavía lejos de los niveles pre-crisis. Los mayores avances hasta la fecha se han producido en los mercados interbancarios. Así, el diferencial OIS a tres meses en EE.UU. y en la UEM se encuentra en la actualidad en sus mínimos desde hace más de un año y medio, a pesar de que la evolución de dichos mercados continúa dependiendo de las inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales.

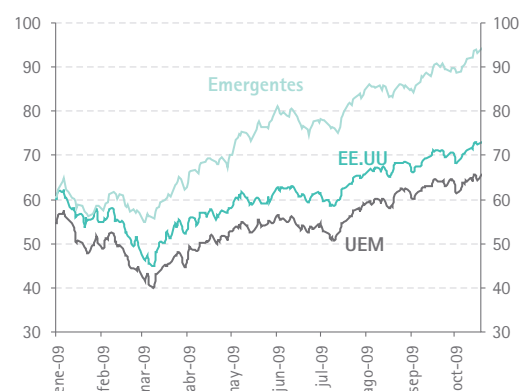
Por su parte, la reducción de las primas de riesgo ha sido extraordinariamente rápida durante los últimos meses. Así, los CDS bancarios norteamericanos alcanzaron en octubre su nivel mínimo desde el estallido de la crisis, y los europeos se situaron en su nivel más bajo desde hace casi un año, para luego estabilizarse. La cautela parece haberse impuesto en la mayoría de los mercados (incluidos los de renta variable), en un contexto en que aún predomina una aversión al riesgo históricamente elevada.

Las economías emergentes, nuevo motor del crecimiento global,...

La recuperación económica se presenta de forma muy heterogénea. En términos generales, las economías emergentes se encuentran en una senda de recuperación más sólida que las desarrolladas. Este hecho se explica por un conjunto de factores diferenciadores que han permitido a la mayor parte de estas economías (con la excepción de los países de Europa Emergente) sortear más fácilmente el encarecimiento de los mercados de financiación y la contracción de la actividad y el empleo. En particular, su menor exposición a la crisis financiera, sobre todo en sus compases iniciales; el éxito de los programas de estímulo fiscal y monetario puestos en marcha tras el estallido de la crisis; el incremento en los precios de las materias primas durante los últimos meses; la recuperación del comercio mundial tras el desplome sufrido a finales de 2008; y, quizás lo más relevante para la sostenibilidad de su crecimiento a largo plazo, los esfuerzos previos, en muchas de estas por fomentar y practicar una política de estabilidad macroeconómica.

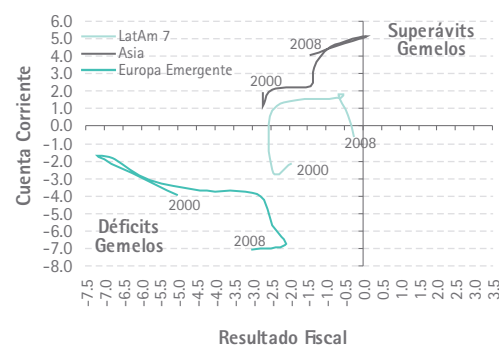
En lo que se refiere a las economías desarrolladas, la de EEUU parece encontrarse mejor posicionada que la europea. En particular, el impulso fiscal en EE.UU. tendrá un impacto más significativo sobre el crecimiento en los próximos años. Así, en 2010 se estima alcance los 3 puntos porcentuales (pp), frente a los 1,5 pp en Europa. El escenario más probable para la economía de EE.UU. es de un moderado crecimiento ya que no hay certeza de que una vez que se acabe el estímulo público, el sector privado recupere un alto crecimiento sostenido. Por otra parte, cuestiones como el desempleo o las cuentas públicas todavía son fuentes de preocupación manifiesta.

Evolución de los mercados de renta variable (Julio 2007=100)



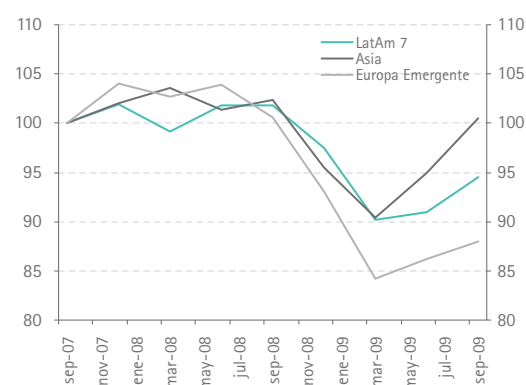
Fuente: Bloomberg and MSCI

Evolución de la Cuenta Corriente y Resultado Fiscal 2000-2008 (% PIB)



Fuente: WEO, IIF, BBVA. LatAm 7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, México y Venezuela. Europa Emergente: Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria, Rumanía, Turquía, Ucrania. Asia: China, Hong Kong, India, Indonesia, Corea, Filipinas, Singapur, Taiwan, Tailandia.

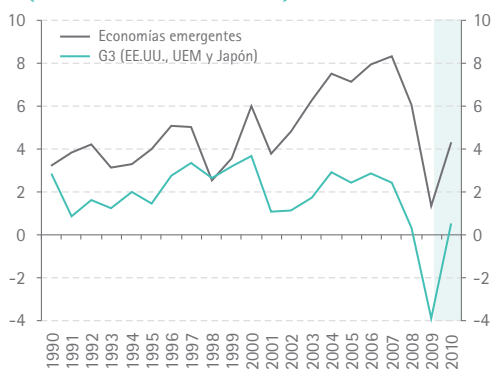
Producción Industrial (Índice, 2007:3=100)



Fuente: Bloomberg

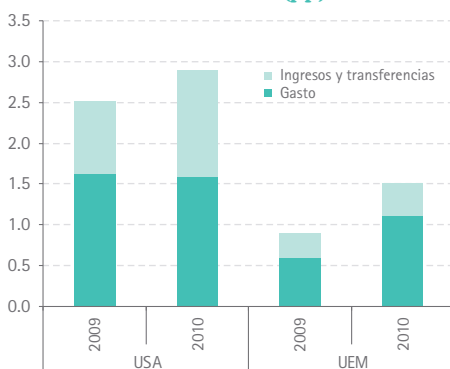
Situación Perú

Economías emergentes y G3: Crecimiento del PIB (variación interanual %)



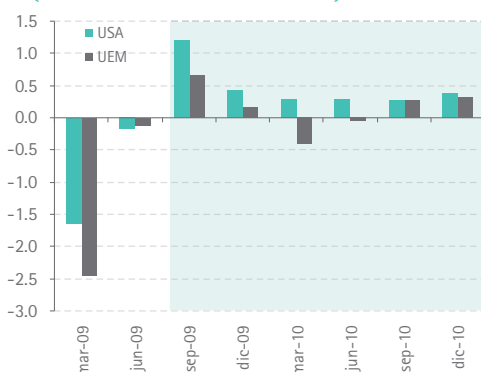
Fuente: SEE BBVA

USA y UEM: Contribución de los paquetes de estímulo fiscal al crecimiento del PIB (pp)



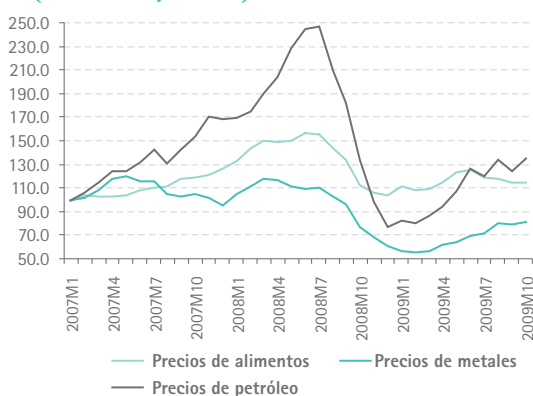
Fuente: SEE BBVA

USA y UEM: Crecimiento del PIB (variación intertrimestral %)



Fuente SEE BBVA

Precios de Materias Primas (Enero 2007 = 100)



Fuente: FMI

En cuanto a Europa, el impulso fiscal será menos elevado en 2010 y heterogéneo entre países. La recuperación de la actividad se verá también pospuesta por el mayor grado de rigidez del mercado laboral europeo.

Entre los países emergentes, los indicios de recuperación de la actividad son ya claros, con algunas diferencias destacables. China ya retomó ritmos de crecimiento muy elevados, justificados en parte por un aumento muy rápido del crédito y otras medidas de estímulo. Dentro de América Latina, la mayor parte de países ya muestran señales de crecimientos positivos durante el tercer trimestre. Más riesgos presenta, sin embargo, la situación de las economías emergentes europeas, que tienen una mayor fragilidad macroeconómica y financiera.

Y los precios de materias primas se recuperan en este contexto más positivo

La fuerte demanda proveniente de China primero, y las perspectivas de una recuperación de los países desarrollados en 2010 han dado un soporte muy importante a las materias primas, que iniciaron su recuperación junto a los mercados de renta variable. En los últimos meses, la caída en la aversión al riesgo y el debilitamiento del dólar han atraído inversiones financieras a estos mercados, apoyando la recuperación de precios. Ello ha permitido aliviar las presiones sobre el financiamiento público que experimentaron algunas economías emergentes a comienzos del año y han dado un sustento adicional a la apreciación de las monedas de países ricos en recursos naturales.

Las perspectivas de precios para 2010 dependerán de la sincronización entre la recuperación de la producción industrial en países desarrollados y la normalización de la demanda proveniente de China. Como esperamos que la segunda preceda a la primera, estimamos que los fundamentos deberían apuntar a una corrección moderada de los precios de materias primas en los meses venideros, seguida de nuevas alzas en la medida que la reactivación de la demanda global comience a dejar de manifiesto las restricciones para ampliar la capacidad de oferta en los próximos años.

II. Entorno Macroeconómico

A pesar de la fuerte desaceleración que ha mostrado la economía peruana en lo que va del año, estimamos que será una de las pocas que, en la región, evitará una contracción en 2009. Este resultado reflejará, en parte, la implementación de políticas de estímulo económico por el lado fiscal y monetario, pero también la capacidad de respuesta endógena del sector real y financiero para absorber un choque externo complicado como la actual crisis financiera internacional. Al respecto, cabe destacar que el número de empresas que vienen registrando problemas patrimoniales no ha aumentado este año (de hecho, se ha mantenido estable en los últimos tres) y es cinco veces menor a lo observado luego de las crisis externas de finales de los 90. Esto sugiere que la implementación de adecuadas políticas económicas y de reformas estructurales (por ejemplo, la apertura comercial) de los últimos años han favorecido el desarrollo de empresas más competitivas y con buen manejo corporativo que las ha hecho más eficientes y resistentes a las cambiantes condiciones económicas. Asimismo, una apropiada regulación financiera ha contribuido a mantener la solidez de las entidades bancarias, por lo que el sistema no ha amplificado el ajuste cíclico inducido por el choque externo, a diferencia de lo observado en episodios anteriores.

Los indicadores adelantados disponibles apuntan a que la economía mostrará un mejor desempeño en el último trimestre:

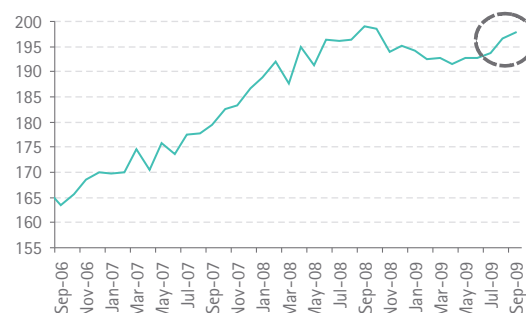
- En términos desestacionalizados, el PIB muestra una tendencia creciente desde julio, lo que recoge impactos más sensibles de los estímulos monetario y fiscal, que se reflejan por ejemplo en el renovado dinamismo del sector construcción.
- El índice de inventarios señala que en septiembre las empresas han vuelto a incrementarlos. De esta manera, el proceso de ajuste a la baja de inventarios (que explicó -4,2pp en la variación de la demanda interna en 1S09) estaría finalizando.
- La confianza empresarial y las órdenes de compras han retornado al tramo optimista.
- La capacidad instalada de la industria no primaria alcanzó su nivel más alto desde diciembre de 2008 (69,5%).
- La inversión pública se viene acelerando y en 3T09 creció 27% a/a.

De esta manera, estimamos que el PIB crecería alrededor de 4% a/a en 4T09, cerrando el año en 1,1%.

Demanda agregada real: últimos datos trimestrales

(var. % interanual)	III-08	IV-08	I-09	II-09
Consumo total				
Privado	8,4	6,8	4,2	2,6
Público	2,4	-1,0	8,2	8,9
Formación Bruta de Capital Fijo	31,8	21,2	3,9	-16,2
Privada	27,9	21,0	1,7	-20,8
Pública	56,8	21,7	22,2	-12,9
Demanda Interna	13,7	9,1	-0,9	-5,5
Exportaciones de Bienes y Servicios	6,5	2,1	-2,1	-3,1
Importaciones de Bienes y Servicios	19,0	14,1	-13,3	-24,0
PBI	10,9	6,5	1,8	-1,1

Producto Interior Bruto (Índice 1994=100, desestacionalizado*)

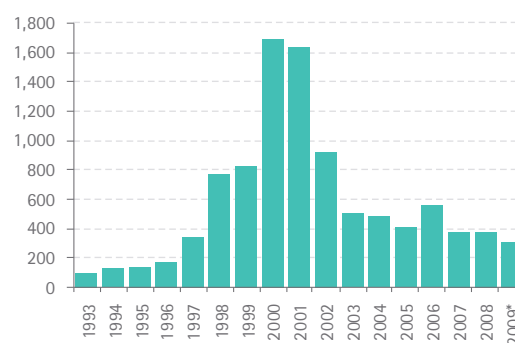


Fuente: BCRP

Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

(*) Desestacionalizado utilizando la metodología TRAMO-SEATS ajustado por días laborables.

Número de empresas con problemas patrimoniales

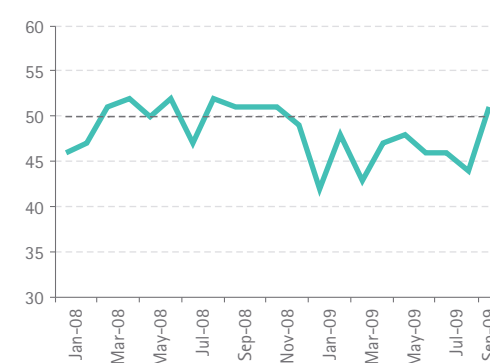


Fuente: INDECOPI (aproximado por el número de empresas en junta de acreedores)

Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

* A septiembre

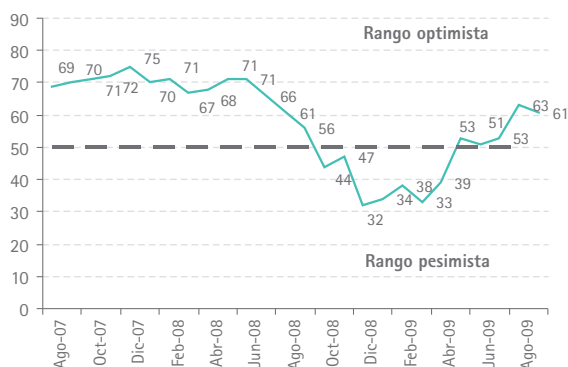
Índice de Inventarios (cambio con respecto al mes anterior)



Fuente: BCRP

Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Índice de confianza empresarial



Fuente: BCRP
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Cartera de proyectos de inversión 2009-2010 (Millones de USD)

Sector	Empresa	Nombre del Proyecto	Monto (millones USD)
Electricidad	Electrobras	Proyectos hidroeléctricos	4,800
Industrial	SK Corea	Planta petroquímica (Pisco)	4,000
Minería	Anglo American Quellaveco	Quellaveco	2,200
Minería	Chinalco	Toromocho	2,200
Hidrocarburos	Perenco Peru Limited	Lote 67	2,000
Minería	Zijin Mining Group	Río Blanco	1,440
Hidrocarburos	CF Industries	Planta petroquímica	1,000
Minería	Anglo American	Michiquillay	700
Construcción	Falabella Perú y Ripley	Centros comerciales	600
Construcción	El Libertador	Hoteles	150
Industrial	Siderperú	Horno	122
Construcción	Grupo Interbank	Centros comerciales	115
Construcción	Inmobiliari	Proyectos inmobiliarios	100
Construcción	Parque Arauco	Complejo comercial (Arequipa)	45
Construcción	EKIMED	Centros comerciales	36
Comercio	Makro	Apertura de nuevos locales	35
Industrial	Unicon	Ampliación de capacidad de planta	15
Total			19,558

Fuente: BCRP, Maximixe, APOYO, Minem, anuncios de inversión
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

La inversión será el motor del crecimiento en 2010

Para el próximo año anticipamos un mayor dinamismo del gasto privado, en particular de la inversión, en un entorno en que se mantendrá el tono expansivo de las políticas fiscal y monetaria, y la actividad económica global se recuperará gradualmente.

Con el empuje de la inversión por el lado privado se revertirá parte del ajuste que registró en 2009. Ello refleja:

- Un mayor optimismo de los empresarios. En el escenario base se anticipa que la actividad económica global, aunque lentamente, continuará recuperándose en los próximos trimestres. En ese contexto, la percepción de riesgo será más favorable para la inversión en economías emergentes, entre las que Perú se estaría diferenciando¹.
- Condiciones crediticias laxas. El tono de la política monetaria, tanto local como en el exterior, continuará siendo expansivo en 2010, facilitando el gasto en inversión.
- Precios de metales en niveles atractivos. Estos precios han registrado alzas significativas en 2009 de la mano de las mayores señales de estabilización económica global, el incremento de la demanda china, las bajas tasas de interés internacionales y la debilidad del dólar. Aunque esperamos cierta corrección en 2010, los niveles de precios continuarán incentivando la inversión en actividades de explotación.

De esta manera, se espera para el próximo año el inicio de obras por un monto total de USD 10 mil millones, principalmente en minería, hidrocarburos, industria y construcción, las que añadidas a los proyectos iniciados en 2009 totalizarían alrededor de USD 20 mil millones. Adicionalmente, se continuaría con proyectos iniciados en años previos (Camisea II, Bayóvar, Muelle Sur, Marcona, entre otros), que representan una cartera de USD 2 mil millones, y con el otorgamiento de concesiones programadas por Proinversión para 2009-2011 (USD 27 mil millones).

Demanda agregada real: datos anuales

(var. % interanual)	2007	2008	2009(p)	2010(p)
Consumo total	7,8	7,9	2,3	2,5
Privado	8,3	8,7	1,8	2,6
Público	4,5	3,9	9,4	3,7
Formación Bruta de Capital Fijo	21,3	27,9	-5,6	8,0
Privada	23,4	25,6	-11,3	6,4
Pública	10,0	41,9	23,9	14,1
Demanda Interna	11,8	12,3	-1,3	4,5
Exportaciones de Bienes y Servicios	6,2	8,2	-3,0	4,0
Importaciones de Bienes y Servicios	21,3	19,9	-13,2	4,8
PBI	8,9	9,8	1,1	4,3

¹ Moody's puso recientemente en revisión la calificación de riesgo de la deuda pública peruana con miras a una posible mejora. Cabe mencionar que actualmente la deuda pública de Perú cuenta con calificación de grado de inversión por parte de Fitch y S&P, mientras que en el caso de Moody's se ubica un nivel por debajo del mismo.

Por el lado de la inversión pública, esta continuará actuando como soporte de la actividad (impulso fiscal). Así, los recursos del Plan de Estímulo Económico que no se ejecutaron en 2009 se utilizarán el próximo año. Estimamos que estos recursos podrían ascender hasta 1,5pp del PIB.

En cuanto al consumo privado, su expansión sería más moderada, lo que se explicaría por:

- Una recuperación gradual de la manufactura no primaria. Este sector es uno de los que demanda más trabajo y en donde se dio el mayor ajuste durante 2009 (en particular en la orientada al mercado externo). Su recuperación en los próximos trimestres sería gradual, en línea con el ritmo al que lo hará la actividad global.
- Relativa estabilidad de los términos de intercambio. En este contexto, el impacto (efecto riqueza) positivo sobre el ingreso disponible de los consumidores sería poco significativo.
- Algunas medidas fiscales de apoyo al consumo privado implementadas en 2009 no están contempladas para 2010 (liberación total de la compensación por tiempo de servicios de 2009, bonificaciones excepcionales a los trabajadores del sector público).

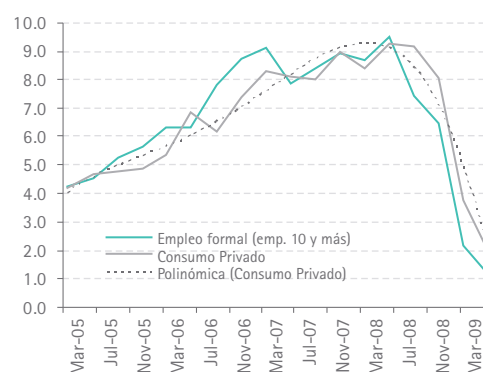
De esta manera, la economía se expandiría alrededor de 4,3% en 2010.

Cuentas fiscales y externas continuarán en déficit, pero en niveles manejables

Con respecto a las cuentas fiscales, la implementación del Plan de Estímulo Económico y la caída de los ingresos tributarios, asociada con la debilidad de la demanda interna y los menores precios internacionales de los metales, generarían un déficit fiscal de 1,8% del PIB en 2009, el primero desde 2005. Para el próximo año se prevé que el estímulo fiscal se vaya retirando (conforme el gasto privado se dinamice) y que la mejora de la actividad global y local genere un efecto positivo sobre los ingresos tributarios. De esta manera, el déficit fiscal se iría cerrando. Cabe mencionar que el retiro del estímulo fiscal se podría realizar con cierta facilidad (cuando las condiciones económicas lo hagan propicio) debido a la orientación que ha tenido: gastos de carácter transitorio, como infraestructura, mantenimiento, entre otros. Así, aunque el saldo de la deuda pública interrumpiría en 2009 y 2010 la trayectoria decreciente que había venido registrando en años previos, esta se retomaría a partir de 2011.

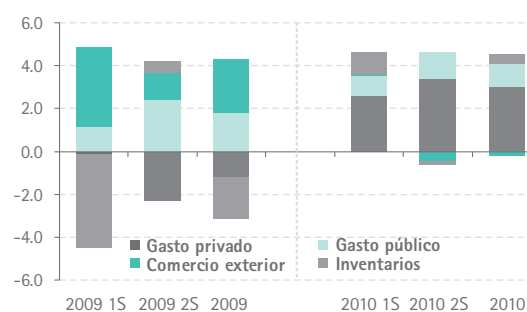
Por el lado de las cuentas externas, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se reduciría en 2009 con respecto al año anterior. Ello recoge la pronunciada contracción de las importaciones (en particular de insumos y bienes de capital), asociada con el ajuste a la baja de inventarios, la menor inversión privada y la reducción de precios internacionales de *commodities*. En 2010, estos factores se revertirían (las importaciones se recuperarían), por lo que esperamos que el déficit de la cuenta corriente se amplíe en ese año, aunque manteniéndose en niveles manejables. Este déficit sería financiado principalmente con capitales de largo plazo (inversión extranjera directa).

Empleo Formal y Consumo Privado (Var % interanual)



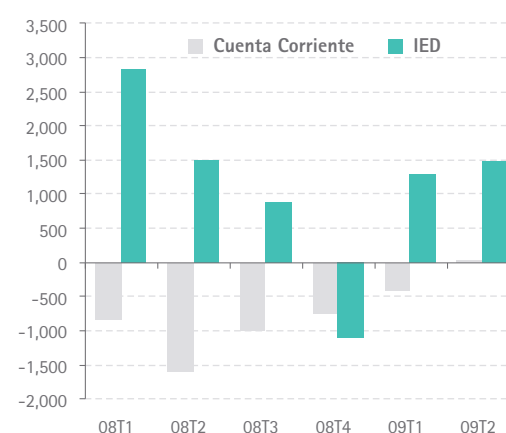
Fuente: BCRP
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Contribución al Crecimiento del PIB 2009-2010 (puntos porcentuales)



Fuente: BCRP
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Cuenta Corriente y Flujos de IED (Millones de USD)



Fuente: BCRP
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

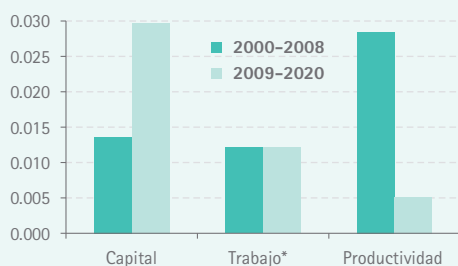
Recuadro. Drivers del crecimiento económico en el mediano y largo plazo

La economía peruana ha resistido relativamente bien los impactos de la crisis económica global. En ese sentido, será una de las pocas que crecerá en 2009 y se anticipa que en 2010 se expandirá a una de las tasas más altas en la región.

¿Qué nos espera hacia adelante? Nuestras previsiones apuntan a que el crecimiento potencial del país es ligeramente superior a 5% y es a esa tasa a la que la economía tenderá en el medio plazo. El principal factor que impulsaría la expansión de la actividad es la acumulación de capital. En un entorno de estabilidad macroeconómica y de expansión de los mercados doméstico (incremento del número de familias de ingresos medios) y externo (apertura comercial), Perú se presenta atractivo para la inversión. A esto se añade que se parte de niveles relativamente bajos de capital (el déficit de infraestructura, por ejemplo, se calcula en 30% del PIB), lo que da mayor espacio para crecer.

Este motor del crecimiento, sin embargo, tiende a agotarse debido a que el retorno de la inversión va disminuyendo en el proceso. Un factor que impulsa el crecimiento económico de manera más sostenible en el largo plazo, complementando la acumulación de capital, es la mejora en la productividad. A partir de un ejercicio de contabilidad del crecimiento económico, se estimó la evolución de la productividad (aproximada con el residuo de Solow en un modelo de crecimiento neoclásico) para el período 2000-2020. Los resultados indican que mientras que esta contribuyó en promedio con 2,8pp al crecimiento anual de la economía entre 2000 y 2008, su contribución decaería en los próximos años (0,5pp entre 2009 y 2020).

Gráfico 1. Contribución al crecimiento económico, Perú 2000-2020 (puntos porcentuales)

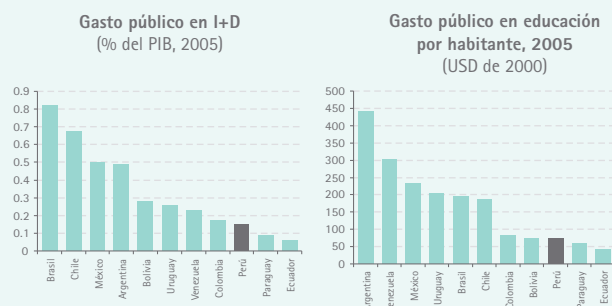


Fuente: INEI, BCRP, ENAHO varios años y SEE BBVA Banco Continental
 (*) Series ajustadas por calidad del capital humano, aproximada por los años de educación alcanzados por la población total y los retornos estimados de la educación.

¿Qué se puede hacer para que la productividad de los factores de producción continúe incrementándose en los próximos años? En primer lugar, hay espacio para mejoras en servicios de educación y salud. En estos rubros, el gasto público por habitante es uno de los más bajos de la región, lo que aporta poco a favor de una mayor productividad del trabajador peruano.

Algo similar ocurre con el gasto en investigación y desarrollo. Una tercera vía para favorecer la productividad de los factores es cerrar la brecha que existe en infraestructura: la mejora de carreteras, puertos, aeropuertos, permite aprovechar las oportunidades que presenta la ampliación de mercados.

Gráfico 2. Indicadores sociales, América Latina



Fuente: CEPAL

Un factor adicional a considerar es la mejora del clima de negocios. En este sentido, si bien Perú viene logrando avances en los últimos años (9 puestos en el ranking general *Doing Business* entre 2009 y 2010, por ejemplo), todavía se ubica en la posición 56 de un total de 183 países. Por rubros, se observan progresos en indicadores relacionados con el mercado laboral (reducciones de costos laborales y menores rigideces en las horas de trabajo), pero en otros los avances son mínimos (con algunos retrocesos, inclusive).

Gráfico 3. Ranking Doing Business, Perú (cambio en posiciones entre 2009 y 2010)



Fuente: Banco Mundial

Es de destacar que el Gobierno se haya planteado una meta para favorecer el desarrollo de negocios. Así, para septiembre de 2011 (cuando se hará público el ranking *Doing Business* para 2012) se propone situar a Perú en la posición 25; el cumplimiento de esta meta significaría superar a Puerto Rico, el país latinoamericano mejor ubicado en esta muestra en la actualidad (puesto 35), y un impulso adicional para sostener el crecimiento económico en los próximos años.

María Cecilia Deza
 mdeza@grupobbva.com.pe

Inflación se mantendrá por debajo del rango meta en los próximos meses

Durante 2009, la tasa de inflación interanual ha mostrado una tendencia a la baja debido, principalmente, a la reversión de los choques de oferta ocurridos en 2008 que afectaron los precios domésticos de combustibles y alimentos. De esta manera, la tasa de inflación interanual se situó en 0,7%a/a en octubre, por debajo del rango meta del Banco Central (2%, +/-1pp), el nivel más bajo observado desde mayo de 2007. La inflación subyacente, también ha venido disminuyendo (3,1%a/a en octubre), en línea con la evolución del ciclo económico, aunque de manera menos pronunciada que la total.

Estimamos que en los próximos meses la tasa de inflación interanual empezará a revertir su tendencia decreciente y que retornará al rango meta durante el segundo trimestre de 2010, cerrando el año alrededor del 2%. Entre los factores que sustentan esta proyección se encuentran:

- El carácter transitorio de la reversión de los choques de oferta, proceso que se disipará hacia fines de este año y principios de 2010. De hecho, los precios internacionales de combustibles e insumos alimenticios han venido registrando alzas en los últimos meses, lo que acota el espacio para que la inflación continúe descendiendo.
- Una gradual recuperación de la actividad económica, lo que paulatinamente irá actuando como soporte en la evolución de los precios.
- Expectativas inflacionarias para 2010 (2,4% en octubre) consistentes con la meta del Banco Central.

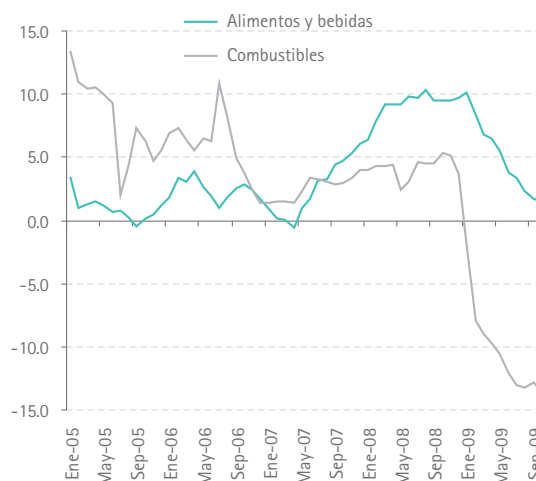
Esta proyección enfrenta dos riesgos. En el corto plazo, aunque los datos disponibles sugieren que el Fenómeno de El Niño sería moderado, su eventual intensificación sesgaría al alza la evolución de los precios (incrementos en precios de alimentos, principalmente). Adicionalmente, en un horizonte temporal más amplio, los aumentos que vienen registrando los precios internacionales de las materias primas (en un contexto de elevada liquidez, bajas tasas de interés y debilidad del dólar) podrían generar mayores presiones al alza sobre los precios locales.

Precios: datos mensuales más recientes

(var. % interanual)	Jul-09	Ago-09	Set-09	Oct-09
Índice de Precios al Consumidor-IPC	2,68	1,87	1,20	0,71
Alimentos y Bebidas	3,35	2,35	1,69	1,52
Combustibles (uso vehicular)	-13,07	-13,20	-12,78	-13,55
Índice Subyacente	4,38	3,93	3,73	3,13
Índice de Precios al Consumidor –Importado*	-8,16	-8,49	-8,53	-8,92
Índice de Precios al por Mayor-IPM	-3,26	-4,99	-6,21	-6,35
Índice de Precios-Maquinaria y Equipo	6,12	4,37	1,38	-2,00
Índice de Precios-Materiales de Construcción	-10,72	-11,94	-11,81	-9,95

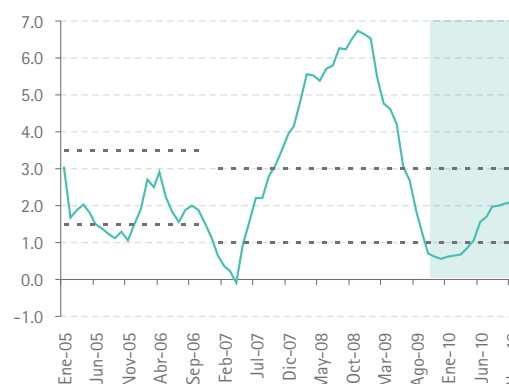
* La inflación importada considera los bienes cuyos precios están asociados a insumos importados (trigo, maíz, soya, petróleo), comprende principalmente alimentos y combustibles.

Índice de precios de alimentos y combustibles: 2005/09 (var. % interanual)



Fuente: INEI
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

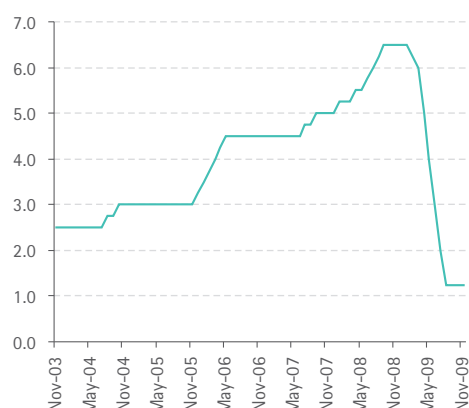
Índice de precios al consumidor: 2005/10 (var. % interanual)



Fuente: INEI, BBVA
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

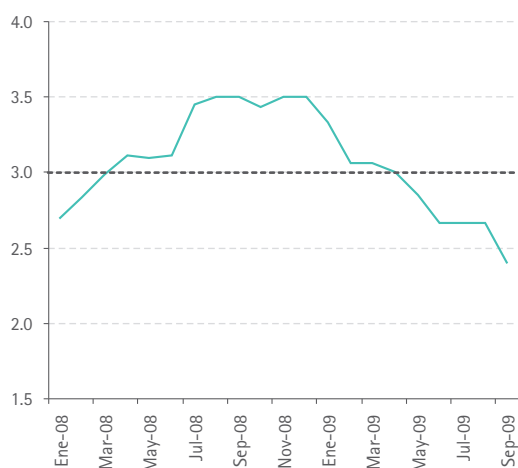
III. Política monetaria y tipo de cambio

Tasa de interés de referencia (%)



Fuente: BCRP, BBVA
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Expectativas de Inflación para 2010 (%)



Fuente: BCRP
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Banco Central finalizó ciclo de recortes de la tasa de interés de referencia

En agosto de este año, el Banco Central realizó un recorte de 75 puntos básicos (pb) de la tasa de interés de referencia y anunció, simultáneamente, que no preveía efectuar nuevos ajustes. De este modo, dio por finalizado el ciclo a la baja de la tasa de política, proceso mediante el cual la redujo desde 6,5% en febrero a 1,25%, el nivel más bajo desde que emplea esta variable como meta operativa para la política monetaria. La ausencia de presiones inflacionarias y una tendencia decreciente de las expectativas de inflación le han permitido al Banco Central implementar una política monetaria expansiva, actuando contracíclicamente en un contexto de fuerte desaceleración del gasto privado y del producto.

Prevedemos que la tasa de interés de referencia se mantendrá en 1,25% en los próximos meses

En los comunicados de política monetaria posteriores a agosto, el Banco Central ha reiterado que no prevé modificar el nivel actual de la tasa de interés de referencia. Estas menciones son consistentes con nuestro escenario base, el cual prevé que la tasa de política se mantendrá en 1,25% hasta fines del primer semestre del próximo año, en un entorno caracterizado por:

- Una gradual recuperación de la actividad económica. Los indicadores adelantados sugieren que el producto mostrará una recuperación en el cuarto trimestre, aunque sujeta a cierta incertidumbre por el lado del consumo. Para 2010, el PIB mostrará un mejor desempeño, pero crecerá por debajo del potencial.
- La ausencia de presiones inflacionarias en el corto plazo. A octubre, la inflación (0,7%a/a) se ubicó por debajo del rango meta del BCR (2%; +/-1pp) y recién retornaría al interior del mismo en el segundo semestre del próximo año.
- Expectativas de inflación en línea con la meta inflacionaria. Las expectativas de inflación para 2010 se mantienen ancladas alrededor del rango meta.

Así, en el escenario base de proyección, anticipamos que el retiro del estímulo monetario se iniciará en la segunda mitad de 2010, cuando la inflación haya retornado al interior del rango meta y la recuperación de la actividad se haya consolidado. El retiro será gradual y llevará la tasa de interés de referencia a 2% hacia el cierre del próximo año.

Moneda y crédito bancario: últimos datos mensuales

(var. % interanual)	Jul-09	Ago-09	Sep-09	Oct-09
Tipo de cambio interbancario venta (promedio, S/. por USD)	3,013	2,952	2,910	2,873
Emisión primaria (fin de período)	0,17	2,35	0,89	-1,40
Liquidez total	10,0	5,5	3,4	n.d
Liquidez ME / Liquidez total (%)	47,4	47,0	46,6	n.d
Reservas internacionales netas (MM USD)	32,1	32,0	32,1	32,9
Tasa de interés interbancaria en MN (%)	2,2	1,3	1,2	1,2
Crédito al sector privado en MN	28,4	26,3	24,5	n.d
Crédito al sector privado en ME	4,4	2,4	-1,3	n.d
Tasa de morosidad (%)	1,64	1,69	1,58	n.d

El retiro del estímulo monetario: ¿la trinidad imposible otra vez?

En línea con la tendencia mostrada por otras monedas de la región, el Nuevo Sol (PEN) continuó en el segundo semestre fortaleciéndose frente al dólar. Esta evolución se ha dado en un entorno de (i) reacomodo de las carteras de los inversionistas (institucionales locales, principalmente) a favor de activos denominados en PEN (por menor aversión global al riesgo); (ii) buenos resultados de la balanza comercial; y (iii) un mayor influjo neto de inversión extranjera directa que lo esperado. La tendencia del PEN a fortalecerse ha sido moderada por el BCR a través de intervenciones cambiarias y la no renovación de los vencimientos de certificados de depósito reajustables al tipo de cambio.

Aunque el desarrollo del proceso electoral (municipal/regional en 4T10 y general en 2T11) podría inducir presiones al alza sobre el tipo de cambio el próximo año, estas serían transitorias y acotadas¹. Sin embargo, más allá de factores coyunturales, el análisis de los fundamentos de la economía peruana sugiere que, como tendencia de mediano plazo, el PEN tendría espacio para seguir apreciándose respecto del dólar. En primer lugar, para los próximos años esperamos que el diferencial de productividades sea positivo para Perú, en un contexto en el que la apertura económica y el fuerte incremento de las importaciones de bienes de capital han favorecido un proceso de transferencia tecnológica. Un segundo factor es la solvencia de las finanzas públicas en Perú que, en la actual crisis financiera internacional, no ha registrado mayor deterioro. Al respecto, cabe señalar que se espera que el ratio de la deuda del Gobierno peruano sobre el PIB retome una tendencia decreciente a partir de 2011 y que el déficit fiscal se vaya cerrando en los próximos años, lo que elevaría los niveles de ahorro doméstico.

Es en este contexto que el retiro del estímulo monetario se podría presentar como un dilema para el Banco Central. Por un lado, el mayor dinamismo que mostrará la actividad en la segunda mitad del próximo año requerirá una política monetaria menos expansiva para asegurar una convergencia gradual y ordenada hacia niveles de crecimiento compatibles con su potencial (alrededor de 5%) en 2011. Se debe tener en cuenta que la tasa de interés de referencia se ha ubicado en un mínimo histórico y este no será sostenible en un contexto de franca recuperación económica.

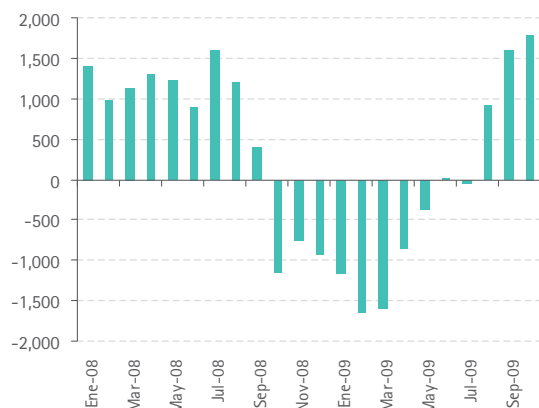
¹En este sentido, la propuesta que acaba de lanzar el Banco Central para reducir el límite a las posiciones largas en moneda extranjera de los bancos, de 100% del patrimonio efectivo a 50%, podría atenuar las eventuales presiones alcistas por incrementos súbitos y rápidos en esta variable que en el pasado se han observado en los periodos de ruido político (Ver Recuadro Banco Central propone reducir límite para posición de cambio sobrecomprada de la banca).

Tipo de cambio
(S/. por US\$)



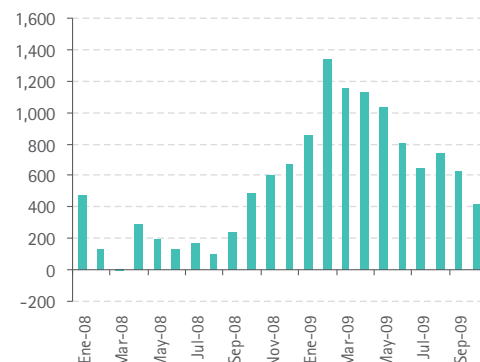
Fuente: BCRP
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Saldo de ventas netas forward de moneda extranjera del sector privado a la banca (USD millones)



Fuente: BCRP
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Posición de cambio global de la banca (USD millones)



Fuente: BCRP, BBVA
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

De otro, dado que no esperamos variaciones por el lado de la Reserva Federal, un incremento de la tasa de referencia ampliará el diferencial de tasas de interés a favor de los activos denominados en moneda local, lo que podría acelerar la entrada de capitales de corto plazo y, con ello, inducir una sobrevaloración del PEN.

Un desvío considerable del tipo de cambio de sus niveles de equilibrio es un tema particularmente sensible en una economía con altos niveles de dolarización, como la peruana, por el descalce de monedas y efectos de hoja de balance que ello puede generar en el sector privado. En particular, en un contexto de información imperfecta, una apreciación excesiva puede incentivar un mayor endeudamiento en moneda extranjera de los agentes que reciben sus ingresos en moneda local, pero que no valoran adecuadamente el riesgo cambiario que asumen. Asimismo, de acuerdo con lo observado en otras experiencias, una sobrevaloración de la moneda puede inducir pérdidas de competitividad en el corto plazo, un deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos y, eventualmente, en un entorno de fuerte ingreso de capitales, auges de crédito y de consumo y el desarrollo de burbujas en el sector no transable de la economía (al estilo de la burbuja del sector inmobiliario en los países de Asia Oriental previa a la crisis de los 90s).

El dilema mencionado pone en evidencia las dificultades que enfrenta el Banco Central para implementar una política monetaria contracíclica con flotación cambiaria en una economía pequeña y con libre movilidad de capitales (la trinidad imposible). Cabe recordar que en el primer trimestre de 2008 un fuerte flujo de capitales de corto plazo llevó al Banco Central a implementar medidas sin precedentes para contener su entrada. Estas consideraciones sugieren que el retiro del estímulo monetario será necesariamente gradual, lo que acotará los incentivos asociados con los mayores rendimientos de los activos denominados en moneda local. Además, requerirá coordinación con la política fiscal, cuyo estímulo podría retirarse primero y con ello dar espacio a la política monetaria para iniciar más tarde los incrementos graduales en la tasa de referencia. Cabe agregar que las medidas de estímulo fiscal que se han implementado tienen un carácter transitorio, lo que eventualmente facilitará su remoción. Finalmente, no se puede descartar que el Banco Central decida imponer algún tipo de control, directo o indirecto, a la entrada de capitales, a pesar de que el balance entre los costos y beneficios que este tipo de medidas genera no es claro.

Recuadro. Banco Central propone reducir límite para posición de cambio sobrecomprada de la banca

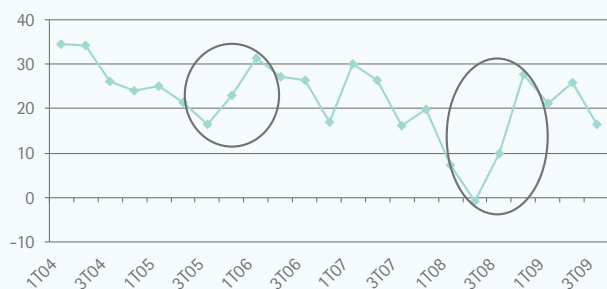
Recientemente, el Banco Central (BCR) propuso reducir el límite a la posición de cambio sobrecomprada de la banca¹, de 100% del patrimonio efectivo a 50%. La medida buscaría acotar la volatilidad que fluctuaciones en esta posición generan en el mercado cambiario, dificultando el manejo monetario.

Al respecto, la regulación de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones (SBS) establece que la banca tiene un límite de 100% de su patrimonio efectivo para adoptar posiciones sobrecompradas y de 10% para las posiciones sobrevendidas. Estos límites asimétricos a la posición de cambio fueron establecidos en los 1990s, cuando los choques cambiarios implicaban, principalmente, depreciaciones de la moneda local. Durante la presente década, sin embargo, la frecuencia de estos eventos se ha reducido (en relación con episodios de apreciación del Nuevo Sol peruano). En este contexto, desde el año 2004 la posición larga en moneda extranjera de la banca no ha excedido por lo general de 40% del patrimonio efectivo.

larga en moneda extranjera en aproximadamente 20 puntos porcentuales del patrimonio efectivo², y se registró un debilitamiento de 7,5% del Nuevo Sol peruano (PEN). En este contexto, para atenuar las presiones al alza sobre el tipo de cambio, el BCR vendió dólares por USD 5 699 millones (16% del saldo de las reservas internacionales netas al cierre de septiembre de 2008). Meses más tarde, conforme la aversión global al riesgo ha ido descendiendo, esto se ha revertido: la posición de cambio de la banca se ha reducido en 10pp del patrimonio efectivo, la moneda local se ha fortalecido y el BCR ha intervenido en el mercado cambiario en posición compradora de dólares.

Con la propuesta del Banco Central, las fluctuaciones en la posición de cambio de la banca tenderían a ser menores, y con ello también la volatilidad que le imprimen al mercado cambiario, en particular a uno relativamente pequeño como el peruano. Adicionalmente, el límite que se sugiere a las posiciones sobrecompradas se ubicaría en niveles más cercanos a los de otros países de la región.

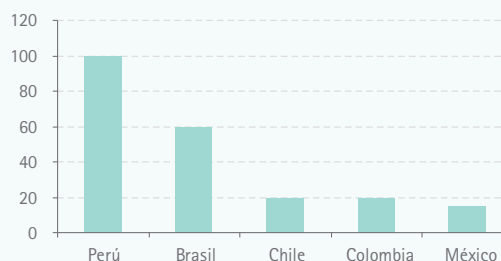
Posición de cambio global de la banca: 1T04/3T09 (como % del patrimonio efectivo)



Fuente: SBS

Por otro lado, la evidencia también muestra que en episodios de alta incertidumbre (períodos electorales y de choques externos), la posición sobrecomprada ha tendido a elevarse rápidamente, incrementando las presiones a la baja sobre la moneda local (depreciación). El episodio más reciente corresponde a 2008, cuando en los últimos cuatro meses de ese año, en un entorno de volatilidad debido a la profundización de la crisis financiera internacional, la banca incrementó su posición

Latinoamérica: límites legales a la posición larga en moneda extranjera (como % del patrimonio de los bancos)



Fuente: Bancos centrales y reguladores

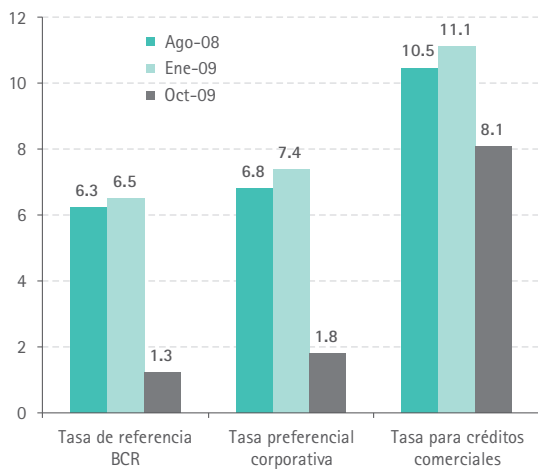
En el contexto actual de expectativas de apreciación de la moneda peruana, ninguna entidad bancaria tiene una posición larga en dólares superior a 50% de su patrimonio efectivo. Por ello, si la medida se implementara hoy, no se induciría mayor efecto sobre el mercado cambiario ya que ningún banco tendría que vender dólares (incrementar la oferta en el mercado cambiario) para adaptarse al nuevo límite.

De esta manera, la propuesta del Banco Central parecería estar más orientada a acotar la volatilidad cambiaria que podría registrarse en 2010 y 2011, años en los que se desarrollará procesos electorales en Perú.

1 La posición de cambio de un banco se define como la diferencia entre sus activos y pasivos en moneda extranjera, incluyendo la posición neta en contratos financieros derivados. Si esta posición es positiva, se dice que es sobrecomprada o que se encuentra larga en moneda extranjera. Usualmente, cuando las expectativas de depreciación de la moneda local se incrementan, la posición de cambio tiende a elevarse.

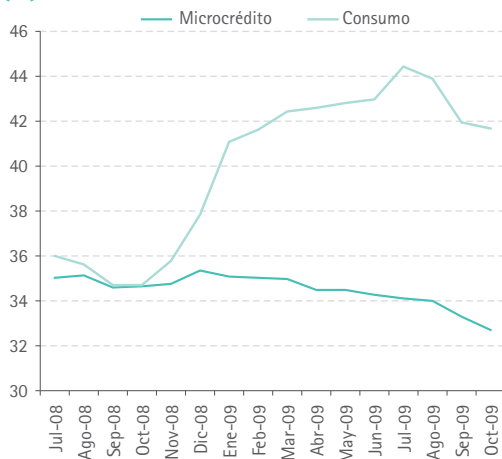
2 La posición de cambio de algunos bancos en particular alcanzó niveles superiores a 50% del patrimonio efectivo.

Tasas de interés en soles (%)



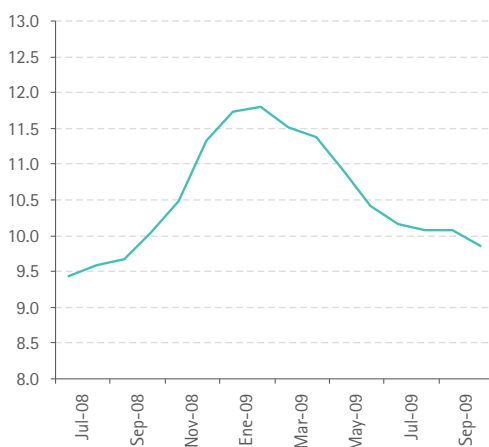
Fuente: BCRP, SBS
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Tasas de interés en soles para microcréditos y consumo (%)



Fuente: SBS
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Tasa de interés de los créditos hipotecarios en soles (%)



Fuente: SBS, Conasev
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

IV. Entorno Financiero

Tasas de interés se mantendrán estables en los siguientes meses

En línea con la reducción de la tasa de referencia implementada por el Banco Central, las tasas de interés de la banca han mostrado una tendencia a la baja durante los primeros tres trimestres del año. Así, la tasa preferencial corporativa se ha reducido 560 puntos básicos (pbs) entre enero y octubre del 2009 y 500pbs respecto al nivel previo a la intensificación de la crisis financiera internacional (agosto 2008). Por otro lado, la tasa comercial registra una caída de 302 pbs en lo que va del año y 240 pbs respecto de agosto de 2008. Finalmente, las tasas de interés para el segmento hipotecario en soles y en dólares se han reducido 187pbs y 127pbs, respectivamente, entre enero y octubre del 2009, en línea con el menor rendimiento exigido a la deuda soberana, utilizada como referencia en la formación de estas tasas en soles, y con los recortes de las tasas internacionales. En otros segmentos crediticios en los que el riesgo es mayor y los niveles de morosidad han registrado incrementos más fuertes, como microcréditos y consumo, la transmisión de la política monetaria no ha sido muy clara.

Para el próximo año esperamos que las tasas de interés se mantengan estables o con una ligera tendencia a la baja. Esto se daría en un contexto de estabilización global, reducción del riesgo y recuperación de la actividad económica local. Entre los principales factores que incidirían en este comportamiento se encuentran:

- El Banco Central mantendría el nivel actual de la tasa de interés de referencia (1,25%) durante el primer semestre de 2010. A medida que la actividad económica muestre señales más claras de mejora, en particular el gasto privado, el Banco Central procederá a remover el estímulo monetario, pero de manera gradual, por lo que las tasas de interés no se verían muy presionadas en la segunda parte del año.
- La mayor competencia por el lado de la oferta crediticia y la debilidad de la demanda de financiamiento en un contexto de menor dinamismo de la actividad económica.
- Mayor competencia de la banca con el mercado de capitales.
- Los incentivos otorgados por el Gobierno para dinamizar el crecimiento del crédito, especialmente en segmentos como vivienda (a través de menores costos de fondeo y programas sociales) y microcrédito (reduciendo los encajes para fondos de inversión) imprimirían cierto sesgo a la baja en las tasas de interés.

Las tasas de interés locales en dólares dependerán de la evolución de los mercados externos. En particular, esperamos que la FED mantenga su tasa de política en el rango entre 0% y 0,25% durante el 2010 y que en un entorno de distensión en los mercados financieros globales, los rendimientos en el tramo largo de la curva en dólares permanezcan alrededor de los niveles actuales.

El crédito recuperaría su dinamismo durante 2010

Durante 2009 el crecimiento del crédito se ha visto afectado por la desaceleración de la actividad económica. La tasa de crecimiento interanual del crédito bancario se ha reducido de 35% en enero de 2009 a 7% en octubre del mismo año. El segmento de créditos comerciales en dólares es el que ha presentado la mayor desaceleración, afectado principalmente por la fuerte disminución del financiamiento para operaciones de comercio exterior en un contexto de menor demanda externa, y por menores colocaciones en dólares en sectores como manufactura y comercio. La recuperación del crédito dependerá de factores relacionados, principalmente, con la demanda. Los bajos niveles de las tasas de interés, especialmente en el segmento empresarial, así como la recuperación de la actividad económica, incentivaría el crecimiento de la demanda de crédito. Por el lado de la oferta, las condiciones crediticias han mejorado y las empresas no presentan problemas de acceso al financiamiento (según encuesta mensual realizada por el BCR). Además, incrementos en los niveles de empleo e ingresos, así como medidas adoptadas dentro del Plan de Estímulo Fiscal (menor costo de fondeo para vivienda, exoneración de pago de AFP en gratificaciones, liberación de CTS) continuarían incentivando el crecimiento de los créditos de consumo e hipotecarios en los próximos meses. En este último segmento la tendencia al alza ya se ha visto desde julio de 2009.

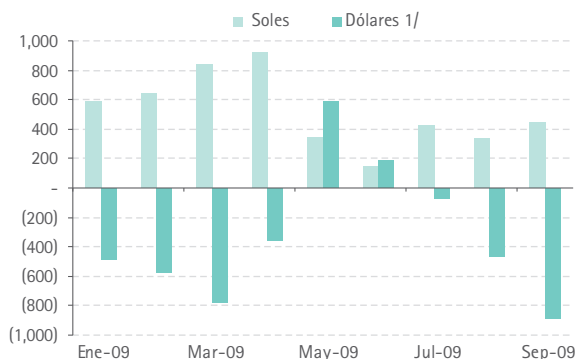
Recuperación de la actividad económica acortaría incrementos en los niveles de morosidad a partir del 4T09

En línea con lo esperado en un entorno de deterioro de la actividad económica, los niveles de morosidad del sistema bancario se incrementaron durante los primeros trimestres del 2009 aunque de manera moderada. Este incremento estuvo acompañado de elevados niveles de provisiones, que en promedio representaron 230% de la cartera atrasada total. Dado el rápido deterioro de la actividad económica, la Superintendencia de Banca desactivó el componente procíclico de las provisiones genéricas a partir de setiembre, reasignándose estas para la constitución de otras provisiones obligatorias. Hacia adelante, la recuperación de la economía, y con ello el incremento en los niveles de ingresos, así como las políticas de riesgos adoptadas por las entidades bancarias, reducirían el espacio para futuros incrementos de la morosidad, la cual se mantendría acotada alrededor de sus niveles actuales.

Emisiones de deuda corporativa se recuperan

En los 8 primeros meses del año, el mercado de capitales registró bajos volúmenes de actividad, debido a la incertidumbre asociada a la crisis financiera internacional y los mayores spreads exigidos. Sin embargo, desde setiembre esta situación ha comenzado a revertirse y se ha observado una recuperación de las emisiones de deuda corporativa, las que han registrado niveles similares a los del segundo trimestre del año pasado, con una demanda que, en promedio, duplicó a la oferta. Para los próximos meses, en un entorno de mejora económica y normalización de las condiciones financieras, esperamos que el mercado de capitales continúe recuperándose.

Flujos crediticios por moneda (Millones de S/.)



1/ Valorado al tipo de cambio de setiembre de 2009 (S/2.89 por dólar)

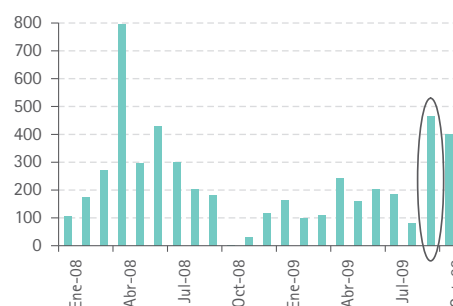
Fuente: SBS
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Morosidad del sistema bancario (%)



Fuente: SBS, Conasev
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Emisiones de deuda corporativa en soles (S/. millones)



Fuente: BVL
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Indicadores económicos básicos	2006	2007	2008	2009(p)	2010(p)
Actividad, promedio					
PBI Nominal (S/. miles de millones)	305.1	335.7	372.8	384.8	409.8
PIB Nominal (USD miles de millones)	93.3	107.5	127.7	127.4	140.6
PIB Real (variación %)	7.6	8.9	9.8	1.1	4.3
Precios, fin de periodo					
IPC (Var.% últ. 12 meses)	1.1	3.9	6.7	0.6	2.1
Sector Público					
Superávit/Déficit Fiscal (% del PBI)	2.1	3.1	2.1	-1.8	-1.1
Deuda pública total (% del PBI)	32.7	29.6	23.8	25.6	26.6
Deuda pública externa (% del PBI)	23.6	18.7	15.1	16.9	17.3
Sector Externo					
Exportaciones (USD miles de millones)	23.8	28.0	31.5	26.7	28.0
Importaciones (USD miles de millones)	14.9	19.6	28.4	22.8	25.0
Balanza Comercial (USD miles de millones)	8.9	8.4	3.1	3.9	3.0
Saldo Cuenta Corriente (% del PBI)	3.0	1.1	-3.3	-1.3	-2.0
Tipo de cambio nominal (S/. por USD, fin periodo)	3.20	3.00	3.11	2.90	2.95
Deuda externa (% del PBI)	31.0	30.8	27.1	-	-
Reservas internacionales netas (USD miles de millones)	17.3	27.7	31.1	32.4	32.6
Sector Financiero					
Tasa de interés de referencia (política monetaria)	4.50	5.00	6.50	1.25	2.00
Crecimiento de la cartera total del Sistema Bancario (promedio, nominal)	19.5	25.9	30.0	17.9	9.9
Crecimiento de los depósitos totales del Sistema Bancario (promedio, nominal)	14.5	18.1	30.5	16.8	12.6

1/ Considera los índices de los principales 20 socios comerciales

Contexto Internacional

Materias Primas (Fin de periodo)							
	2008	2009	2010		2008	2009	2009
Brent (USD/barril)	45.6	60.6	68.3	Soya (USD/.t.)	343	368	339
Cobre (USD/t)	3070	5732	3969	Maíz (USD/.t.)	144	130	136
				Trigo (USD/.t.)	216	168	160

PBI Real (%)				Inflación (% fin de año)*				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	2.1	0.4	-2.5	1.5	2.9	3.8	-0.7	1.1
UEM	2.7	0.6	-3.8	0.2	2.1	3.3	0.3	0.8
Japón	2.3	-0.7	-5.3	1.1	0.5	1.0	-1.5	-0.3
China	13.0	9.0	8.3	9.3	4.8	5.9	-1.1	1.2

América Latina								
Argentina	8.7	5.7	-2.5	2.6	8.5	7.2	7.5	10.0
Brasil	5.7	5.1	0.0	4.7	4.5	5.9	4.2	4.6
Chile	4.7	3.2	-1.2	4.1	7.8	7.1	-0.7	2.5
Colombia	7.5	2.4	0.1	2.4	5.7	7.7	2.4	3.8
México	3.3	1.4	-7.2	3.1	3.8	6.5	4.0	5.2
Perú	8.9	9.8	1.1	4.3	3.9	6.7	0.6	2.1
Venezuela	8.4	4.9	-2.1	-0.5	18.7	31.3	29.3	35.1
LATAM ¹	5.7	4.0	-2.6	3.5	5.8	8.1	5.6	7.1
LATAM Ex-México	6.7	4.9	-0.6	3.6	6.7	8.6	6.0	7.7

*Inflación USA y UEM: Promedio del periodo

Saldo sector público (% del PIB)				Saldo cuenta corriente (% del PIB)				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	-1.2	-3.2	-9.9	-9.5	-5.2	-4.9	-2.6	-2.0
UEM	-0.6	-2.0	-6.6	-7.2	0.1	-1.1	-0.8	-0.3
Japón	-0.4	-0.5	-0.9	-1.0	-4.9	3.2	2.1	2.1
China	0.7	-0.4	-3.8	-4.4	11.0	9.8	5.3	4.7

América Latina								
Argentina ²	1.1	1.4	-2.0	-0.4	2.9	2.2	2.8	2.5
Brasil	-2.8	-2.0	-3.5	-2.6	0.1	-1.8	-1.0	-2.2
Chile ²	9.9	4.9	-3.9	-1.9	4.4	-2.0	2.7	1.9
Colombia	-2.7	-2.3	-4.2	-4.5	-2.8	-2.8	-2.4	-1.6
México	-1.1	-2.1	-3.0	-3.7	-0.8	-1.4	-1.0	-1.5
Perú	3.1	2.1	-1.8	-1.1	1.1	-3.3	-1.3	-2.0
Venezuela ²	4.5	-0.2	-4.6	-6.3	9.0	13.1	1.4	2.5
LATAM ¹	-0.6	-1.1	-3.3	-3.0	0.8	-0.4	-0.4	-1.0
LATAM Ex-México	-0.1	-0.5	-3.4	-2.7	1.4	-0.1	-0.1	-0.6

¹ Media de los 7 países mencionados; ² Gobierno Central.

Tipo de cambio (frente \$, fin de periodo)				Tasa Oficial (% fin de periodo)				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.					4.3	0.5	0.10	0.10
UEM (\$/€)	1.5	1.3	1.4	1.3	4.00	2.50	1.00	1.00
Japón (yenes/\$)	113.0	96.1	98.0	100.9				
China (cny/\$)	7.6	7.0	6.8	6.8	7.47	5.31	5.31	6.12

América Latina								
Argentina	3.1	3.4	3.9	4.3	13.52	19.08	13.50	14.03
Brasil	1.8	2.3	1.70	1.62	11.25	13.75	8.75	10.25
Chile	499	649	560	564	6.00	8.25	0.50	3.00
Colombia	2015	2244	2020	2070	9.50	9.50	4.00	4.75
México	10.9	13.0	13.2	12.7	7.50	8.25	4.50	4.50
Perú	2.98	3.11	2.90	2.95	5.00	6.50	1.25	2.00
Venezuela	2.2	2.2	2.2	2.2	11.40	16.20	15.20	13.80



Interesados dirigirse a:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

Av. República de Panamá 3055, Piso 17 San Isidro, T: 211-2015

www.bbvacontinental.com

Servicio de Estudios Económicos Grupo BBVA

Director y Economista Jefe BBVA

José Luis Escrivá

Economistas Jefe

Norteamérica: Jorge Sicilia

México: Adolfo Albo

Análisis Macro México: Julián Cubero

Estados Unidos: Nathaniel Karp

España y Europa: Rafael Doménech

Europa: Miguel Jiménez

España: Miguel Cardoso

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero

Análisis Economías Emergentes: Sonsoles Castillo

Sudamérica: Joaquín Vial

Argentina : Gloria Sorensen

Chile: Alejandro Puente

Colombia: Juana Téllez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Oswaldo López

Asia exc. China: Ya-Lan Liu

Escenarios Económicos y Financieros: Mayte Ledo

Análisis Sectorial: Ana Rubio

Escenarios Financieros: Daniel Navia

Análisis Cuantitativo: Giovanni di Placido

Tendencias Globales: David Tuesta

Otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos de BBVA y ha sido elaborado con datos que consideramos confiables; sin embargo, no pretende ser ninguna recomendación de compra o venta de instrumentos financieros.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA Bancomer sobre su exactitud, integridad o corrección.