

# Situación Perú

Cuarto Trimestre 2010

## Análisis Económico

- Intensidad de la recuperación del gasto privado, en particular la inversión, anticipa una expansión del producto en 2010 mayor a la prevista. En este contexto, se ha ajustado al alza la previsión de crecimiento para el año, de 6,8% a 8,5%.
- Impulsos transitorios provenientes del estímulo fiscal y de la reposición de inventarios se irán diluyendo, de manera que la expansión de la actividad en 2011 y en el medio plazo se apoyará principalmente en el gasto de inversión y consumo privados, convergiendo a un ritmo de 6% anual (cerca a su potencial). Esta evolución es coherente con aumentos moderados del déficit en cuenta corriente, financiados por inversión extranjera directa.
- Sorpresas positivas en la inflación han permitido que el Banco Central pause en el retiro del estímulo monetario, dejando su tipo de referencia en 3%, lo que disminuye la presión sobre el tipo de cambio. El Banco Central ha intervenido agresivamente para evitar una apreciación mayor de la moneda doméstica, incluyendo el uso de encajes que restringen la aceleración del crédito.
- La restricción monetaria se reanuda en el primer trimestre de 2011 y sería gradual debido a la moderación de la actividad y a que parte del ajuste requerido ya se ha venido realizando con el aumento de los encajes.
- A seis meses de las elecciones presidenciales, las preferencias electorales continúan favoreciendo la continuidad del modelo económico vigente. Como es usual, sin embargo, el ruido político se incrementaría conforme se aproxime la fecha de las elecciones, eventualmente imprimiéndole una mayor volatilidad transitoria a las variables financieras.

# Índice

1. Perspectivas globales: lento el norte, rápido el sur .....	3
2. Perú: demanda interna impulsa crecimiento .....	6
3. Ajuste monetario en un contexto de influjo de capitales .....	9
4. Leve moderación del crédito desde 2011 .....	11
5. Preferencias electorales continúan favoreciendo la continuidad .....	12
6. Economía en buen pie en caso de un deterioro de condiciones globales .....	12
7. Tablas .....	13

**Fecha de cierre: 5 de noviembre de 2010**

# 1. Perspectivas globales: lento el norte, rápido el sur

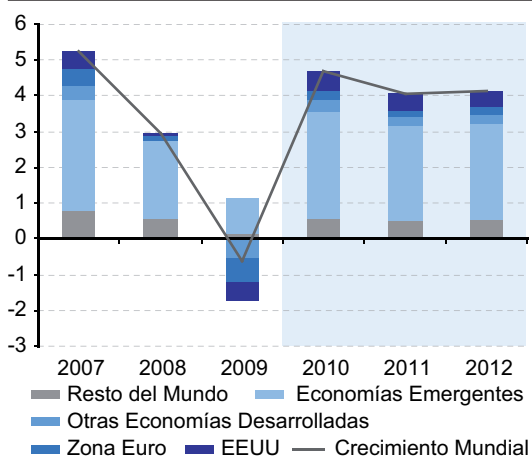
## La economía global sigue creciendo con fuerza, fundamentalmente en los países emergentes, mientras que las preocupaciones cíclicas y financieras predominan entre las economías avanzadas

El crecimiento mundial sigue siendo fuerte y se espera que alcance el 4,7% en 2010 y el 4,1% en 2011 (Gráfico 1), permaneciendo prácticamente sin cambios con respecto a nuestras perspectivas de hace tres meses. Este buen comportamiento se debe fundamentalmente a la solidez de las economías emergentes, que se han visto menos afectadas por la crisis financiera y por tanto se han recuperado con mayor rapidez. Por el contrario, las renovadas preocupaciones por el ciclo en Estados Unidos se han unido a las preocupaciones financieras que siguen predominando en Europa, en donde los ajustes macroeconómicos y financieros aún siguen pendientes. En este sentido, las perspectivas para los próximos dos años siguen poniendo de manifiesto importantes brechas entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes (Gráfico 2), incluso aunque estas últimas estén iniciando una ralentización controlada que disminuirá el riesgo de recalentamiento de sus economías.

Sin embargo, existen importantes diferencias en materia de políticas dentro de cada uno de estos grupos. En Estados Unidos está previsto que se intensifique la expansión monetaria en términos relativos con respecto a Europa (y a la mayoría del resto de países), lo que ha generado ya una depreciación del dólar frente al euro y complicado un poco más la recuperación en Europa. En las economías emergentes, continúa existiendo una fuerte asimetría entre las políticas cambiarias entre Asia y Latinoamérica, lo cual obliga a los países latinoamericanos a soportar (junto con el euro) una parte desproporcionada de la apreciación del tipo de cambio derivado de la renovada relajación de la política monetaria en Estados Unidos.

Gráfico 1

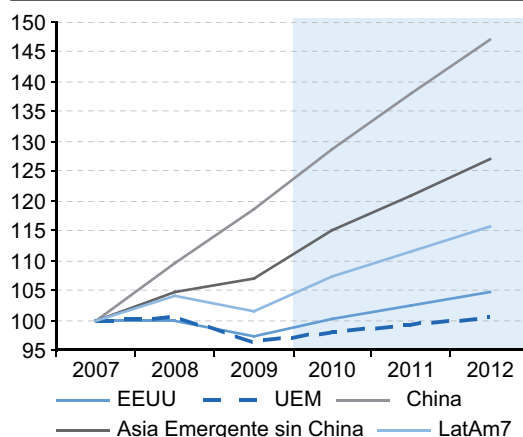
### Crecimiento del PIB global y contribuciones



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

### Nivel del PIB: 2007=100



Fuente: BBVA Research y Datastream

## El crecimiento en Estados Unidos mantendrá su debilidad debido al proceso continuado de desapalancamiento de los hogares, si bien es muy improbable que se produzca una recaída en la recesión

En el último trimestre, la existencia de indicadores de actividad económica relativamente débiles en Estados Unidos ha planteado la posibilidad de una recaída en una nueva fase de recesión. La debilidad observada en algunos sectores clave que se habían beneficiado directamente del apoyo fiscal proporcionado a través de incentivos para la compra (vivienda y bienes duraderos) constituye una señal importante de que la demanda privada en Estados Unidos no puede recuperarse a un ritmo rápido. Y esto no es sino el resultado del proceso de desapalancamiento que actualmente están llevando a cabo los hogares, así como de la debilidad del mercado laboral. Ello seguirá favoreciendo la existencia de unos niveles de ahorro superiores a los observados desde la segunda mitad de la década de los 90. Si bien esta tendencia se sitúa en la dirección correcta para reequilibrar el modelo de crecimiento de Estados Unidos, también aumenta las preocupaciones cíclicas dado que el consumo (uno de los pilares de la recuperación en las anteriores recesiones) se mantendrá en niveles débiles y se verá compensado sólo de manera parcial por un aumento de la inversión en equipo por parte de las empresas.

Las recientes preocupaciones sobre la situación del sector de la vivienda en EE.UU. son excesivas y la posibilidad de que se produzca una recaída en los precios de los inmuebles es muy escasa. Es evidente que siguen existiendo elementos preocupantes, como el aumento de las existencias en el mercado de la vivienda y un posible incremento de la oferta de vivienda resultante de las nuevas ejecuciones hipotecarias (bien sean consecuencia del aumento de la morosidad o porque los propietarios desistan en los pagos ante un valor de las hipotecas superior al valor de la vivienda –negative equity-). Pero también existen elementos de soporte favorables, como los enormes avances en la accesibilidad de la vivienda desde que comenzara la crisis y las tendencias demográficas, que deberían contribuir a impulsar la demanda en el futuro. Por tanto, el escenario de nuevas caídas en los precios es altamente improbable –y, en cualquier caso, el sistema bancario debería ser capaz de asumir una caída moderada–, si bien es más probable que nos encontremos con un periodo relativamente estable de los precios de la vivienda, mientras se vayan reabsorbiendo finalmente los excesos anteriores.

En definitiva, los lastres existentes sobre el consumo y la baja probabilidad de que se produzcan nuevos estímulos fiscales –teniendo en cuenta las dimensiones actuales del déficit y especialmente si se produce un cambio en el equilibrio de poderes tras las elecciones al Congreso de noviembre – implican una salida de la crisis para Estados Unidos a un ritmo mucho menor al experimentado en ciclos anteriores (Gráfico 3), en línea con nuestras previsiones desde hace tiempo. Pero la posibilidad de que se produzca una recaída en una nueva fase de recesión en Estados Unidos es altamente improbable. En cualquier caso, la falta de solidez de la demanda interna inducirá a Estados Unidos a ejercer una presión cada vez mayor sobre el resto del mundo (especialmente sobre los países con superávit por cuenta corriente) para aumentar su demanda y contribuir al necesario reequilibrio global. La renovada expansión monetaria de Estados Unidos puede interpretarse en este contexto como una fórmula para inducir parte de este ajuste sobre el resto del mundo.

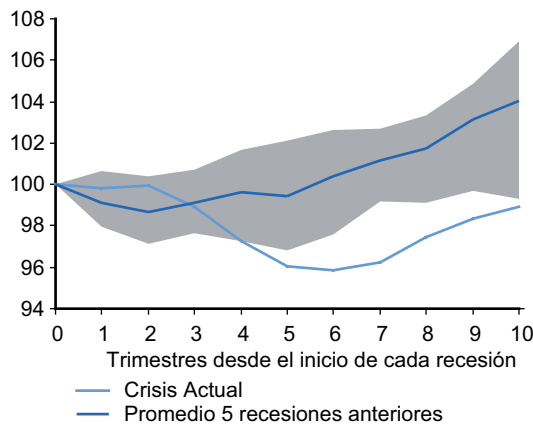
**Las tensiones financieras en Europa siguen siendo la principal fuente de preocupación, si bien el riesgo sistémico es menor que en la primera mitad del año. La consolidación fiscal sigue siendo fundamental para sostener la confianza y no tendrá un impacto negativo significativo sobre el crecimiento más allá del corto plazo**

Tras los decisivos avances experimentados en materia de consolidación fiscal, las medidas adoptadas para apoyar a los gobiernos con mayores dificultades y, sobre todo, tras las pruebas de resistencia del sector financiero, se ha producido un cambio cualitativo en la dinámica experimentada por la crisis en Europa. Por un lado, aún a pesar de que los diferenciales medios de deuda soberana se hayan mantenido relativamente estables, los mercados han comenzado a diferenciar entre los distintos activos soberanos, reduciendo así el riesgo de que se produzca un acontecimiento sistémico. Asimismo, los mercados financieros han comenzado a abrirse –si bien de manera selectiva– y las nuevas emisiones de deuda son una señal evidente de la relajación de las tensiones.

A pesar de todo ello, la tensión de los mercados financieros en Europa sigue siendo la principal fuente de riesgo de la región (Gráfico 4), especialmente debido a la relación existente entre las preocupaciones por la deuda soberana y los riesgos del sector financiero, teniendo en cuenta su exposición nacional e internacional. Asimismo, el reciente fortalecimiento del euro constituye un reto cíclico añadido, dado que las economías que han experimentado un mejor comportamiento se han visto respaldadas por la demanda externa. Esto implica que sea aún más importante abordar con decisión a corto plazo las fuentes de vulnerabilidad macroeconómica de la región, es decir, la sostenibilidad fiscal y los desequilibrios externos, evitando además mayores retrasos en la reestructuración de la parte más débil de los sistemas bancarios. La clave es seguir restableciendo la confianza para reducir las tensiones en los mercados y restituir la solidez y autonomía de la demanda del sector privado. Asimismo, para poder sostener el crecimiento a largo plazo, será fundamental llevar a cabo una serie de reformas estructurales e institucionales que son muy necesarias, estando estas últimas especialmente orientadas a evitar y resolver futuros desequilibrios fiscales.

Gráfico 3

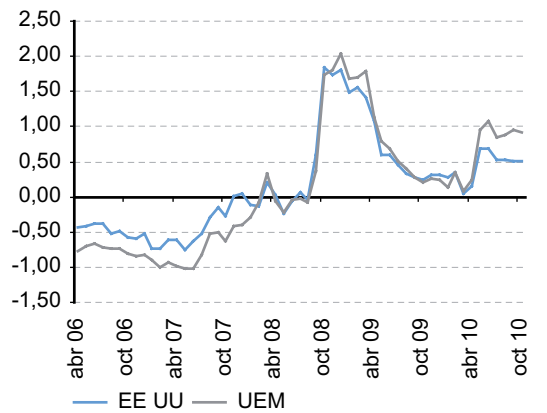
**PIB en EE. UU.: ciclo actual vs. recesiones anteriores\*. Inicio de cada recesión=100**



\* Zona sombreada: rango de PIB durante las últimas 5 recesiones  
Fuente: BBVA Research y NBER

Gráfico 4

**Índice de tensiones financieras**



Fuente: BBVA Research

**La política monetaria de las economías avanzadas será laxa durante mucho tiempo, añadiendo presión sobre los tipos de cambio en todo el mundo**

Las perspectivas de crecimiento muy bajo y de unas débiles presiones inflacionistas en las economías avanzadas se traducirán en unos bajos tipos de interés durante un periodo prolongado de tiempo en las tres principales economías avanzadas (Estados Unidos, Europa y Japón). Sin embargo, en un contexto marcado por unas renovadas preocupaciones cíclicas y por el escaso espacio para estímulos fiscales adicionales, la atención de los mercados se centra en la nueva ronda de medidas no convencionales de expansión monetaria (habitualmente conocidas por su denominación en inglés como Quantitative Easing 2, o QE2). Las expectativas de este nuevo aumento de la liquidez han reducido el tipo de cambio del dólar de forma generalizada, incluso en relación con el euro. De cara al futuro, dado que la mayor parte de las medidas de expansión monetaria ya han sido descontadas por los mercados, los tipos de cambio deberían empezar a moverse en mayor medida con arreglo a los fundamentales a largo plazo, lo cual significa un fortalecimiento del dólar con respecto al euro como resultado de sus mejores perspectivas de crecimiento y de una mayor entrada de flujos de inversión. Al mismo tiempo, se seguirán manteniendo las presiones alcistas sobre los tipos de cambio de las economías emergentes debido al aumento de la liquidez global, a la mayor solidez de sus fundamentos económicos y a los diferenciales positivos de rentabilidad que favorecen las nuevas entradas de flujos de capital.

**Los mercados emergentes se enfrentan a dilemas cada vez mayores en materia de políticas derivadas del sólido crecimiento experimentado, de la abundante liquidez mundial y de las intervenciones competitivas en los tipos de cambios**

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza y Asia se mantiene a la cabeza de la recuperación mundial. Tanto en Asia como en Latinoamérica, la demanda interna privada está sustituyendo a los estímulos inducidos por las políticas adoptadas como fuente principal de la recuperación. En adelante, el crecimiento se ralentizará en Asia a medida que los países traten de controlar el crecimiento crediticio interno, reduciendo así el riesgo de recalentamiento de la economía. Pero la región seguirá siendo el principal contribuyente al crecimiento mundial.

Tanto Asia como Latinoamérica se enfrentan a unos dilemas cada vez mayores en materia de política monetaria y cambiaria, al debatirse entre enfriar la fuerte demanda interna y evitar así las fuertes entradas de capital y mantener su competitividad con respecto a los mercados extranjeros. Algunos países han empezado a introducir medidas administrativas para desalentar la fuerte entrada de flujos de capital mientras que otros países han retrasado la prevista senda de endurecimiento de su política monetaria.

Teniendo en cuenta la falta de flexibilidad de los tipos de cambio en Asia (y en China en particular), Latinoamérica se enfrenta a tener que asumir una parte desproporcionada del ajuste, hasta el punto de que las futuras apreciaciones en los tipos de cambio comenzarán a constituir un problema para el crecimiento. Por tanto, muchos países de la región están considerando nuevas intervenciones en los mercados cambiarios si bien la experiencia demuestra que su efectividad es bastante limitada, contribuyendo fundamentalmente a ralentizar el aumento de los tipos de cambio, pero no a evitarlo. Con todo, existe el riesgo de que el aumento de la intervención en los mercados de divisas termine por provocar represalias comerciales. Esto pone de manifiesto la importancia de aplicar una mayor flexibilidad en materia de tipos de cambio en Asia, con vistas a proporcionar un mayor margen de actuación en materia de políticas al resto del mundo.

## 2. Perú: demanda interna impulsa crecimiento

**En 2010, el crecimiento se ubicará en 8,5% por la fuerte recuperación del gasto privado y el impulso del estímulo fiscal y del proceso de reposición de inventarios**

A pesar del entorno de incertidumbre por el lado externo, en lo que va del año la economía peruana ha mostrado un fuerte rebote cíclico. Este proceso se explica por la intensidad con la que se ha recuperado el gasto del sector privado, en particular la inversión bruta fija, de manera consistente con los máximos que vienen registrando los indicadores de confianza empresarial y la reanudación e inicio de proyectos en diversos sectores, especialmente en minería, infraestructura e industria (actividades que concentran más del 60% de proyectos en cartera). Asimismo, el consumo privado viene mostrando un mayor dinamismo desde inicios del segundo semestre debido a la aceleración del empleo y a la mejora de las expectativas de las familias sobre su situación económica, las que se ubican en zona de optimismo desde junio.

Además, dos factores han dado un impulso adicional al crecimiento de 2010. El primero es el mayor gasto público asociado al Plan de Estímulo Económico (PEE), lanzado por el gobierno a inicios de 2009 y diseñado para implementarse en dos años. En particular, cabe mencionar que la inversión pública registró una aceleración importante en la primera parte del año, como resultado de la continuación de proyectos de inversión en infraestructura vial y la mejora del sistema de transporte urbano en la capital. El segundo factor ha sido el proceso de recomposición de inventarios, el que esperamos se acentuará en lo que resta del año, dada la magnitud del ajuste que experimentó esta variable el año pasado, la solidez de la demanda interna y el entorno de expectativas empresariales favorables que se viene observando.

La contribución a la tasa de crecimiento de estos factores en los tres primeros trimestres del año ha sido mayor a la esperada, por lo que nuestra previsión de expansión del PIB para 2010 se ha revisado al alza, de 6,8% (julio) a 8,5% (octubre). Con esta proyección, estimamos que la brecha del producto se cerrará hacia finales de este año.

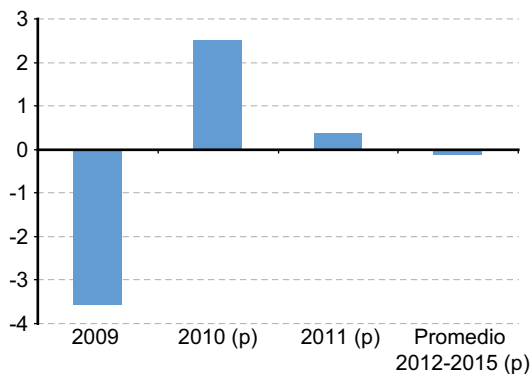
**En los próximos años, el crecimiento se sustentará en la demanda interna**

En 2011, los componentes que han impulsado transitoriamente la actividad durante el año en curso irán diluyéndose. Así, el gasto público se desacelerará debido a la finalización de los principales proyectos de infraestructura priorizados en el PEE (lo que deberá ocurrir durante el primer semestre) y a la inercia que se observará temporalmente ante el cambio de autoridades regionales y locales luego de las elecciones de octubre pasado (enero de 2011). Asimismo, esperamos que durante la primera mitad de 2011 los inventarios terminen de alcanzar su nivel deseado, con lo que su contribución al crecimiento será básicamente neutral en ese año (Gráfico 5).

En este contexto, la actividad mostrará una moderación gradual durante el próximo año, con lo que el crecimiento del PIB convergerá a un ritmo sostenible (alrededor de 6,0%), que se mantendrá en el horizonte de proyección (Gráfico 6). Cabe señalar que en un entorno de lento crecimiento de las principales economías del mundo, la demanda interna será el principal impulsor del crecimiento de la economía peruana.

Gráfico 5

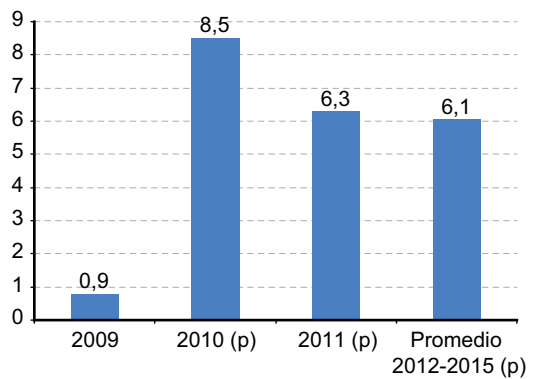
**Contribución de la  
variación de existencias al PIB (pp)**



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 6

**PIB (Var. %)**



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

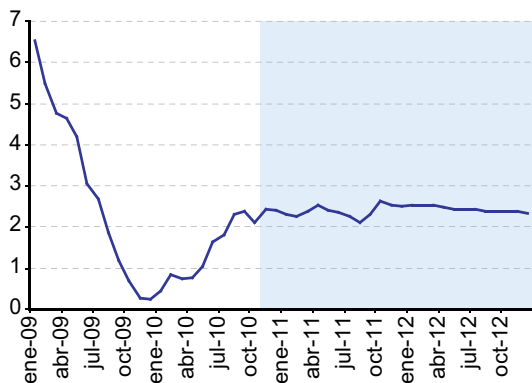
**Presiones inflacionarias permanecen acotadas**

A pesar de la fuerte expansión de la actividad, las presiones inflacionarias se han mantenido contenidas: a octubre, en términos interanuales la inflación total y la subyacente se ubicaron en 2,1%, cerca del nivel meta del Banco Central (2,0%, +/-1pp). Adicionalmente, en los dos últimos meses se ha producido una reversión más acentuada de los incrementos que se observaron en los precios de algunos alimentos no transables durante la primera mitad del año, induciendo un descenso en la tendencia inflacionaria. En este contexto, hemos revisado a la baja nuestra previsión de inflación para el presente año, de 2,9% a 2,4% (Gráfico 7).

Para los siguientes meses, la gradual disminución del crecimiento económico hacia su ritmo potencial reduce los riesgos de presiones de demanda sobre los precios (Gráfico 8). Asimismo, la apreciación de la moneda local (PEN) limitará los incrementos en los precios de los bienes importados (finales e intermedios). Por el contrario, un factor de riesgo al alza serían los impactos locales de las mayores cotizaciones internacionales de insumos alimenticios, incrementos que podrían trasladarse al consumidor final en el entorno de dinamismo de la actividad. En el balance estimamos que las presiones inflacionarias permanecerán al interior del rango meta del Banco Central durante 2011.

Gráfico 7

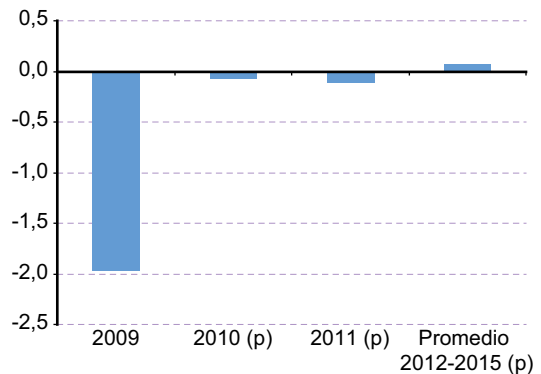
**Inflación (Var. % interanual)**



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 8

**Brecha del producto (% PIB Potencial)**



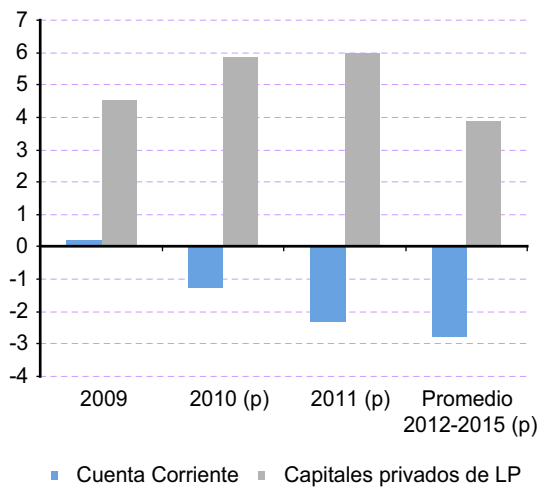
Fuente: BBVA Research Perú

**Cuentas externas y fiscales lucen saludables en los próximos años**

Por el lado externo, en los próximos años se esperan déficit en cuenta corriente moderados, ligeramente superiores a 2% del producto (Gráfico 9). Estos serán financiados por capitales externos de largo plazo ascendentes en promedio a 4% del PIB, principalmente IED referida al inicio de operaciones de proyectos mineros que elevarán sustancialmente la capacidad de producción, principalmente de cobre, del país (Tabla 1).

Gráfico 9

**Cuenta corriente y capitales de largo plazo privados (% del PIB)**



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Tabla 1

**Principales proyectos de inversión que iniciarán operación en 2011-2014\***

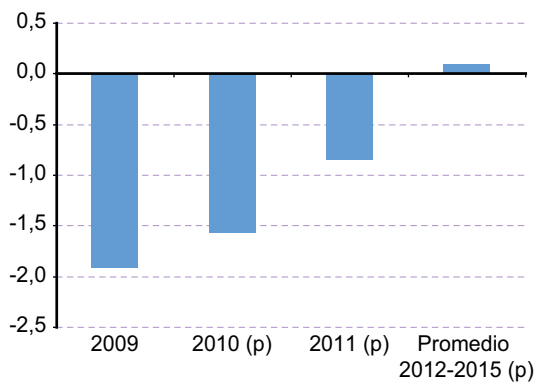
Proyecto	Inversión cobre (anual, en Mill. USD)	Incremento potencial de la producción de cobre (anual, en miles de TM)
Las Bambas	4.200	250
Quellaveco	3.000	225
Toromocho	2.200	275
Antapaccay	1.500	150
Río Blanco	1.440	190
Antamina (ampliación)	1.100	175
Cerro Verde (ampl.)	1.000	n.d.
Tía María	950	120
<b>TOTAL</b>	<b>15.390</b>	<b>1.385</b>

\* Memo: Producción de cobre 2009 (Miles TM): 1.275  
Fuente: BBVA Research Perú

Finalmente, para el medio plazo esperamos una mejora gradual de las cuentas fiscales por la recuperación de los ingresos tributarios y la finalización de los estímulos fiscales, lo que se reflejará en déficit ligeramente negativos, pudiendo incluso registrarse superávits fiscales hacia el final del horizonte de proyección (Gráfico 10). En este contexto, el ratio de deuda pública sobre PIB será declinante, y estimamos que pasará de 26,6% en 2009 a 16,3% en 2015 (Gráfico 11). Ello favorecerá eventuales mejoras en la calificación crediticia del país.

Gráfico 10

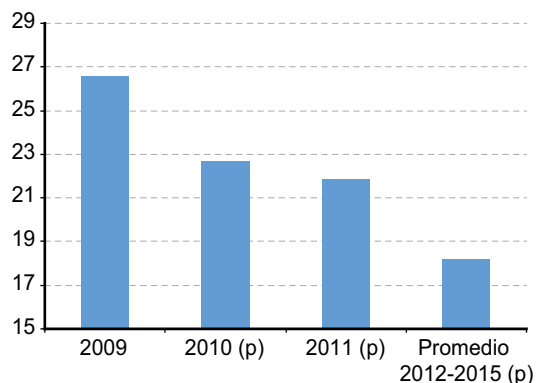
**Resultado Fiscal (% del PIB)**



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 11

**Deuda pública bruta (% del PIB)**



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

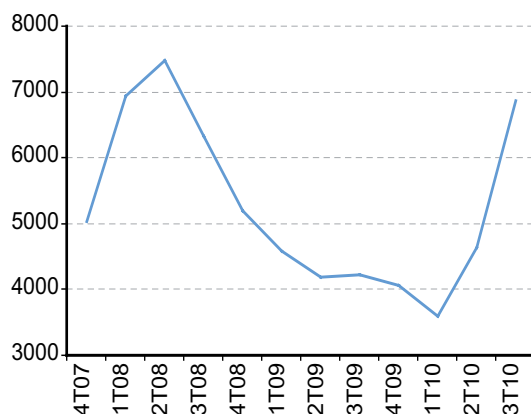


### 3. Ajuste monetario en un contexto de influjo de capitales

El mayor dinamismo del gasto privado ha llevado a que el ritmo de expansión de la actividad supere a la tasa estimada de crecimiento potencial, alimentando la expectativa de ajustes acentuados de la tasa de interés de referencia de la política monetaria. Como resultado, se ampliaría la brecha entre los rendimientos en moneda local (PEN) y las tasas de interés internacionales. Ello ha incentivado un mayor ingreso de capitales de corto plazo y la intensificación de presiones hacia una rápida apreciación del PEN –presiones que por otro lado también recogen los elevados precios de las materias primas y los flujos de IED-, proceso que se agudizó ante la posibilidad de que la Reserva Federal de Estados Unidos implemente desde noviembre una segunda ronda de medidas no convencionales de expansión monetaria. En este contexto, se ha observado un fuerte incremento de las tenencias de bonos soberanos (denominados en moneda doméstica) por parte de inversionistas no residentes (Gráfico 12) y de las compras forward de moneda extranjera que realiza la banca (Gráfico 13). A través de estos dos vehículos se registraron presiones sobre el tipo de cambio por USD 2,7 mil millones en el tercer trimestre (equivalente a la mitad de las intervenciones cambiarias que realizó el Banco Central en el mismo período), a lo que se añade la desdolarización de depósitos por cerca de USD 0,9 mil millones. Cabe señalar que en la primera mitad de 2010 los flujos de capitales privados de corto plazo ascendieron a USD 1,1 mil millones, equivalente a un tercio de los de largo plazo.

Gráfico 12

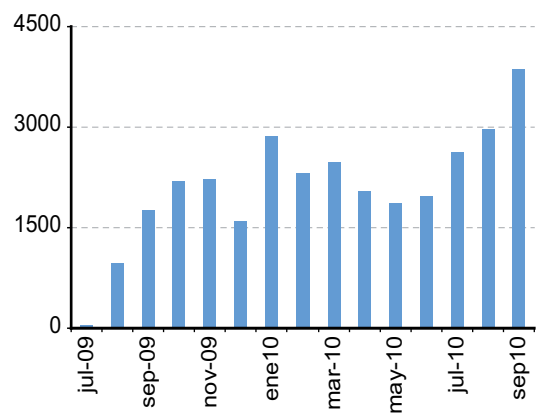
**Bonos del tesoro: tenencias de inversionistas no residentes (PEN Mln.)**



Fuente: MEF

Gráfico 13

**Mercado cambiario: saldo neto de compras forward sin entrega realizadas por la banca (USD Mln.)**



Fuente: BCRP

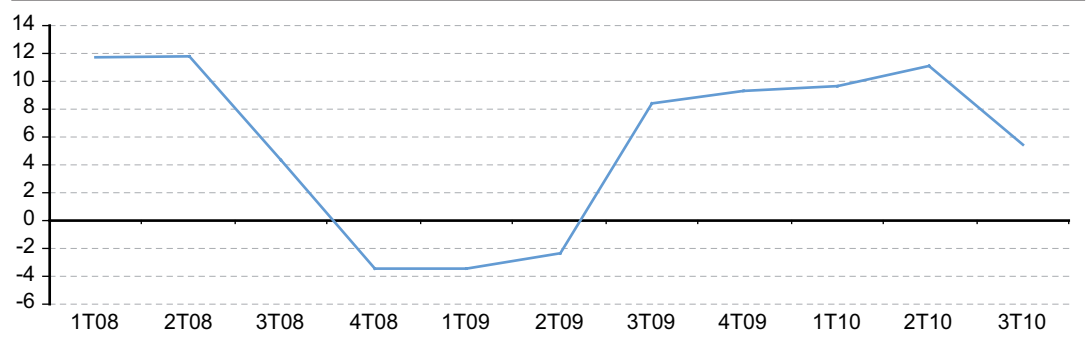
El fuerte influjo de capitales de corto plazo y la rápida apreciación de la moneda local conllevan riesgos. El primero puede derivar en un crecimiento desordenado de la liquidez y del crédito, generando burbujas en los precios de algunos activos. Un acelerado fortalecimiento del PEN, por su parte, podría ser difícil de absorber para el sector transable de la economía. Y a esto se añade que la confluencia de ambos factores (influjo de capitales y apreciación de la moneda local) incentiva la expansión del crédito en moneda extranjera, descalzando los balances de los agentes económicos, de manera que una eventual reversión de los flujos de capitales y depreciación de la moneda local dañaría su capacidad de pago y amplificaría el ciclo.

Las autoridades han venido respondiendo para contener estos riesgos. El Banco Central en particular ha elevado encajes buscando desincentivar la toma de créditos de corto plazo en el exterior por parte de la banca (influjo de capitales) y las posiciones largas a favor del PEN en el mercado cambiario forward. Asimismo, ha moderado el fortalecimiento de la moneda local a través de sus intervenciones en el mercado cambiario, compras que en lo que va del año suman cerca de USD 9 mil millones, equivalente a 6% del PIB, con un costo de esterilización estimado en USD 120 millones (alrededor de 0,3% de los activos del BCR y más de 8% de su patrimonio). Hacia adelante, este costo podría incrementarse tomando en cuenta que los instrumentos de esterilización monetaria (certificados de depósito y depósitos a plazo realizados por la banca o por el sector público) generará un egreso por intereses superior a 3%, mientras que el rendimiento de las reservas internacionales será probablemente menor (la tasa de interés de un bono del Tesoro de Estados Unidos a diez años se ubica actualmente en 2,50%, por ejemplo).

En el balance prevemos que la tasa de interés de referencia se mantendrá por el momento en 3,0%. Esta pausa responde a dos factores. En primer lugar, las lecturas más recientes sobre la evolución de la actividad y los precios le otorgan cierto espacio para concentrar esfuerzos en la moderación de los flujos de capitales. Así, aunque en términos interanuales la expansión del producto sigue siendo elevada (estimada en alrededor de 9% en 3T10), el análisis intertrimestral desestacionalizado arroja por el contrario una evolución algo más benigna (Gráfico 14): luego de registrar una tendencia ascendente hasta el segundo trimestre del año (cuando alcanzó niveles superiores a 10%), en el tercer trimestre el ritmo de crecimiento se moderó a cerca de 6%, más en línea con el potencial, de modo que el riesgo de sobrecalentamiento disminuye en el corto plazo. En el mismo sentido, la inflación que excluye alimentos y combustibles se mantiene relativamente acotada alrededor de 1,1%, mientras que la total se ha moderado en los dos últimos meses y actualmente se sitúa en torno a 2,1%. En segundo lugar, es importante recordar que los incrementos de la tasa de interés de referencia se han venido acompañando con elevaciones de encajes, tanto en moneda doméstica como extranjera, de manera que el esfuerzo requerido con el instrumento convencional ha disminuido.

Gráfico 14

**PIB (Var. % intertrimestral, anualizado)**

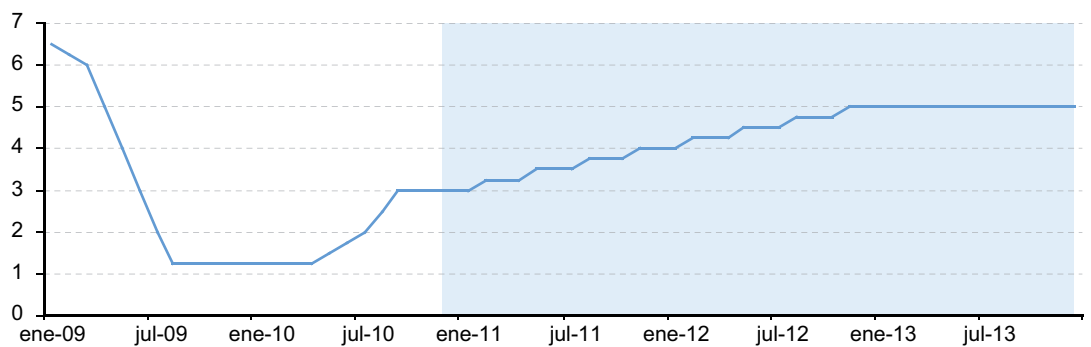


Fuente: BBVA Research Perú

Prevedemos también que el ritmo de normalización de la posición monetaria vía incrementos de la tasa de interés de referencia en 2011 será gradual, llevándose a 4% a fines de ese año (Gráfico 15), y que los encajes permanecerán elevados o, de ser necesario, podrían incluso incrementarse algo más.

Gráfico 15

**Tasa de interés de referencia (%)**



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Finalmente, el Banco Central y las autoridades económicas en general continuarán coordinando medidas macroprudenciales que busquen desincentivar los flujos de capitales y atenuar las presiones hacia un fortalecimiento muy rápido del PEN. Los vehículos a través de los cuales se podrían observar mayores flujos y presiones serían básicamente tres: el mercado cambiario forward, la toma de créditos directos en el exterior por parte del sector corporativo no financiero, y adquisiciones de bonos del Tesoro por parte de inversionistas no residentes. En el primer caso, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) pronto establecería un tope al saldo neto de operaciones con derivados que la banca realiza, y reduciría el límite a la posición sobrecomprada de moneda extranjera de las entidades

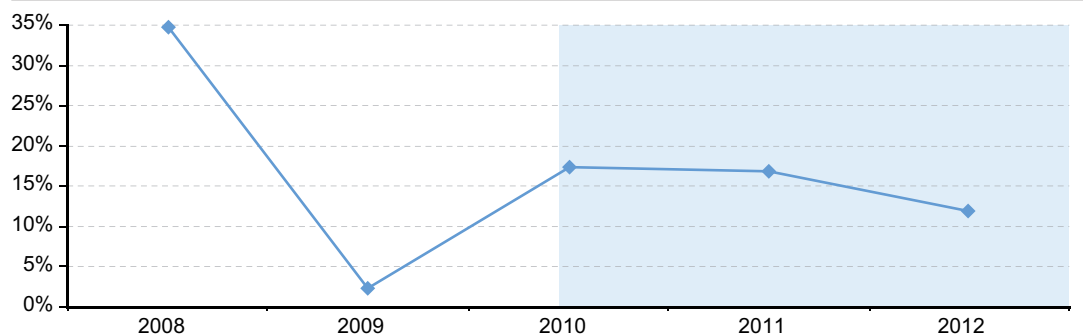
financieras. En el segundo caso, se podría apuntar a encarecer los avales que bancos peruanos otorgan al sector corporativo no financiero cuando este opta por financiarse en el exterior a través de créditos directos. Cabe mencionar que esta modalidad de financiamiento se ha tornado atractiva debido a que los mayores encajes en dólares han elevado las tasas de interés locales en esa moneda. Por último, no se puede descartar que en una situación extrema el Gobierno pueda implementar algún impuesto a la adquisición de activos domésticos por parte de inversionistas no residentes.

## 4. Leve moderación del crédito desde 2011

A partir de 2011 las colocaciones bancarias continuarían mostrando tasas de crecimiento interanual de dos dígitos, aunque con una ligera tendencia a la baja con respecto a las observadas al cierre de 2010, cuando la fuerte recuperación del crédito lo llevó a crecer a un ritmo superior a 17%. El menor dinamismo esperado para el crédito a partir de 2011 se explicaría principalmente por dos factores: (i) en primer lugar, la moderación esperada de la demanda interna en los próximos años reduciría las necesidades de financiamiento de las empresas y familias; y (ii) en segundo lugar, una política monetaria más neutral que se trasladaría a mayores tasas de interés activas ofrecidas por los bancos. Sobre este último punto es importante mencionar que los incrementos de la tasa de encaje mínimo legal en el periodo junio-octubre de 2010 (en el cual pasó de 6,0% a 9,0%) equivaldrían a un aumento acumulado de 75 puntos básicos en la tasa de interés activa de los bancos para mantener el margen financiero; adicionalmente, los incrementos de los encajes marginal y medio, tanto en moneda doméstica como extranjera, también restringirían la expansión del crédito, especialmente en el caso del financiamiento a operaciones de comercio exterior.

Gráfico 16

### Crecimiento del crédito bancario (Var. % interanual)



Fuente: SBS y BBVA Research

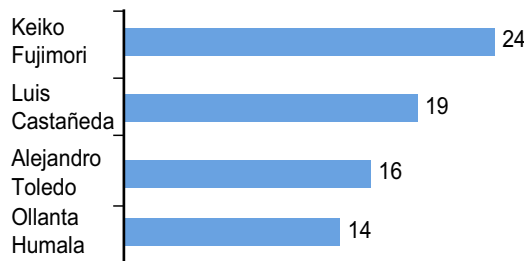
El crecimiento del crédito en los próximos años vendría acompañado de niveles de morosidad que se mantendrían relativamente estables en torno a 1,7%, resaltando la buena gestión de riesgos implementada por las entidades financieras, incluso durante el periodo de crisis internacional. Adicionalmente, la expansión del crédito, que en promedio registraría tasas anuales cercanas a 14% en el periodo 2011/12 (Gráfico 16), permitiría mantener una rentabilidad de la banca aún adecuada e incrementar los niveles de intermediación hacia 35% del PIB a fines de 2013 (29% al cierre de 2010).

## 5. Preferencias electorales continúan favoreciendo la continuidad

La encuesta más reciente de alcance urbano-rural muestra que, con miras a las elecciones presidenciales de abril de 2011, el electorado se viene inclinando por propuestas que en general representan la continuidad de las actuales políticas económicas. Dentro de las que lideran las encuestas, estas opciones (Fujimori, Castañeda y Toledo) suman 60% de la intención de voto, destacando también su mejor posicionamiento en los estratos socioeconómicos menos favorecidos de la población (Gráfico 17), algo que no se veía en elecciones pasadas. Ello se encuentra posiblemente vinculado con la tendencia decreciente de la pobreza en los últimos años, la reducción de la desigualdad y con el mayor alcance de los beneficios que conlleva el crecimiento económico. En este contexto, la preocupación por el resultado electoral en 2011 se mantiene acotada, lo que favorece que la inversión privada continúe creciendo a tasas elevadas y que las perspectivas de contratación mejoren, impactando positivamente sobre el consumo privado.

Gráfico 17

**Intención de voto presidencial  
(% del total de la población urbano-rural)**



Fuente: Ipsos Apoyo, setiembre de 2010

Tabla 2

**Intención de voto según estratos socioeconómicos de la población (%)**

	A*	B	C	D	E
Keiko Fujimori	13	16	23	28	26
Luis Castañeda	31	28	27	17	10
Alejandro Toledo	22	19	15	15	17
Ollanta Humala	2	5	11	13	21

\* El grupo A corresponde al estrato socioeconómico más alto  
Fuente: Ipsos Apoyo

Sin embargo, y como es usual, la campaña presidencial se irá intensificando conforme se aproxima la fecha de las elecciones. Por un lado, se culminarán negociaciones para formar alianzas entre los sectores políticos de centro. Por otro, la victoria de la izquierda en las elecciones municipales de Lima y de agrupaciones locales en las elecciones regionales (ambas llevadas a cabo en octubre) les otorga una plataforma que podría impulsar la aparición de nuevos candidatos. En este entorno, las preferencias electorales podrían sufrir reacomodos súbitos en los próximos meses, lo que daría lugar a un aumento transitorio en la volatilidad de las variables financieras (tipo de cambio, en particular) y, eventualmente, a cierta moderación en las decisiones de inversión.

## 6. Economía en buen pie en caso de un deterioro de condiciones globales

Las preocupaciones cíclicas y financieras que predominan en las economías avanzadas constituyen el principal factor de riesgo externo sobre nuestra proyección de crecimiento para Perú. De materializarse este eventual escenario adverso, se registraría una menor demanda externa, una caída de los precios de las materias primas y un incremento de la aversión global al riesgo. Estos impactos serían más acentuados en 2011 y 2012.

Por el lado del gasto, la mayor cautela y las alzas en las tasas de interés domésticas y externas ralentizarían la expansión del gasto privado, aunque sin llegar a observarse contracciones como la que registraron la inversión privada y los inventarios en 2009 debido a que el choque externo negativo sería más leve en esta ocasión y a que los inventarios tendrían poco espacio para ajustes adicionales significativos. Asimismo, la menor demanda externa (Estados Unidos y Europa concentran cerca de 35% de las exportaciones peruanas) reduciría los volúmenes exportados.

En este entorno, el sector público prolongaría su esfuerzo para darle soporte a la actividad en 2011 y 2012, lo que junto con los menores ingresos fiscales implicaría un deterioro transitorio de las cuentas públicas hasta cerca de 3% del PIB. Cabe mencionar que este estímulo (1,6 puntos porcentuales del producto) sería menor que el implementado en 2009/10, en parte porque al haber una desaceleración

menos pronunciada del gasto privado doméstico en comparación con la demanda externa, un aumento marcado del gasto público acentuaría aún más el déficit en cuenta corriente, algo particularmente riesgoso en un entorno de mayor aversión global al riesgo. Por el lado monetario, el Banco Central mantendría su tasa de interés de referencia en niveles reducidos y disminuiría los encajes, buscando proveer de liquidez a la banca y moderar el impacto al alza sobre el tipo de cambio, lo que también se apoyaría con intervenciones cambiarias. Estas medidas permitirían al sistema financiero absorber mejor la recomposición de portafolios por monedas de los agentes económicos (aumento de la dolarización, reversión de posiciones cortas en USD en el mercado cambiario forward).

Como resultado, en este escenario de riesgo la actividad doméstica crecería a una tasa anual de alrededor de 3% en los próximos dos años, es decir, cerca de 3 puntos porcentuales por debajo de nuestro escenario base. Luego, gradualmente retomaría su ritmo de expansión tendencial conforme las condiciones globales mejoran desde 2013.

## 7. Tablas

Tabla 3

### Perú: previsiones macroeconómicas trimestrales

	1T 09	2T 09	3T 09	4T 09	1T 10	2T 10	3T 10	4T 10	1T 11	2T 11	3T 11	4T 11
PIB (var. % a/a)	1,9	-1,2	-0,6	3,4	6,1	10,1	8,9	8,7	7,3	5,8	6,0	6,2
Inflación (% a/a, promedio)	5,6	4,0	1,9	0,4	0,7	1,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,2	2,6
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	3,19	3,02	2,96	2,88	2,85	2,84	2,81	2,78	2,79	2,79	2,78	2,74
Tipo de interés (% , promedio)	6,25	4,00	1,50	1,25	1,25	1,50	2,50	3,00	3,17	3,42	3,67	3,92

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Tabla 4

### Perú: previsiones macroeconómicas anuales

	2009	2010	2011	2012
PIB (var. % a/a)	0,9	8,5	6,3	6,3
Inflación (% a/a, promedio)	2,9	1,6	2,4	2,4
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	3,0	2,8	2,8	2,7
Tipo de interés (% , promedio)	3,3	2,1	3,5	4,5
Consumo Privado (var. % a/a)	2,4	5,8	5,3	5,2
Consumo Público (var. % a/a)	16,5	7,7	4,0	4,0
Inversión (var. % a/a)	-8,6	20,7	12,0	11,2
Resultado Fiscal (% PIB)	-1,9	-1,6	-0,9	-0,4
Cuenta Corriente (% PIB)	0,2	-1,3	-2,3	-2,6

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Perú

*Economista Jefe de Sudamérica*

**Joaquín Vial**  
+562 351 1200  
jvial@bbvaprovida.cl

*Economista Jefe Perú*

**Hugo Perea**  
+51 1 2112042  
hperea@grupobbva.com.pe

**Francisco Grippa**  
+51 1 2111035  
fgrippa@grupobbva.com.pe

**María Cecilia Deza**  
+51 1 2111548  
mdeza@grupobbva.com.pe

**Rosario Sánchez**  
+51 1 2112015  
rdpsanchez@grupobbva.com.pe

**Jasmina Bjeletic**  
+51 1 4142518  
jbjeletic@grupobbva.com.pe

**Isaac Foinquinos**  
+51 1 2111649  
ifoinquinos@grupobbva.com.pe

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*

**José Luis Escrivá**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

**Mayte Ledo**  
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@grupobbva.com

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y  
Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

*España y Europa:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com

*Estados Unidos y México:*

**Jorge Sicilia**  
j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research Latam**  
Pedro de Valdivia 100  
Providencia  
97120 Santiago de Chile  
Teléfono: + 56 26791000  
E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com