

Situación Perú

Primer trimestre 2012
Análisis Económico

- **Para 2012 preveamos que el crecimiento económico se moderará a 5%.** La debilidad del entorno global se reflejará en un menor dinamismo de la demanda externa y de la inversión privada, en tanto que la recuperación del gasto público le dará soporte a la actividad.
- **La inflación retrocederá a 2,3% en 2012,** recogiendo la reversión de los choques de oferta del año previo, una disminución de los precios de insumos alimentarios y del petróleo, y menores presiones de demanda derivadas de un crecimiento económico más moderado.
- **El Banco Central mantendrá en el corto plazo su tasa de política en el nivel actual de 4,25%, con sesgo a la baja.** El panorama inflacionario acota por ahora el espacio para flexibilizar las condiciones monetarias.
- **El riesgo más importante que se enfrenta en el corto plazo es que la salida a los problemas de deuda en Europa ocurra de manera desordenada.** La economía peruana cuenta sin embargo con fortalezas que atenuarían los impactos en ese escenario.

Índice

| | |
|---|----|
| 1. Panorama externo: desaceleración global, sesgada a la baja | 3 |
| 2. Perú: crecimiento de 5%, con mayor apoyo del gasto público | 5 |
| 3. Esperamos sensible corrección a la baja de la inflación..... | 8 |
| 4. Pausa monetaria: ¿hasta cuándo? | 9 |
| 5. El PEN continuará apreciándose este año | 10 |
| 6. Dinamismo del crédito será algo menor | 11 |
| 7. Europa continúa siendo el principal factor de riesgo | 12 |
| 8. Tablas..... | 14 |

Fecha de cierre: 2 de febrero de 2012

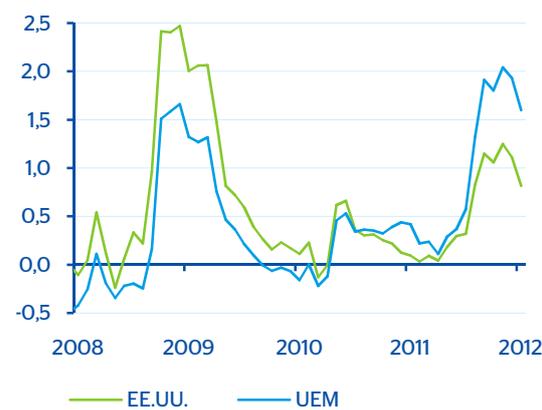
1. Panorama externo: desaceleración global, sesgada a la baja

La economía mundial se desaceleró al final de 2011, pero rebotará en la segunda mitad de 2012, apoyada en las economías emergentes

La economía mundial se desaceleró marcadamente en los últimos trimestres de 2011. Esto fue el resultado de un crecimiento más débil en Europa (contracción en el cuarto trimestre) y la desaceleración en las economías emergentes, en torno al 1% trimestral a finales de 2011, su menor tasa de crecimiento desde la crisis de 2008. Sin embargo, los determinantes de esta desaceleración no pueden ser más diferentes en ambas áreas. Europa está empezando a sentir los efectos de unas tensiones financieras persistentemente elevadas desde septiembre (ver gráfico 1), dada la falta de avances importantes para resolver su crisis soberana y financiera. Por otro lado, la desaceleración en las economías emergentes, además de ser consecuencia del peor entorno internacional, es en parte resultado de un tono menos acomodaticio de las políticas económicas hasta el primer semestre de 2011, orientadas a evitar el sobrecalentamiento.

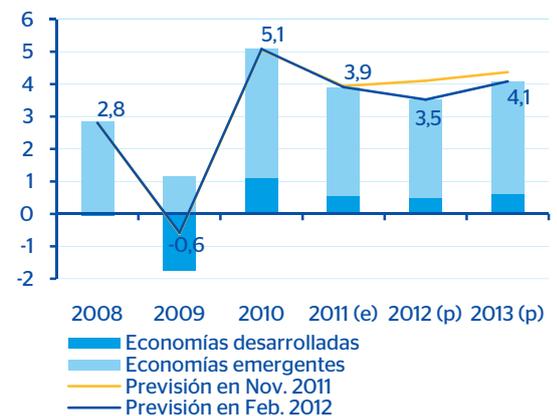
De cara al futuro, esperamos una acción decidida de las autoridades europeas que poco a poco disminuya las tensiones financieras en Europa y también la aversión global al riesgo, lo que condicionará la recuperación global en el segundo semestre de 2012. La mayor contribución a la recuperación, sin embargo, provendrá de las economías emergentes, ya que sus tasas de crecimiento recuperarán su diferencial histórico de alrededor de 4 puntos porcentuales con respecto a las de los países desarrollados (este diferencial se redujo en 2011, en particular hacia el final de ese año), al tiempo que sus políticas económicas vayan girando hacia un mayor apoyo al crecimiento. Al mismo tiempo, a pesar de que EE.UU. crecerá menos que en recuperaciones anteriores, se desacoplará de la recesión en Europa en la primera mitad del año. Por todos estos factores, respecto a nuestras previsiones en noviembre, revisamos a la baja el crecimiento mundial en 0,6pp en 2012 y 0,3pp en 2013, hasta 3,5% y 4,1%, respectivamente (gráfico 2).

Gráfico 1
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento mundial (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

La falta de avances decisivos en la resolución de la crisis europea hace que la Eurozona represente el principal riesgo para las perspectivas mundiales

Incluso con la revisión a la baja de las tasas de crecimiento en Europa y los países emergentes, los riesgos sobre la previsión de crecimiento mundial siguen estando marcadamente sesgados a la baja. Estos riesgos continuarán dependiendo de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa, que no ha disminuido significativamente y tiene el potencial de profundizar la recesión en marcha y contagiar a otras regiones a través de los vínculos comerciales, exposición financiera y un incremento en la aversión global al riesgo.

Aunque ha habido algunos avances desde octubre –principalmente la provisión de liquidez a largo plazo por parte del BCE y algunos acuerdos para una mayor disciplina fiscal– es necesario que haya avances más decididos en las tres principales líneas de acción para resolver la crisis en Europa. En primer lugar, en el frente soberano las preocupaciones sobre la solvencia de Grecia deben ser eliminadas finalizando e implementando el acuerdo con los tenedores privados de bonos. Al mismo tiempo, se deben disponer de los recursos para erigir un cortafuego de tamaño considerable, que lo haga creíble para evitar el contagio a los países con problemas de liquidez. En segundo lugar, deben seguir impulsándose las reformas para aumentar el crecimiento, incluidas las destinadas a la reparación de los balances de las instituciones financieras pero teniendo cuidado de evitar un repentino desapalancamiento y una reducción del crédito al sector privado. Finalmente, son necesarios mayores avances en la gobernanza de la zona euro para fortalecer la unión monetaria, facilitando la implementación de cortafuegos soberanos y estableciendo una hoja de ruta clara para una unión fiscal.

En línea con estos tres puntos, las perspectivas para Europa mejorarían sustancialmente si el pacto fiscal que previsiblemente se acuerde en la cumbre de la UE en marzo es finalmente aprobado a nivel nacional y se implementa rápidamente, junto con las reformas económicas propuestas por los países periféricos para reducir su vulnerabilidad y aumentar su crecimiento a largo plazo. La rápida implementación de esa parte del “gran acuerdo” implícito entre los países centrales de Europa y la periferia permitirá que la discusión gire hacia la implementación de dos medidas urgentes para reducir el estrés soberano en Europa. En primer lugar, un aumento rápido de los recursos disponibles para construir un cortafuegos soberano alrededor de Grecia, quizás con una acción más decidida por parte del BCE; en segundo lugar, tener en cuenta el efecto negativo de un ciclo más débil sobre la capacidad de la mayoría de los países europeos para cumplir los objetivos de déficit acordados con la UE.

El mantenimiento de tensiones financieras elevadas ha empujado a Europa hacia la recesión, con lo que la brecha de crecimiento con EEUU se ampliará en los próximos dos años

Las tensiones financieras en Europa siguen en niveles mayores que los observados después de la caída de Lehman Brothers en 2008. Esto, junto con el efecto del ajuste fiscal en los países periféricos, implica una revisión a la baja de nuestras proyecciones de crecimiento en Europa respecto a hace tres meses. Ahora prevemos un crecimiento negativo al menos en el primer semestre de 2012, y del -0,5% para el año en su conjunto, con una recuperación lenta en 2013. Sin embargo, es importante señalar que estas proyecciones dependen de una rápida resolución de la crisis y una notable reducción de las tensiones financieras a partir de la segunda mitad de 2012, para evitar un efecto más agudo sobre el crecimiento. Dentro de Europa, el crecimiento entre el centro y la periferia seguirá mostrando fuertes diferencias, en parte debido al fuerte ajuste fiscal en marcha en esta última.

Contrariamente a Europa, el crecimiento en EE.UU. se mostrará resistente en 2012, al igual que en el segundo semestre de 2011. Nuestro pronóstico se mantiene sin cambios respecto a hace tres meses, con un crecimiento del 2,3% en 2012 y 2,2% en 2013. Sin embargo, esta recuperación será más débil que la observada en las fases post-recesivas previas, y está sujeta a los riesgos que emanan de Europa y el riesgo interno de una alta incertidumbre sobre la política económica, incluyendo un posible fuerte ajuste fiscal en 2013 (como la expiración de exenciones tributarias y recortes automáticos del gasto relacionados con el acuerdo para el techo de la deuda). Además, la debilidad del mercado inmobiliario, las restricciones de crédito y el desapalancamiento en marcha limitará el ritmo de crecimiento del consumo. En definitiva, hacia adelante vemos más riesgos a la baja que al alza en los EE.UU.

Las economías emergentes avanzan hacia un aterrizaje suave, apoyado en una resistente demanda interna. Las políticas económicas girarán hacia el apoyo al crecimiento

Un aspecto importante de la actual crisis es que la confianza dentro de las economías emergentes ha sido muy resistente, en comparación con la caída de Lehman Brothers en 2008. Uno de los posibles determinantes de esta resistencia es lo sorpresivo de la caída de Lehman (algo ausente en la crisis europea) y la diferente velocidad a la que cada uno de los dos episodios

se ha desarrollado (la crisis europea avanza en “cámara lenta”). Esto ha permitido que la demanda interna en las economías emergentes se haya mantenido robusta, aun cuando algunos de los efectos de una mayor aversión global al riesgo se han reflejado en los mercados financieros en la región, a través de menores flujos de entrada de capital, algunas repercusiones negativas en la financiación del comercio internacional, la reducción de precios de los activos y sobresaltos en los tipos de cambio.

La desaceleración en las economías emergentes en 2011 hizo que su diferencial de crecimiento con respecto a las economías avanzadas llegase a cerca de 3 puntos porcentuales a finales de 2011, por debajo de los usuales 4 puntos porcentuales observados desde el comienzo de la década del 2000. Esperamos que la aversión global al riesgo siga siendo elevada, pero vaya disminuyendo lentamente en la segunda mitad de 2012, en línea con la esperada reducción gradual de las tensiones en Europa. Además, las políticas económicas aprovecharán los márgenes de maniobra que se vayan abriendo (como la reducción de las presiones inflacionistas y cierto espacio fiscal) y girarán cada vez más hacia el apoyo al crecimiento, en contraste con el endurecimiento experimentado en la primera parte de 2011. Esto permitirá que la demanda interna continúe apoyando el crecimiento de la región, frente a un entorno exterior aún difícil. En este contexto, esperamos que las economías emergentes recuperen tasas de crecimiento cercanas al 2% trimestral a finales de 2012 (desde el 1% al cierre de 2011), y que crezcan un 6,2% para el año en su conjunto. La principal excepción a este buen desempeño se concentrará en los países emergentes de Europa, que se verán más afectados por sus mayores vínculos comerciales y financieros con la zona del euro.

2. Perú: crecimiento de 5%, con mayor apoyo del gasto público

Luego de que el dinamismo de la actividad mostrara una tendencia a moderarse desde mediados del año pasado, los indicadores disponibles para el cuarto trimestre sugieren que el ritmo de expansión del producto empieza a estabilizarse. Por un lado, el gasto público de capital creció cerca de 30% en diciembre, lo que contrasta con las tasas negativas que registró durante gran parte del año pasado. Esta recuperación empieza a reflejar las medidas que ha anunciado el Gobierno para facilitar la inversión pública. Por otro lado, si bien no ha recuperado los niveles que tuvo en el primer semestre de 2011, la confianza empresarial se viene manteniendo durante los últimos meses en el tramo optimista. Ello anticipa que la tendencia a desacelerarse de la inversión privada no tendrá mayor recorrido adicional. En este contexto, prevemos que el dinamismo de la actividad llegue a su punto más bajo a inicios de año, y que en adelante el apoyo del gasto público se sume al más moderado soporte que otorgarán la demanda privada y externa.

Tabla 1

Grandes proyectos de inversión pública: gasto en 2012 (PEN millones)

| | |
|---|------|
| Concesiones viales (incluyendo IIRSA Sur) | 2029 |
| Construcción, rehabilitación y mejoramiento de carreteras y vías ferroviarias | 1824 |
| Colegios | 1300 |
| Tren Eléctrico - Segunda Etapa (Cercado - San Juan de Lurigancho) | 1266 |
| Hospitales (incluyendo los de Cusco, Villa el Salvador, Vitarte, Tingo María) | 837 |
| Proyecto de Irrigación Majes Siguan - Segunda Etapa | 154 |

Fuente: MEF

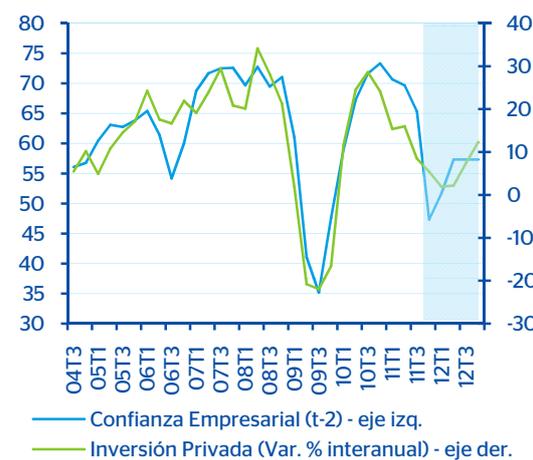
Fragilidad de las condiciones externas inducirán expansión más moderada de las exportaciones y del gasto privado en 2012

La debilidad de la actividad global afectará negativamente al sector transable de la economía peruana por dos canales. El primero, la menor demanda externa que resentirá los volúmenes de exportaciones manufactureras, como textiles, calzado y productos agroindustriales. El segundo, los menores precios de los metales básicos (cobre y zinc) impactarán negativamente sobre el valor de sus ventas al exterior. Sin embargo, la recuperación de los volúmenes exportados de minerales (que se determina por el lado de la oferta), debido a la ampliación de la mina de cobre y zinc Antamina (de las empresas BHP Billiton y Xstrata, con lo que su producción aumentará 38%) y de las minas de oro Tantahuatay, La Arena, Pucamarca y Breapampa, le darán cierto soporte a las exportaciones, pero no evitará que crezcan a un menor ritmo que el año anterior.

La inversión del sector privado también se ralentizará en un contexto en el que el ruido vinculado a las tensiones financieras externas está afectando la confianza empresarial. Adicionalmente, factores locales como los conflictos medioambientales y propuestas que harían más rígido al mercado laboral no están contribuyendo a una mayor recuperación de las expectativas de los inversionistas (ver gráfico 3).

Gráfico 3

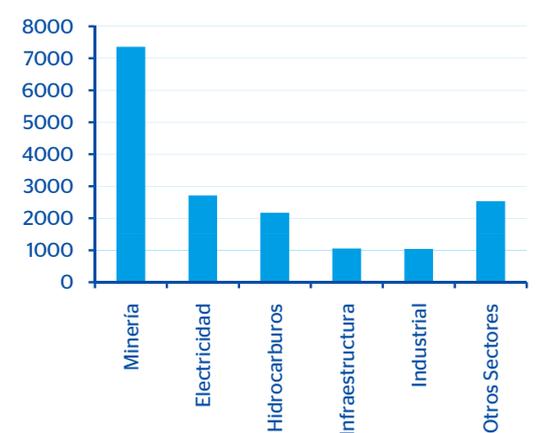
Confianza empresarial e inversión privada (índice, var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 4

Inversión privada en 2012 (USD millones)



Fuente: BCRP

Cabe señalar que el índice de confianza empresarial muestra una alta correlación con la evolución futura de la inversión (el índice anticipa las decisiones de gasto empresarial en dos trimestres). El nivel actual de este índice es consistente con una tasa de crecimiento de la inversión de alrededor de 6,0% para el año, menor a la que se habría registrado en 2011 (alrededor de 11%). Esta previsión también recoge el soporte proveniente de aquellos proyectos que ya se encuentran en marcha, vinculados principalmente a la actividad minera. Así, por ejemplo, se prevé inversiones por más de USD 7 mil millones en la actividad minera durante 2012 (ver gráfico 4), sustentadas en la ampliación de proyectos cupríferos, como Cerro Verde, Toquepala y Antamina, y de hierro, como Marcona. A estos proyectos se agregan aquellos que estarían por culminar este o el próximo año, como Antapaccay y Toromocho, ambos de cobre, La Arena (cobre y oro) y Tantahuatay (oro y cobre). También existen grandes proyectos en marcha en otros sectores, como la construcción del complejo petroquímico de Marcona por parte de CF Industries (Industria), el tendido de la red de fibra óptica en los Andes por parte de Telefónica del Perú (Infraestructura) y la construcción de la Central Hidroeléctrica de Chaglla (Electricidad). Estos tres proyectos implican una inversión total de USD 5 mil millones en conjunto.

El menor dinamismo de la inversión que esperamos para este año desacelerará la creación de empleo desde el segundo semestre y, por lo tanto, el gasto de consumo del sector privado que estimamos crecerá 5,1% en 2012.

Fuerte incremento del gasto público atenuará la desaceleración del producto

El mayor gasto público reflejará, principalmente, la expansión de la inversión del gobierno, que estimamos recuperará, en términos reales, niveles similares a los de 2010 (ver gráfico 5). De esta forma, la inversión pública crecerá 30% este año favorecida por las medidas anunciadas por el Ministerio de Economía, que facilitan la implementación del gasto de los gobiernos locales y que transfieren recursos adicionales para la ejecución de proyectos de infraestructura (DU N° 054-2011).

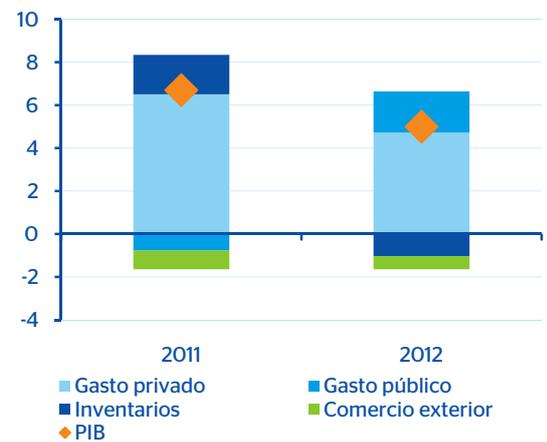
Además, se prevé que el consumo público se acelere ligeramente este año debido a las medidas de estímulo que viene implementando el gobierno desde el último trimestre del año pasado (DU 058-2011). Estas medidas incluyen compras estatales de prendas de vestir y calzado a empresas medianas y pequeñas, lo que también tendría impacto en el empleo debido a que son actividades intensivas en mano de obra. De este modo, estimamos que el gasto público total (consumo e inversión) aportará alrededor de 2 puntos porcentuales al crecimiento de este año (ver gráfico 6), por lo que nuestra previsión de crecimiento está condicionada a una mejora importante de la ejecución del gasto por parte de los gobiernos locales.

Gráfico 5
Inversión pública (real, PEN millones)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 6
PIB: contribución al crecimiento (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research Perú

Por el lado de la oferta, esperamos mayor dinamismo del sector Construcción

El incremento del gasto de inversión del gobierno incidirá positivamente sobre el sector Construcción, el que estimamos crecerá este año alrededor de 8%. Adicionalmente, este sector seguirá contando con el soporte de los grandes proyectos mineros e hidroeléctricos y con el dinamismo del sector inmobiliario. Al respecto, según estimaciones de CAPECO, la demanda potencial de viviendas asciende actualmente a 370 mil familias, las que cuentan con ingresos estables, ahorran el 30% de los mismos y están interesadas en adquirir una vivienda. Esta demanda potencial supera en casi 17 veces las ventas de viviendas de 2011, que ascendieron a alrededor de 22 mil unidades. Otro sector que mostrará recuperación será la Minería. Así, luego de haber registrado una tendencia decreciente de producción en los últimos tres años, para 2012 esperamos que este sector registre un crecimiento de alrededor de 5% por la entrada en operación de la ampliación de la mina de cobre y zinc Antamina y las minas de oro Tantahuatay, La Arena, Pucamarca y Breapampa. Por su parte, la Manufactura será el sector que sentirá en mayor medida los efectos de la desaceleración del gasto de capital privado, por lo que prevemos para esta actividad un crecimiento de 3,8%, menor al registrado en 2011 (5,6%).

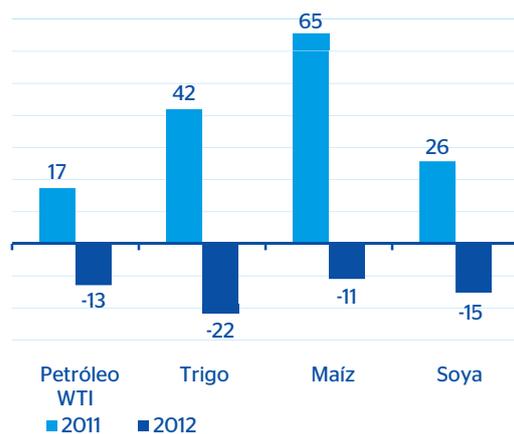
Un crecimiento económico más alto en los siguientes años requiere de medidas que impulsen la competitividad

En los años posteriores, preveamos una convergencia de la economía a tasas de crecimiento anual de 5,5% en promedio, lo que se sustenta principalmente en el crecimiento del stock de capital resultante de la recuperación de los niveles de inversión del sector privado y de la continuidad del gasto público en infraestructura. Una aceleración adicional del crecimiento requiere incrementar la productividad y competitividad del país. De acuerdo con el diagnóstico emitido por el Foro Económico Mundial, en el caso de Perú este impulso a la productividad de largo plazo requiere acortar la brecha de infraestructura, mejorar la calidad de la educación, subsanar las falencias institucionales e incentivar un enfoque innovador en el aparato productivo.

3. Esperamos sensible corrección a la baja de la inflación

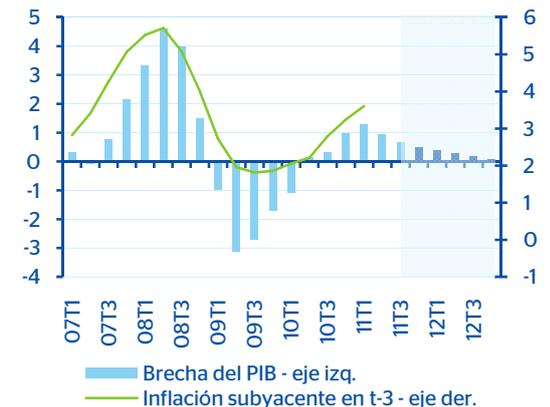
Luego de que el panorama inflacionario se deteriorara el año pasado (la inflación aumentó desde cerca de 2% a 4,7%), esperamos que el ritmo de incremento de los precios retorne a la meta del Banco Central y se ubique en 2,3% al cierre de 2012. Tres elementos apoyan esta visión. En primer lugar, el alza de los precios de alimentos originada en choques de oferta a nivel local, que incidió de manera importante sobre la inflación en el segundo semestre del año pasado, tenderá a revertirse en la medida de que las condiciones climáticas se vayan normalizando. Esto ya se ha empezado a observar a inicios de año. A ello se suma que el nivel promedio de las cotizaciones internacionales de insumos alimentarios y del petróleo disminuirá en 2012, en un entorno de crecimiento económico global más débil (ver gráfico 7). Finalmente, el menor dinamismo de la actividad irá cerrando paulatinamente la actual brecha positiva del producto, por lo que las presiones de demanda se reducirán (ver gráfico 8).

Gráfico 7
Cotizaciones internacionales de materias primas (var. %)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 8
Brecha del producto e inflación subyacente (en pp del PIB potencial; %, interanual)



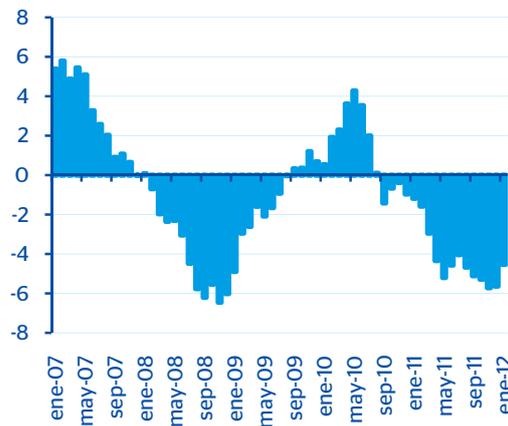
Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

La convergencia de la inflación al interior del rango meta del Banco Central será, sin embargo, gradual, completándose a inicios del segundo semestre de 2012. Por un lado, los márgenes de ganancia de los vendedores minoristas disminuyeron el año pasado debido a que no se trasladó completamente al consumidor final el alza de los precios al por mayor que se enfrentaron (ver gráfico 9). En 2012 ello podría estarse corrigiendo, lo que le imprimirá cierta inercia a la tasa de inflación. Esta resistencia de los precios encontraría un soporte adicional en el elevado nivel que en los últimos meses han alcanzado las expectativas inflacionarias (ver gráfico 10). Finalmente, es

interesante notar que el componente subyacente de la inflación reacciona con algún rezago a la brecha del producto, lo que sugiere que la desaceleración de la actividad en la segunda mitad de 2011 y a inicios de 2012 se verá más claramente reflejada en precios en el segundo semestre de este año.

Gráfico 9

Márgenes minoristas de productores agrícolas (%)*



* Ratio de precios minoristas de productos agrícolas sobre precios al por mayor de estos mismos bienes
Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 10

Expectativas de inflación para 2012 (%)



Fuente: BCRP

4. Pausa monetaria: ¿hasta cuándo?

Desde setiembre del año pasado, la mayor incertidumbre sobre cómo se resolverán los problemas en Europa y el riesgo de contagio al resto del mundo llevaron al Banco Central a anunciar que se encuentra listo para flexibilizar las condiciones monetarias en caso de que la actividad económica local se vea afectada. Ello le imprimió un sesgo a la baja a la tasa de política. Hasta el momento, sin embargo, esta se ha mantenido en 4,25%. El panorama inflacionario y una brecha positiva del producto que se viene cerrando solo de manera gradual han acotado el espacio para recortar la tasa.

El panorama inflacionario le da poco margen al Banco Central para recortar tipos en el corto plazo...

Por el lado de precios, el Banco Central tendrá poco margen para reducir la tasa de política en los próximos meses. Si bien la inflación ha empezado a ceder, aún permanecerá por encima del rango meta en el primer semestre, completando así más de un año fuera del mismo, y solo convergerá a este de manera paulatina. A esto se añade el elevado nivel que han alcanzado las expectativas inflacionarias. Recortar la tasa en esta situación, en especial si no se produce un grave deterioro de las condiciones externas, podría exacerbar las expectativas inflacionarias y dificultar así la moderación del ritmo de incremento de los precios.

... y no prevemos que la desaceleración adicional de la actividad sea acentuada ni prolongada, lo que reduce la necesidad de hacerlo...

Un segundo elemento que sustenta nuestra previsión de que la tasa de política se mantendrá en 4,25% durante los próximos meses es la evolución que anticipamos para la actividad. En nuestro escenario base las tensiones financieras globales seguirán elevadas, pero no escalarán más. Asimismo, Estados Unidos continuará recuperándose lentamente y el aterrizaje de China será suave. Es decir, el panorama externo será difícil en 2012 pero no más que lo que se tiene ahora. A nivel local se espera que el dinamismo del gasto público se incremente sustancialmente

con respecto al año pasado, sobre todo desde el segundo trimestre. Como resultado, la desaceleración de la economía peruana posiblemente continuará a inicios de año, pero no será muy acentuada ni prolongada.

Es importante mencionar también que el nivel actual de la tasa de política ya le viene brindando soporte a la actividad. En este sentido, la pausa en el ajuste de tipos durante el segundo semestre del año pasado y el incremento en paralelo de la inflación y de las expectativas inflacionarias han llevado a que la tasa de referencia en términos reales disminuya hasta 1,4% (ex-ante). Este nivel es inferior a nuestros estimados para la tasa de interés natural, que la ubican más cerca del 3%.

De este modo, el recorte de tipos no parece de momento indispensable por el lado de la actividad, menos aún si se considera el rezago con el que se transmite al sector real de la economía. El panorama inflacionario apunta incluso a que una reducción de la tasa de política en el corto plazo podría ser algo precipitada. Creemos que el Banco Central tomará en cuenta estos factores, y si bien se mantendrá muy atento a la evolución de la actividad y al espacio que le otorguen los precios, no modificará la posición de la política monetaria en los próximos meses. Más adelante, en la segunda mitad del año, la convergencia de la inflación al centro de la meta y del producto a su nivel potencial continuará de manera paulatina, lo que es coherente con un nivel de tasa de referencia similar al actual (en términos reales tenderá a su nivel natural).

El sesgo en nuestra previsión es, sin embargo, a la baja: en un escenario algo más adverso, el Banco Central priorizaría el soporte a la actividad

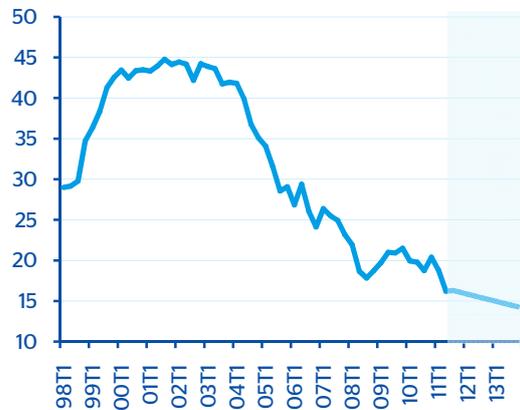
Es importante finalmente recordar que el sesgo en nuestras previsiones sobre la actividad global es a la baja. Es decir, de producirse algún desvío con respecto a lo que contemplamos en el escenario base, es más probable que este ocurra por un menor crecimiento mundial. Ello le imprime naturalmente un sesgo en el mismo sentido al producto a nivel local y por lo tanto a nuestra previsión para la tasa de política. De esta manera, si la desaceleración de la economía peruana es más intensa o prolongada que la esperada, pensamos que el Banco Central relajará las condiciones monetarias, incluso si el espacio en términos inflacionarios es aún acotado, dándole así un soporte adicional al gasto agregado.

5. El PEN continuará apreciándose este año

En el corto plazo, el tipo de cambio PEN/USD continuará presionado a la baja (apreciación) debido a que, por lo menos transitoriamente, el entorno de aversión global al riesgo es algo más benigno. Hacia adelante, los fundamentos de esta variable apoyan la tendencia de mayor fortalecimiento del PEN. En primer lugar, nuestras estimaciones del diferencial de productividades con EE.UU. son favorables a la economía peruana. En segundo, los pasivos externos netos de largo plazo, como porcentaje del PIB, muestran una senda decreciente en nuestras previsiones (ver gráfico 11), lo que torna menos necesario generar en el futuro superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Complementando estos dos elementos, estimamos que el nivel sostenible de la cuenta corriente (el que estabiliza en el largo plazo los pasivos externos netos alrededor de su nivel promedio de los últimos años) es menor que su nivel estructural (el que corrige los desvíos de los precios de los metales básicos que Perú exporta y del crecimiento del PIB con respecto a sus tendencias de largo plazo), lo que sugiere que la economía podría absorber una mayor apreciación del PEN (ver gráfico 12). Finalmente, nuestras estimaciones de tipo de cambio de equilibrio muestran que el PEN se encontraría subvaluado en aproximadamente 7,0%.

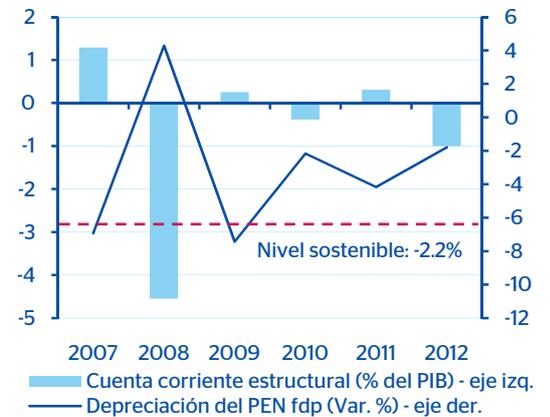
Sobre esta base, y asumiendo que no habrá un mayor deterioro de las tensiones financieras en Europa, prevemos que el PEN continuará apreciándose. Sin embargo, creemos que esta trayectoria descendente del tipo de cambio será gradual porque el Banco Central se mantendrá activo en el mercado cambiario para moderar el ritmo de apreciación, tal como usualmente lo ha hecho, lo que llevará a que las reservas internacionales netas continúen incrementándose.

Gráfico 11
Pasivos externos netos de largo plazo (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 12
Cuenta corriente estructural y depreciación del PEN



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

6. Dinamismo del crédito será algo menor

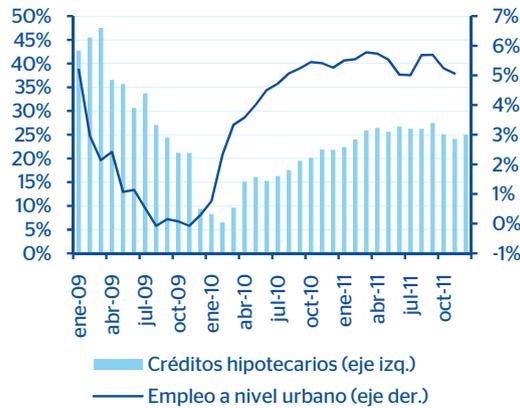
En línea con el menor crecimiento del producto, esperamos una expansión de las colocaciones bancarias cercana a 14%, menor a la registrada en 2011 (17,5%). Sin embargo, ciertos productos crediticios, como los préstamos hipotecarios y los de consumo mantendrán tasas de crecimiento superiores al 20%, reflejo de incrementos importantes en el ingreso promedio de los trabajadores (en Lima Metropolitana tuvieron un incremento real de 5,4% el año pasado) que ha elevado la demanda de las familias por viviendas y bienes durables (las unidades vendidas de autos familiares crecieron 26% en 2011).

Precisamente, el fuerte dinamismo que vienen mostrando estos productos bancarios ha llevado al Banco Central a sugerir un conjunto de medidas con la finalidad de moderar su expansión, en particular el orientado a la adquisición de viviendas. Las medidas sugeridas son: (i) incrementar el nivel de capital requerido por los bancos, a través de un componente procíclico o solicitar mayor capital a los créditos con mayor ratio de préstamos sobre valor de garantías (LTV, por las siglas en inglés de loan-to-value); (ii) aplicar provisiones procíclicas, ligadas tanto a la evolución del PIB como al precio de las viviendas; y (iii) establecer un límite de 80% al ratio LTV y de 50% a las cargas financieras de las familias.

Nuestra evaluación es que estas propuestas no son consistentes con la situación actual del crédito y del mercado inmobiliario. Así, el crecimiento del crédito hipotecario en el último año ha estado estrechamente vinculado con factores de demanda, como el aumento de 5,4% del empleo en empresas con más de 10 trabajadores (ver gráfico 13), el incremento de los ingresos laborales, y la mayor capacidad de ahorro de las familias. Además, la mayor parte de este crédito es para primera vivienda, lo que está asociado con una menor probabilidad de incumplimiento.

Por otro lado, si la preocupación es el aumento de los precios de las viviendas, se debe tener presente que los indicadores del mercado inmobiliario no registran valores extremos. Así, mientras que el PIB por habitante se elevó 56% en términos reales entre 1998 y 2011, el valor real del metro cuadrado en los distritos más dinámicos de la capital se incrementó 34%. Asimismo, el ratio precio sobre valor de la vivienda (14,6 para Lima) se encuentra en el tramo inferior del intervalo "normal" (12,5 - 25), y el ratio de asequibilidad (precio de una vivienda de 100m² sobre PIB por habitante) registra un nivel de 19, similar al de México y por debajo del de Argentina, Ecuador y Brasil (ver gráfico 14).

Gráfico 13
Empleo y crédito hipotecario (var % interanual)



Fuente: MINTRA y SBS

Gráfico 14
Precio de la vivienda y ratio de asequibilidad (USD, %)

| | 2010 | |
|----------------|------------------------------------|------------------------|
| | Precio de venta por m ² | Ratio de asequibilidad |
| Reino Unido | 15182 | 55 |
| Estados Unidos | 13428 | 28 |
| Argentina | 2625 | 25 |
| Brasil | 2616 | 20 |
| México | 2024 | 19 |
| Chile | 1875 | 13 |
| Colombia | 1624 | 23 |
| Perú | 1063 | 19 |
| Ecuador | 981 | 23 |

Fuente: Global Property Guide, BCRP

7. Europa continúa siendo el principal factor de riesgo

Un deterioro muy marcado de la crisis europea tendría impactos sensibles sobre la economía peruana...

Un escenario más complicado en Europa podría desencadenarse si alguno de los países que tienen un elevado endeudamiento público y que siguen registrando altos déficit fiscales declara una moratoria en el pago de su deuda soberana, o si una entidad financiera grande quiebra. En este escenario, las tensiones financieras y de liquidez se elevarían significativamente, lo que generaría una severa contracción del crédito. Con ello, el sector real de la economía de la zona euro se vería afectado de manera importante y los efectos negativos se propagarían al resto del mundo. La aversión global al riesgo aumentaría sustancialmente.

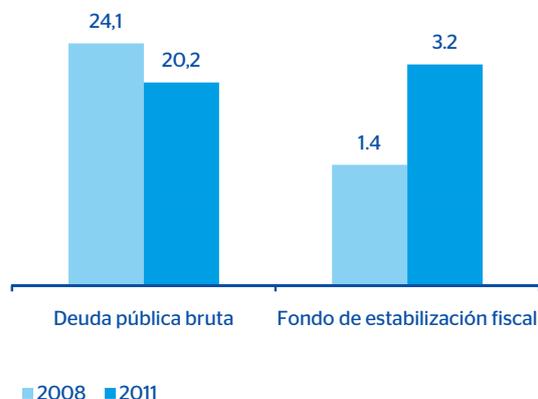
En este escenario de riesgo, la economía peruana se vería afectada a través de varios canales. En primer lugar, se elevaría la prima de riesgo, con lo que se encarecería el financiamiento, se reducirían los inlujos de capitales y se verificarían presiones al alza sobre el tipo de cambio (depreciación de la moneda local). Luego se observaría una disminución de los precios de las materias primas y de la demanda externa. Finalmente, se reduciría la confianza de empresarios y consumidores. La inversión privada sería, en este contexto, el componente más afectado del gasto, algo que ya se observó durante la crisis de 2008-2009.

Sin embargo, Perú está hoy mejor posicionado que en 2008 para aplicar medidas de estímulo

Por el lado fiscal, por ejemplo, el gobierno cuenta en su fondo de estabilización con recursos que equivalen a poco más de 3 puntos porcentuales del PIB, mientras que en 2008 equivalían a menos de la mitad (ver gráfico 15). A esto se añaden los fondos provenientes del superávit fiscal de 2011, que fue cercano a 2% del PIB. Ello limita la necesidad de acudir a los mercados financieros para obtener recursos, algo que toma mayor importancia en un entorno de elevada aversión al riesgo y demanda por liquidez.

Gráfico 15

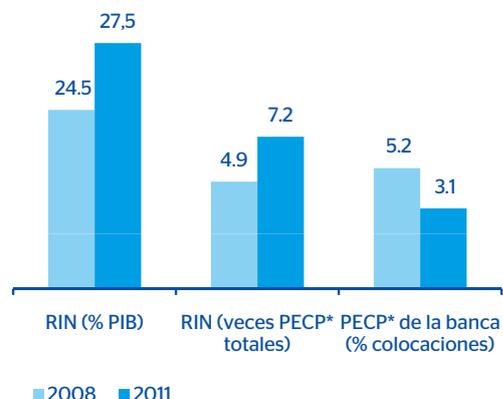
Indicadores de vulnerabilidad fiscal (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 16

Indicadores de vulnerabilidad externa



* PECP: pasivos externos de corto plazo
Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Un factor adicional que facilita el estímulo por el lado fiscal es que se cuenta con la experiencia del episodio de 2008-2009 sobre cómo canalizarlo de manera más adecuada. En particular, se aprendió que por problemas de gestión y mayores requerimientos burocráticos, la inversión pública puede enfrentar dificultades para ejecutarse. En cambio, el consumo público demostró ser más expeditivo, por lo que ahora un estímulo oportuno debe asegurar un mejor balance entre el gasto público de consumo y el de inversión.

Por el lado de la política monetaria, hay espacio para acotar el riesgo de corte de la cadena crediticia, moderar la depreciación abrupta de la moneda local, y estimular el gasto privado. En el primer caso, el Banco Central cuenta con un conjunto de instrumentos que facilitan la inyección oportuna de fondos líquidos a la banca. La banca posee en este momento más de PEN 17 mil millones en títulos emitidos por el Banco Central o en depósitos a plazo en la misma entidad, monto que equivale a más de USD 6 mil millones o cerca de 12% del saldo de colocaciones. Estas acreencias podrían emplearse en operaciones repo con el Banco Central. Asimismo, se podrían realizar operaciones swap con moneda extranjera. Incluso se podría reducir la tasa de encaje en soles. Por otro lado, si la banca encontrara problemas para renovar sus adeudados externos de corto plazo (USD 1,7 mil millones), se pueden reducir las actualmente elevadas tasas de encaje en moneda extranjera (la tasa media de encaje se ubica alrededor de 38% de los depósitos y adeudados en esta moneda).

En este escenario de riesgo, el Banco Central buscaría también evitar una depreciación abrupta de la moneda local para moderar los impactos negativos que esto conlleva en una economía en la que 45% del crédito al sector privado está denominado en moneda extranjera. Para ello cuenta con reservas internacionales netas por más de USD 50 mil millones (28% del PIB) y con la colocación de títulos cuyo rendimiento está asociado con la evolución del tipo de cambio, como ya se ha hecho en episodios anteriores de volatilidad.

Finalmente, hay espacio para recortar el tipo de interés (4,25% actualmente) y darle soporte al gasto privado. Si bien el panorama inflacionario no es por ahora el más adecuado para implementar esta medida, en un escenario complicado la tendencia a la baja de la inflación se intensificaría en adelante, por lo que el Banco Central podría priorizar la actividad económica en el momento del choque externo.

Es importante señalar que el soporte que puedan brindar las políticas económicas deberá dosificarse. Las economías más desarrolladas crecerán por algunos años a un ritmo lento, irregular, y no tienen mayor capacidad adicional para implementar medidas de estímulo significativas (como sí se hizo en 2008-2009, lo que también dio impulso a las economías emergentes), de manera que habrá que evaluar con cuidado la magnitud del apoyo que se brinda en el corto plazo.

En resumen, si bien un agravamiento de las condiciones externas tendrá impactos sobre la actividad local, la economía peruana cuenta con fortalezas que los mitigarán. En este escenario, Perú podría crecer cerca de 3% en 2012 y luego recuperarse gradualmente. Naturalmente se produciría un debilitamiento en las cuentas del sector público y en las del sector externo,

pero sería algo manejable. Las cuentas públicas se verían afectadas por la menor recaudación vinculada con precios de metales más bajos y ralentización de la actividad, en tanto que los gastos serían mayores debido al aumento de los egresos por intereses y al soporte que se buscaría dar al crecimiento. En un escenario complicado como este, los menores ingresos tributarios y las medidas de estímulo (que estimamos costarán 0,8 puntos porcentuales del PIB como promedio anual entre 2012 y 2014) inducirían resultados fiscales deficitarios que no excederían el 1,5% del PIB. Con ello, el ratio de deuda pública sobre PIB llegaría hasta 24%, de manera que no veríamos un deterioro sensible en las finanzas públicas. En las cuentas externas el deterioro en los próximos años sería resultado de un entorno menos favorable de precios de exportación, reducción de la demanda externa y menores remesas del exterior, lo que sin embargo sería atenuado por el menor ritmo de expansión de la demanda interna, algo que ya se observó en 2009. Se prevé aquí que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos podría alcanzar en el momento más crítico un nivel de alrededor de 4% del PIB.

8. Tablas

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas anuales

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|
| PIB (% a/a) | 8,8 | 6,7 | 5,0 | 5,3 |
| Inflación (% a/a, fdp) | 2,1 | 4,7 | 2,3 | 2,3 |
| Tipo de cambio (vs. USD, fdp) | 2,82 | 2,70 | 2,65 | 2,60 |
| Tasa de interés de política (% fdp) | 3,00 | 4,25 | 4,25 | 5,00 |
| Consumo privado (% a/a) | 6,0 | 6,2 | 5,1 | 4,8 |
| Consumo público (% a/a) | 10,6 | 5,0 | 5,5 | 4,5 |
| Inversión (% a/a) | 22,1 | 4,1 | 10,1 | 6,8 |
| Resultado fiscal (% del PIB) | -0,5 | 2,0 | 1,2 | 1,0 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | -1,5 | -1,5 | -2,7 | -3,1 |

Fuente: BBVA Research Perú

Tabla 3

Previsiones macroeconómicas trimestrales

| | PIB (var. % interanual) | Inflación (%, interanual, fdp) | Tipo de cambio (vs. USD, fdp) | Tasa de interés de política (% fdp) |
|------|----------------------------|-----------------------------------|----------------------------------|--|
| 1T10 | 6,2 | 0,8 | 2,84 | 1,25 |
| 2T10 | 10,0 | 1,6 | 2,84 | 1,75 |
| 3T10 | 9,6 | 2,4 | 2,79 | 3,00 |
| 4T10 | 9,2 | 2,1 | 2,82 | 3,00 |
| 1T11 | 8,9 | 2,7 | 2,78 | 3,75 |
| 2T11 | 6,8 | 2,9 | 2,76 | 4,25 |
| 3T11 | 6,6 | 3,7 | 2,75 | 4,25 |
| 4T11 | 4,8 | 4,7 | 2,70 | 4,25 |
| 1T12 | 4,3 | 4,2 | 2,70 | 4,25 |
| 2T12 | 4,7 | 3,9 | 2,67 | 4,25 |
| 3T12 | 5,0 | 2,9 | 2,66 | 4,25 |
| 4T12 | 5,9 | 2,3 | 2,65 | 4,25 |
| 1T13 | 5,3 | 2,1 | 2,64 | 4,25 |
| 2T13 | 5,3 | 2,2 | 2,62 | 4,50 |
| 3T13 | 5,3 | 2,2 | 2,61 | 4,75 |
| 4T13 | 5,3 | 2,3 | 2,60 | 5,00 |

Fuente: 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 será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

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 no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus 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 / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Perú:

Economista Jefe Perú

Hugo Perea
+51 1 2112042
hperea@bbva.com

Francisco Grippa
+51 1 2111035
fgrippa@bbva.com

Daniel Barco
+51 2111548
daniel.barco@bbva.com

Isaac Foinquinos
+51 1 2111649
ifoinquinos@bbva.com

BBVA Research*Economista Jefe del Grupo*
Jorge Sicilia*Economías Emergentes:*

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

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación Latam

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a**BBVA Research Latam**

Pedro de Valdivia 100
Providencia
97120 Santiago de Chile
Teléfono: + 56 26791000
E-mail: bbvaresearch@bbva.com