

Situación Perú

Primer Trimestre 2013
Análisis Económico

- **Implementación de medidas en las principales economías del mundo reduce la incertidumbre**, lo que favorece las perspectivas de la actividad global.
- **Se revisan al alza las previsiones de crecimiento de Perú.** El producto se expandirá 6,5% en 2013 y 6,3% el siguiente año, recogiendo así la menor incertidumbre en los mercados mundiales y un mayor soporte de la demanda interna.
- **La convergencia de la inflación hacia el centro del rango meta se completará el próximo año.** En 2013 se mantendrá alrededor del techo del mismo debido al fuerte avance del gasto doméstico y a la disminución de las holguras en el mercado laboral.
- **Influjo de capitales privados de largo plazo continuará fortaleciendo a la moneda local.** Intervenciones cambiarias del Banco Central modularán el ritmo de la apreciación, pero le seguirán demandando un importante esfuerzo financiero.
- **La tasa de política se mantendrá en su nivel actual.** Eventuales ajustes en la posición monetaria serán mediante elevaciones de encajes para evitar exacerbar la tendencia de la moneda local a fortalecerse.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Mejora la percepción del escenario económico global	4
3. Perú: se revisa al alza la previsión de crecimiento para 2013 y 2014	5
Recuadro 1: Empuje de la demanda y gasto en bienes durables	9
4. Convergencia de la inflación hacia el centro del rango meta será en 2014.....	12
5. La moneda local mantendrá tendencia a la apreciación.....	15
Recuadro 2: Intervenciones cambiarias y costos de la esterilización.....	19
6. En los próximos meses, ajustes de las condiciones monetarias vía encajes.....	20
7. Europa y la abundancia de liquidez global son los principales riesgos	22
8. Tablas	24

Fecha de cierre: 4 de febrero de 2013

1. Resumen

A inicios de año, las perspectivas de crecimiento para la economía peruana se muestran favorables. Por el lado externo, la incertidumbre ha disminuido debido a las medidas implementadas en las principales economías del mundo. En este contexto es menor tanto la probabilidad de que se den eventos complicados como el impacto en caso de que estos finalmente ocurran. Además, los datos más recientes confirman que la desaceleración del crecimiento global habría concluido el trimestre pasado. Por el lado local, la economía mantiene un buen dinamismo. Los indicadores de actividad siguen expandiéndose a un ritmo importante y en algunos casos han registrado una evolución mejor que la esperada. Además, los indicadores de confianza empresarial y de las familias, referencias del desempeño que podría tener en los próximos trimestres el gasto del sector privado, continúan en niveles elevados. Si a ello le sumamos el mayor impulso fiscal que se observará en 2013 y la continuidad de las buenas condiciones de financiamiento, el crecimiento económico será este año mayor que el que previmos hace tres meses y alcanzará el 6,5%. El empuje que se observará en 2014 por el lado de las exportaciones debido a la entrada en operación de diversos proyectos mineros compensará la moderación en el gasto privado y una posición fiscal menos acomodaticia, de manera que ese año el producto avanzará 6,3%.

Por el lado de los precios, la inflación ha retornado al interior del rango meta y se ubica actualmente en 2,9%. Este retroceso recoge principalmente la reversión de choques de oferta. Para lo que resta de 2013 no esperamos mayores descensos adicionales debido a la influencia de factores como la expansión sostenida de la demanda interna y las ajustadas condiciones en el mercado laboral. Así, la convergencia de la inflación hacia el centro del rango concluirá el próximo año, de manera gradual, en un entorno de moderación del gasto privado y público y de ausencia de choques de oferta.

Prevedemos también que la moneda local seguirá fortaleciéndose. Los fundamentos apoyan la tendencia a la baja en el tipo de cambio, en particular el avance de la productividad. Esta trayectoria se verá reforzada por el influjo de capitales privados de largo plazo, el que seguirá siendo significativo en 2013 tanto bajo la forma de inversión extranjera directa como de financiamiento que obtienen las empresas peruanas en el exterior. El ritmo de la apreciación seguirá siendo modulado por las intervenciones cambiarias del Banco Central. El esfuerzo financiero que conllevan estas operaciones ya ha sido importante y estimamos que por ello serán complementadas con medidas como la ampliación del límite operativo que tienen los fondos privados de pensiones para invertir en el extranjero, aumentos de encajes, mayores compras de moneda extranjera por parte del Gobierno, y eventualmente un incremento de la retención que deben realizar las empresas locales sobre los intereses que pagan por sus préstamos del exterior, lo que tendería a elevar el costo del financiamiento al que acceden. Como resultado, prevemos que el tipo de cambio se ubicará alrededor de 2,45 al cierre del año. En 2014, a medida que los mercados anticipen que las condiciones monetarias en las economías avanzadas empezarán a normalizarse, generando un reacomodo de portafolios a nivel global, el tipo de cambio tendrá un comportamiento más estable.

En cuanto a la política monetaria, hay elementos que apuntan a que el Banco Central realizará ajustes en su posición. El gasto privado seguirá avanzando a un ritmo importante en un entorno en el que las holguras en el mercado laboral y en la capacidad de producción en algunas industrias han descendido. No serán así elementos del lado de la oferta o de costos los que presionarán a los precios, como en los últimos dos años, sino de demanda. Tomando en cuenta el sesgo expansivo del gasto público en 2013, será entonces el Banco Central sobre quien recaerá la tarea de graduar estas presiones. Nuestra previsión de lenta convergencia de la inflación al centro del rango meta es consistente con un tono menos acomodaticio de la política monetaria. El ajuste se dará en 2013 mediante alzas en los encajes, manteniendo sin cambios la tasa de referencia para evitar así exacerbar la tendencia de la moneda local a fortalecerse. El próximo año, con un tipo de cambio menos presionado, habrá más espacio para empezar a orientar la tasa de política hacia un nivel más neutral.

Finalmente, los factores de riesgo más importantes en nuestras proyecciones son dos. El principal sigue siendo Europa. La falta de compromiso con las metas fiscales en alguna de las economías periféricas de la Eurozona, eventos políticos adversos en Italia o Alemania, o un “accidente” financiero en Grecia o Chipre podrían desencadenar este escenario. Creemos sin embargo que tanto la probabilidad de ocurrencia como los efectos que tendría en caso de ocurrir han disminuido debido al apoyo que brindaría el Banco Central Europeo. Esta misma razón y las crecientes fortalezas de la economía peruana nos hacen prever que los impactos de este choque serían relativamente limitados a nivel local. El segundo riesgo importante es que en el entorno de abundante liquidez global se produzca un flujo de capitales masivo que lleve, por un lado, a una fuerte apreciación de la moneda y con ello a que el sector exportador pierda competitividad, y por otro a una expansión excesiva del crédito y así a que se formen burbujas en los precios de algunos mercados. En este escenario se produciría una fuerte aceleración transitoria de la actividad (con posterior caída cuando los flujos de capitales reviertan), sobreendeudamiento en el sector privado, un aumento de las presiones inflacionarias, y una ampliación del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que no sería sostenible. El reto de las autoridades económicas será acotar estos efectos, para lo cual ya se han venido implementando medidas macroprudenciales.

2. Mejora la percepción del escenario económico global

La percepción del escenario económico global ha mejorado en el último trimestre con la continuada caída de las tensiones financieras globales, particularmente en Europa, y con el acuerdo para evitar por ahora el llamado “abismo fiscal” en EEUU

Han repuntado los indicadores de confianza en las principales áreas económicas y los datos de actividad y gasto siguen siendo consistentes con una expansión global moderada. Europa lleva ya seis meses de caídas de las tensiones financieras, con una paulatina apertura, aún incompleta, de los mercados de financiación a empresas, financieras y no financieras, de algunas economías de la periferia del área del euro.

El sentimiento en los mercados financieros de los países desarrollados ha mejorado sostenidamente en los últimos meses debido en gran medida a tres factores: (i) los datos muestran que China no sufrirá una fuerte desaceleración, algo que algunos analistas preveían; (ii) en EEUU se evitó el llamado “abismo fiscal” y, de hecho, su economía mantiene un crecimiento razonable a pesar de la incertidumbre existente, y (iii) incluso en Europa se continuaron realizando avances en la unión bancaria, lo que refuerza el compromiso de las autoridades con la unión monetaria ya mostrado con las acciones del BCE en la segunda mitad de 2012.

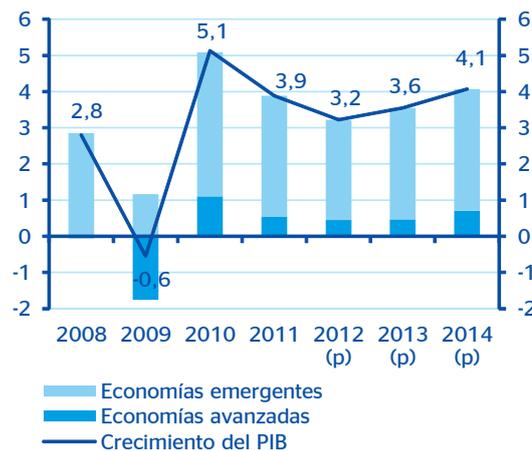
Con todo, la mejora de la percepción de mercado no altera demasiado los fundamentos y el crecimiento mundial seguirá siendo lento en los países desarrollados. Así, el ritmo de expansión de la actividad global repuntará desde el 3,2% en 2012 hasta el 3,6% en 2013 y 4,1% en 2014 (ver Gráfico 1), casi la misma estimación de hace tres meses. En 2013 se compensan la revisión a la baja del crecimiento brasileño y el mantenimiento en el área del euro y EEUU con las mejores previsiones de China, México o algunas economías latinoamericanas (Gráfico 2).

La continuidad de la recuperación necesita de la implementación de políticas apropiadas en EEUU y el área del euro. En EEUU deben ir más allá de amortiguar transitoriamente subidas inminentes de impuestos y deben evitar incertidumbres sobre el pago de la deuda y el reparto de la carga de la consolidación fiscal. En el área del euro han de seguir los avances en la

gobernanza, en particular en lo relativo a la unión bancaria, tanto con acuerdos adicionales como con la implementación efectiva de los alcanzados sobre la supervisión y procedimientos de resolución bancaria.

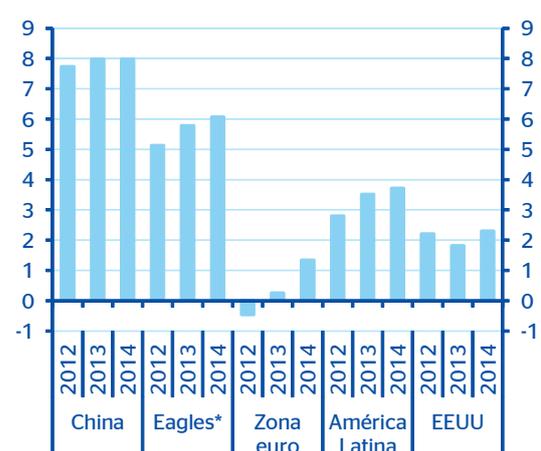
Sin descartar la posibilidad de sorpresas positivas, la incertidumbre del escenario económico global sigue sesgada a la baja. Crecimientos globales más bajos resultarían de un aumento de las tensiones financieras y del deterioro de la confianza si resurgen las dudas sobre el compromiso de las autoridades europeas con el fortalecimiento del euro, por ahora bien acotadas tanto por el anuncio del BCE de julio pasado como por los acuerdos de los países de la zona en apoyo de la moneda única. En caso de producirse estas tensiones, que requerirían de nuevos acuerdos de salvaguarda financiera, el área del euro seguiría en recesión en 2013. En EEUU, el riesgo sería que al contagio del riesgo europeo se sumara el efecto de desacuerdos para lograr la consolidación fiscal o ampliar el techo de deuda. El PIB global, con el soporte de las economías emergentes, oscilaría en 2013 y 2014 en este escenario de riesgo entre el 2,5% y el 3,0%. Este escenario de riesgo es menos probable y de menor impacto hoy que lo estimado hace tres meses, dados los avances ya logrados en la definición e implementación de políticas en las áreas más desarrolladas y la resistencia mostrada por el crecimiento de las emergentes.

Gráfico 1
Tasa de crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento del PIB (%)



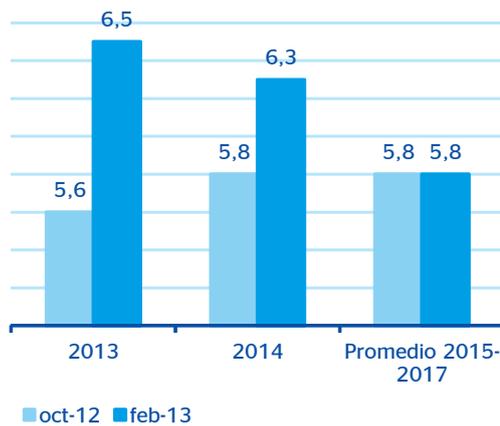
*: EAGLES es el acrónimo para Emerging and growth-leading economies, es decir, economías emergentes que lideran el crecimiento global. Incluye a China, India, Brasil, Indonesia, Corea del Sur, Rusia, Turquía, México y Taiwán.
Fuente: BBVA Research

3. Perú: se revisa al alza la previsión de crecimiento para 2013 y 2014

A inicios del año, las perspectivas de crecimiento para la economía peruana se muestran favorables. Por el lado externo, se registra un entorno de menor incertidumbre y la probabilidad de que se den eventos complicados así como su eventual impacto se ha reducido. Además, los últimos datos de actividad confirman que la desaceleración del crecimiento global habría concluido el trimestre pasado. Por el lado local, la economía mantiene un buen impulso, con indicadores de actividad que mantienen un sólido ritmo de expansión y que en algunos casos han registrado una evolución mejor a la esperada. Asimismo, los indicadores de confianza empresarial y de las familias se mantienen en niveles elevados y este año se espera un mayor impulso fiscal y que se mantengan las buenas condiciones de financiamiento. Para el 2014, se

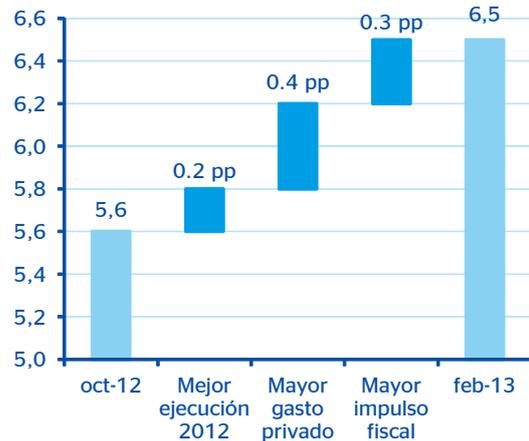
anticipa un empuje adicional por el lado de las exportaciones debido a la entrada en operación de diversos proyectos mineros. En este contexto, hemos revisado al alza nuestras previsiones de crecimiento para este y el próximo año (ver Gráficos 3 y 4).

Gráfico 3
Perú:
previsión de crecimiento económico 2013-2017 (%)



Fuente: BBVA Research Peru

Gráfico 4
Perú: ajuste en la previsión de crecimiento en 2013 (% y pp)



Fuente: BBVA Research Peru

La actividad económica sigue mostrando un fuerte dinamismo

Los indicadores disponibles de actividad y gasto señalan que el crecimiento económico comienza con un buen impulso a inicios del año. Por el lado de los índices de confianza, se observa que tanto el optimismo empresarial como de los consumidores muestran una tendencia al alza y en el primer caso registra su nivel más alto en 25 meses (ver Tabla 1). Asimismo, destacan los registros de las importaciones de bienes de capital (vinculadas a la inversión) que siguen creciendo a tasas de dos dígitos y la aceleración de la producción de electricidad en enero.

Tabla 1
Perú: indicadores de actividad y gasto

	3T12	4T12	Enero
Confianza empresarial (índice)	59	64	67
Importaciones de bienes de capital (var.% interanual)	16	14	
Confianza del consumidor (índice)	53	56	58
Ventas de autos familiares (var.% interanual)	28	35	14
Crédito de consumo (var.% interanual)	18	16	
Gasto público, consumo (var.% interanual)	5	17	
Gasto público, capital (var.% interanual)	28	16	
Producción eléctrica (var.% interanual)	6	6	7

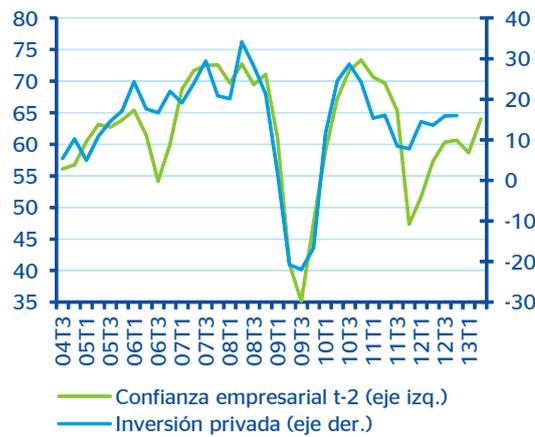
Fuente: BCRP, Apoyo Consultoría, ARAPER, SBS, COES. Elaboración: BBVA Research Perú

Además del optimismo empresarial, el acceso al financiamiento externo en buenas condiciones le dará soporte a la inversión privada

Estimamos que los niveles que actualmente registra el índice de confianza empresarial son compatibles con un crecimiento de la inversión entre 10% y 15% (ver Gráfico 5). Este panorama positivo se complementa con las buenas condiciones de financieras que han venido encontrando

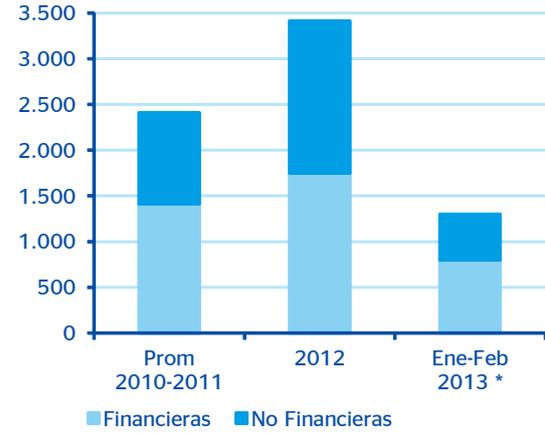
las empresas peruanas en los mercados externos. Así, en las primeras seis semanas del año las corporaciones locales (financieras y no financieras) ya han emitido bonos por USD 1,300 millones, un monto equivalente al 38% de lo que emitieron el año pasado (ver Gráfico 6). Se proyecta que en un entorno de abundante liquidez en los mercados financieros externos y de menor aversión global al riesgo, las empresas peruanas continuarán accediendo a las fuentes de financiamiento externo en condiciones favorables.

Gráfico 5
Confianza empresarial e inversión privada (índice y var. % interanual)



Fuente: BCRP. Elaboración: BBVA Research Perú

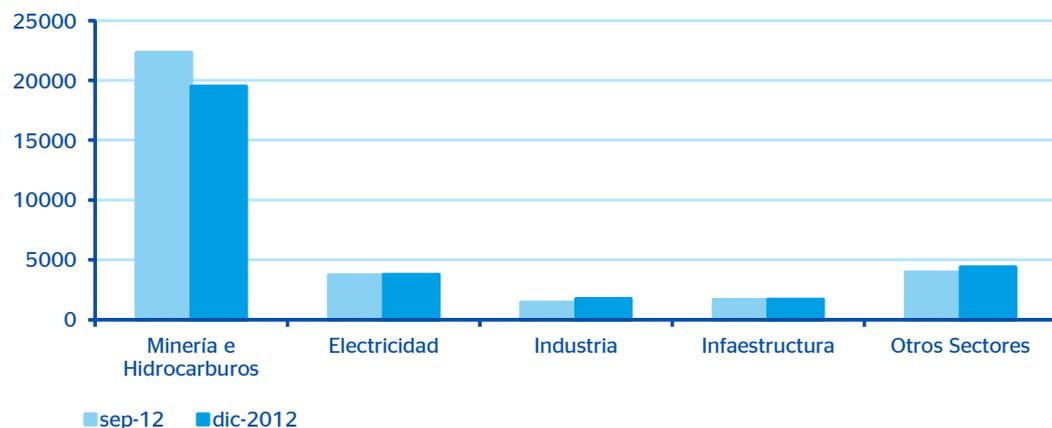
Gráfico 6
Emissiones de títulos de empresas peruanas en el mercado internacional (USD millones)



Fuente: Bloomberg. Elaboración: BBVA Research Perú

El impacto positivo que tendrán estos factores sobre la inversión privada será atenuado por los retrasos que vienen sufriendo algunos proyectos de explotación de recursos naturales (minerales e hidrocarburos, principalmente). En este sentido, tres obstáculos que se han venido reportando son las demoras y cambios normativos para obtener licencias medioambientales, los conflictos sociales vinculados a algunos proyectos mineros y la demora para culminar con los detalles que permitan la aplicación de la Ley de Consulta Previa (la que establece mecanismos de consulta a la población circundante a los proyectos extractivos pero que no tiene carácter vinculante). En este contexto, se ha registrado una caída en los anuncios de inversión en el sector minero para el periodo 2013 -2014 (ver Gráfico 7).

Gráfico 7
Anuncios de grandes proyectos de inversión privada 2013-2014 (USD millones)



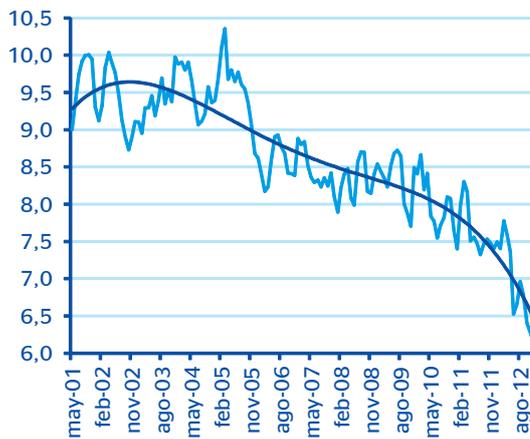
Fuente: BCRP. Elaboración: BBVA Research Perú

Dinamismo del empleo e incrementos salariales para la administración pública darán soporte al consumo

El mercado laboral viene mostrando tendencias favorables. Así, la tasa de desempleo se ubica en mínimos (ver Gráfico 8), la informalidad del empleo viene declinando¹ y el ingreso real de los trabajadores aumentó 5,0% en 2012 en Lima Metropolitana. La evolución de estas variables ha inducido un mayor optimismo de los consumidores, en particular de los segmentos de ingresos altos y medio-altos que registran niveles de confianza en máximos (ver Gráfico 9), lo que dará soporte al gasto de las familias (ver Recuadro 1).

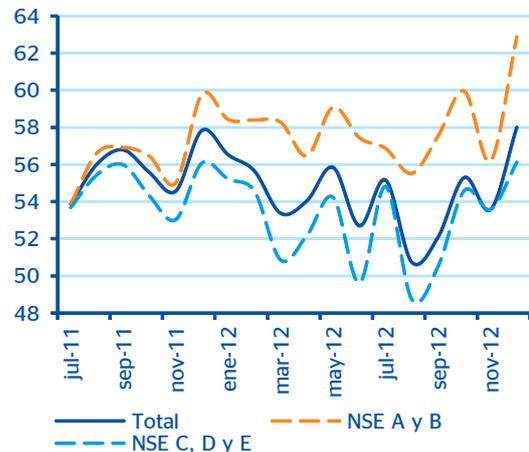
Además, este año el gobierno ha establecido incrementos salariales para los trabajadores de la administración pública, lo que beneficiará principalmente a los profesionales de la salud, policías, militares, y profesores. Se estima que en conjunto estos aumentos representarán alrededor de 0,4% del PIB de 2013.

Gráfico 8
Tasa de desempleo en Lima Metropolitana (como % de la fuerza laboral)



Fuente: BCRP, INEI. Elaboración: BBVA Research Perú

Gráfico 9
Confianza del Consumidor - INDICCA (Índice)



Fuente: Apoyo. Elaboración: BBVA Research Perú

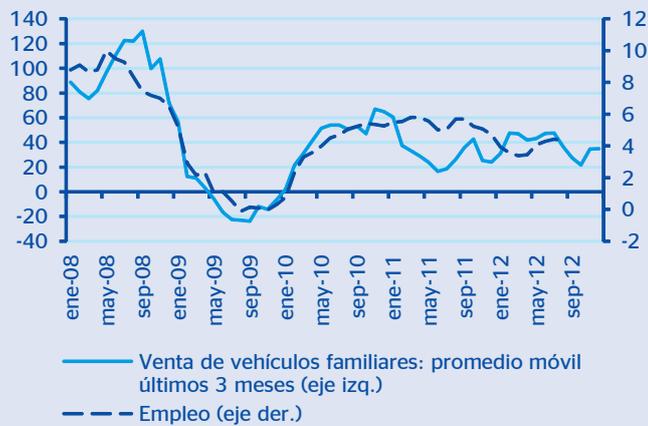
1: El empleo adecuado, es decir la población que no está en situación de subempleo, viene creciendo más rápido que el empleo total: 4,5% frente a 2,0% en 2012. Los datos corresponden a Lima Metropolitana

Recuadro 1: Empuje de la demanda y gasto en bienes durables

Una parte de la expansión sostenida del gasto privado ha venido reflejándose en una demanda creciente por bienes durables. Un ejemplo del mayor consumo de estos bienes son los autos, cuyas ventas (unidades nuevas) se elevaron 27% en 2012. Por tipo de vehículo, las ventas

de autos ligeros, que son lo que demandan las familias, creció 38% en línea con el dinamismo del empleo y los mayores ingresos familiares (ver Gráfico 10). Las ventas de vehículos comerciales y de carga se elevaron en 11,5%, debido al empuje de la inversión (ver Gráfico 11).

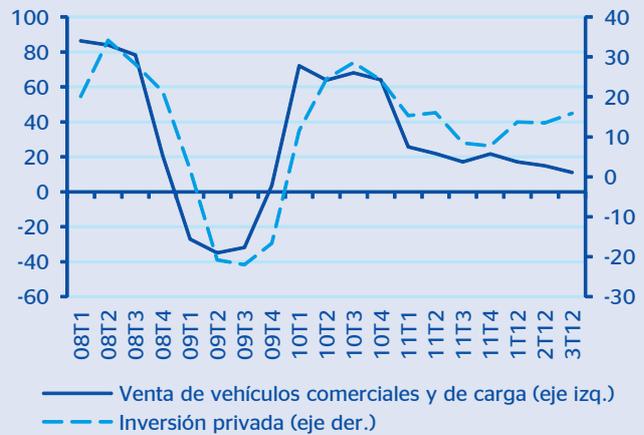
Gráfico 10
Empleo y venta de vehículos ligeros (Var % interanual)



Fuente: Araper y BCRP. Elaboración: BBVA Research Perú

Además de la mayor penetración de marcas asiáticas, las que ofrecen vehículos a menores precios pero manteniendo las características de confort, las buenas condiciones de financiamiento también le dieron soporte a las ventas de autos. Así, el año pasado los créditos vehiculares crecieron alrededor de 18%, y es una modalidad de préstamos que tiene un gran potencial hacia adelante y que favorecerá la demanda de autos. Al respecto, cabe señalar que sólo el 20% de las ventas de autos ligeros se realizan con financiamiento bancario y actualmente

Gráfico 11
Inversión privada y venta de autos comerciales y de carga (Var. % interanual)



Fuente: Araper y BCRP. Elaboración: BBVA Research Perú

se vienen posicionando modalidades de financiamiento relativamente novedosas para el mercado local, como el leasing americano (alternativa que ofrece cuotas de pago más bajas). Como resultado de los factores que le darán soporte al mercado de autos en Perú (crecimiento de los ingresos, consolidación de la clase media, el grado de urbanización, el mayor acceso al financiamiento) BBVA Research estima que el parque automotor se elevará de aproximadamente 2 millones de unidades en 2012 a 4,5 millones en 2020².

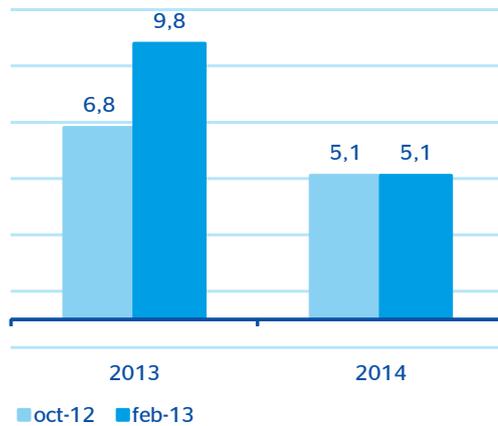
2: Para mayor detalle, ver Situación Automotriz 2012: (http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/situacion_automotriz_peru_2012_tcm346-363506.pdf?ts=3012013).

Se espera para este año un mayor impulso fiscal

El Presupuesto Fiscal de 2013 ha considerado un aumento del gasto público mayor al del año previo (un aumento real de 10% este año, frente a uno de 4% en 2012). Además de las mejoras salariales mencionadas, se registra un fuerte incremento del gasto en programas sociales y de inversión. Consistentemente, hemos elevado nuestra proyección de gasto público (ver Gráfico 12) en bienes a 8% (5% anteriormente) y el de inversión a 13% (10% previamente). Esto tendrá un impacto adicional sobre el PIB de este año de 0,3 pp.

Gráfico 12

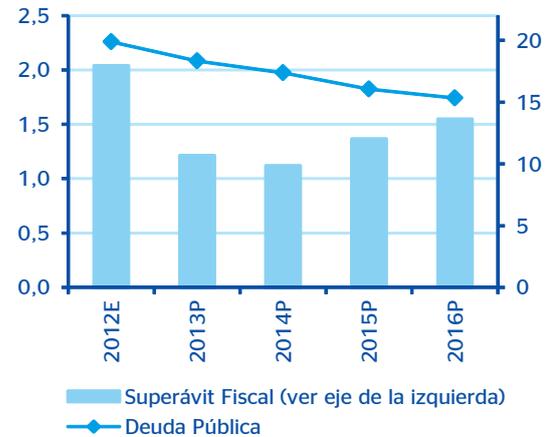
Crecimiento del gasto público (en términos reales, var. %)



Fuente: BBVA Research Peru

Gráfico 13

Superávit fiscal y Deuda pública bruta (% del PIB)



Fuente: BBVA Research Peru

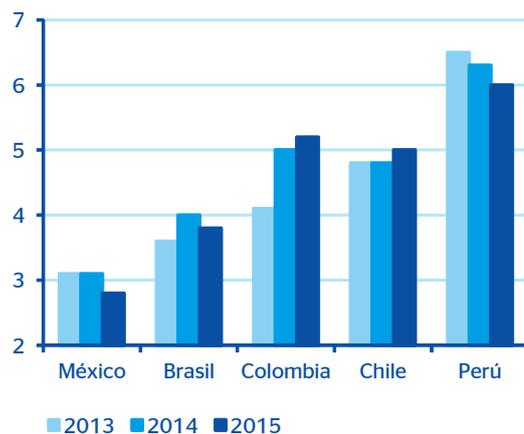
A pesar de este aumento, los ingresos del gobierno seguirán siendo superiores a los gastos, de tal manera que estimamos un superávit de 1,2% en 2013 (2,0% en 2012). Dado que esta solvencia podría estar determinada, en alguna medida, por la posición favorable del ciclo económico y del precio de los metales, es conveniente evaluarla asumiendo un nivel de largo plazo de ambos factores. La medición de este déficit fiscal estructural es efectuada regularmente por el Banco Central y, para el 2013, lo sitúa en 0,5% del PIB, nivel que es considerado sostenible. Hacia futuro esperamos que el ritmo de crecimiento del gasto público retorne a tasas más conservadoras, consistentes con la evolución esperada del PIB y de los ingresos fiscales. Esto es consistente con las reglas dispuestas en la Ley de Transparencia y Responsabilidad Fiscal, que impiden formular un Presupuesto que implique un déficit superior a 1,0% del PIB. Sería conveniente que dentro de este avance más moderado del gasto público la inversión mantenga una participación importante, lo que favorecería la competitividad de la economía peruana y su crecimiento potencial.

Un efecto positivo de la elevada solvencia fiscal es la reducción de la posición deudora. A la tendencia decreciente que actualmente registra el ratio de deuda pública (ver Gráfico 13), se ha sumado una anunciada operación de recompra de bonos internacionales por hasta USD 2,000 millones por parte del Poder Ejecutivo. Esta elevada capacidad de cumplimiento (incluso anticipado) por parte del gobierno, junto con una economía que ha mostrado alta resistencia a la desaceleración de la economía mundial, son argumentos que las agencias calificadoras tomarán en cuenta en la evaluación del riesgo soberano, por lo que consideramos probable que este año vuelva a elevarse el rating crediticio de Perú.

La demanda interna moderará su crecimiento desde 2014, lo que será atenuado por el crecimiento de las exportaciones

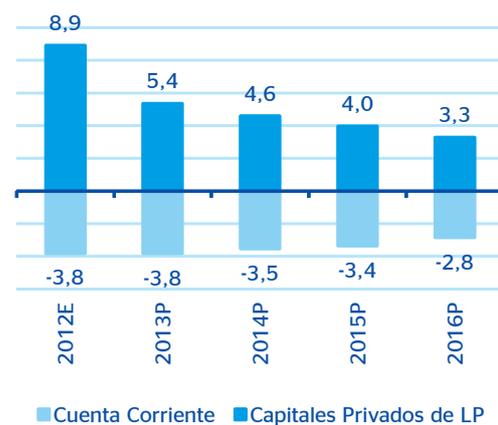
Por el lado privado, la inversión en minería e hidrocarburos seguirá siendo dinámica pero dejará de tener el espacio de crecimiento de los últimos años, debido a tres factores: una menor disponibilidad de proyectos de gran envergadura a nivel local, la perspectiva de una paulatina corrección del precio del cobre hacia su tendencia de largo plazo y la persistencia de los factores que han venido retrasando algunos proyectos. Esto, unido al menor crecimiento del gasto público, tenderá a desacelerar la demanda interna hacia tasas de crecimiento inferiores a 6% desde 2014. En contraparte, la recuperación de la economía global y el inicio de la etapa extractiva de un buen número de proyectos mineros (Toromocho y Las Bambas en 2014, La granja y Constanza en 2015, y Quellaveco y la Ampliación de Cerro Verde en 2016) darán un impulso adicional a las exportaciones, que estimamos que crezcan a una tasa cercana al 10% promedio anual entre 2014 y 2016. Como resultado, la tasa de crecimiento del producto se desacelerará gradualmente a 6,3% en 2014, y a 6,0% entre 2015 y 2016. Anticipamos que estas tasas seguirán situando al Perú como la economía de mejor desempeño económico entre los países más grandes de América Latina (ver Gráfico 14).

Gráfico 14
Proyección de crecimiento del PIB en América Latina (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 15
Cuenta corriente e Influjo de capitales privados de largo plazo (% del PIB)



Fuente: BBVA Research Perú

La ampliación del déficit externo es temporal y seguirá siendo financiado con capitales privados de largo plazo

El déficit de la cuenta corriente cerró el 2012 en cerca de 4% del PIB, y para este año se espera un nivel similar. Esto obedece, de un lado, al fuerte dinamismo de la demanda interna y, de otro, a la debilidad de la actividad global. Sin embargo, desde el 2014, las cuentas externas empezarán a mejorar gradualmente, conforme los proyectos mineros que se vienen implementando entren en fase de explotación y se eleve la exportación de minerales, especialmente de cobre, cuya producción se triplicará hacia el 2016. Preveamos que el efecto comercial positivo domine sobre el impacto en renta de factores. Esto, debido a que el aumento de las utilidades por la mayor capacidad extractiva será atenuado por la tendencia declinante que anticipamos para el precio del cobre.

En cuanto al financiamiento, el influjo de capitales privados de largo plazo alcanzó el año pasado un monto récord, cercano a los USD 20 mil millones. En los próximos años, las oportunidades de inversión en una economía de rápido crecimiento como la peruana seguirán atrayendo capitales bajo la forma de inversión extranjera directa y de préstamos de largo plazo. Así, aun cuando anticipamos que el ritmo de influjo de capitales privados de largo plazo sea significativamente más moderado en los siguientes años (ver Gráfico 15), estos continuarán financiando con holgura el déficit externo.

4. Convergencia de la inflación hacia el centro del rango meta será en 2014

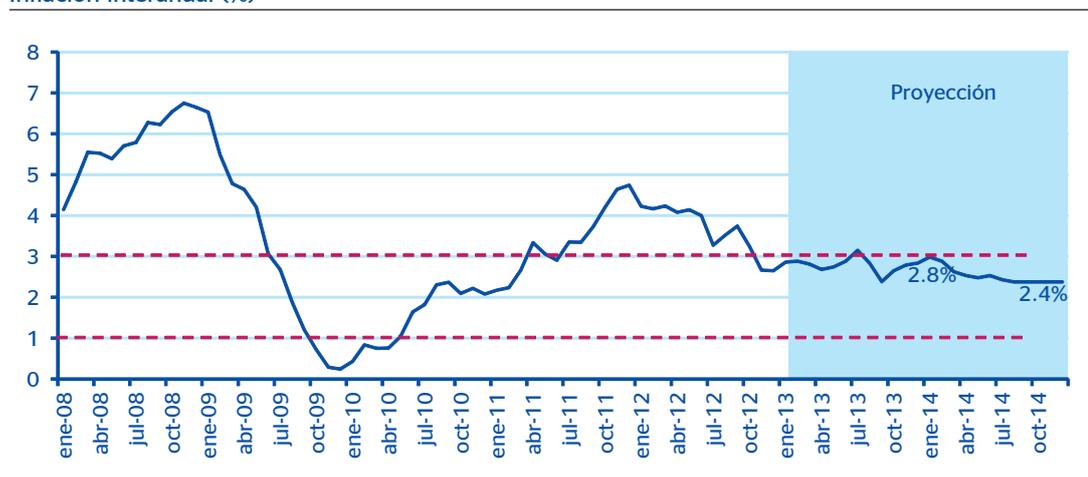
En enero, la inflación interanual se ubicó en 2,9% (ver Tabla 2) y para el resto del año no se esperan descensos adicionales importantes debido a la influencia de factores como la expansión sostenida de la demanda interna y un mercado laboral algo más ajustado. A partir de 2014, en un contexto de moderación del gasto privado y público y en ausencia de choques de oferta la inflación convergerá gradualmente hacia el centro del rango meta (ver Gráfico 16).

Tabla 2
Inflación interanual sectorial (%)

	Ponderación	Dic-11	Ene-13
1. Inflación	100,0	4,7	2,9
2. Inflación subyacente	65,2	3,6	3,3
2.1 Bienes	32,9	3,2	2,5
Alimentos y bebidas	11,3	4,7	4,1
Textiles y calzado	5,5	4,7	2,9
Aparatos electrodomésticos	1,3	-1,1	-2,7
Resto de productos industriales	14,9	1,8	1,3
2.2 Servicios	32,2	4,1	4,2
Comidas fuera del hogar	11,7	6,8	6,4
Educación	9,1	4,2	4,6
Salud	1,1	1,9	3,4
Alquileres	2,4	-0,7	-0,4
Resto de servicios	7,9	1,7	1,7
3. Inflación no subyacente	34,8	6,8	2,0
Alimentos	14,8	11,5	2,8
Combustibles	2,8	7,5	-0,1
Transportes	8,9	3,6	2,4
Servicios públicos	8,4	1,5	0,9

Fuente: BCRP. Elaboración: BBVA Research Peru

Gráfico 16
Inflación interanual (%)



Fuente: BCRP, BBVA Research Peru

En los próximos meses, la inflación se mantendrá alrededor del límite superior del rango meta

Durante este año, un primer elemento que mantendrá la inflación cerca del techo del rango meta será el empuje de la demanda interna. Al respecto, cabe señalar que la inflación subyacente, el componente tendencial de la inflación que señala si existen presiones sobre los precios por factores de demanda y que representa el 65% de la inflación total, aún se ubica por encima de 3,0%. Dentro de este componente, los rubros Textiles y Calzado, Educación, y Comidas Fuera del Hogar, que tienen una alta ponderación, registraron en enero incrementos interanuales entre 2,9% y 6,4% (ver Tabla 2), en línea con la fortaleza que viene mostrando el gasto de las familias y que se proyecta se mantendrá a buen ritmo durante el presente año.

Las condiciones del mercado laboral también imprimirán cierta inercia al descenso de la inflación. De acuerdo con la empresa Apoyo Consultoría, el aumento de los salarios reales en los últimos años ha reflejado los efectos de ganancias de productividad y de los procesos de expansión de las empresas locales; pero también señalan que alrededor de un tercio del incremento se explica por la escasez de personal calificado. Este factor viene presionando los costos laborales de las empresas y es una situación que se espera persista en los próximos meses. Al respecto, una encuesta reciente de la misma consultora señala que en los próximos 6 meses la mayor parte de las empresas tendrá dificultades para encontrar mano de obra calificada (ver Gráfico 17) y casi 80% de empresas esperar elevar sueldos a ejecutivos y mandos medios (ver Gráfico 18). Eventualmente, los mayores costos laborales podrían ser trasladados hacia los precios del consumidor final, transmisión que podría ser más rápida dado el estado actual del ciclo económico.

Gráfico 17
Empresas con dificultades para encontrar mano de obra calificada en los próximos seis meses (%)



Fuente: Apoyo Consultoría

Gráfico 18
Empresas que elevarán sueldos en los próximos seis meses (%)

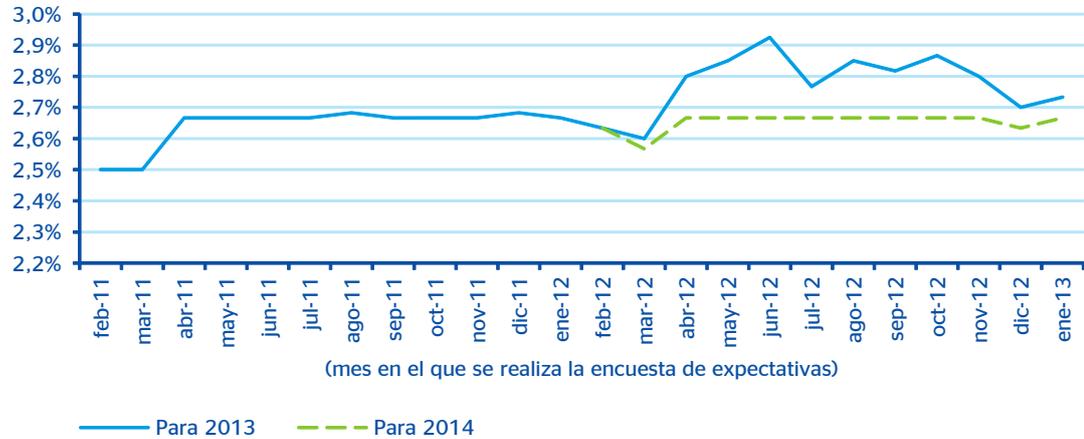


Fuente: Apoyo Consultoría

Finalmente, cabe agregar que las expectativas inflacionarias también podrían retrasar la convergencia de la inflación hacia el centro del rango meta. Para 2014, luego de haber registrado una tendencia a la baja en noviembre y diciembre en línea con el descenso de la inflación, parecen haberse estabilizado alrededor de 2,7% (ver Gráfico 19).

Gráfico 19

Expectativas de inflación para 2013 y 2014 (% , fin de periodo)



* Promedio de expectativas de analistas económicos, sistema financiero y empresas no financieras.
Fuente: BCRP. Elaboración: BBVA Research Peru

Por el lado de los precios de insumos alimentarios importados y del petróleo se esperan menores presiones

En un entorno de mejores condiciones climatológicas, se espera un aumento de la producción mundial de granos y cereales en 2013. En el caso de la soya (ver Gráfico 20) se ha revisado al alza la cosecha para Estados Unidos y se tienen muy buenas perspectivas para los principales países productores del Hemisferio Sur (Argentina y Brasil). Para el trigo, contribuye de manera importante a esta visión el incremento de la superficie sembrada en Europa en lo que va del invierno. Estas previsiones ya se han venido reflejando en los precios, los cuales vienen descendiendo después de elevarse significativamente en el tercer trimestre del año pasado. Cabe señalar, sin embargo, que si se presentaran eventos climatológicos adversos los precios podrían reaccionar fuertemente al alza dada la estrechez actual de los inventarios (ver Gráfico 21).

Gráfico 20

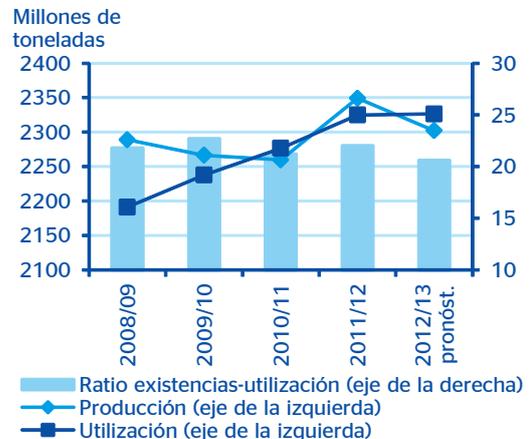
Precio de la soya (USD/TM)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 21

Producción, utilización y existencias de cereales



Fuente: FAO. Elaboración: BBVA Research

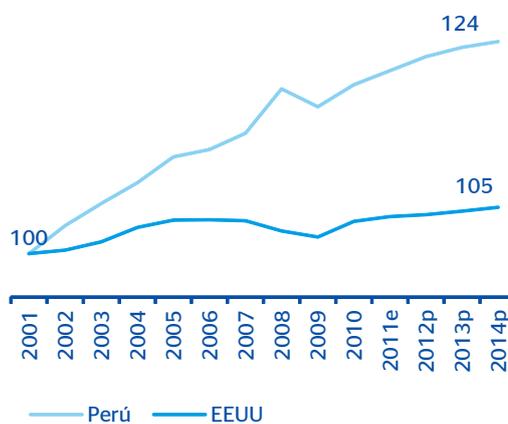
En cuanto al precio del petróleo, estimamos que se mantendrá relativamente estable en 2013 en un entorno en que el crecimiento global todavía será débil. Además, actualmente los inventarios se encuentran en niveles confortables de más de 50 días de consumo. Finalmente, se espera que la OPEP continúe su política de incrementar la explotación de su capacidad de producción para evitar alzas excesivas sobre el precio y desalentar la entrada de futuras fuentes competidoras.

5. La moneda local mantendrá tendencia a la apreciación

Fundamentos apoyan una mayor fortaleza de la moneda peruana

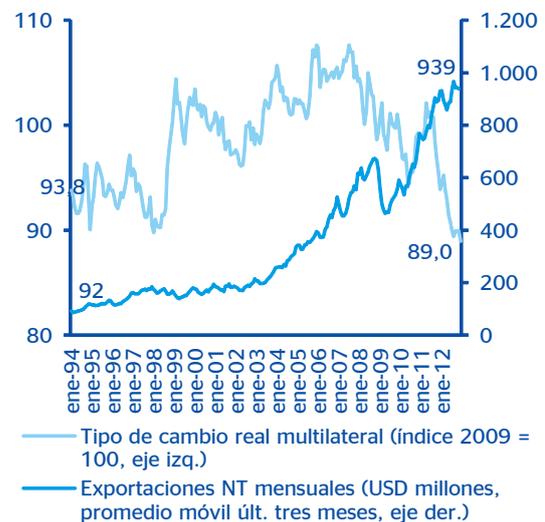
Nuestras estimaciones sugieren que el tipo de cambio se ubica entre 3% y 4% por encima de su valor de equilibrio (nivel consistente con la sostenibilidad externa del país), por lo que habría espacio para una mayor apreciación de la moneda peruana. De acuerdo con nuestros resultados, la tendencia a la baja del tipo de cambio (apreciación) de los últimos años ha sido, principalmente, un reflejo de las mejoras relativas de la productividad del país (ver Gráfico 22) en particular del sector transable, lo que ha permitido exportar más productos manufacturados a menores costos. Al respecto, cabe agregar que entre 2007 y 2012 el valor de las exportaciones peruanas no tradicionales (manufactureras) se ha duplicado en un contexto en el que el tipo de cambio real multilateral ha caído más de 13% (ver Gráfico 23).

Gráfico 22
Productividad total de factores
(índice, 2001 = 100)



Fuente: Conference Board y BBVA Research Peru

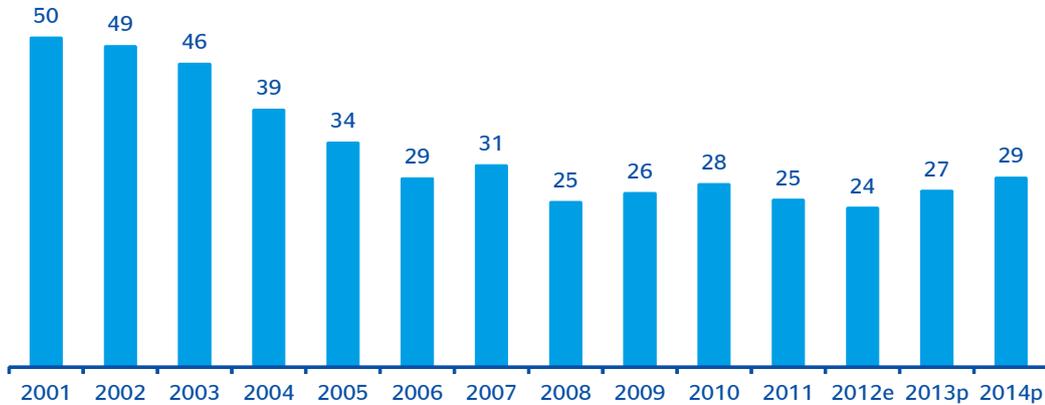
Gráfico 23
Tipo de cambio real y Exportaciones no tradicionales



Fuente: BCRP. Elaboración: BBVA Research Peru

Adicionalmente, encontramos que la trayectoria decreciente de los pasivos externos del país (ver Gráfico 24) ha sido un factor que también ha inducido un mayor fortalecimiento de la moneda local. Ello porque en la medida de que estos pasivos declinan, los superávits en la cuenta corriente de la balanza de pagos que se deben generar a futuro para cumplir con las obligaciones externas pueden ser menores y por lo tanto son consistentes con un tipo de cambio más bajo.

Gráfico 24
Pasivos externos netos (% del PIB)



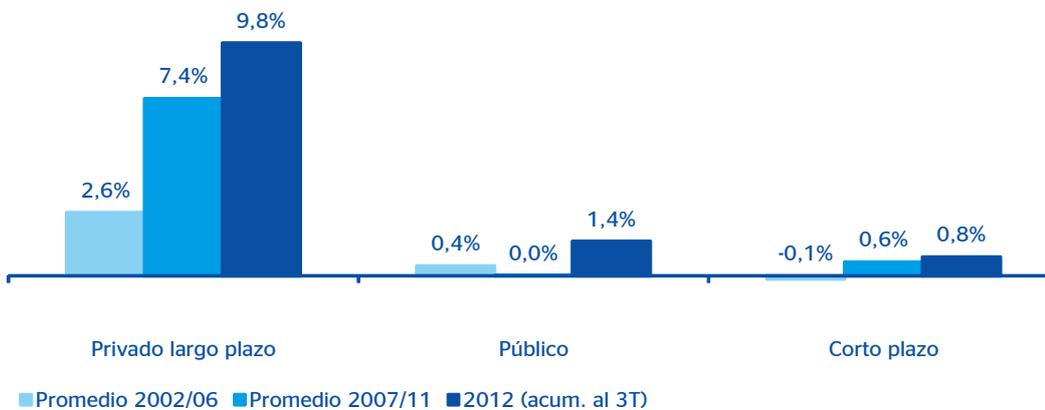
Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Preveamos que la trayectoria que mostrará el diferencial de productividades seguirá imprimiendo una tendencia a la baja sobre el tipo de cambio (apreciación), atenuada por un ligero aumento del ratio de obligaciones externas netas sobre PIB.

Mayores influjos de capitales podrían acentuar la apreciación...

Además de los factores que determinan su tendencia, en el corto plazo la evolución del tipo de cambio se ha visto influenciada por los fuertes ingresos de capitales (ver Gráfico 25), los que han generado una abundancia de liquidez en moneda extranjera que ha presionado al alza el valor de la moneda peruana (una mayor apreciación). Cabe mencionar que en 2012, un año en el que estos influjos registraron un máximo histórico, el tipo de cambio real multilateral cayó (se apreció) 7,6%, un ritmo que difícilmente puede atribuirse solo a ganancias de productividad del sector exportador.

Gráfico 25
Influjo anual de capitales (como % del PIB)



Fuente: BCRP. Elaboración: BBVA Research Perú

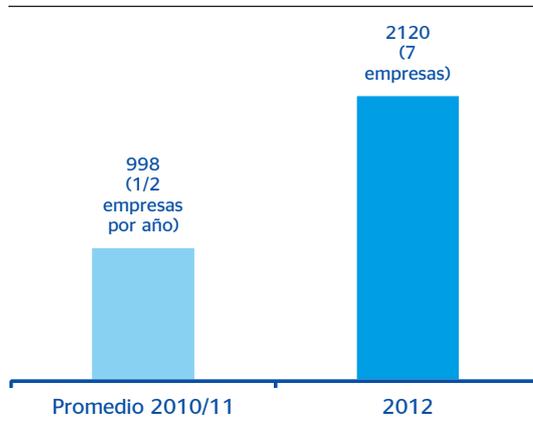
Es importante destacar que la mayor parte de los capitales que han ingresado al país en los últimos años han sido de largo plazo, lo que reduce la probabilidad de una reversión súbita en la dirección de estos flujos y los efectos desestabilizadores que esta genera. Además, este financiamiento externo ha estado principalmente dirigido al sector transable, lo que asegura la generación de divisas en el futuro para cumplir con las obligaciones contraídas con el exterior.

Hacia adelante, en un entorno de expansión de la liquidez en las economías avanzadas, menor aversión global al riesgo, condiciones de financiamiento favorables y buenas perspectivas sobre la economía peruana, el influjo de capitales privados de largo plazo seguirá siendo significativo, en particular el de la inversión extranjera directa vinculada a grandes proyectos mineros que están en fase de construcción y a otros sectores como energía, industria y comercio (ver Gráfico 7, sección 3).

Asimismo, anticipamos que continuará incrementándose el número de empresas peruanas que acceden directamente al mercado internacional para obtener financiamiento de mediano y largo plazo, destacando el acceso creciente de las entidades no financieras (en particular de las medianas), en línea con lo observado el año pasado (ver Gráfico 26). Ello refleja el tamaño que han alcanzado las operaciones de las empresas locales, las que ahora requieren conseguir financiamiento por montos más grandes, así como a las bajas tasas de interés externas y al mayor apetito en el exterior por bonos corporativos peruanos. Cabe señalar que en las primeras cinco semanas de 2013, las emisiones en el exterior por parte de empresas que operan localmente (financieras y no financieras) suman ya USD 1 300 millones (monto equivalente al 38% del total registrado todo el 2012) (ver Tabla 3).

Gráfico 26

Perú: emisiones de títulos de empresas no financieras en el mercado internacional (USD millones)



Fuente: BCRP. Elaboración: BBVA Research Perú

Tabla 3

Perú: emisiones de títulos corporativos en el mercado internacional en enero de 2013 (USD millones)

Empresa Emisora	Monto Emitido (MM)	Plazo	Rendimiento
Cementos Pacasmayo	300	10 años	4,6
Pesquera Exalmar	200	7 años	7,9
Fondo Mivivienda	500	10 años	3,6
BBVA Banco Continental	300	3 años	2,8
Total	1.300		

Fuente: Bloomberg. Elaboración: BBVA Research Perú

Finalmente, no se descarta un mayor posicionamiento de inversionistas no residentes en bonos soberanos, sobre todo en el tramo largo donde su participación relativa es menor a la que tienen en plazos menores y los rendimientos siguen siendo atractivos (la pendiente de la curva se ubica alrededor de máximos, ver Gráfico 27), especialmente cuando se considera que la volatilidad cambiaría en Perú es una de las más bajas en la región.

Gráfico 27

Pendiente de la curva de rendimientos de bonos soberanos (sob42 - sob20, pb)



Fuente: Bloomberg. Elaboración: BBVA Research Perú

... por lo que el Banco Central continuará interviniendo en el mercado cambiario, lo que le seguirá demandando un esfuerzo financiero importante

En los próximos meses, el ingreso de capitales seguirá presionando el tipo de cambio a la baja (apreciación), por lo que el riesgo de una sobrevaloración de la moneda peruana, que afectaría negativamente la competitividad del sector transable, no se puede descartar. Bajo este escenario, el Banco Central (BCRP) seguirá adquiriendo montos importantes de moneda extranjera para darle soporte al valor del dólar, tal como ha respondido frente a coyunturas similares. Así, las intervenciones cambiarias del BCRP le imprimirán gradualidad al descenso del tipo de cambio, el cual prevemos se ubicará alrededor de S/. 2,45 por dólar a fines de año, lo que representará una apreciación de 4,7%, similar a la registrada en 2012. En 2014, a medida que los mercados anticipen que las condiciones monetarias en las economías avanzadas, en particular en Estados Unidos, empezarán a normalizarse (BBVA Research estima que la FED empezará a subir su tasa de política en 2015), el tipo de cambio se estabilizará debido a un reacomodo de los portafolios a nivel global (menor exposición en economías emergentes por mejora gradual de los rendimientos en las economías avanzadas).

Cabe mencionar que el esfuerzo financiero que viene realizando el Banco Central para modular la caída del tipo de cambio ha sido significativo y está afectando de manera sensible los resultados de la entidad (ver recuadro 2).

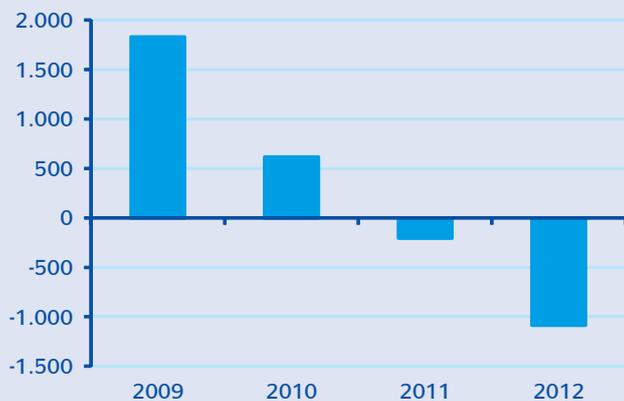
Recuadro 2: Intervenciones cambiarias y costos de la esterilización

Para absorber el exceso de expansión de la liquidez que inducen las compras significativas de moneda extranjera, el BCRP emite instrumentos de esterilización monetaria. Por estos debe pagar una tasa de interés, la que es superior al rendimiento que obtiene con los dólares que invierte en el exterior en activos de alta calificación crediticia y muy líquidos (activos internacionales de reserva). El diferencial entre las tasas que el BCRP paga y aquellas con las que se remuneran los activos de reserva se ve amplificado en una coyuntura como la actual en el que las tasas de interés internacionales se ubican en mínimos. Así, a mayores compras de dólares, mayor es el monto a esterilizar y mayor es el costo financiero.

En este contexto, en 2011 el Banco Central registró pérdidas por S/. 203 millones (ver Gráfico 28), el primer resultado deficitario desde 1994 cuando la entidad monetaria se encontraba en un proceso de reestructuración y de saneamiento patrimonial. En 2012, año en el que se registró un monto récord de compras de dólares en el mercado cambiario por casi USD 14 mil millones (casi tres veces mayor al del año 2011), las pérdidas superarán los S/. 1 100 millones. Este resultado negativo consumirá alrededor del 60% de la reserva patrimonial del BCRP, definida como la suma de la reserva legal y la reserva especial estatutaria (ver Gráfico 29). De acuerdo con la Ley Orgánica del Banco Central, si su reserva legal no es suficiente para asumir las pérdidas, el Tesoro debe recapitalizar la institución mediante la entrega de bonos, lo que debe hacerse dentro de un plazo de 30 días luego de aprobado el balance del Banco. Cabe señalar que, eventualmente, la reserva legal puede aumentarse con lo acumulado en la reserva especial estatutaria, lo que incrementa la capacidad del BCRP para absorber pérdidas.

Gráfico 28

Utilidad neta del Banco Central (PEN millones, 2012 información a noviembre)



Fuente: BCRP. Elaboración: BBVA Research Peru

Gráfico 29

Patrimonio y Resultado económico del Banco Central en 2012 (PEN millones, 2012 información a noviembre)



Fuente: BCRP. Elaboración: BBVA Research Peru

En 2013, si el BCRP mantiene el ritmo de compras de dólares que hemos visto en las primeras seis semanas del año, el costo financiero de esterilizar los excedentes monetarios que estas intervenciones cambiarias generan tendrá nuevamente un impacto negativo sobre el resultado de la entidad. En este contexto, las autoridades han venido implementando o anunciando una serie de medidas que ayudarán a acotar este efecto. Por ejemplo, desde hace algún tiempo el BCRP paga una tasa menor (en relación a la de sus otros pasivos remunerados) por los depósitos que el Tesoro mantiene en la institución. Por el lado del Ministerio de Economía y Finanzas, el anuncio de compras de dólares para prepagar la deuda pública externa apunta en la misma línea ya que una parte de la operación se financiaría con la colocación de bonos soberanos (el Tesoro realiza la labor de "esterilización" en lugar del BCRP) y la otra con los depósitos que mantiene en el Banco Central (el BCRP tendrá menos pasivos que remunerar). De esta forma, el Tesoro asume parte del esfuerzo financiero que implican las intervenciones cambiarias, que en realidad podrían considerarse operaciones de carácter cuasi-fiscal.

Es importante recalcar que las acciones del Banco Central no siguen una lógica de rentabilidad financiera, sino de estabilidad macroeconómica. Estas pérdidas grafican claramente el esfuerzo que está haciendo el BCRP para evitar los efectos perniciosos que pueden generar las entradas masivas de capitales, una externalidad negativa que es consecuencia de la falta de capacidad de las economías industrializadas para llevar a cabo ajustes internos de manera estructural, lo que las ha llevado a implementar políticas monetarias ultra expansivas con impactos globales.

En este contexto, no descartamos que las autoridades económicas sigan implementando acciones complementarias para atenuar el ritmo de apreciación de la moneda, lo que además aliviaría el costo financiero en el que está incurriendo el BCRP. Así, por el lado del Banco Central, es probable que el límite operativo a las inversiones de las AFP en el exterior siga incrementándose, lo que favorecerá la salida de dólares de la economía. También, la autoridad monetaria podría continuar elevando los requerimientos de encaje en moneda extranjera, lo que induce una mayor demanda por dólares de la banca para cumplir con las mayores exigencias de depósitos en el Banco Central.

Por el lado del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), se ha anunciado que se comprarán durante el año USD 4 mil millones para distintos fines, la mitad de ese monto para pagar anticipadamente parte de la deuda externa. Esta medida no le da un soporte directo al tipo de cambio porque el Gobierno no compra los dólares en el mercado, sino que es el Banco Central el que se los vende. Por lo tanto, la posición acreedora neta del país con el resto del mundo no cambia. Sin embargo, como el fisco usará sus depósitos remunerados que mantiene en el BCRP para comprar estos dólares, alivia el esfuerzo financiero del Banco Central y le otorga a este espacio adicional para seguir realizando compras esterilizadas de moneda extranjera en el mercado cambiario. Adicionalmente, el MEF podría incrementar la retención que deben realizar las empresas locales sobre los intereses que deben pagar por préstamos tomados directamente en el exterior (bajo el concepto de renta generada en el país).

Finalmente, el Gobierno podría considerar la aplicación de algún tipo de control de capitales. Es importante señalar que este sería un instrumento de última instancia, que no es un sustituto a otras medidas de política macroeconómica como un ajuste de la política fiscal o una mayor flexibilización cambiaria. Asimismo, se debe tener en cuenta que su eventual implementación puede generar pérdidas de bienestar para las personas o entidades con acceso limitado al crédito (lo que altera las decisiones de consumo y ahorro), por lo que es necesario tener en claro el tipo de distorsión que se desea subsanar. Además, es importante considerar que, por lo general, la aplicación de estos controles solo tiene efectos transitorios ya que finalmente se encuentran formas de elusión. Un último aspecto que debe evaluarse es que su aplicación puede generar una desaceleración no deseada del crecimiento.

6. En los próximos meses, ajustes de las condiciones monetarias vía encajes

Algunos factores apuntan a nuevos ajustes en la posición de la política monetaria...

La evolución que vienen mostrando los indicadores de actividad, gasto interno y precios sugieren que el Banco Central continuará ajustando de manera preventiva las condiciones monetarias en los próximos meses. Por el lado de la demanda interna, se observa que sigue mostrando un fuerte dinamismo que se ha reflejado en un mercado laboral algo más ajustado, industrias que vienen operando a altas tasas de capacidad instalada y un déficit externo cercano al 4% del PIB. Se proyecta que estas tendencias se mantendrán durante este año por el soporte del gasto privado en inversión y consumo, en un contexto en el que el optimismo de los empresarios y las familias registra máximos y de favorables condiciones financieras. Adicionalmente, el sesgo expansivo que tendrá el gasto público en 2013 le dará un mayor impulso al crecimiento de la demanda interna.

Por el lado de los precios, si bien la inflación ha retornado al interior del rango meta, esperamos que en los próximos meses se mantenga cerca del límite superior debido a las menores holguras que presentará la economía en el contexto de expansión robusta de la demanda interna. Al respecto, cabe señalar que la inflación subyacente se ubicó en enero pasado en 3,3%, con lo que se mantiene fuera del rango meta desde mediados de 2011.

...los que se darán mediante alzas en los encajes, manteniendo la tasa de referencia para no incrementar las presiones al alza sobre la moneda

Así, en este entorno, en el que se espera que continúe el fuerte impulso de la demanda, la inflación se mantenga cerca del techo del rango meta y de entradas de capitales que tenderán a presionar al alza la moneda local (apreciación), se prevé que el Banco Central optará por seguir elevando los requerimientos de encaje durante 2013 para modular el crecimiento del producto y la expansión del crédito. Cabe precisar que desde el tercer trimestre de 2012, el Banco Central empezó un ciclo de elevaciones mensuales en los requerimientos de encaje que, poco a poco, han ido intensificándose (ver Tabla 4).

Tabla 4

Recientes medidas de encaje por parte del Banco Central

	Moneda extranjera					
	Moneda nacional		Régimen general		Adeudados externos	
	Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento de la tasa de encaje medio	Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento de la tasa de encaje medio	Corto plazo	
may-12	30%	0,50%	55%	0,50%	60%	
sep-12	30%	0,50%	55%	0,50%	60%	
oct-12	30%	0,50%	55%	0,50%	60%	
nov-12	30%	0,75%	55%	0,75%	60%	
ene-13	30%	0,25%	55%	0,75%	60%	
feb-13	30%		55%	1,00%	60%	

Fuente: BCRP. Elaboración: BBVA Research Peru

El empleo de este instrumento no solo encarece el financiamiento para consumo e inversión, sino también el de la toma de posiciones cortas en dólares (que apuestan por el fortalecimiento de la moneda local) y el del endeudamiento bancario en moneda extranjera. Por lo tanto, en la coyuntura actual de fuerte crecimiento económico y presiones a la baja sobre el tipo de cambio (apreciación), el uso de los encajes para ajustar las condiciones monetarias aparece como más conveniente que el empleo del instrumento convencional de tasa de política, la que esperamos se mantendrá este año en 4,25%. El próximo año, con un tipo de cambio menos presionado debido a la ausencia de impulsos monetarios adicionales en las economías desarrolladas y un avance más moderado de la inversión extranjera directa (los grandes proyectos mineros irán entrando en fase de producción), habrá más espacio para empezar a orientar la tasa de referencia hacia un nivel más neutral.

Nuestras previsiones toman en cuenta que un tono menos acomodaticio de la política monetaria permitirá una convergencia gradual del crecimiento hacia niveles sostenibles y de la inflación hacia el centro del rango meta desde inicios de 2014. Dado que este año será de aceleración del impulso fiscal, el peso del rol estabilizador de las políticas económicas recaerá sobre el Banco Central.

¿Sería posible bajar la tasa de referencia?

En el contexto de fuertes entradas de capitales, algunos medios locales han reportado opiniones sugiriendo que un recorte de la tasa de referencia ayudaría a atenuar las presiones apreciatorias sobre la moneda local ya que se induciría una reducción del rendimiento de los activos financieros denominados en moneda local. Sin embargo, consideramos que actualmente una reducción de la tasa de política monetaria no es viable y no es una opción que el Banco Central esté

considerando en el corto plazo. Como ya se ha descrito, el estado del ciclo económico apunta a ajustes de las condiciones monetarias que permitan la convergencia de la demanda interna hacia niveles compatibles con la preservación de los equilibrios macroeconómicos internos y externos. En este contexto, un recorte de la tasa cuando las condiciones no están dadas sugeriría que el Banco Central subordina su objetivo de estabilidad de precios a uno cambiario, lo que tendría efectos negativos sobre la credibilidad y reputación antiinflacionaria que ha consolidado el Banco Central desde inicios de los 90's.

7. Europa y la abundancia de liquidez global son los principales riesgos

Si bien las tensiones financieras en Europa se han reducido, continúa siendo el principal factor de riesgo

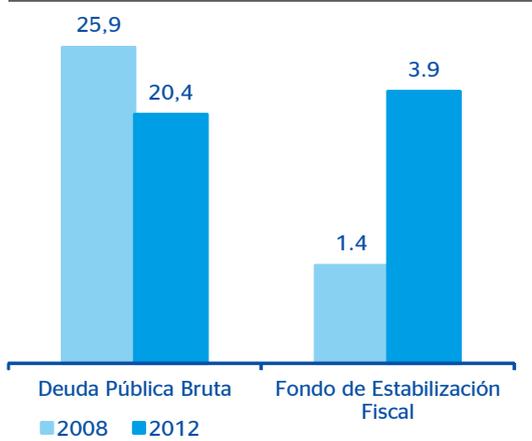
El programa de apoyo de liquidez del Banco Central Europeo (BCE) ha reducido sustancialmente las tensiones financieras en Europa y por lo tanto la probabilidad de ocurrencia de una crisis. Asimismo, se limita un eventual contagio, con lo que un impacto sería más acotado. No obstante, aún faltan muchos elementos que se deberán enfrentar para llegar a la solución definitiva de la crisis y en el camino no se descarta que algunos factores puedan gatillar un cambio en el sentimiento de los mercados. Por ejemplo, una falta de compromiso en las metas fiscales de alguno de ellos, así como eventos políticos en Italia o Alemania o un "accidente" financiero en Grecia o Chipre.

La economía peruana se vería afectada a través de tres canales. En primer lugar, el sustancial aumento de la aversión global al riesgo se reflejaría en una elevación de la prima de riesgo local, llevando a mayores costos de financiamiento, disminución de los inlfujos de capitales, y presiones al alza sobre el tipo de cambio (depreciación de la moneda local). En segundo lugar, disminuirían los precios de las materias primas y la demanda externa. Finalmente, habría un retroceso de 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.

El tamaño más reducido del choque y las crecientes fortalezas de la economía peruana nos hacen prever que los impactos locales serían relativamente limitados. La posición fiscal ha mejorado en los últimos años y hay espacio para implementar medidas contra cíclicas (ver Gráfico 30), mientras que por el lado monetario se cuenta con instrumentos cuyo uso facilitarí la provisión de liquidez y apoyaría el crecimiento (ver Gráfico 31).

Gráfico 30

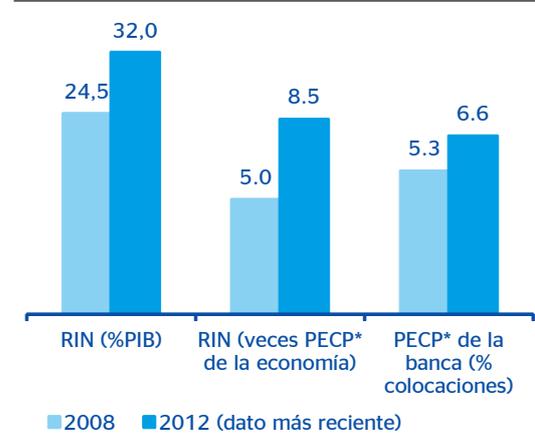
Saldo de deuda pública bruta y Fondo de estabilización fiscal (% del PIB)



Fuente: BCRP. Elaboración: BBVA Research Perú

Gráfico 31

Indicadores de vulnerabilidad externa



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

Riesgos por influjos de capitales masivos: pérdida de competitividad del sector exportador, expansión excesiva del crédito y burbujas en precios de activos

Desde el estallido de la crisis financiera internacional, los bancos centrales de los países desarrollados han desplegado un conjunto de medidas monetarias, poco convencionales, para apoyar a sus sistemas financieros y a la actividad económica. Como resultado, hemos presenciado un incremento sin precedentes de la liquidez en estos países. Los efectos de estas políticas no se han limitado a los países desarrollados que las han implementado, sino que han tenido repercusiones globales que en las economías emergentes se han reflejado en significativas entradas de capitales. Entre los efectos positivos de estos flujos es que permiten acceso a préstamos del exterior en condiciones favorables. Sin embargo, si estos son excesivos y de corto plazo, podrían tener efectos indeseables en la economía.

Los canales a través de los cuales estas entradas de capital pueden ocasionar impactos negativos sobre la economía son tres. En primer lugar, podrían inducir fuertes presiones apreciadoras sobre la moneda local hasta el punto de llevarla por debajo de su nivel de equilibrio, lo que restaría competitividad al sector transable (en especial al no tradicional), con efectos negativos sobre el empleo, las exportaciones y por ende ampliando el déficit de la cuenta corriente hacia niveles insostenibles. En segundo lugar, podrían financiar una excesiva expansión del crédito y de la demanda interna llevando a un sobreendeudamiento de las familias y generando presiones inflacionarias. Asimismo, la apreciación moneda local y el menor costo de los préstamos en moneda extranjera harían más atractivos estos últimos incrementando el riesgo cambiario crediticio. Finalmente, podrían generar una sobrevaloración de activos, por ejemplo en el sector no transable (inmobiliario), que eventualmente lleven al estallido de una burbuja con sus consecuencias negativas sobre la riqueza de las familias, el consumo y la actividad.

El reto de las autoridades económicas será buscar maneras de reducir la vulnerabilidad de la economía ante estos factores, lo que se puede exacerbar ante cambios súbitos en la dirección de los flujos de capital. Una opción son los controles de capitales, sin embargo, algunos señalan que estas restricciones sólo son efectivas en el corto plazo porque los inversionistas finalmente encuentran mecanismos de elusión. En este sentido, la aplicación de medidas macro-prudenciales parece ser una forma más aceptada para buscar desalentar un excesivo influjo de capitales siempre y cuando no limiten las decisiones de consumo y ahorro de las familias y empresas.

8. Tablas

Tabla 5

Previsiones macroeconómicas anuales

	2011	2012	2013p	2014p
PIB (% interanual)	6,9	6,3	6,5	6,3
Inflación (% interanual, fdp)	4,7	2,6	2,8	2,4
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2,70	2,57	2,45	2,45
Tasa de interés de política (% fdp)	4,25	4,25	4,25	5,00
Consumo privado (% interanual)	6,4	5,8	5,7	5,3
Consumo público (% interanual)	4,8	9,0	8,0	4,5
Inversión (% interanual)	5,1	16,4	12,2	6,8
Resultado fiscal (% del PIB)	1,9	2,0	1,2	1,1
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,9	-3,8	-3,8	-3,5

Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Tabla 6

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% interanual)	Inflación (% interanual, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés de política (% fdp)
1T09	1,9	4,8	3,18	6,00
2T09	-1,2	3,1	2,99	3,00
3T09	-0,6	1,2	2,92	1,25
4T09	3,4	0,2	2,88	1,25
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	8,8	2,7	2,78	3,75
2T11	6,9	2,9	2,76	4,25
3T11	6,7	3,7	2,75	4,25
4T11	5,5	4,7	2,70	4,25
1T12	6,0	4,2	2,67	4,25
2T12	6,3	4,0	2,67	4,25
3T12	6,5	3,7	2,60	4,25
4T12	5,9	2,6	2,57	4,25
1T13	6,4	2,8	2,53	4,25
2T13	6,4	2,9	2,52	4,25
3T13	6,4	2,3	2,48	4,25
4T13	6,7	2,8	2,45	4,25
1T14	6,4	2,6	2,43	4,50
2T14	6,4	2,5	2,41	4,75
3T14	6,3	2,4	2,42	5,00
4T14	6,1	2,4	2,45	5,00

Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

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 de 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

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Análisis Macro México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.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

Áreas Globales:

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.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

Interesados dirigirse a:

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