

Situación Perú

Tercer Trimestre 2012
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial se recuperará gradualmente en 2013** a medida que las autoridades de Europa y EEUU reduzcan las incertidumbres existentes.
- **Revisamos a la baja nuestra previsión de crecimiento para 2012 a 5,6%** por una demanda externa más débil y una moderación del gasto privado en la segunda parte del año.
- **La inflación convergerá al rango meta al final de este año.** Las menores presiones demanda y la corrección del precio del petróleo compensarán las cotizaciones más altas de insumos alimentarios.
- **La tasa de referencia seguirá en 4,25% hasta el 2013.** Crecimiento alrededor del potencial y una inflación que se modera permite que el Banco Central se mantenga en modo de espera, pero siguiendo de cerca la evolución de la situación externa.
- **La moneda peruana tiene espacio para una mayor apreciación debido a que los fundamentos se han mantenido sólidos.** Sin embargo, a corto plazo no se descartan episodios transitorios de volatilidad asociados a la incertidumbre proveniente del exterior.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Panorama externo: la desaceleración puede agravarse sin acciones decisivas de política económica.....	4
3. Perú: revisamos a la baja previsión de crecimiento para 2012 a 5,6%.....	8
4. Inflación convergerá a la meta en el cuarto trimestre.....	12
5. Pausa monetaria hasta fines de 2013 debido a riesgos externos.....	14
6. El nuevo sol continuará apreciándose en los próximos meses.....	16
7. Expansión del crédito será más moderada en adelante.....	17
Recuadro 1: ¿Burbuja inmobiliaria en el mercado de viviendas?.....	18
8. Europa continúa siendo el principal factor de riesgo.....	19
9. Tablas.....	21

Fecha de cierre: 6 de agosto de 2012

1. Resumen

La previsión de crecimiento mundial se revisa ligeramente a la baja, hasta el 3,4% en 2012 y 3,7% en 2013. La revisión está condicionada por las tensiones financieras en Europa y la desaceleración, algo mayor a la esperada hace tres meses, especialmente en las economías emergentes más grandes como China, India o Brasil. Este escenario global supone que se toman las acuerdos políticos necesarios para avanzar en el desarrollo institucional de la unión monetaria europea y también para evitar el ajuste fiscal automático en EEUU.

Para Perú, revisamos a la baja nuestra previsión de crecimiento para este año a 5,6%. El ajuste se explica, principalmente, por un menor dinamismo de las exportaciones que, en lo que va del año, vienen mostrando una marcada desaceleración, en un entorno de debilidad de la demanda externa que se mantendría en los próximos meses. Por el lado del gasto privado (inversión y consumo), nuestra previsión para este año se mantiene inalterada, debido a que la mejor ejecución del primer semestre será compensada por la moderación de la inversión, en línea con el retroceso de la confianza empresarial y la desaceleración de las importaciones de bienes de capital. En esta revisión de previsiones, seguimos esperando que el gasto público continúe dando soporte al crecimiento, con una inversión pública que prevemos aumentará 30% este año y una mayor expansión del consumo público.

Por el lado de los precios, esperamos que la inflación converja a la meta a fines de este año. A fines de julio la inflación se situó en 3,3% (4,7% al cierre de 2011) en línea con lo esperado. Hacia adelante, preveemos que la inflación seguirá mostrando una tendencia decreciente en un contexto de desaceleración de la actividad económica y de menores presiones por el lado de los precios de los combustibles. Sin embargo, los incrementos de las cotizaciones internacionales de productos agrícolas le imprimirá gradualidad al descenso de la inflación, la que esperamos cierre el año en 2,8%.

En cuanto a la tasa de política monetaria, los riesgos del entorno internacional inducirían al Banco Central a mantener la pausa hasta fines de 2013. A pesar de ello, la fortaleza actual de la demanda interna sugiere que, de momento, no es necesario implementar un mayor estímulo monetario. En este escenario, el proceso de normalización monetaria sería postergado hasta 2014, en un contexto en el que el producto se ubicará alrededor de su nivel potencial, la inflación se encontrará dentro del rango meta y el crecimiento mundial empiece a consolidar su recuperación.

La moneda peruana tiene espacio para seguir apreciándose debido a la solidez de sus fundamentos. Preveemos que el Banco Central mantendrá sus intervenciones cambiarias para graduar el fortalecimiento de la moneda. Sin embargo, a corto plazo no se descartan episodios transitorios de volatilidad asociados a la incertidumbre proveniente del exterior.

La dirección que tome la crisis en la eurozona se mantiene como el principal factor de riesgo en nuestras proyecciones. La fuente de incertidumbre más importante está asociada a la oportunidad con la que se llegará a acuerdos en torno a la unión bancaria y fiscal, debido a que en el camino podría producirse algún "accidente". Si bien los impactos sobre la actividad local serán importantes, la economía peruana cuenta con fortalezas fiscales y monetarias para mitigarlos. En este escenario, el ritmo de crecimiento sería afectado levemente en 2012 y se produciría un impacto moderado en el 2013, iniciándose la recuperación en el 2014. Asimismo, se produciría un debilitamiento transitorio en las cuentas del sector público y en las del sector externo, pero sería manejable.

2. Panorama externo: la desaceleración puede agravarse sin acciones decisivas de política económica

El crecimiento global ganará tracción sólo si medidas de política económica ya aprobadas y algunas por tomar aún, llegan a tiempo

Con el debilitamiento de la actividad registrado en la primera parte de 2012, el papel de las políticas económicas se percibe como determinante para que, tal y como contempla nuestro escenario, se produzca una ligera mejora del crecimiento en 2013. En nuestro escenario se prevé un crecimiento en el entorno del 3,5% en el periodo 2012-2013, pero ello ocurrirá sólo si las medidas propuestas ya aprobadas y otras decisivas que también deberán ser adoptadas llegan a tiempo para evitar un "accidente" financiero en Europa¹, un ajuste fiscal automático en EEUU en 2013 y recuperar tasas de crecimiento más altas en las economías emergentes. En caso de que las políticas económicas no logren sus objetivos, la desaceleración en marcha desde 2011 se intensificará en 2012 y 2013, dejando el crecimiento mundial el año próximo en el nivel más bajo de los últimos 30 años, exceptuando la recesión de 2009.

En el área del euro, tras la cumbre de junio se han dado pasos en la dirección adecuada para reforzar la moneda única, entre los que se incluyen acuerdos sobre supervisión bancaria única, la aprobación de planes de largo plazo en lo bancario y lo fiscal y medidas de apoyo al crecimiento. En un horizonte más corto, las economías con difícil acceso al mercado tendrán, eventualmente, que recurrir a los mecanismos de estabilidad financiera del área para acomodar los ajustes durante la implementación de los planes de consolidación fiscal y reformas estructurales acordados. Ello también debería implicar la participación del BCE.

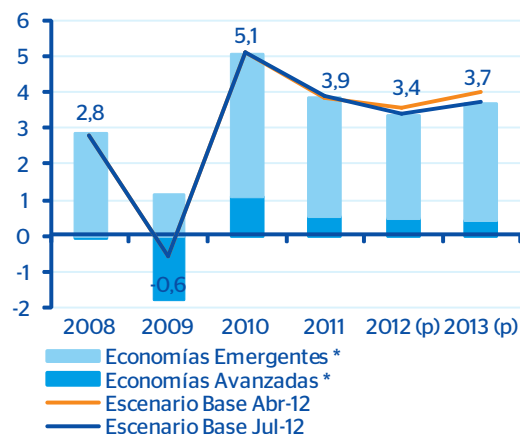
En EEUU, ha de acordarse y aplicarse una consolidación fiscal que evite la entrada en 2013 de medidas automáticas de recorte de gasto y de finalización de rebajas fiscales que, tal y como están definidas, no suponen una mejora de la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo y previsiblemente, llevarían a la economía norteamericana a una recesión el próximo año. El proceso electoral en marcha en EEUU dificulta la llegada de acuerdos antes de las elecciones, por lo que la incertidumbre fiscal aumentará su relevancia en los próximos meses.

Por su parte, en aquellas economías emergentes con margen de actuación en política económica, es necesario que implementen una combinación de medidas que logre aliviar el ajuste de la demanda externa y la desaceleración de la demanda doméstica. Y ello sin olvidar que la volatilidad de los flujos financieros puede aumentar, afectada por un lado por los vaivenes de la crisis europea y por otro por la potencial expansión cuantitativa de la política monetaria en EEUU.

¹: El "accidente" financiero puede tener varias formas, como por ejemplo la falta de demanda en emisiones soberanas de alguna de las economías periféricas.

Gráfico 1

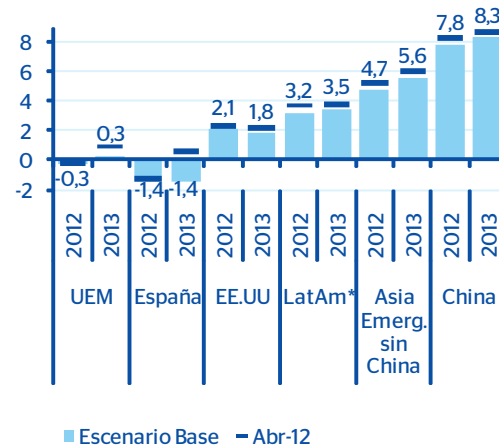
Crecimiento del PIB mundial (%)



(*) Contribuciones al crecimiento
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Crecimiento del PIB por áreas (%)



(*) Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
Fuente: BBVA Research

La incapacidad de combinar cesión de soberanía y mutualización de deuda al ritmo exigido por el mercado alarga la crisis del euro

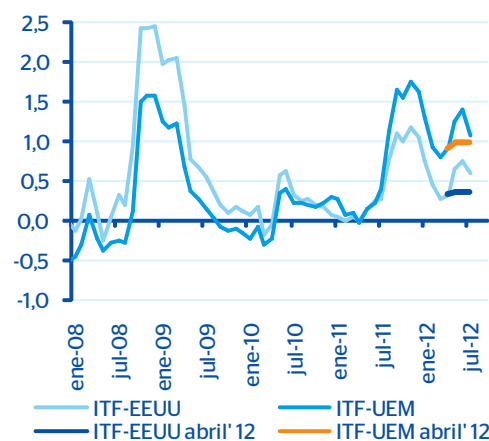
La principal incertidumbre del escenario económico actual es si los avances en la construcción de un área monetaria óptima en la eurozona serán precedidos de un deterioro adicional de la situación financiera. Las medidas aprobadas a finales de junio para eliminar la retroalimentación de los riesgos soberano y bancario en España y para estabilizar los mercados financieros en el conjunto del área del euro, si se implementan adecuadamente, podrían ser suficientes. Para ello se necesitaría que los acuerdos fuesen implementados rápidamente, y que se utilicen efectivamente los mecanismos de estabilización europeos (primero del EFSF y, posteriormente, del permanente ESM) para intervenciones en los mercados primario y secundario de bonos. Las recientes medidas adoptadas en España para controlar el déficit público y las declaraciones del Presidente del BCE, están contribuyendo a moderar las tensiones.

Los países del euro deben solucionar las restricciones de liquidez existentes en algunos mercados, derivadas de la probabilidad que los mercados asignan a una ruptura del euro. Aunque existe voluntad política para reforzar la moneda común, la toma de medidas no está llegando al ritmo más adecuado. Esas medidas implican cesión de soberanía fiscal hacia las instituciones europeas (por ejemplo mediante el envío para su aprobación de los planes nacionales de consolidación) y, al final del proceso, alguna forma de mutualización de deudas entre todos los países de la unión monetaria. Algo similar terminará ocurriendo con la supervisión bancaria y el establecimiento de garantía de depósitos y resolución bancaria única. En todo caso, si los retos planteados se solucionan satisfactoriamente, es previsible que a lo largo del segundo semestre de 2012 el crecimiento global vaya ganando tracción paulatinamente.

Con todo, hemos revisado a la baja nuestras previsiones anteriores (publicadas hace tres meses), como resultado del mantenimiento de las tensiones financieras y el creciente deterioro en la confianza. Así, se prevé un periodo de práctico estancamiento en 2012-2013 en el área del euro. Además, en nuestra opinión el balance de riesgos está sesgado a la baja, debido a un proceso de implementación de las medidas aprobadas demasiado largo y sometido a los vaivenes de la economía política doméstica, tanto entre los países del núcleo como entre los periféricos. En este último caso, el riesgo de una recesión en Europa en 2013 sería significativo, en especial en países como Italia y España.

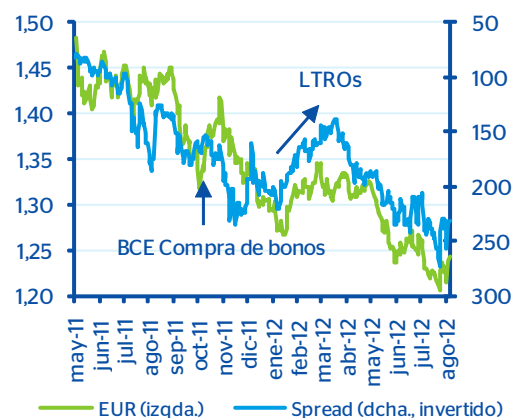
En lo que se refiere a EEUU, la revisión a la baja de las expectativas de 2012 en adelante se deriva tanto del decepcionante crecimiento registrado en el segundo trimestre de 2012, por debajo de lo esperado y no achacable a factores estacionales, y del impacto de unas tensiones financieras más elevadas desde Europa. En Latinoamérica, a pesar de las generalizadas revisiones a la baja en el crecimiento esperado respecto a las estimaciones presentadas hace tres meses, se mantienen las previsiones de México (3,7% y 3,0% respectivamente) dados los buenos datos de actividad del primer semestre de 2012, el sostenimiento de las favorables condiciones de financiación doméstica y el impulso de la competitividad externa. En Brasil, las previsiones de crecimiento han sido revisadas a la baja significativamente (hasta el 2,2% desde el 3,3% en 2012), debido tanto al impacto del entorno externo y los problemas domésticos, como a una cierta desaceleración en los mercados de crédito y el deterioro de competitividad. A pesar de que se espera que la actividad se recupere en los próximos trimestres tras la relajación sin precedentes de las condiciones monetarias, la reciente desaceleración advierte de las dudas sobre la sostenibilidad del actual modelo de crecimiento y su excesiva dependencia del consumo privado y de la expansión del crédito.

Gráfico 3
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4
Tipo de cambio dólar-euro y prima de riesgo de España e Italia (media simple del spread frente al bono alemán a 10 años; 1-01-11=100)



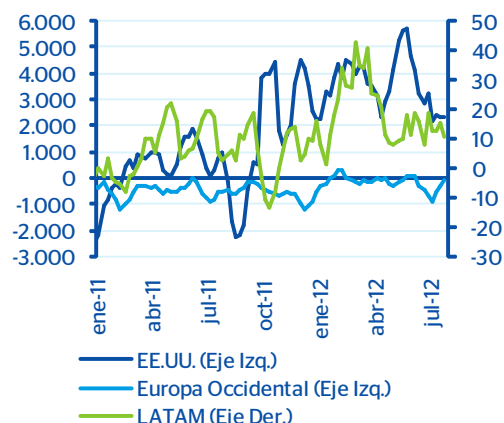
Fuente: BBVA Research y datos EPFR

En Asia, el crecimiento en la primera mitad de 2012 fue menor de lo esperado en el caso de China. De forma consistente con un escenario global más débil, hemos revisado a la baja nuestras previsiones para 2012-2013. Sin embargo, las medidas de impulso monetario y fiscal ya en marcha y por venir permitirán que el PIB pueda crecer en 2013 un 8.3%, medio punto más que en 2012. En el resto de Asia también hay margen de actuación para las políticas económicas, pero existen riesgos a la baja, tanto por una caída más acusada de la demanda global como por una desaceleración continuada de China que pueda aumentar por fragilidades financieras domésticas.

La abundante liquidez, los desequilibrios acumulados y la falta de resolución de la crisis europea alteran el carácter de refugio o de riesgo de activos de mercados desarrollados y emergentes

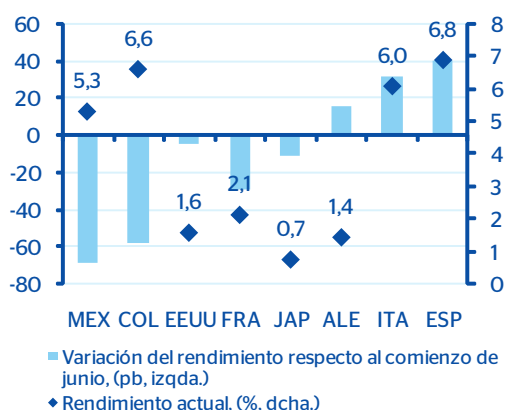
El escenario de riesgo global que predomina en el horizonte de predicción sigue situando el foco de las tensiones en las economías más desarrolladas, en particular de la zona del euro. Por el contrario, las economías emergentes mantienen en general una diferenciación positiva debido a la ausencia de desequilibrios macroeconómicos como los que se observan en las economías avanzadas y al margen de actuación de sus políticas fiscal y monetaria para atenuar los impactos de choques externos. Con ello, se vienen acelerando las salidas de flujos de Europa y las entradas a EEUU y a mercados emergentes como los latinoamericanos.

Gráfico 5

Flujos a deuda soberana
(miles de millones de dólares)

Fuente: BBVA Research y datos EPFR

Gráfico 6

Rendimiento de los bonos de largo plazo (10 años),
cambios desde el comienzo de junio (pb)

Fuente: BBVA Research

Desde fines de mayo, cuando se hizo más evidente la menor fortaleza cíclica de EE.UU., el rendimiento de los tradicionalmente considerados activos soberanos libres de riesgo (EE.UU. y Alemania) ha venido cayendo, situándose actualmente en niveles históricamente bajos. A ello se unió, desde fines de junio, la duda en los mercados sobre la rápida resolución de la crisis del euro. Con ello, se ha acentuado el carácter de activo de riesgo de los soberanos de las economías periféricas del área del euro. Al mismo tiempo, los rendimientos de mercados emergentes, como el mexicano² o el colombiano, se sitúan en mínimos históricos por unos flujos foráneos en máximos, a la búsqueda de rentabilidad en economías alejadas del foco de la crisis, con buenas políticas económicas y perspectivas de crecimiento, con canales de contagio directo relativamente estrechos y con margen de actuación de políticas de demanda.³

Con todo, el mantenimiento de este escenario está sujeto a riesgos. Aparte de cambios en las perspectivas inflacionistas o de crecimiento local que justifiquen subidas de rendimientos, factores globales como un evento sistémico negativo en el área del euro pueden eliminar el recientemente adquirido valor de refugio de algunos activos de mercados emergentes. Aún así, está por ver si las fortalezas domésticas se perciben como tales ante un evento "a la Lehman". Ante eventos de riesgo sistémico, es probable que sólo los activos de economías con moneda propia, banco central que actúa efectivamente de prestamista de última instancia y sin desequilibrios externos significativos, sean considerados libres de riesgo.⁴ Por otro lado, una nueva expansión del balance de la Fed puede empujar a los inversores hacia la renta variable frente a la renta fija, y más si las expectativas de política monetaria locales no señalan claramente relajamiento.

2. En el caso del bono mexicano, las entradas de flujos pueden estar intensificadas por la apuesta de recomposición de índices de referencia de carteras globales de renta fija.

3. En la sección 5 se hace una breve descripción del efecto de estos cambios sobre los activos de deuda soberana en Perú.

4. El capítulo 3 del *Global Financial Stability Report* de abril de 2012 del Fondo Monetario Internacional se dedica al análisis de las implicancias que tiene para la estabilidad de los mercados financieros la menor oferta de activos considerados libres de riesgo.

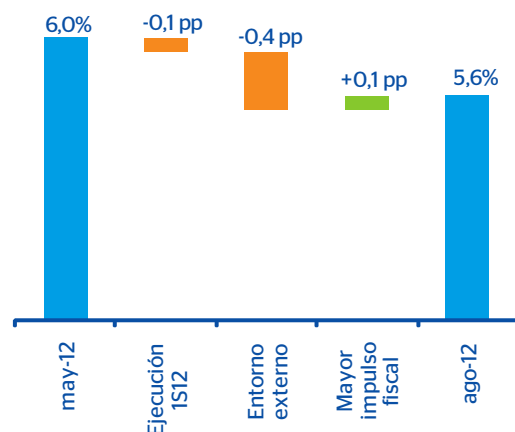
3. Perú: revisamos a la baja previsión de crecimiento para 2012 a 5,6%

Revisión se explica por un menor dinamismo de las exportaciones, las que ya se han visto afectadas por la turbulencia externa

En lo que va del año, el volumen de exportaciones ha mostrado una marcada desaceleración, habiendo registrado en el segundo trimestre una contracción interanual de 10,2% (con información a mayo), la primera caída trimestral desde fines de 2009. En cuanto a las exportaciones de materias primas, se observó una reducción del volumen exportado de 13%, lo que en parte se explicó por problemas de oferta de carácter transitorio que esperamos se reviertan en el segundo semestre del año. Además, la entrada en operación de algunas ampliaciones mineras (Antamina) permitirá una recuperación de las ventas al exterior de cobre en los siguientes meses. Sin embargo, hacia adelante lo preocupante es la evolución de las exportaciones manufactureras, como las de textiles y de productos agroindustriales, que son más sensibles a la demanda externa y que, al ser intensivas en el uso de mano obra, tienen un impacto importante sobre la creación de empleo. En un contexto en que las previsiones de crecimiento mundial han sido ajustadas a la baja, prevemos que las exportaciones mostrarán un menor dinamismo respecto de lo previsto anteriormente, lo que explica la mayor parte de nuestro ajuste a la baja en las perspectivas de crecimiento del PIB para este año (ver Gráfico 7).

Gráfico 7

Cambio en la proyección de crecimiento económico del 2012 (var. % interanual y pp)



Fuente: BBVA Research Perú

Tabla 1

Indicadores de actividad (var. % interanual, índices)

Indicador	1T 12	2T 12
Exportaciones Totales (vol.)*	16%	-10%
Exportaciones No Tradicionales (vol.)*	10%	0%
Exportaciones Tradicionales (vol.)*	19%	-13%
Empleo (Lima)	1,7%	1,2%
Manufactura (VAB) *	-1,0%	-1,0%
Importación bs. de capital (USD)	17%	11%
Confianza empresarial (índice, fdp)	64	57
Crédito a las empresas (PEN)	14%	9%
Confianza del consumidor (índice, fdp)	53	53
Importación bs. de consumo (USD)	29%	24%
Crédito de consumo (PEN)	21%	20%
Ventas autos familiares	47%	47%

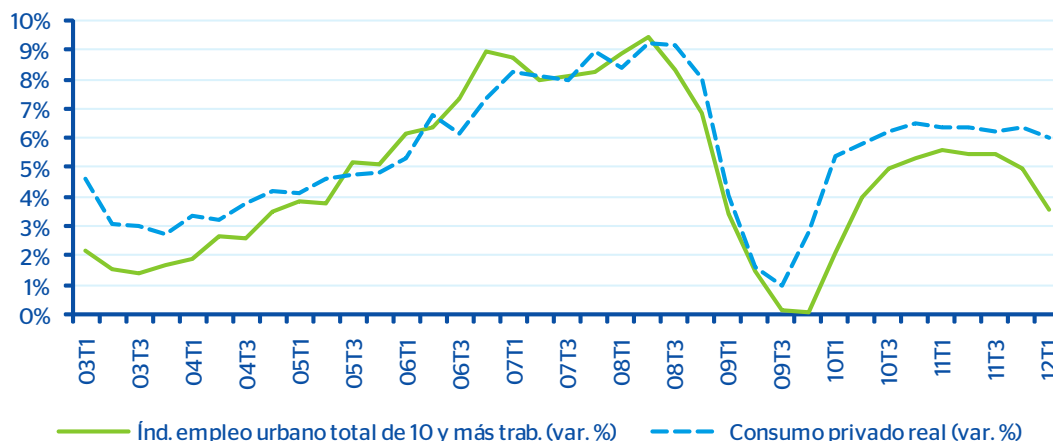
* Datos hasta mayo

Fuente: BCRP, INEI, APOYO y ARAPER

Por el lado del gasto privado (inversión y consumo), nuestra previsión para este año se mantiene en línea. Por un lado, en la primera mitad del año hemos visto un mejor desempeño de la demanda del sector privado respecto de lo que esperábamos hace tres meses debido a un mayor dinamismo de la inversión. De otro, para el segundo semestre prevemos una ralentización de esta variable en línea con el retroceso de la confianza empresarial (por el ruido asociado a los conflictos medioambientales que pueden afectar proyectos mineros y la incertidumbre por la situación externa) y la desaceleración de las importaciones de bienes de capital que hemos visto en los últimos meses (ver Tabla 1). Adicionalmente, las menores expansiones de la inversión y de las exportaciones manufactureras se traducirán en una menor generación de empleo lo que inducirá, en la última parte del año, una moderación del gasto de las familias. Así, la mejor evolución del gasto privado durante el primer semestre será compensada por una moderación esperada algo mayor para el segundo.

Gráfico 8

Empleo en empresas de 10 o más trabajadores y consumo privado (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

En esta revisión de previsiones, seguimos esperando que el gasto público atenue la moderación del gasto privado, con una inversión pública que prevemos aumentará 30% este año y una mayor expansión del consumo público debido a la aplicación del segundo paquete de estímulo económico, acordado en junio. El monto destinado a este paquete equivale a 0,4% del PIB e incluye gastos para el mantenimiento de obras de infraestructura y programas sociales, principalmente. Estimamos que este año se ejecutaría alrededor del 50% de este gasto adicional.

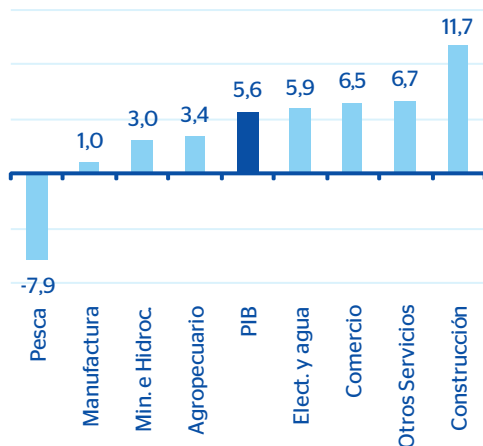
El balance de estos factores nos lleva a ajustar nuestra proyección anterior de crecimiento del PIB de 6,0% a 5,6%. A pesar de la corrección a la baja, la economía peruana mantiene un dinamismo interesante, por el soporte de la demanda interna, con un ritmo de expansión cercano al sostenible en el mediano plazo.

Las actividades más dinámicas en el año serán aquellas orientadas al mercado interno

La dualidad de las evoluciones de la demanda interna y externa también se verá reflejada en el ámbito sectorial, donde las actividades de mayor crecimiento serán aquellas destinadas a satisfacer el mercado doméstico (ver Gráfico 9). Por un lado, estimamos que la Construcción finalizará el año con una tasa de crecimiento de dos dígitos, apoyada en obras relacionadas con la actividad minera, el comercio minorista y la actividad inmobiliaria, así como por el desarrollo de infraestructura vial, de saneamiento y la edificación de escuelas y hospitales. Asimismo, los sectores de Servicios y de Comercio (ventas minoristas), vinculados al gasto de las familias, seguirán mostrando solidez y esperamos que cierren el año con tasas de crecimiento mayores a 6,5%. De otro lado, la Manufactura mantendrá un ritmo de expansión débil, debido a la menor demanda que enfrentarán los sectores industriales con exposición a los mercados externos. En particular, la producción y las exportaciones de textiles seguirán afectadas (el volumen de envíos al exterior se contrajo 4,0% en el primer semestre) por la declinación del gasto de consumo en Estados Unidos y Europa.

Gráfico 9

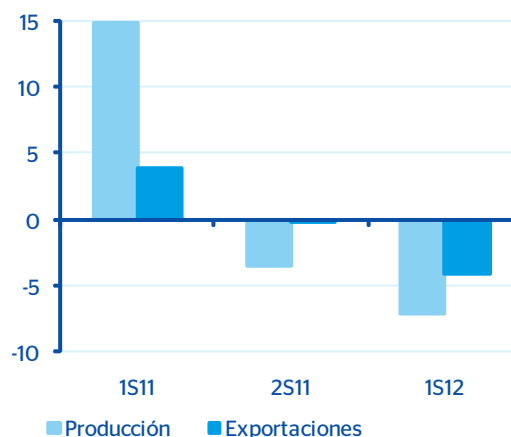
**Perú: Crecimiento del PIB
por sectores económicos en 2012 (var. % interanual)**



Fuente: BBVA Research Perú

Gráfico 10

**Producción y exportaciones de textiles
(var % interanual, en términos reales)**



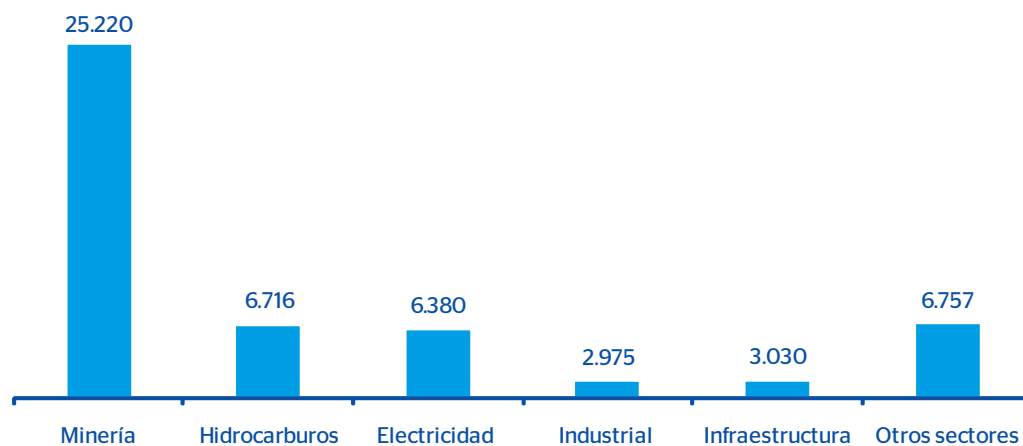
Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Hacia adelante, maduración de nuevos proyectos de inversión sostendrán un crecimiento consistente con el potencial

El dinamismo de la inversión en los próximos años será fundamental para sostener tasas de crecimiento del PIB cercanas al 5,5% ya que el entorno externo se mantendrá relativamente débil. Por el lado del sector privado, de acuerdo al Banco Central los anuncios de proyectos de inversión para el periodo 2012-2014 ascienden a USD 51 078 millones, monto equivalente al 28,9% del PIB (ver Gráfico 11). El 50% de estos anuncios corresponden al sector minero, entre los que desatacan la ampliación de Cerro Verde, Las Bambas y Quellaveco, todos ellos predominantemente cupríferos. Con la entrada en operación de estos proyectos, la producción de cobre, que se estima en 1,2 millones de toneladas métricas finas para 2012, se triplicará hacia el 2016. Adicionalmente, son importantes los anuncios de inversión privada en los sectores de Hidrocarburos (Gasoducto Andino del Sur y ampliación de la Planta Pisco y Malvinas) y Electricidad (centrales hidroeléctricas Cerro de Chaglla y Cerro del Águila).

Gráfico 11

Anuncios de proyectos de inversión privados 2012-2014 (en millones de USD)



Fuente: BCRP

Por el lado de la inversión pública, también se espera la ejecución de importantes proyectos de infraestructura, tales como la Línea 2 del Tren Eléctrico (sistema de transporte masivo en Lima), la carretera longitudinal de la Selva y el tendido de una red de banda ancha que unirá las 195 capitales de provincias del país. En el agregado, ProInversión (el ente estatal de promoción de la inversión) cuenta con una cartera de proyectos de inversión de más de USD 10 mil millones, que esperamos sean licitados entre este y el próximo año.

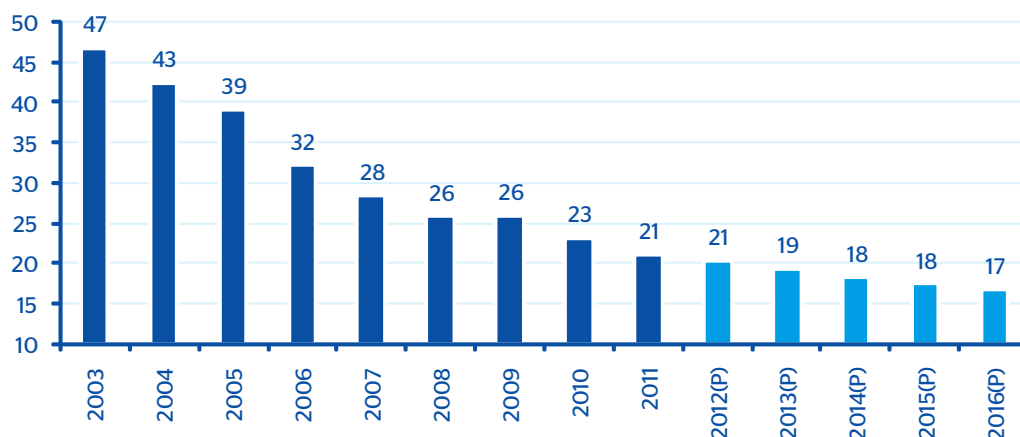
Adicionalmente, esperamos una mejora paulatina de las exportaciones a partir del próximo año debido, principalmente, a las ampliaciones de proyectos mineros existentes (Antamina y Cuajone) y la entrada en operación de otros nuevos (Toromocho, Antapaccay y Mina Justa, en el caso del cobre, y Pucamarca y La Arena, en el del oro).

Deuda pública mantendrá una tendencia decreciente

Para los próximos años esperamos superávits fiscales de alrededor de 1,0% del PIB, ligeramente inferiores a los que preveíamos anteriormente debido a una menor recaudación tributaria asociada a un crecimiento algo más moderado. Adicionalmente, ahora prevemos un mayor gasto público por las medidas de estímulo que tendrán impacto en 2012 y 2013⁵. En general, las cuentas públicas seguirán mostrando solidez y, dadas la evolución esperada del resultado fiscal y de las amortizaciones de deuda para los próximos años, estimamos que los requerimientos de financiamiento del gobierno serán negativos entre 0,2% y 0,5% del PIB y que el ratio de deuda pública sobre PIB descenderá hasta ubicarse en 17% (21,2% al cierre de 2011) hacia el año 2016 (ver gráfico 12).

Gráfico 12

Evolución de la deuda pública (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Nuestras proyecciones sobre la evolución de las cuentas públicas siguen asumiendo que se mantendrá el equilibrio fiscal intertemporal por lo que eventuales incrementos del gasto público serán moderados y sostenibles en el tiempo. Por ello, entendemos que el reciente anuncio presidencial de incrementos salariales en la administración pública y de ampliación de los programas sociales está vinculado a mejoras permanentes de los ingresos fiscales, es decir, limpios de efectos cíclicos transitorios y de precios de materias primas por encima de sus niveles de largo plazo. De esta forma, se podrá cerrar el déficit fiscal estructural (que considera ingresos permanentes) a partir de 2013, de acuerdo a lo anunciado en un proyecto de ley que el gobierno envió al Congreso en abril.

5: El Plan de Contingencia Fiscal comprende los dos paquetes de estímulo dictados a la fecha, por un monto total de USD 1,9 mil millones, de los cuales el 60% (0,6% del PIB) serán gastados este año.

También es importante mantener la calidad del gasto público para asegurar que se constituya como fuente de crecimiento endógena. Al respecto, ha sido positivo que en su pasado mensaje a la Nación el presidente anunciara que hacia el 2016 la totalidad de los gastos no financieros ni previsionales del Estado estarán incluidos en el esquema de Presupuesto por Resultados. Este esquema de evaluación permanente de los objetivos alcanzados otorga mayor transparencia y asegura un nivel mínimo de calidad del gasto público. En el mismo sentido, la anunciada reestructuración del Sistema Nacional de Inversión Pública (SNIP) para reducir el tiempo en la aprobación de proyectos de infraestructura pública debería llevarse a cabo manteniendo procedimientos que aseguren que los recursos se están destinando a obras con un retorno social positivo.

Se esperan déficit moderados de la cuenta corriente

En el horizonte de mediano plazo, esperamos déficit en la cuenta corriente alrededor del 2,5% del PIB, lo que implica un ligero deterioro para este y el próximo año respecto de la previsión anterior. En parte, el resultado algo más deficitario se explica por un menor dinamismo de las exportaciones por la debilidad de la demanda externa, lo que tenderá a revertirse a partir de 2014 con la entrada en operación de diversos proyectos mineros, principalmente cupríferos. Asimismo, estimamos que los déficit en cuenta corriente serán largamente financiados por inlfujos de capitales de largo plazo, principalmente inversión extranjera directa. Dado que prevemos que en este contexto el Banco Central mantendrá sus intervenciones cambiarias para graduar los impactos monetarios y de apreciación sobre la moneda peruana de las entradas de capitales, observaremos una mayor acumulación de reservas internacionales cuyo saldo se ubicará alrededor de 25% del PIB hacia el 2016.

Cabe agregar que estos déficit en cuenta corriente reflejan entradas de recursos de fuentes externas que complementarán al ahorro local, lo que permitirá que el ratio de inversión sobre PIB se ubique alrededor del 30% hacia el 2016, nivel que es consistente con una tasa de crecimiento potencial de 5,5%.

4. Inflación convergerá a la meta en el cuarto trimestre

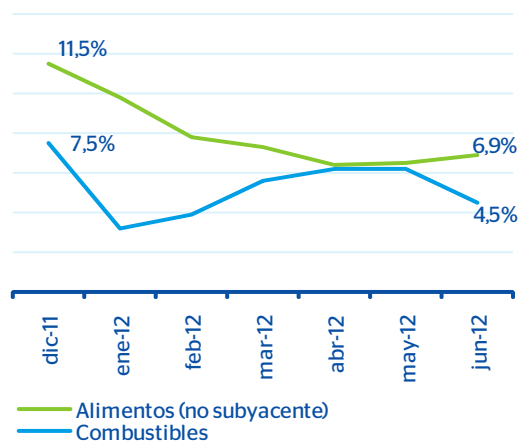
Inflación evoluciona en línea con lo esperado

A fines de julio la inflación se situó en 3,3%, disminuyendo así desde el 4,7% con el que cerró en 2011. Esta evolución es similar a la que anticipamos en nuestro reporte anterior y reflejó principalmente la corrección a la baja en los precios de alimentos y de combustibles, luego de que empezaran a disiparse los choques de oferta que los afectaron en 2011 y a principios de este año. Es importante sin embargo señalar que la recurrencia de choques por el lado de la oferta ha ocasionado que el desvío de la inflación con respecto a la meta se prolongue ya por un año, y que como resultado de ello las expectativas inflacionarias para 2012 y 2013 han alcanzado el límite superior del rango de la misma, lo que imprimirá cierta resistencia a la tendencia declinante del ritmo al que avanzan

los precios.

Gráfico 13

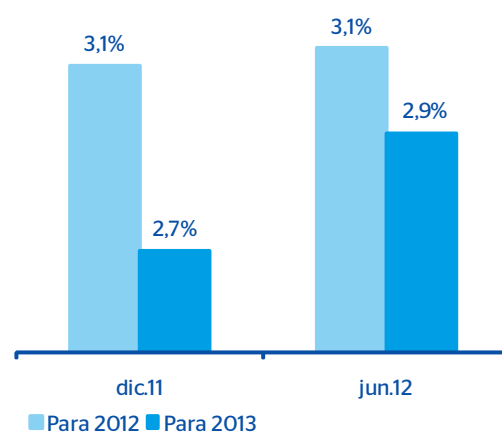
Precios de alimentos y de combustibles (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 14

Expectativas de inflación



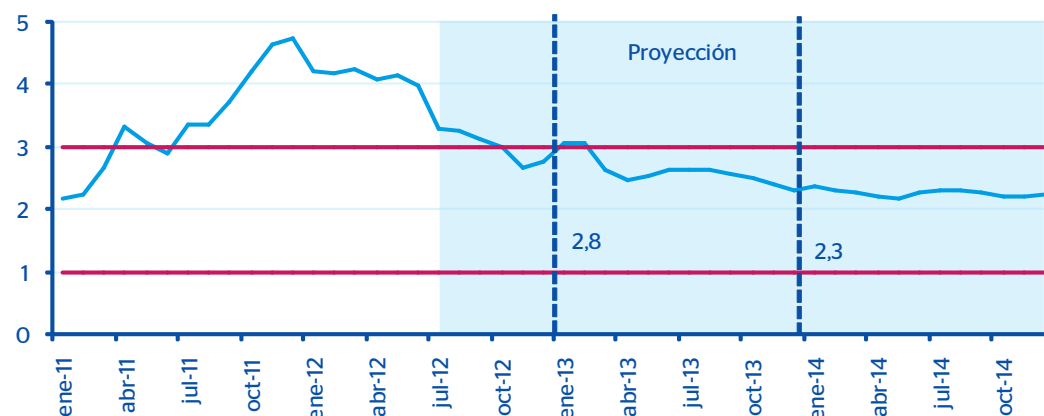
Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

En proyección, menor cotización del petróleo compensará precios más elevados de insumos alimentarios importados

Para este año y el próximo estamos manteniendo nuestras previsiones de inflación. De momento el dato realizado es muy similar al que proyectamos y hacia adelante tenemos ajustes que en el balance se compensarán entre sí. De un lado, el menor crecimiento económico que anticipamos para 2012 y 2013 (-0,4pp en cada caso) moderará en alguna medida las presiones por el lado de la demanda. Junto a ello, se ha revisado a la baja la cotización internacional del petróleo. Esta reducción refleja dos elementos. El primero, el que algunos países de la OPEP no hayan recortado su producción petrolera luego de que Libia comenzara a incrementar sus despachos de este insumo, y el segundo, un entorno de aversión global al riesgo más elevada que le dará un mayor soporte al dólar. De otro lado, los precios de insumos alimentarios importados serán más altos que lo previsto debido a problemas climatológicos en las zonas productoras y a los relativamente ajustados inventarios en los mercados mundiales.

Gráfico 15

Inflación (interanual, %)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

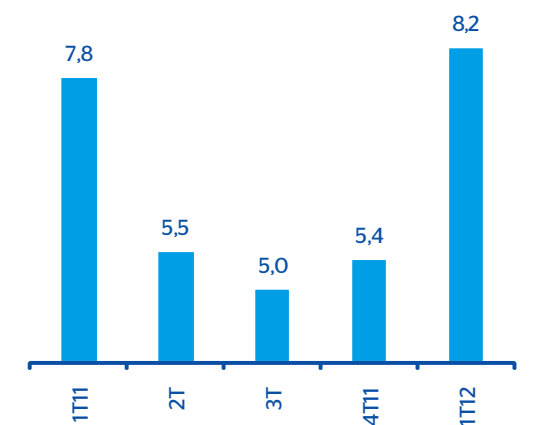
5. Pausa monetaria hasta fines de 2013 debido a riesgos externos

Se mantiene el dinamismo de la demanda interna y las expectativas de inflación siguen altas, lo que reduce la necesidad y el espacio para recortar tipos

Los indicadores disponibles siguieron reflejando en el segundo trimestre un interesante dinamismo de la actividad. El PIB de los sectores no primarios de la economía, por ejemplo, que refleja mejor las presiones de demanda agregada y crece por encima del 6% interanual, apunta en ese sentido. En nuestro escenario base, el ritmo promedio de crecimiento intertrimestral hasta fines de 2013 será cercano al del potencial, a pesar de que el sector exportador enfrentará condiciones menos favorables. En ese horizonte, la brecha del producto seguirá siendo positiva, terminando de cerrarse solo a fines de ese año. Es decir, a pesar de que las exportaciones se vienen resintiendo por la renovada debilidad del crecimiento global, la aún fuerte demanda interna sugiere que de momento no es necesario un estímulo adicional por el lado monetario, sobre todo considerando que en términos reales ex-ante el nivel actual de la tasa de política es más acomodaticio que al inicio del episodio de Lehman Brothers e incluso que el que se tuvo hasta entrado el segundo trimestre de 2009.

Gráfico 16

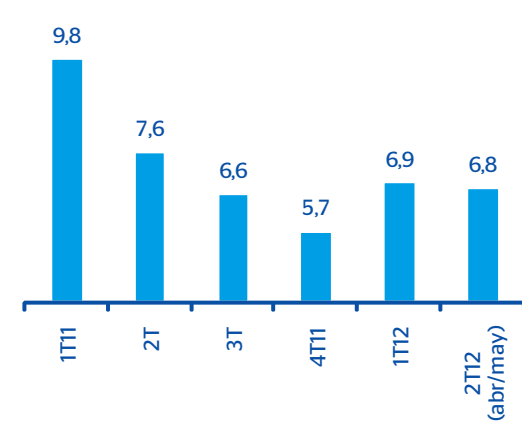
Demanda interna
(excluye variación de inventarios, var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 17

PIB de los sectores no primarios (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

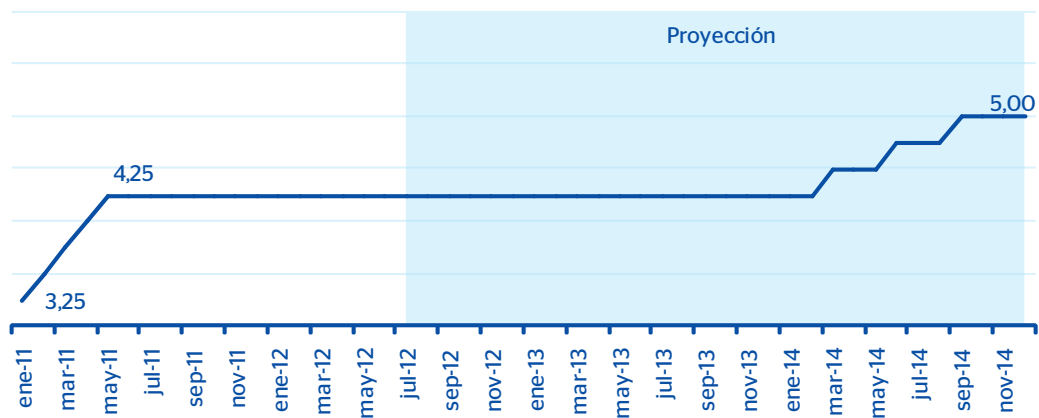
El panorama de precios, por otro lado, ha empezado a mejorar. La inflación está disminuyendo y el ritmo de su convergencia a la meta se acentuará en el segundo semestre. Sin embargo, el alza de las expectativas inflacionarias, cercanas al límite superior del rango meta no solo para 2012 sino también para el próximo año, acotan por ahora el espacio para flexibilizar la posición monetaria.

Entorno externo más complicado postergará normalización de la posición monetaria

En nuestro escenario base anterior estimábamos que el Banco Central retomaría el proceso de normalización de la posición monetaria en el primer trimestre de 2013. La revisión que hemos realizado en las condiciones externas, más deterioradas que hace tres meses, y el incremento de los riesgos que estas presentan para la actividad local sugieren que el Banco Central será muy cauteloso sobre el momento oportuno para retomarlo. Además, la brecha positiva del producto se cerrará algo más pronto de lo que pensábamos en nuestro reporte anterior debido a la corrección

a la baja en el crecimiento económico, lo que permite al Banco Central tomarse un mayor tiempo para dar inicio a este proceso. En este contexto, prevemos que no será sino hasta principios de 2014, cuando el producto se encuentre creciendo al ritmo potencial, la inflación se ubique alrededor de la meta y el entorno externo se esté gradualmente recuperando, que la tasa de política empezará a ser llevada hacia su nivel neutral.

Gráfico 18

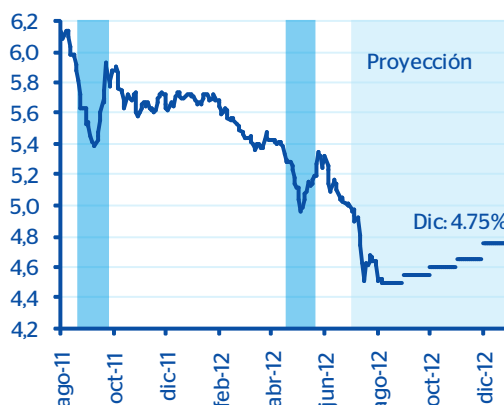
Tasa de política monetaria (%)

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Tipos de largo plazo se encuentran en niveles mínimos, pero tenderán a corregir en adelante conforme la situación en Europa empieza gradualmente a resolverse

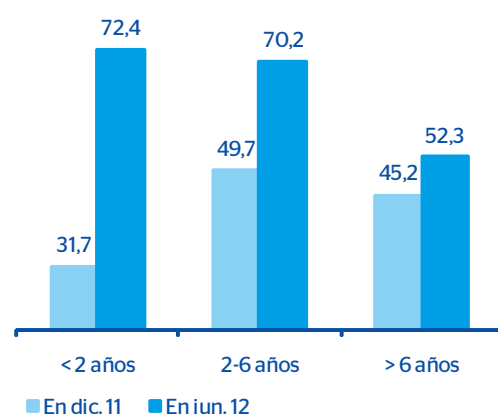
Los tipos de más largo plazo, en particular aquellos de la deuda pública en moneda local, han venido descendiendo notablemente en los últimos meses, alcanzando mínimos históricos. El rendimiento del bono soberano 2020, por ejemplo, se ubica en 4,60%, solo 35pb por encima de la tasa de política. Como se menciona en la primera sección, se están reduciendo las posiciones en activos de países europeos periféricos y estos capitales han buscado, en parte, posicionarse en mercados emergentes. En este contexto, Perú resulta atractivo por las fortalezas que tiene, por el rendimiento del papel y por la baja volatilidad del tipo de cambio (incluso con tendencia de la moneda local a fortalecerse). Como resultado, la tenencia de bonos soberanos por parte de no residentes ha subido, especialmente en los tramos corto y medio, en donde tienen más de 70% del total.

Gráfico 19

Rendimiento del bono soberano 2020 (%)

Fuente: Bloomberg y BBVA Research Perú

Gráfico 20

Tenencias de bonos soberanos por parte de no residentes (% del total)

Fuente: MEF y BBVA Research Perú

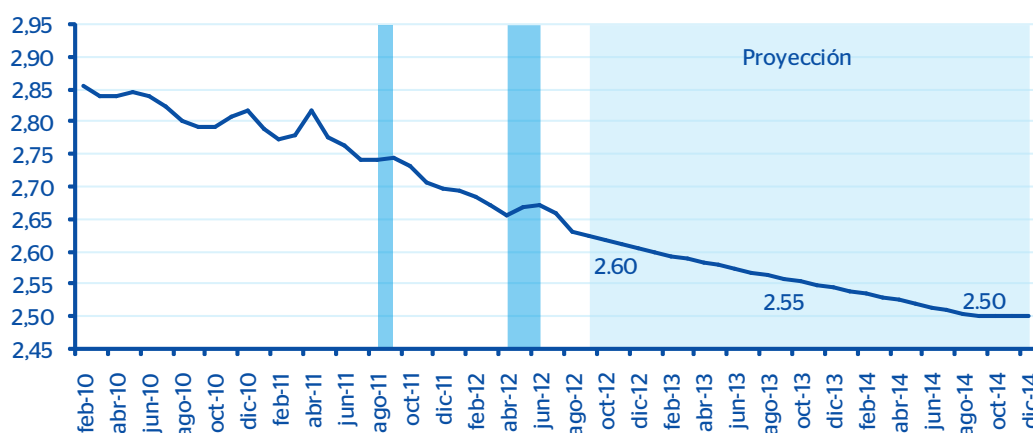
Sin embargo, en nuestro escenario base las tensiones financieras globales irán descendiendo paulatinamente, sobre todo desde el próximo año, y ello generará alguna reversión en estos influjos, con la consiguiente alza en los rendimientos. No se descarta que debido a la poca profundidad del mercado de bonos soberanos peruanos, los ajustes puedan eventualmente ser algo marcados.

6. El nuevo sol continuará apreciándose en los próximos meses

A pesar del complicado entorno externo, en el año el nuevo sol (PEN) se ha fortalecido más de lo previsto. La apreciación hasta el momento es de 2,7%, la que hubiese sido mayor de no ser por los USD 8,2 mil millones que el Banco Central ha comprado en el mercado cambiario. Ello responde al mayor apetito por activos peruanos.

Gráfico 21

Tipo de cambio PEN/USD



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

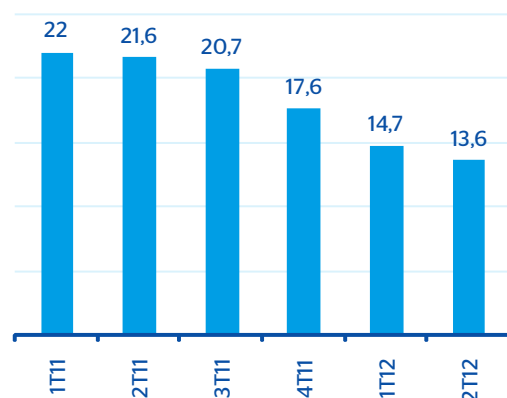
En una evaluación de mediano plazo, los fundamentos que apoyan la tendencia del PEN a fortalecerse no han variado. Nuestras estimaciones del diferencial de productividades con EEUU siguen siendo favorables a Perú, y los pasivos externos netos de largo plazo, como porcentaje del PIB, siguen mostrando una senda decreciente en nuestras previsiones, lo que torna menos necesario en el futuro generar superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Complementando estos dos elementos, continuamos estimando 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 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. Por ello, la moneda local tiene aún recorrido a fortalecerse, no sin sobresaltos según cómo evolucione el entorno externo. Esta trayectoria decreciente del tipo de cambio será sin embargo gradual porque el resultado de la balanza comercial será en adelante menos favorable, el espacio para un posicionamiento adicional de inversionistas extranjeros en bonos soberanos se ha reducido, y porque el Banco Central se mantendrá activo en el mercado para moderar el ritmo de la apreciación, tal como usualmente lo ha hecho.

7. Expansión del crédito será más moderada en adelante

Las colocaciones de la banca al sector privado han seguido moderándose (ver Gráfico 22 y 23). Esto es más notorio en el caso del crédito a empresas; en particular, el orientado a financiar operaciones de comercio exterior. Esto último recoge no solo la desaceleración de la demanda externa, sino también la sustitución de esta modalidad de financiamiento por el de entidades extranjeras, debido a que el elevado nivel de encaje desincentiva la toma de crédito local. En este contexto, para que las condiciones de financiamiento de las operaciones de comercio exterior de la banca local sean algo más similares que las de la banca extranjera, el Banco Central recortó los encajes para este tipo de operaciones de 60% a 25%. Cabe señalar que la autoridad monetaria ha utilizado el aumento de los encajes como instrumento para moderar la expansión del gasto pero evitando exacerbar las presiones hacia el fortalecimiento de la moneda local. Las líneas que la banca local consigue fuera del país para financiar estas operaciones de comercio exterior no generan ese tipo de presiones sobre el tipo de cambio, por lo que la reducción del requerimiento de encaje es también razonable desde este punto de vista.

Gráfico 22

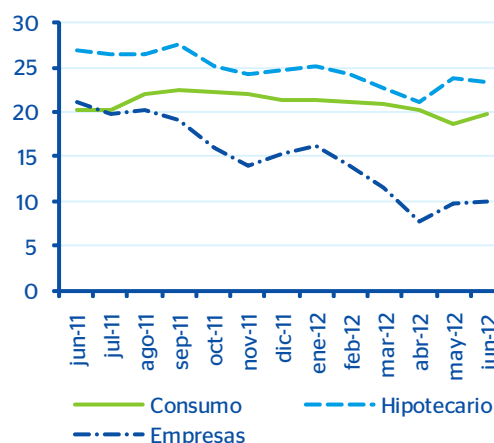
Colocaciones de la banca al sector privado (var. %interanual)



Fuente: SBS

Gráfico 23

Colocaciones de la banca según prestatario (var. % interanual)



Fuente: SBS

De otro lado, los créditos vinculados a las familias, si bien se han moderado continúan mostrando altas tasas de crecimiento, en particular aquellos para la adquisición de vivienda que se están expandiendo a un ritmo superior al 20% interanual. Este dinamismo ha llamado la atención de analistas y autoridades acerca de su sostenibilidad o si podría estar induciendo una burbuja de activos similar a las que se han observado en otros países (ver Recuadro 1).

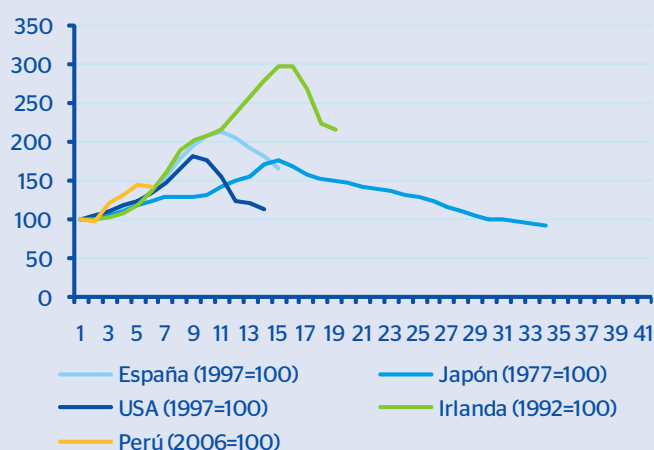
En lo que resta del año, esperamos que continúe la desaceleración paulatina del crédito con lo que en el 2012 registraría una expansión cercana al 13%. Hacia adelante, el ritmo de expansión de las colocaciones del sistema financiero se estabilizará en niveles alrededor del 12%, con lo que el ratio de intermediación bancaria se incrementará a ritmo de 2pp del PIB por año. Este crecimiento es razonable si se toma en cuenta que todavía un amplio sector de la población, en su mayoría trabajadores independientes informales, no goza de los beneficios del crédito bancario. Asimismo, los créditos se incrementarán a un mayor ritmo que los depósitos, por lo que la participación de otras fuentes de fondeo bancario (adeudados externos y financiamiento mayorista) aumentará en los próximos años.

Recuadro 1: ¿Burbuja inmobiliaria en el mercado de viviendas?

El rápido incremento que han registrado los precios de las viviendas en Lima Metropolitana en los últimos años ha llamado la atención debido a la posibilidad de que se encuentren por encima de su nivel de equilibrio. Si ello fuera así, los precios de los bienes raíces reflejarían comportamientos especulativos y volátiles, por lo que, eventualmente, observaríamos un ajuste a la baja. La preocupación se intensifica al extrapolar los impactos negativos sobre la actividad económica, el empleo y el bienestar que han generado el estallido de burbujas inmobiliarias en Estados Unidos y Europa en los últimos cinco años (ver gráfico 23).

Gráfico 24

Precio real de vivienda en diferentes países (índice)



Fuente: BIS, CAPECO

¿Se puede afirmar que Perú está próximo a enfrentar una burbuja similar? En el balance, no encontramos evidencia sólida que permita sostener esta afirmación, al menos a nivel agregado o promedio. Por un lado, Perú no exhibe los mismos factores que estuvieron presentes en las recientes experiencias de auge excesivo de los precios inmobiliarios en el hemisferio norte: (i) una política monetaria sumamente laxa que mantuvo muy bajas tasas de interés de manera prolongada, (ii) pobre regulación y supervisión bancaria, (iii) un proceso de innovación financiera que indujo mayores niveles de apalancamiento a las entidades del sistema ("inflar" balances) y una mayor exposición al riesgo, y (iv) una notable expansión del crédito.

Sobre el último punto cabe enfatizar que la baja intermediación bancaria en Perú, en particular la de créditos destinados al sector inmobiliario, así como los reducidos niveles de morosidad, sugieren que la expansión de las colocaciones ha sido saludable y que su dinamismo se explica, en buena parte, por el proceso de formalización de la economía.

Cabe agregar que los factores de demanda (como, por ejemplo, el aumento de los ingresos familiares que ha llevado a un engrosamiento de la clase media, la demanda insatisfecha de viviendas y cambios demográficos que hoy se reflejan en una proporción mayor de personas entre los 30 y 40 años que demandan vivienda) y de oferta (incremento del costo de los terrenos, los materiales de construcción y de la mano de obra) le dan un soporte importante al precio de las viviendas en Lima. Adicionalmente, estimaciones preliminares del valor de equilibrio de este precio que hemos realizado nos sugieren que el nivel observado no está muy alejado de su valor fundamental (ver Gráfico 24). Apoyan a estos resultados un reciente estudio del Fondo Monetario Internacional para una muestra de países de América Latina, incluyendo el Perú, en el que concluyen que hay pocos signos de desajustes en el mercado hipotecario y de bienes raíces, y que los precios de la vivienda en la mayoría de los mercados se encuentran en niveles cercanos a su equilibrio.⁶

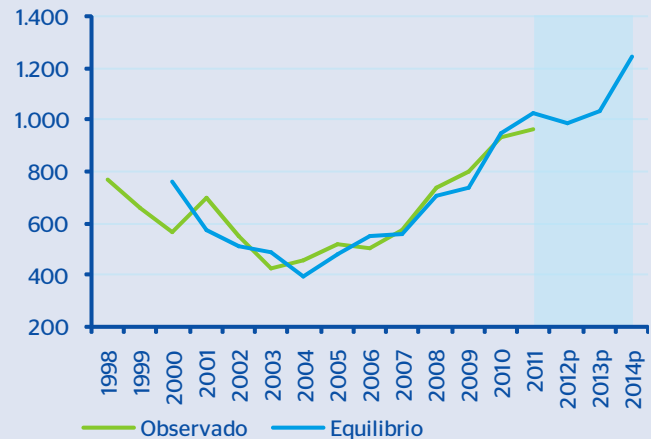
En todo caso, si Perú experimentara una corrección en los precios inmobiliarios su impacto sería relativamente acotado. En primer lugar, es infrecuente que las familias peruanas utilicen una vivienda como colateral para otras operaciones. De esta manera, si bien una corrección a la baja en el precio del inmueble dañaría su patrimonio, no las llevaría a incurrir en impagos o a ajustar su consumo, con lo que a nivel agregado el impacto negativo sobre la demanda sería acotado. En segundo lugar, en algunos otros países el prestatario tiene el incentivo de dejar que el banco embargue su inmueble si el precio de este cae por debajo del valor del préstamo. Ello porque en ese momento culmina su obligación con el banco. La entidad financiera sufre entonces una pérdida patrimonial que luego reduce su capacidad para otorgar crédito, lo que a nivel agregado afecta negativamente al gasto. En Perú no ocurre lo mismo ya que si la casa fue embargada o no, la obligación con el sistema financiero se mantiene (por la diferencia entre el valor del préstamo y el del inmueble).

6: Cubeddu, Tovar y Tsounta (2012) "Latin America: Vulnerabilities Under Construction?" IMF Working Paper 2012/193, Fondo Monetario Internacional

Finalmente, las entidades bancarias mantienen una proporción moderada de cartera vinculada a la construcción en sus portafolios.

La situación, sin embargo, debe ser seguida de cerca, algo que el Banco Central viene haciendo, porque una corrección súbita y abrupta en estos precios afectaría la dinámica de un sector clave como la construcción y, con ello, del empleo.

Gráfico 25

Precio de m² en Lima Metropolitana y el Callao (USD)

Fuente: CAPECO y BBVA Research Perú

8. Europa continúa siendo el principal factor de riesgo

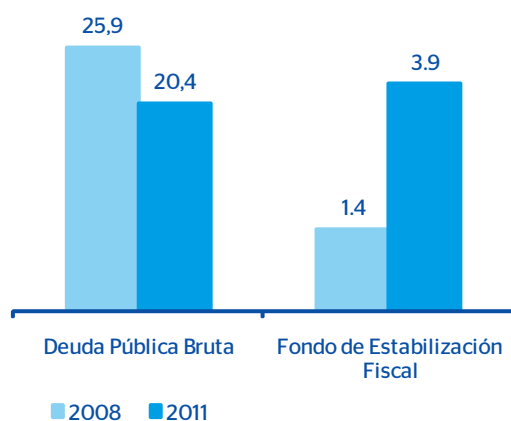
Como lo señaláramos en nuestros reportes más recientes, el principal factor de riesgo sobre la economía peruana es Europa. Existe una alta incertidumbre sobre la oportunidad con la que se llegarán a acuerdos en torno a la unión bancaria y fiscal, y en el camino podría producirse algún “accidente”, como por ejemplo la decisión de abandonar el euro por parte de algún país, o una intervención fallida del ESM o del ECB en el mercado de bonos. En esa situación, las tensiones financieras globales se incrementarían sustancialmente y ello tendría repercusiones importantes en el resto del mundo y en Perú.

El impacto a nivel local se daría 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 flujos 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.

Si bien los impactos sobre la actividad local serán importantes, la economía peruana cuenta con fortalezas que los mitigarían. Por el lado fiscal, en adición a la holgura estimada (superávit de 1,1% en 2012), el Estado cuenta en su fondo de estabilización con recursos que equivalen a 3,9% del PIB (ver Gráfico 26), lo que le permite realizar una política contracíclica y limita la necesidad de acudir a los mercados financieros para obtener recursos, algo importante en un entorno de elevada aversión al riesgo y demanda por liquidez.

Gráfico 26

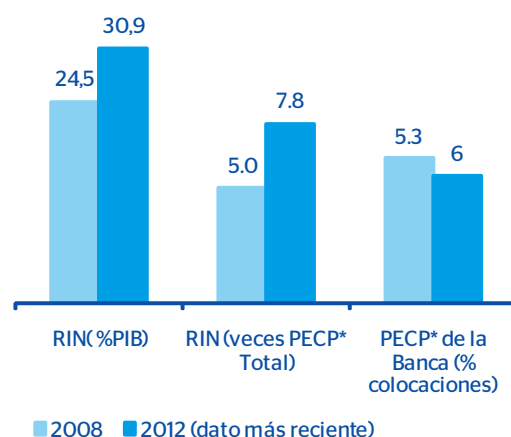
Indicadores de vulnerabilidad fiscal (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 27

Indicadores de vulnerabilidad externa



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

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 la demanda del sector privado. En primer lugar, la banca posee en este momento más de PEN 55 mil millones (USD 21 mil millones o 42% del saldo de colocaciones) en activos del Banco Central, los que podrían emplearse en operaciones repo y en 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 3 mil millones), se pueden reducir las actualmente elevadas tasas de encaje en moneda extranjera (la tasa media de encaje se ubica alrededor de 40% de los depósitos y adeudados en esta moneda).

En un escenario de riesgo, el Banco Central buscaría también evitar una depreciación abrupta de la moneda local para moderar sus impactos negativos. Para ello cuenta con reservas internacionales netas por más de USD 58 mil millones, monto equivalente a 31% del PIB (ver Gráfico 27), 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 la inflación se ubica actualmente por encima de la meta, en un escenario complicado su tendencia futura corregiría a la baja, por lo que el Banco Central tendría espacio para priorizar la estabilización de la actividad económica en el momento del choque externo.

En este escenario, el ritmo de crecimiento sería solo levemente afectado en 2012, se produciría un impacto moderado en el 2013 y la recuperación se iniciaría en el 2014. Naturalmente, se produciría un debilitamiento en las cuentas del sector público y en las del sector externo, pero sería algo manejable. Las medidas de estímulo fiscal y los menores ingresos tributarios vinculados con la desaceleración de la actividad y los menores precios de exportación inducirían resultados fiscales deficitarios. Con ello, la tendencia decreciente del ratio de deuda pública sobre PIB se interrumpiría transitoriamente, retomándose en cuanto las condiciones globales empiecen a mejorar. Por el lado de las cuentas externas, habría una tendencia a la moderación, debido a que el efecto combinado de la desaceleración de las importaciones y las menores utilidades de las empresas mineras sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos tendría mayor impacto que el menor crecimiento de las exportaciones.

9. Tablas

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013
PIB (% interanual)	8,8	6,9	5,6	5,3
Inflación (% interanual, fdp)	2,1	4,7	2,8	2,3
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2,82	2,70	2,60	2,55
Tasa de interés de política (% fdp)	3,00	4,25	4,25	4,25
Consumo privado (% interanual)	6,0	6,4	5,5	5,0
Consumo público (% interanual)	10,0	4,8	7,0	4,5
Inversión (% interanual)	23,2	5,1	13,1	6,4
Resultado fiscal (% del PIB)	-0,3	1,9	1,1	1,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,5	-1,9	-2,5	-2,8

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	8,8	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	5,0	4,0	2,67	4,25
3T12	5,5	3,1	2,63	4,25
4T12	6,0	2,8	2,60	4,25
1T13	5,6	2,6	2,59	4,25
2T13	5,5	2,6	2,57	4,25
3T13	5,1	2,6	2,56	4,25
4T13	4,9	2,3	2,55	4,25

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

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

Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero (i)
juan.cubero@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

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

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

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**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com