

# Situación Perú

Segundo trimestre de 2015  
Unidad de Perú

- Crecimiento mundial será de 3,5% en 2015 y de 3,9% en 2016. Aceleración del próximo año gracias al soporte de economías desarrolladas que tendrán su mejor registro desde 2010.
- Para Perú proyectamos un crecimiento de 3,1% en 2015, y una aceleración transitoria en los próximos dos años. Sectores primarios y medidas fiscales darán apoyo al crecimiento de este año, pero aún veremos debilidad del gasto privado, por lo que el rebote de la actividad será moderado.
- El tipo de cambio seguirá con presiones al alza en los próximos meses. Se anticipan episodios de volatilidad cambiaria por incertidumbre sobre el proceso de normalización de la tasa de política de la FED.
- La inflación se mantendrá cerca del techo del rango meta durante 2015, debido a la depreciación de la moneda, una corrección al alza en el precio del petróleo y la inercia que imprimirá el nivel actual de las expectativas inflacionarias. Debilidad cíclica minimiza riesgos de presiones de demanda.
- Banco Central enfrenta un entorno macro complejo, caracterizado por la debilidad de la demanda, una inflación cerca del límite superior del rango meta y las presiones al alza sobre el tipo de cambio.
- Proyección de crecimiento está sesgada a la baja. Riesgos por entorno externo (ajuste FED y desaceleración más pronunciada en China), la debilidad de las confianzas de familias y empresas y un Fenómeno de El Niño más intenso.

## Índice

1. Resumen	3
2. El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes	5
3. Perú: proyectamos un crecimiento de 3,1% para el 2015, y una aceleración transitoria en los próximos meses	7
Recuadro 1. Los espíritus animales y las profecías autocumplidas	
Recuadro 2. Estimación del PIB potencial y contabilidad del crecimiento	
4. Mercados financieros locales: precios de activos de deterioran a inicios del año	21
5. La inflación: se mantendrá alrededor del techo del rango meta durante este año aunque prevemos que no habrán presiones de demanda	26
6. Política monetaria: entorno macro complicado para el Banco Central	28
Recuadro 3. Las dificultades que están enfrentando las políticas de estabilización	
7. Balance de riesgos: previsión de crecimiento a la baja	32
8. Tablas	34

**Fecha de cierre: 01 de mayo de 2015**

# 1 Resumen

---

**El crecimiento mundial será de 3,5% en 2015, una décima más que el año pasado.** Este mejor desempeño provendrá de las economías avanzadas. En el caso de Estados Unidos, en particular, el año inició con un bajo dinamismo que en parte lo explica la atípica severidad de las condiciones meteorológicas, a lo que se sumaron el impacto del menor precio del petróleo sobre el sector energético y la apreciación del dólar sobre las exportaciones. A pesar de ello, estimamos que el producto se acelerará en cinco décimas este año, hasta 2,9%, apoyado en la fortaleza que continúa exhibiendo el mercado laboral, algo que le dará soporte al gasto de las familias en los próximos trimestres y de esta manera a la actividad económica. En este contexto, prevemos que la FED empezará a elevar su tasa de política en setiembre y que los incrementos posteriores serán graduales. Por el lado de las economías emergentes, el panorama es distinto. En China y LatAm, la desaceleración económica ha ido ganando espacio. El crecimiento de la primera, en particular, se ha ido moderando debido al ajuste en el mercado inmobiliario, la apreciación de la moneda doméstica, y los efectos de la consolidación fiscal de los gobiernos locales, pero las medidas de estímulo que vienen implementando las autoridades, y que se espera que continúen, favorecerán que la expansión del producto en 2015 se ubique en 7,0%. Hacia adelante, el soporte de las economías avanzadas llevará a que el dinamismo del PIB mundial en 2016 sea aún mayor, de alrededor de 3,9%.

**Para Perú, proyectamos que la actividad económica crecerá 3,1% en 2015, con sesgo a la baja.** El mejor desempeño de la economía peruana (+2,4% el año pasado) se apoyará principalmente en el rebote de las actividades extractivas, en particular Pesca y Minería metálica, luego de los problemas de oferta que enfrentaron el año pasado. Ello se reflejará en mayores exportaciones. Además, estimamos que habrá una mayor ejecución del gasto público, sobre todo en la segunda mitad del año. Nuestra previsión considera que todo esto será en parte compensado por los efectos del deterioro que ha sufrido la confianza empresarial, el que recoge el prolongado bajo dinamismo del producto, la dificultad para implementar políticas contracíclicas, y el mayor ruido político. En este contexto, no solo la inversión privada avanzará débilmente en 2015 sino que también lo hará la generación de empleo y con ello el gasto de las familias. Por ello, el rebote de la actividad económica será moderado este año.

**En los siguientes dos años, el ritmo de expansión de la actividad continuará incrementándose, apoyado en el ingreso en etapa de producción de megaproyectos mineros** como Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde, los que llevarán la producción de cobre a elevarse en 80% en comparación con el nivel que alcanzó en 2014. De esta manera, el producto avanzará 4,6% en 2016 y más cerca de 6,0% en 2017. La aceleración será sin embargo solo transitoria debido a que han sido escasas las acciones para evitar declives en la productividad y competitividad del país, con lo que el ritmo de crecimiento que en el medio plazo podrá sostener Perú está más cerca del 4,5% que del 6,0% que en promedio registró durante los últimos diez años.

**Del lado de las cuentas externas, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se mantendrá relativamente elevado en 2015 y 2016.** El déficit alcanzó el 4,0% del PIB en 2014 y no habrá mejora sustancial en los próximos dos años, a pesar de la gradual recuperación de los volúmenes exportados de metales y productos pesqueros y de la aún débil demanda interna. Ello se debe a la fuerte disminución prevista para el nivel promedio de los términos de intercambio, que en el acumulado 2015/16 será de más de 11%. El influjo neto de capitales recogido en la cuenta financiera de la balanza de pagos no alcanzará a financiar el desbalance externo, algo que ya se había observado el año pasado. Tampoco lo hará el influjo de capitales orientados a adquirir activos de largo plazo del sector privado. Ello presionará a que la moneda local se deprecie e implicará una nueva pérdida de reservas internacionales (aunque estas

son bastante holgadas, con lo que la disminución es manejable). Esta situación será sin embargo solo transitoria pues a partir del segundo semestre de 2016 anticipamos una mayor holgura tanto por la reducción del déficit externo, que se estabilizará en niveles más manejables de 3,0% del PIB debido al *boom* minero, como por el mayor influjo de capitales de largo plazo vinculado con la financiación de los proyectos de infraestructura concesionados en los dos últimos años.

**El déficit fiscal, por otra parte, se ubicará alrededor de 1,5% del PIB en los próximos años, un nivel que no compromete la sostenibilidad de las finanzas públicas.** Esta previsión incorpora, por ejemplo, el recorte permanente de las tasas impositivas para la renta de empresas y familias, así como el mayor gasto de inversión para financiar los grandes proyectos de infraestructura que empezarán a construirse desde este año. Como resultado, el saldo de la deuda pública bruta tendrá una leve tendencia descendente en términos del PIB, situándose hacia fines de esta década algo por debajo del 19%.

**En el mercado cambiario continúan las presiones de depreciación sobre la moneda local, las que difícilmente cederán en lo que resta del año.** La depreciación esperada se explica por la incertidumbre sobre el inicio del ciclo alcista de la tasa de política de la FED y la rapidez con la que se implementará el ajuste. A ello se suma un déficit externo que se mantendrá relativamente elevado este año y que no alcanzará a ser cubierto con el influjo de capitales. Proyectamos que hacia el cierre de este año el tipo de cambio se ubicaría alrededor de S/. 3,25 por USD. Cabe señalar que la transición hacia un tipo de cambio más alto será relativamente gradual debido a que el Banco Central continuará suavizando los movimientos de esta variable con sus intervenciones cambiarias. No obstante, consideramos que una mayor flexibilidad cambiaria sería deseable como mecanismo de absorción de choques externos y de corrección del déficit en cuenta corriente.

**Por el lado de los precios, estos avanzarán en 2015 a un ritmo cercano al techo del rango meta.** Actualmente la inflación se ubica en 3,0%. Nuestra previsión considera que en lo que resta del año fluctuará alrededor del techo del rango meta y que finalizará en 2,9%. Mayores precios de alimentos producidos localmente (por condiciones climáticas adversas), la depreciación de la moneda doméstica, el ajuste al alza del precio del petróleo, y la inercia que imprimen al proceso de formación de precios las relativamente elevadas expectativas inflacionarias (alrededor de 3,0%) explican esta evolución. La debilidad cíclica de la economía, por otro lado, minimiza las presiones de demanda sobre los precios. En 2016, la corrección a la baja en los precios de los alimentos y la brecha negativa del producto llevarán a que la inflación descienda hasta 2,5%, a pesar de que la cotización internacional del petróleo continuará en ascenso.

**El Banco Central enfrenta un entorno macroeconómico complicado,** en el que el gasto del sector privado se ha debilitado y se tienen importantes presiones de depreciación sobre la moneda local. Ello genera un dilema, pues las continuas intervenciones cambiarias para moderar el debilitamiento del sol peruano vienen presionando al alza a las tasas de interés del mercado, lo que no favorece al gasto. La preocupación por el tipo de cambio, razonable por la aún elevada dolarización de empresas y familias, limita entonces el accionar de la política monetaria. No le deja mucho espacio para actuar contracíclicamente. Y conforme se acerca el inicio del ciclo alcista de la tasa FED, la ventana de oportunidad para un recorte de la tasa de interés de referencia local se va cerrando. Será por ello difícil que en los próximos meses se observe un estímulo monetario agresivo, a pesar de la debilidad cíclica del producto y de las dificultades que tiene el sector público para ejecutar su gasto.

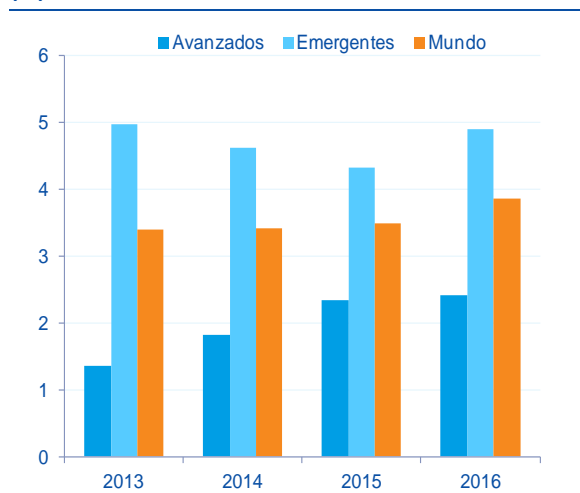
**Finalmente, el balance de los factores de riesgo sobre nuestra proyección de crecimiento está sesgado a la baja.** Los principales escenarios que inducirían un impacto negativo sobre el crecimiento de este año son una desaceleración más intensa de la economía china, mayor estrés financiero por el inicio del ciclo alcista de la tasa de la FED, y un deterioro de la confianza empresarial que podría verse afectada por la continuidad de datos decepcionantes de crecimiento y un elevado ruido político.

## 2 El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes

### El crecimiento mundial se moderó en el primer trimestre de 2015

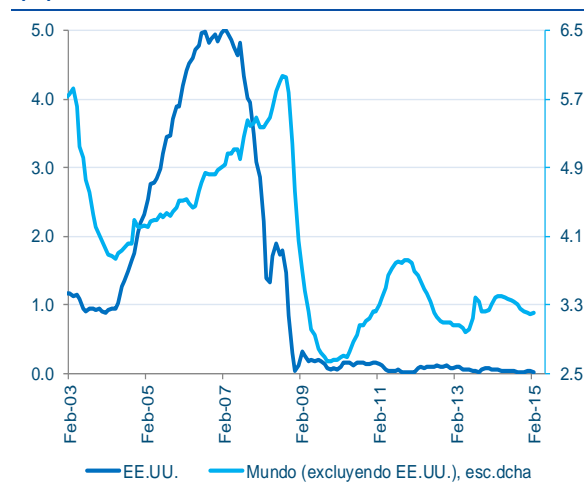
La moderación del crecimiento mundial en el primer trimestre se produjo por la desaceleración de la economía de EE.UU., el menor dinamismo de China y el deterioro de la actividad en algunos de los principales países emergentes (es el caso de Rusia y Brasil). La consolidación del crecimiento en el bloque de países desarrollados contrasta con la pérdida de pulso, prácticamente generalizada, de los emergentes, más intensa en Asia y Latinoamérica que en Europa del Este.

Gráfico 2.1  
**Crecimiento del PIB mundial, Previsiones 2015-16 (%)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
**Tipos de interés nominales a corto plazo (%)**



Fuente: BBVA Research

Así, revisamos el crecimiento mundial para 2015 hasta el 3,5%, una décima menos de lo estimado en enero pasado y solo una décima más que la cifra de 2014 (ver gráfico 2.1). En 2016, el PIB mundial registraría un crecimiento promedio del 3,9% como resultado, en parte, de las políticas monetarias expansivas en los países desarrollados, que obtendrían su mejor registro desde 2010. Las economías emergentes, en un escenario de desaceleración tendencial y gradual de China, revertirían la desaceleración actual gracias al efecto arrastre de las desarrolladas, el paulatino aumento de precios de las materias primas y un posible incremento de las tasas de interés más contenido que en anteriores episodios de normalización de la Fed.

La subida progresiva del precio de las materias primas, en línea con nuestras previsiones, y el refuerzo de políticas monetarias laxas de alcance global han sido dos de los elementos destacados del panorama económico en los últimos meses. En efecto, se ha producido un mayor activismo de los bancos centrales, tanto desarrollados como emergentes. Aunque la Fed opte por una estrategia de endurecimiento monetario gradual, las economías emergentes han decidido priorizar la reactivación de su demanda doméstica buscando recortar los tipos de interés (ver gráfico 2.2), en algunos casos a costa de asumir una mayor volatilidad en la cotización de sus divisas y de menores incentivos a la entrada y mantenimiento de flujos de capital extranjero.

Con todo, y pese a que las políticas económicas continuarán siendo acomodaticias, los riesgos a la baja para el crecimiento mundial persisten. Los más relevantes residen en el alcance de la desaceleración de China y las repercusiones del inicio de la normalización de tipos de interés de la Fed. Las presiones deflacionarias asociadas al descenso del precio del petróleo, las tensiones geopolíticas y el posible fracaso del BCE a la hora de relanzar las expectativas de inflación en la eurozona son riesgos que, pese a mostrar una menor probabilidad e impacto esperado que hace meses, no pueden descartarse. Finalmente, un riesgo que sigue latente es la falta de acuerdo entre el gobierno griego y las instituciones europeas y el FMI sobre la refinanciación de su deuda.

## Se ralentizó el crecimiento en EEUU en el primer trimestre...

EE.UU. ha iniciado 2015 con una ralentización significativa de su ritmo de crecimiento hasta el 0,2% trimestral anualizado frente a un incremento del 1% en promedio en los tres trimestres anteriores. La atípica severidad de las condiciones meteorológicas explica parte de esta desaceleración, a lo que se une la caída del precio del petróleo y su impacto sobre el sector energético y el efecto incipiente de la apreciación del dólar sobre las exportaciones. Con todo, la fortaleza que sigue exhibiendo el mercado laboral debería continuar dando soporte a la renta de los hogares y al consumo privado. Así, el crecimiento anual de EE.UU. podría alcanzar el 2,9% en 2015 y mantener tasas cercanas al 3% también en 2016.

La interpretación que realice la Fed de la naturaleza, transitoria o permanente, del menor crecimiento del primer trimestre definirá su función de reacción en adelante. Lo más probable es que el primer aumento de la tasa de política se produzca en septiembre de 2015, con una subida gradual posterior para llegar no más allá de 1,5% a finales de 2016.

## ... y también lo hizo en China

En China, la desaceleración económica ha ganado intensidad en los últimos meses, al crecer 7% interanual en el primer trimestre de 2015, con un ajuste de la producción industrial y la inversión, pero un mejor comportamiento relativo del consumo privado. La desaceleración viene de la mano de la corrección en curso del mercado inmobiliario, la incertidumbre política previa a la celebración de la Asamblea Popular Nacional de marzo; el deterioro de competitividad por la apreciación global del renminbi y, por último, los efectos de la consolidación fiscal de las administraciones locales iniciada en 2014.

El carácter estructural de los factores mencionados soporta el pronóstico de que China crecerá a medio plazo menos y con una volatilidad mayor. El objetivo de crecimiento anual del 7% para 2015 establecido por las autoridades del país descansa en la implementación de nuevas medidas de estímulo, tanto monetario como fiscal. Ya en 2016, el crecimiento se seguiría ajustando al 6,6%.

## La eurozona mostró la mayor recuperación en los últimos meses

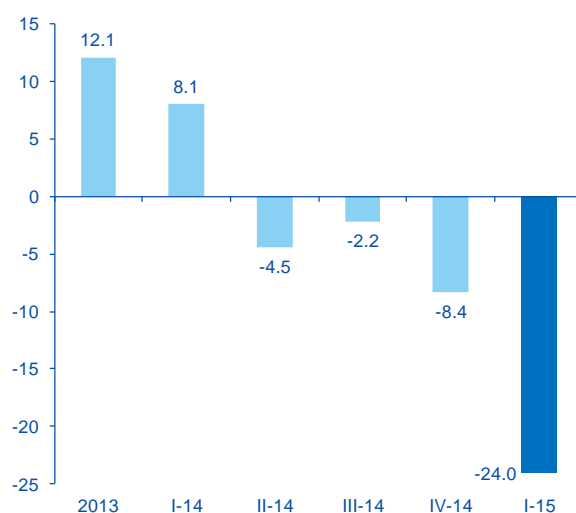
La eurozona es, de las economías desarrolladas, la que ha mostrado un mejor comportamiento relativo en el arranque de 2015. El PIB podría haber crecido al ritmo más elevado desde mediados de 2011, con Alemania y España liderando el crecimiento del conjunto del área. La recuperación viene impulsada por las mejores condiciones de financiación y la depreciación del euro, ambas generadas por el programa de quantitative easing del BCE, junto con el descenso de los precios del petróleo. El carácter menos restrictivo de la política fiscal y la contención de la caída de los salarios nominales en los países periféricos también están contribuyendo a relanzar el crecimiento. De este modo, el avance anual del PIB sería 1,6% en 2015, que aumentaría a 2,2% en 2016.

### 3. Perú: proyectamos un crecimiento de 3,1% para el 2015, y una aceleración transitoria en los próximos dos años

PIB inició el año con un bajo dinamismo. Estimamos que el crecimiento del primer trimestre estuvo alrededor de 1,7%

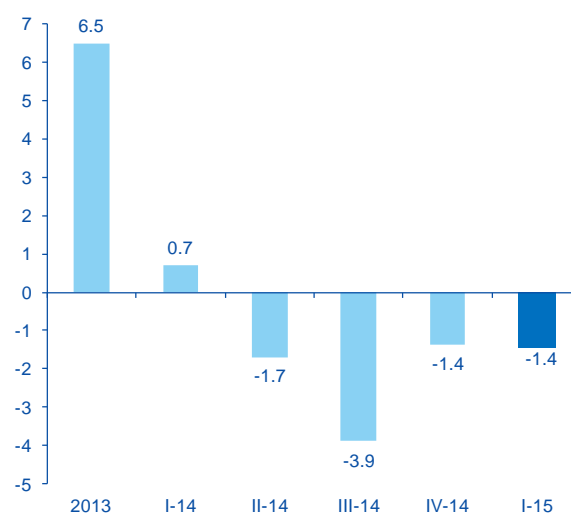
Al inicio del año, la actividad económica siguió mostrando un débil desempeño. Por el lado del gasto, esta evolución reflejó, principalmente, tres factores. En primer lugar, una pronunciada contracción de la inversión pública, la que estimamos habría caído alrededor de 25% (ver gráfico 3.1). En particular, fue considerable la caída de aproximadamente 50% de la inversión de los gobiernos subnacionales (regionales y municipales, entidades que están a cargo de ejecutar aproximadamente el 60% del total de la inversión del sector público), lo que fue atenuado por el avance de 19% en la realizada por el gobierno nacional (ministerios y otras entidades del gobierno central).

Gráfico 3.1  
Inversión Pública  
(Var.% interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.2  
Inversión Privada  
(Var.% interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

El bajo dinamismo de la actividad económica en el primer trimestre también estuvo asociado a una nueva caída de la inversión del sector privado (la cuarta contracción trimestral consecutiva, ver gráfico 3.2). A febrero o marzo, los indicadores vinculados a la inversión (importación de bienes de capital, ventas de vehículos de carga, obras de construcción realizadas por el sector privado, etc.) se ubican en terreno negativo (ver Tabla 3.1). Con esta información, proyectamos que la inversión privada habría caído 1,4% en el primer trimestre.

Tabla 3.1

**Indicadores disponibles de actividad y confianza vinculados a la inversión privada (Var.% interanual)**

Indicadores	4T-14	1T-15	Ultimo Dato Disponible	
Importación Bienes de Capital	-5.0	-7.2	5.6	Mar.
Venta de autos de carga	-23.7	-13.5	-6.7	Mar.
Consumo Interno de Cemento	2.7	-1.5	1.1	Mar.
Confianza empresarial	54	51	49	Mar.

Fuente: BCRP y BBVA Research

Tabla 3.2

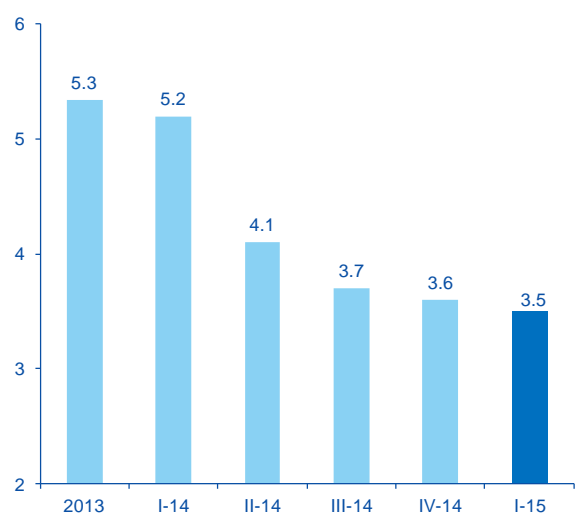
**Indicadores disponibles de actividad y confianza vinculados al consumo privado (Var.% interanual)**

Indicadores	4T-14	1T-15	Ultimo Dato Disponible	
Importación Bienes Consumo	1.5	1.6	0.1	Feb.
Venta de autos familiares	8.2	-0.9	0.6	Mar.
Empleo Dependiente	3.6	3.1	2.7	Mar.
Confianza al Consumidor	54	53	53	Mar.

Fuente: BCRP y BBVA Research

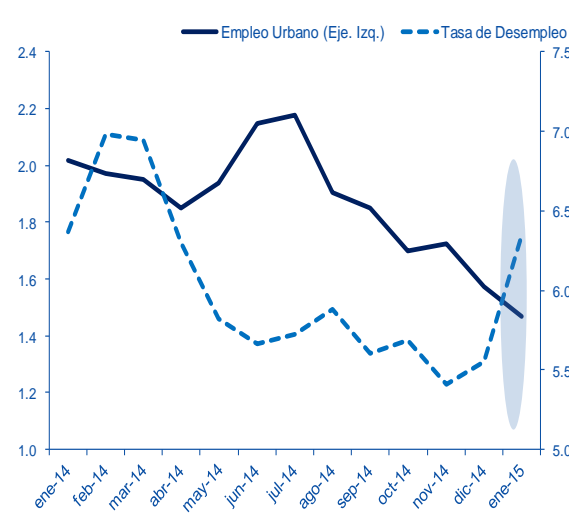
Finalmente, la ralentización del consumo de las familias. De acuerdo con nuestras estimaciones, el gasto de las familias habría registrado en el primer trimestre un crecimiento discreto de 3,5%, en un entorno caracterizado por un mercado laboral más lento en el que se observa una desaceleración de la creación de empleo formal asalariado y sube la tasa de desempleo (ver gráficos 3.3 y 3.4). De manera similar a la inversión, los indicadores que reflejan la evolución del gasto de las familias (ventas de autos familiares, importaciones de bienes de consumo, ventas al por mayor y minoristas, etc.) muestran un comportamiento más moderado (incluso caídas) con relación a hace algunos meses (ver Tabla 3.2).

Gráfico 3.3

**Consumo Privado (Var.% interanual)**


Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.4

**Empleo Urbano Nacional y Tasa de Desempleo de Lima Metropolitana (Var. % interanual del promedio móvil tres meses)**


Fuente: BCRP y BBVA Research

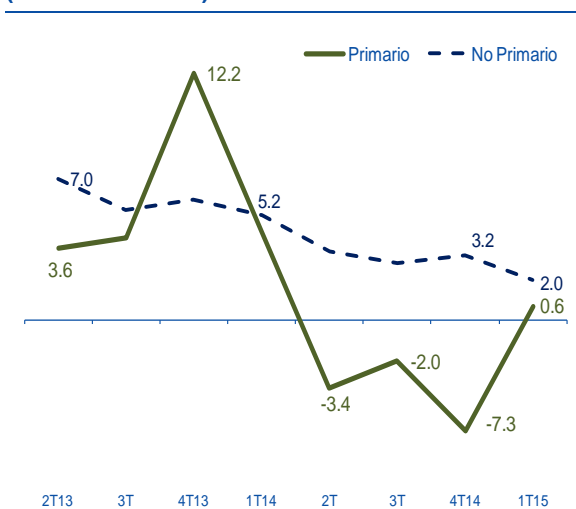
Por el lado sectorial, estimamos que en el primer trimestre el PIB primario (que agrupa a los sectores agropecuario, minería, pesca y la industria procesadora de los recursos que provienen de esas actividades)



habría crecido 0,6 % (ver gráfico 3.5), después de haber registrado una caída de 7,3% en el trimestre previo, lo que señala una mejora relativa vinculada al resultado positivo que mostró la Minería (el primero luego de cuatro trimestres).

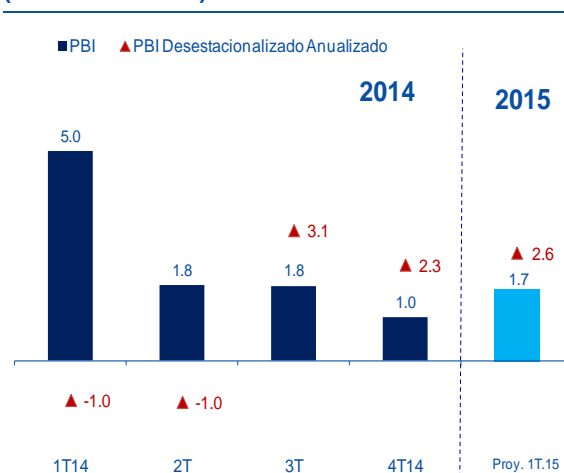
En cuanto al PIB No Primario (que agrupa las actividades más vinculadas a la demanda interna: Manufactura no Primaria, Construcción, Electricidad, Comercio y Servicios), durante el primer trimestre se desaceleró, mostrando un crecimiento cercano al 2,0% (3,2% en el trimestre previo). En general, se observa que la tasa de crecimiento del PIB no primario ha mostrado una leve tendencia declinante en los últimos meses, y se está estacando en un nivel relativamente bajo (ver gráfico 3.6).

Gráfico 3.5  
**PIB Primario y No Primario**  
(Var.% interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.6  
**PIB**  
(Var.% interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Dos sectores no primarios que habrían registrado contracciones en el primer trimestre de este año son Construcción y Manufactura No Primaria. En el primer caso, su desempeño se vio afectado por la caída de la inversión pública, aunque también la moderación de proyectos privados tuvo una incidencia a la baja sobre el sector (por ejemplo, la ralentización de obras inmobiliarias debido a un mercado menos dinámico, acumulación de stocks de viviendas y ventas más lentas bajas). Por el lado de la Manufactura no Primaria, su contracción estuvo vinculada a la menor producción de bienes de consumo masivo así como de bienes intermedios. Finalmente, cabe mencionar la desaceleración mostrada por los sectores Servicios (debido a la ralentización de Transportes, Servicios Financieros y Servicios Prestados a Empresas, actividades relacionadas con la inversión privada) y Comercio (debido a una caída persistente en la comercialización de vehículos y a una desaceleración de las ventas al por mayor, aunque la tasa de crecimiento de las ventas minoristas mostró una leve recuperación con relación al trimestre anterior).

Como resultado de lo anterior, estimamos que el crecimiento del PIB en el primer trimestre se habría ubicado alrededor de 1,7% (ver Gráfico 3.6), un ritmo de expansión mayor al del trimestre anterior (1,0%). Sin embargo, cabe señalar que, de acuerdo con nuestras estimaciones, el crecimiento del PIB desestacionalizado (que permite comparar el nivel de actividad con respecto al trimestre anterior y de aquí evaluar si hay un cambio de tendencia) se mantuvo alrededor de 2,5% en los primeros tres meses del año, una cifra similar a la del período previo. En este sentido, aún no se ha dado el esperado rebote de la economía.

## A pesar de un escenario complicado hacia adelante, proyectamos un mejor desempeño económico para lo que resta del año por la recuperación de las actividades primarias y una mayor ejecución del gasto público

El escenario para los siguientes trimestres seguirá siendo complejo. Por el lado externo, nuestras previsiones toman en cuenta los impactos financieros por la incertidumbre acerca cuándo se iniciará el ciclo alcista de la tasa de política de la FED y qué tan agresivo será el ajuste. Asimismo, se considera proyecciones de crecimiento para este y el próximo año de 2,9% y 2,8% para Estados Unidos en tanto que para China de 7,0% y 6,6%. En cuanto a los precios de las materias primas que exporta Perú, aún se espera alguna corrección a la baja durante este y el próximo año (más allá de alguna mejora transitoria en el corto plazo), así como una tendencia creciente en el precio internacional del petróleo (Perú es importador neto). Finalmente, asumimos que se registrará un Fenómeno de El Niño (FEN) de grado moderado, con impacto acotado sobre actividades económicas como la pesca y la agricultura.

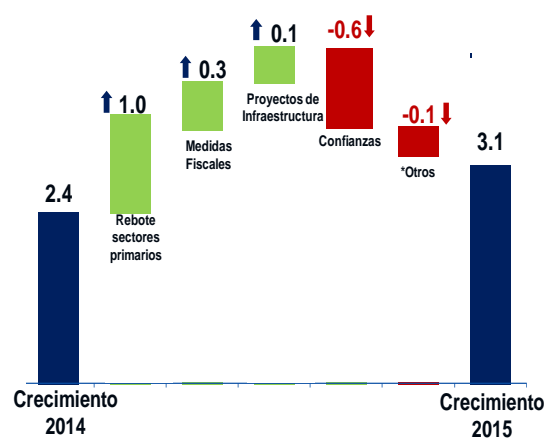
Sobre este entorno general, prevemos que la recuperación de los sectores primarios dará soporte al crecimiento durante este año. En particular, proyectamos un fuerte avance de la Pesca (alrededor de 17% frente a una contracción de 27,9% en 2014; ver Tabla 3.3) debido a la mayor extracción de anchoveta que se espera para este año ante la mayor disponibilidad del recurso, a pesar de las anomalías del clima. También esperamos un rebote importante de la Minería Metálica (4,0% frente a una caída de 2,1% en 2014) por la mayor producción de cobre asociada a un mejor desempeño del proyecto Toromocho (se asume que producirá este año unas 176 mil TM, equivalente a aproximadamente el 70% de su capacidad de producción máxima, lo que contrasta favorablemente frente a las 70 TM del año pasado). También es importante mencionar que se espera una recuperación de la producción de Antamina, la mayor mina cuprífera de Perú (proyectamos crecimiento de la producción de 4,0% con respecto a 2014). Con relación al año pasado, estimamos que el rebote de los sectores primarios generará un punto porcentual de más crecimiento en 2015 (ver gráfico 3.7).

Tabla 3.3  
**PIB sectorial**  
(Var.% interanual)

	2013	2014	2015
Agropercuario	1.6	1.4	1.5
Pesca	24.1	-27.9	17.0
Minería e Hidro.	4.9	-0.8	2.6
Minería	4.2	-2.1	4.0
Hidrocarburo	7.2	4.0	-2.5
Manufactura	5.0	-3.3	0.2
Primaria	8.7	-9.8	1.1
No Primaria	3.7	-1.0	-0.3
Electricidad	5.5	4.9	4.8
Construcción	8.9	1.7	2.4
Comercio	5.9	4.4	3.9
Servicios	6.4	5.8	4.4
<b>PBI</b>	<b>5.8</b>	<b>2.4</b>	<b>3.1</b>
<b>PBI primario</b>	<b>5.0</b>	<b>-2.3</b>	<b>2.4</b>
<b>PBI no Primario</b>	<b>6.0</b>	<b>3.6</b>	<b>3.2</b>

Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.7  
**Principales fuentes de aceleración del crecimiento en el 2015**  
(pp del PIB)



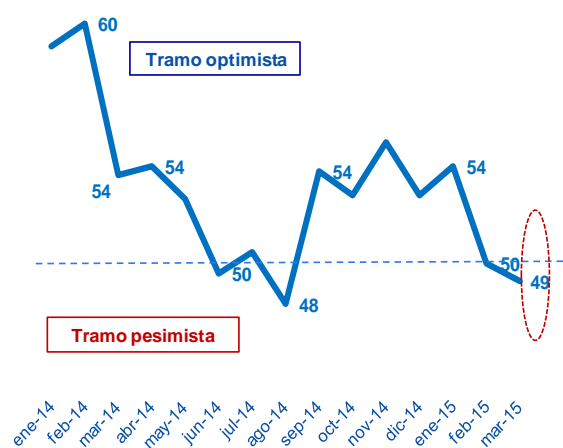
\*Considera menor precio de exportaciones, volatilidad financiera en mercados externos, entre otros.  
Fuente: BCRP y BBVA Research

Otro elemento que apuntalará el crecimiento de este año será la mejora del gasto público, debido a un efecto base positivo (en 2014 la inversión pública cayó 3,6%) y la ejecución de las medidas de estímulo fiscal anunciadas a fines del año anterior (principalmente, proyectos de inversión priorizados por S/. 3 000 millones este año). Finalmente, el mayor desarrollo de obras de infraestructura (como la Línea 2 del Metro de Lima, el Gaseoducto del Sur y la modernización de la refinería de Talara) también incidirá positivamente sobre la actividad económica en 2015. Con relación al año pasado, estimamos que estos elementos contribuirán con 0,3 y 0,1 puntos porcentuales de más crecimiento.

**Pero deterioro de confianzas sugiere que debilidad del gasto privado se va a prolongar, en un contexto en el que la implementación de políticas contracíclicas ha enfrentado dificultades: rebote moderado y crecimiento del año será 3,1%**

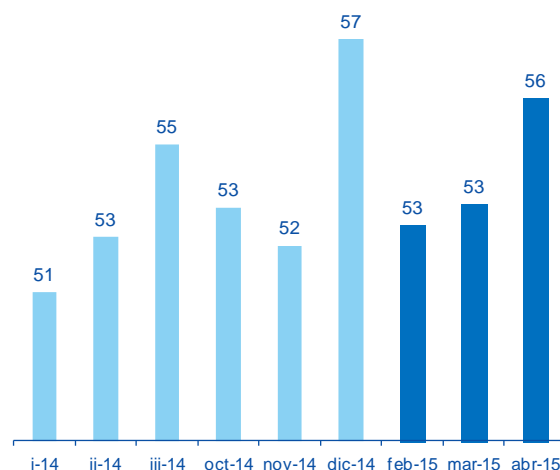
La confianza empresarial se ubicó en zona de pesimismo en la lectura de abril (ver gráfico 3.8). Además, la inversión minera sigue mostrando una tendencia declinante. Ambos elementos apuntan a una inversión del sector privado poco dinámica este año. En cuanto a la confianza del consumidor se mantiene en niveles bajos (ver gráfico 3.9), en un entorno de mayores dificultades para conseguir empleo (generación de empleo urbano crece alrededor de 1,0% y la tasa de desempleo en Lima Metropolitana se ha elevado por tercer mes consecutivo). Además, los precios de los alimentos se han elevado (aunque se espera que de manera transitoria) y algunas encuestas revelan que familias enfrentan problemas para pagar deudas. Con relación al año anterior, estimamos que el deterioro de las confianzas restará 0,6 punto porcentual de crecimiento en 2015.

Gráfico 3.8  
**Confianza empresarial**  
(Puntos)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.9  
**Confianza al consumidor**  
(Puntos)



Fuente: Apoyo Consultoría y BBVA Research

Cabe agregar que las dificultades para implementar estímulos por el lado fiscal y monetario también apuntan a que la demanda del sector privado se mantendrá relativamente contenida (ver el Recuadro 3 más adelante sobre las limitaciones que vienen enfrentando las políticas fiscal y monetaria para dar estímulos).

## Recuadro 1. Los espíritus animales y las profecías autocumplidas

En su clásico libro “Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero”, el gran economista John Maynard Keynes se refirió sobre la confianza del sector privado (de los consumidores y de los inversionistas) en los siguientes términos: “...gran parte de nuestras actividades positivas dependen más del optimismo espontáneo...quizás la mayor parte de nuestras decisiones de hacer algo positivo...sólo pueden considerarse como el resultado de los espíritus animales, de un resorte espontáneo que impulsa a la acción...”. En particular, Keynes enfatizó el rol fundamental de la confianza en la toma de decisiones empresariales. Él consideraba que los proyectos de inversión de largo plazo enfrentan una gran incertidumbre, por lo que llevarlos a cabo sólo podía ser el resultado de los espíritus animales (la confianza).

Las reflexiones de Keynes sobre la confianza amplían la visión que se tiene sobre esta variable y de su importancia para explicar las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica. Desde la perspectiva económica ortodoxa, el grado de confianza sobre el futuro es el resultado de un proceso racional ya que la gente utiliza toda la información disponible para hacer sus mejores pronósticos y, sobre la base de ellos, tomar decisiones racionales. Pero lo que Keynes sugiere es que las decisiones empresariales son el resultado “de una urgencia espontánea para actuar”, y que, por lo tanto, no son puramente racionales. En efecto, los agentes económicos pueden aceptar/descartar o procesar/o no procesar cierta información, y, en cualquier caso, actuar de manera irracional de acuerdo a sus expectativas sobre el futuro. Así, existe un componente psicológico en las decisiones de inversión de los empresarios que puede amplificar una expansión económica o una desaceleración.

Localmente, se viene percibiendo cierta apatía y desconfianza de los empresarios acerca del desempeño esperado de la economía peruana para año, lo que los ha llevado a ser cautelosos con sus decisiones de expansión de negocios. Diversos factores explican la debilidad de los espíritus animales: la continuidad de datos de

actividad decepcionantes, el ruido político y la tentación de medidas populistas que afecten nuestra productividad y competitividad, el bajo impacto de las medidas contracíclicas implementadas así como las de aquellas para mejorar el clima de los negocios, el volátil contexto internacional, etc.

Desde luego, el gobierno y la clase política en general pueden hacer mucho más para evitar que algunos de los factores mencionados se exacerbén y deterioren más la confianza empresarial. Pero el sector privado también tiene un rol importante. Si este cae en un pesimismo exagerado, que no toma en cuenta las fortalezas y sólidos fundamentos de la economía peruana, se contienen las decisiones de inversión y el crecimiento, efectivamente, será bajo (profecías autocumplidas). De la forma cómo se conduzcan estos dos actores dependerá que al cierre del año el crecimiento esté más cerca a un 3,0% que a un 2,0%.

Como resultado, nuestra previsión de crecimiento para 2015 se ubica en 3,1% (ver Tabla 3.4), un mejor desempeño con relación al registrado en 2014 (crecimiento de 2,4%), pero aún muy por debajo al ritmo de expansión del PIB potencial de la economía peruana, el que estimamos está entre 4,5% y 5,0%. En este contexto, estimamos que la brecha del producto (la distancia entre el PIB observado y el potencial) aún se mantendrá en terreno negativo (ver gráfico 3.10).

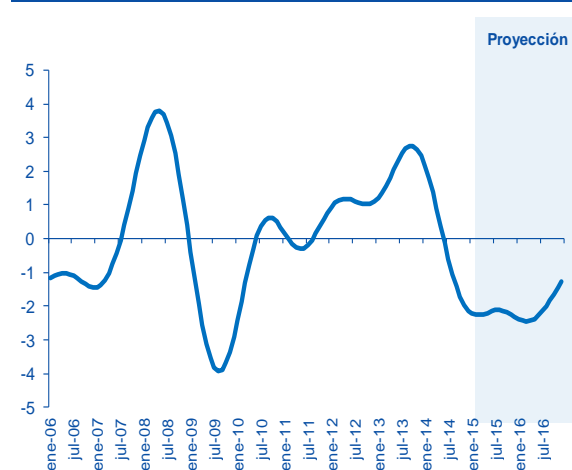
Tabla 3.4

**PIB por el lado del gasto**  
(Var.% interanual)

	2,013	2014	2015
Demanda interna	6.8	2.0	2.5
Consumo privado	5.3	4.1	3.5
Consumo público	6.7	6.4	4.4
Inversión bruta interna	10.0	-3.9	-0.4
Inversión bruta fija	7.6	-2.0	1.6
Privada	6.5	-1.6	1.0
Pública	12.1	-3.6	4.0
Exportaciones	-0.3	-0.3	4.0
Importaciones	3.6	-1.4	1.7
<b>PBI</b>	<b>5.8</b>	<b>2.4</b>	<b>3.1</b>

Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.10

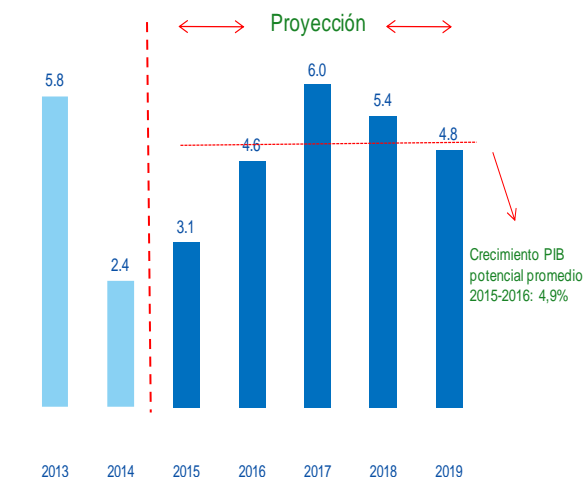
**Brecha del producto**  
(% del PIB Potencial)


Fuente: BCRP y BBVA Research

## En 2016-2017 el crecimiento se acelerará por el impulso de la mayor producción minera,...

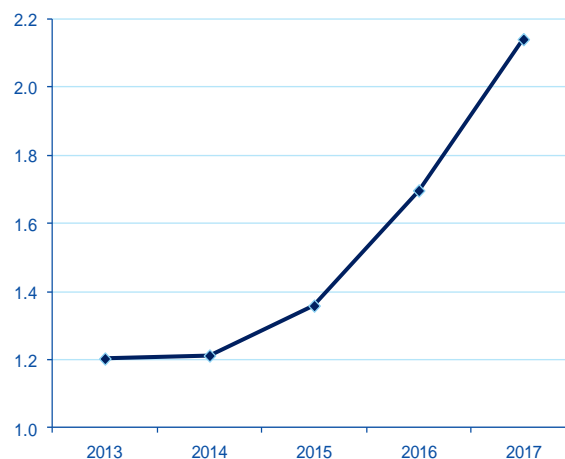
Nuestras proyecciones mantienen que en los próximos dos años el crecimiento se acelerará (ver gráfico 3.11) por el incremento de la producción minera, en particular de cobre (ver gráfico 3.12). Por el lado del gasto, esto se reflejará en más exportaciones. Las Bambas y Ampliación Cerro Verde producirán en conjunto 513 mil TM de cobre (lo que equivale al 42% de la producción total de 2014). Estimamos que la minería agregará alrededor de 1 punto porcentual de más crecimiento en cada uno estos años.

Gráfico 3.11  
**Crecimiento del PIB**  
(Var.% interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.12  
**Producción de cobre**  
(TMF millones)



Fuente: BCRP y BBVA Research

...pero de manera transitoria. Sin reformas, la economía retomará tasas de crecimiento más moderadas, en línea con el PIB potencial

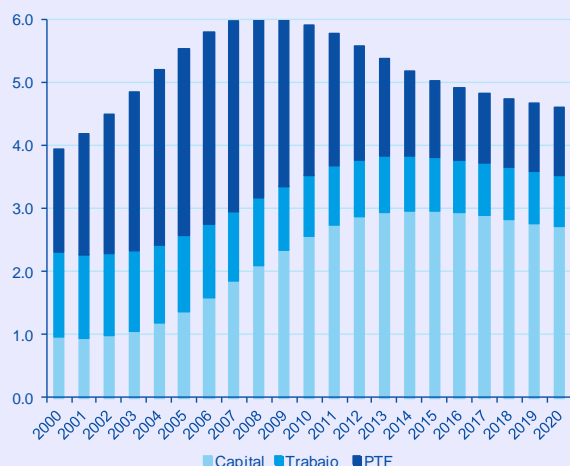
La desaceleración que viene afectando la economía peruana ha puesto en relieve la necesidad de implementar medidas que le permitan retomar una senda de crecimiento acelerada. Desde luego, con un ritmo de expansión más lento será más difícil lograr reducciones permanentes de la pobreza y crear empleo de calidad.

En concreto, Perú ha dejado de ser una economía de rápido crecimiento, de tasas anuales cercanas a 6,5% al año. Estimamos que en los próximos años el crecimiento promedio anual se ubicará entre 4,5% y 5,0%, una expansión más moderada como resultado de no haber implementado acciones para evitar declives en la productividad y la competitividad del país (ver Recuadro 2). Cabe destacar que el actual gobierno está implementando algunas iniciativas interesantes para relanzar el crecimiento de largo plazo. Lamentablemente, tomará algún tiempo para que los efectos positivos tengan los impactos deseados, por lo que la “velocidad de crucero” de la economía peruana será menor en aproximadamente 2 puntos porcentuales en los próximos años.

## Recuadro 2. Estimación del PIB potencial y contabilidad del crecimiento

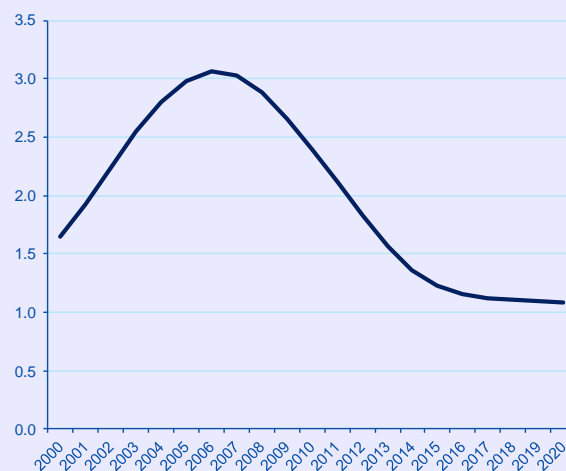
De acuerdo a nuestras estimaciones, el PIB potencial de Perú creció a una tasa promedio anual de 5,7% entre 2003 y 2012 (ver gráfico R.2.1)<sup>1</sup>. Este fue un periodo de rápido y sostenido avance de la economía peruana, que se tradujo en un rápido descenso de la pobreza, engrosamiento de las clases medias, mejoras de ingresos familiares, creación de empleo de calidad, entre otros. Al realizar una descomposición del crecimiento del PIB potencial entre las contribuciones del capital, del trabajo y de la productividad total de factores (PTF)<sup>2</sup>, encontramos que el mayor aporte provino de este último elemento, el cual explicó algo más del 40% de la expansión promedio del producto de esos años (ver gráfico R.2.2). También destacó en este periodo la contribución creciente del factor capital, reflejo de las altas tasas de inversión que se registraron durante la mayor parte de la década pasada.

**Gráfico R.2.1**  
Contribución al crecimiento del PIB potencial  
(puntos porcentuales)



Fuente: BCRP y BBVA Research.

**Gráfico R.2.2**  
Productividad total de factores: aporte al crecimiento potencial  
(puntos porcentuales)



Fuente: BCRP y BBVA Research.

Sin embargo, a partir del año 2013, observamos un descenso en el ritmo de crecimiento potencial, el que estimamos se ubicará entre 4,5% y 5,0% en los próximos cinco años. La descomposición del crecimiento revela que la pérdida de impulso se explica principalmente por una moderación de la contribución de la PTF, cuyo aporte estimamos habría caído entre 1 y 1,5 puntos porcentuales. Nuestras estimaciones también muestran que hacia adelante la contribución conjunta del capital y del trabajo se mantiene relativamente estable. Por lo tanto, la desaceleración tendencial de la economía peruana, que se percibe desde 2012, es de algo más de 1 punto porcentual y se explica, prácticamente en su totalidad, por una menor contribución de la PTF.

Pero, ¿qué implicancias tiene crecer 1 o 1,5 puntos menos? Estas diferencias, que parecen pequeñas, tienen consecuencias importantes sobre la calidad de vida que la población alcanzará en algunos años. Por ejemplo, si Perú creciera nuevamente de manera sostenida a 6,0% anual, le tomaría aproximadamente 14 años para duplicar el ingreso real por habitante. En cambio, a un ritmo de 4,5% se demoraría 20 años. Estos años hacen una diferencia importante para seguir reduciendo pobreza rápidamente. Las consecuencias son más impresionantes si consideramos un periodo más amplio. A inicios de los 60s, el ingreso por habitante de Perú era un poco más del doble del que tenía Corea del Sur.

<sup>1</sup> El PIB potencial es el nivel de producción que puede alcanzar un país, de manera sostenible, dados los recursos (capital y trabajo) y la eficiencia con que los usa.

<sup>2</sup> La PTF abarca aspectos como el avance tecnológico, la innovación, el desarrollo de las instituciones, etc., los que ayudan a incrementar la eficiencia del uso de los factores capital y trabajo.



En esa década, este país comenzó un proceso de rápido crecimiento, con tasas promedio anual de 6,0%. A ese ritmo, Corea del Sur alcanzó a Perú en términos de ingreso por habitante a inicios de los 80s, y hoy lo supera por poco más de tres veces.

¿Qué hizo Corea para tener tanto éxito? Si bien hay distintas opiniones, la mayoría de especialistas señalan que el fuerte crecimiento de los “tigres asiáticos” se explicó por un gran esfuerzo de inversión en capital físico y en educación. En la experiencia peruana de rápido crecimiento que se registró entre 2003 y 2012, mucho más breve que la coreana, también se encuentra que la inversión (la acumulación de capital físico) tuvo una gran importancia, así como las ganancias de productividad (en contraste de lo que se observó en los tigres asiáticos en donde, al parecer, este elemento no fue diferenciador).

La experiencia coreana resalta la importancia de la inversión, al menos por algunos años, en los procesos de exitosos de crecimiento sostenido. En este sentido, a mediano plazo, Perú aún tiene espacio para estimular la acumulación de capital, lo que, mirando otras experiencias, puede lograrse mediante incentivos tributarios, fomento a una mayor competencia, mayor desarrollo de los mercados financieros e inversión en infraestructura. Sin embargo, en el largo plazo el stock de capital es endógeno y lo que finalmente importa es la oferta laboral y la productividad total de factores. Sobre lo primero, las políticas públicas afectan la calidad de la fuerza laboral a través de la educación y programas de entrenamiento y especialización. Sobre la PTF, cuyo dinamismo ha declinado en Perú en los últimos años, el Estado podría financiar programas de investigación y de fomento a la innovación, así como implementar mejoras en las instituciones que afectan el comportamiento de personas y empresas. El fortalecimiento institucional debe asegurar que el esquema legal en el que opera la economía promueva la iniciativa privada (con un sistema judicial que garantice el cumplimiento de los contratos y los derechos de propiedad, la transparencia de

información, el combate a la corrupción). También es importante que la regulación de los mercados sea efectiva y que no obstruya su normal funcionamiento.



## Déficit externo se mantendrá alrededor de 4,0% del PIB en 2015/16 y los flujos de capitales privados de largo plazo no alcanzarán a financiarlo

El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzó los USD 8,2 mil millones en 2014, equivalente a 4,0% del PIB<sup>3</sup>. En los próximos dos años, a pesar de la gradual recuperación de los volúmenes exportados de metales y productos pesqueros y de la debilidad de la demanda interna, no habrá mejora sustancial en este resultado. El principal elemento que lo explica es la fuerte disminución que se prevé para el nivel promedio de los términos de intercambio, que en el acumulado 2015/16 será de más de 11%.

En 2015, en particular, la cuenta corriente se verá afectada por el fuerte descenso del nivel promedio de las cotizaciones internacionales de los bienes que Perú exporta. Por ejemplo, prevemos que el precio promedio del cobre se ajustará a la baja desde USD/lb 3,11 en 2014 a USD/lb 2,75 este año. En ello incidirá el fortalecimiento del dólar a nivel global, una expansión algo más moderada de la economía china, y un saldo de inventarios actualmente elevado que se irá corrigiendo solo gradualmente a lo largo del año. Algo similar ocurrirá con el nivel promedio del precio del oro, que disminuirá de USD/oz.tr. 1 266 en 2014 a USD/oz.tr. 1 190 este año en un entorno en el que el estímulo monetario en EEUU empezará a ser retirado, el dólar se fortalecerá en comparación con su nivel promedio del año pasado, y las presiones inflacionarias en las principales zonas económicas del mundo serán más débiles que en 2014. A las menores cotizaciones internacionales de los productos peruanos exportados se sumará el que en 2015 no se tendrá el ingreso extraordinario por impuesto a la renta en las operaciones de compra/venta de empresas entre agentes no residentes, por lo menos no en el monto que se observó el año pasado (alrededor de USD 1,5 mil millones, equivalente a siete décimas de punto porcentual del PIB, destacando por ejemplo la recaudación extraordinaria de más de USD 520 millones que generó la venta de Glencore Xstrata – Las Bambas).

Gráfico 3.13

**Cuenta corriente y su financiamiento con capitales privados de largo plazo (pp del PIB)**

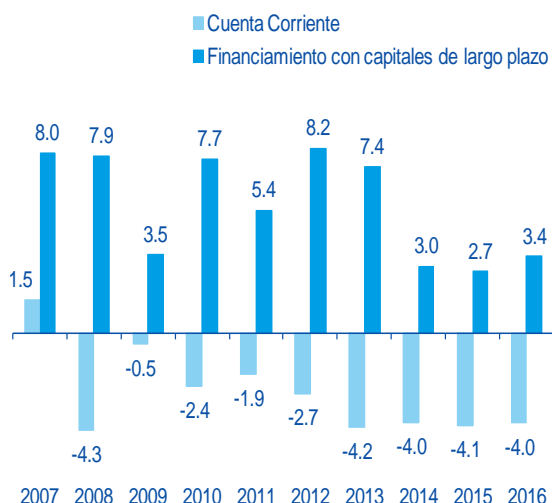
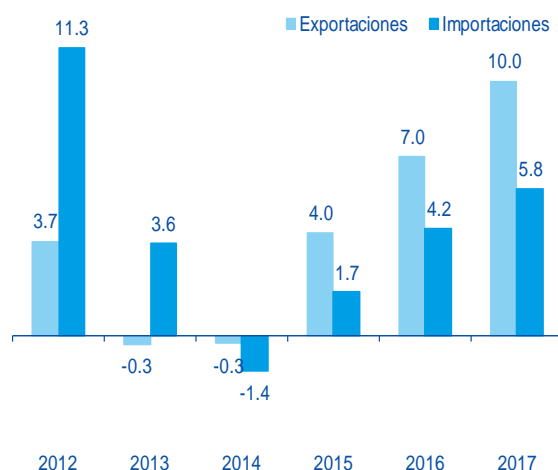


Gráfico 3.14

**Volumen de exportaciones e importaciones (Var.% interanual)**



<sup>3</sup> El resultado incluye un estimado de las exportaciones de oro extraído de manera ilegal, que asciende a alrededor de USD 1,2 mil millones (0,6% del PIB). Estas exportaciones se ubicaban antes como parte de los errores y omisiones de la balanza de pagos, pero el Banco Central, ente oficial que publica las estadísticas de balanza de pagos, realizó un cambio metodológico al publicar las cifras del 4T14.

---

Fuente: BCRP y BBVA Research

---

Fuente: BCRP y BBVA Research

Algunos factores compensarán los anteriores, de manera que el déficit en la cuenta corriente seguirá alrededor de 4% del PIB (ver Gráfico 3.13). En primer lugar, el volumen exportado mejorará en 2015 (ver Gráfico 3.14). El rebote de las actividades minera metálica (cobre, principalmente) y pesquera se reflejará por el lado del gasto en mayores exportaciones. En segundo lugar, así como se registrará un descenso de los precios de los bienes que Perú exporta, también será menor el nivel promedio de las cotizaciones internacionales de insumos importados, entre ellos el del petróleo. Nuestra previsión es que el precio promedio del petróleo WTI disminuirá en cerca de 40% este año en un contexto en el que, de un lado, los inventarios han alcanzado niveles récord, los que solo se digerirán gradualmente, y de otro, la oferta global de crudo se sostendrá, en particular la de EEUU, a pesar del menor precio. Finalmente, aunque no por ello menos importante, los egresos contabilizados en la renta de factores, principalmente originados en las utilidades que generan las empresas mineras extranjeras, disminuirán en 2015 como resultado de la caída en los precios de los metales (los mayores volúmenes producidos y exportados solo moderarán su impacto).

El influjo neto de capitales recogido en la cuenta financiera de la balanza de pagos no alcanzará en 2015 a cubrir el déficit en la cuenta corriente, algo que ya se había observado el año pasado. Tampoco lo hará el influjo orientado a adquirir activos de largo plazo del sector privado. Ello presionará a que la moneda local se deprecie, como nuestras previsiones reflejan, e implicará una nueva pérdida de reservas internacionales netas (aunque estas son bastante holgadas, con lo que la disminución es manejable). Nuestra estimación para la cuenta financiera en 2015 considera, por ejemplo, que la inversión extranjera directa disminuirá este año en comparación con el año previo en un contexto en el que las empresas extranjeras, de un lado, dispondrán de menos fondos para reinvertir y, de otro, tendrán una menor necesidad o atractivo para hacerlo. Sobre lo primero, las empresas extranjeras generarán menores utilidades debido al descenso de los precios de las materias primas exportadas y a la débil actividad económica local. En el caso de lo segundo, los grandes proyectos mineros actualmente en construcción ya se están concluyendo (y no hay otros de similar magnitud que los reemplazarán) y pronto ingresarán en fase de producción, en tanto que el atractivo de invertir en nuevos proyectos disminuye en un entorno en el que no se prevé una recuperación importante en el medio plazo de los precios de las principales materias primas exportadas y en el que los costos de financiamiento externo se incrementarán debido al ajuste monetario de la FED. Además, las empresas peruanas demandarán menos financiamiento externo a través de emisiones de títulos en los mercados internacionales o créditos porque la economía local aún estará débil, el costo de financiamiento será mayor (ajuste de la FED), y la moneda doméstica se depreciará (lo que afecta a las empresas que adquieren pasivos en dólares pero orientan sus ventas principalmente al mercado interno). En el caso de las empresas financieras, a estos elementos que reducen el atractivo de tomar deuda en los mercados internacionales se suman las medidas dictadas para desdolarizar el crédito. Finalmente, la previsión para la cuenta financiera considera que habrá un mayor descenso en las tenencias de bonos soberanos por parte de no residentes, aproximándose así poco a poco a la participación que tienen los extranjeros en la deuda soberana de otros países de la región. En lo positivo para el influjo neto de capitales en 2015, las administradoras de fondos de pensiones ya están cerca del límite máximo que legalmente se les permite para invertir en el exterior y no prevemos que hayan nuevos incrementos del mismo este año.

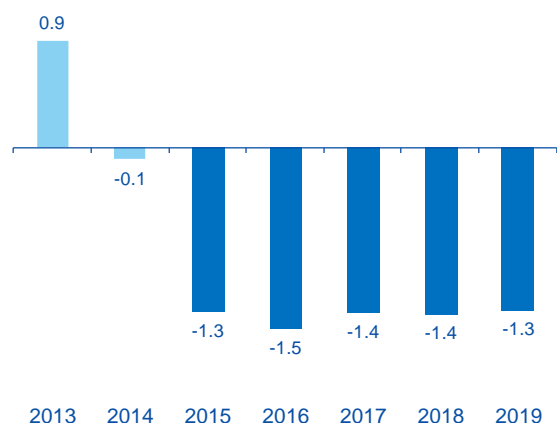
La insuficiencia de los flujos de capitales para financiar el déficit en la cuenta corriente es un factor de vulnerabilidad que debe monitorearse cuidadosamente ya que puede exacerbar las presiones sobre los mercados cambiario y de deuda en un contexto en el que la FED empezará a elevar su tasa de política monetaria. En lo positivo, estimamos que esta situación será solo transitoria pues a partir del segundo semestre de 2016 anticipamos una mayor holgura tanto por la reducción del déficit en la cuenta corriente, que desde entonces tenderá a estabilizarse alrededor de 3,0% del PIB debido al impulso que le dará la entrada en fase operativa de grandes proyectos mineros a las exportaciones, como por el mayor influjo de

capitales de largo plazo vinculado con la financiación de los proyectos de infraestructura concesionados en los dos últimos años.

## Prevedemos que el déficit del gobierno se mantendrá alrededor de 1,5% del PIB en el periodo 2015-2019, lo que no comprometerá la sostenibilidad fiscal

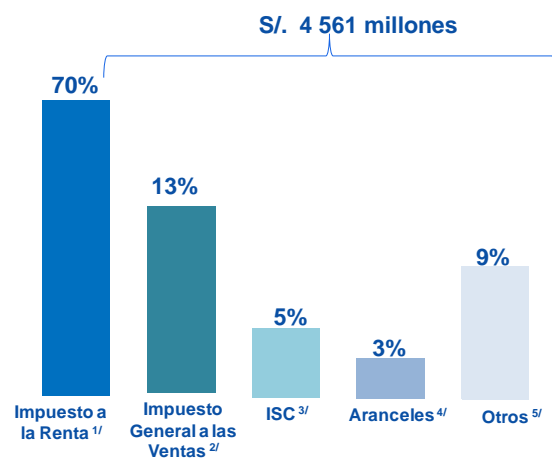
Para el presente año y los siguientes proyectamos déficit fiscales de alrededor de 1,5% del PIB (ver gráfico 3.15) que se explica, por una parte, con la disminución permanente de los ingresos fiscales de alrededor 8 décimas de punto porcentual del PIB. Ello refleja las diversas medidas tributarias anunciadas a fines del año pasado para impulsar la actividad en el corto y medio plazo, entre las que se encuentran el recorte de la tasa del impuesto a la renta para personas y empresas, la depreciación acelerada<sup>4</sup>, reducción a cero por ciento de la tasa arancelaria de 1 085 partidas, rebaja de alícuotas del Impuesto Selectivo a los Combustibles y la simplificación de los regímenes del Impuesto General a las Ventas (percepciones, deducciones, y retenciones) (ver gráfico 3.16).

Gráfico 3.15  
**Resultado fiscal**  
(% del PIB)



Fuente: BCRP, SUNAT y BBVA Research.

Gráfico 3.16  
**SUNAT: Costos de las Medidas Tributarias 2015**



1/ Incluye depreciación acelerada para edificios y construcciones de (5% a 20%). 2/ Racionalización del sistema de retenciones y percepciones del IGV. 3/ Reducción de la tasa arancelaria a los combustibles, en promedio 34.5%. 4/ Reducción de tasa arancelaria a 0% para 1085 partidas vinculadas a insumos. 5/ Flexibilización en las causales para la apropiación de las cuentas de deducciones del contribuyente y racionalización del sistema SPOT. Fuente: MEF, MMM 2016-2018.

Por otra parte, el déficit fiscal proyectado recoge la recuperación del gasto público de inversión para financiar proyectos de infraestructura concesionada y de proyectos de inversión priorizados según impacto social. Es importante señalar, que para el presente año, el gobierno espera ejecutar S/1 549 millones por la Línea 2 del Metro de Lima y Callao y S/ 2 000 millones por la modernización de la refinería de Talara.

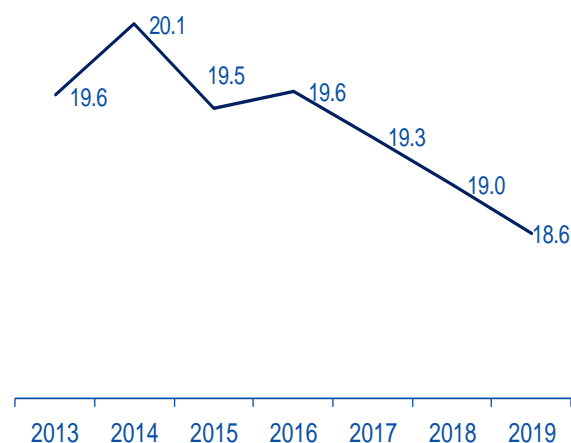
Es importante señalar que, a partir del año 2015, la estimación del techo del gasto público se hace en función a una regla ex ante del resultado fiscal estructural del Sector Público No Financiero. El gasto público resulta de la diferencia entre los ingresos fiscales estructurales y la guía ex ante del resultado fiscal. A este

<sup>4</sup> Para edificios y construcciones iniciadas entre el 2014-2016.

resultado se le agregan los intereses y el resultado primario de empresas públicas. Para los años 2015-2017 se estableció que la guía ex ante sea un déficit de 1,0% del PIB. Asimismo, debido a las medidas tributarias implementadas por el gobierno, se espera una disminución permanente de los ingresos fiscales. Esto último ha debilitado el resultado fiscal estructural para el presente año (mayor al 1% del PIB), lo cual tiene implicancias en la formulación de los presupuestos futuros. De considerarse la guía ex ante (déficit fiscal estructural de 1% del PIB) en la fijación del techo de gasto para 2016, este debería disminuir con respecto al año previo. Esto suena poco coherente en una coyuntura en la que la actividad económica aún necesitará soporte del lado fiscal. Para evitar esta situación, el gobierno autorizó a fines de abril utilizar una guía ex ante de un déficit estructural de 2,0% del PIB para 2016 y de 1,5% para el 2017. Con ello se evita el efecto contractivo en el corto plazo, pero a la vez se busca corregir la desviación en el medio plazo.

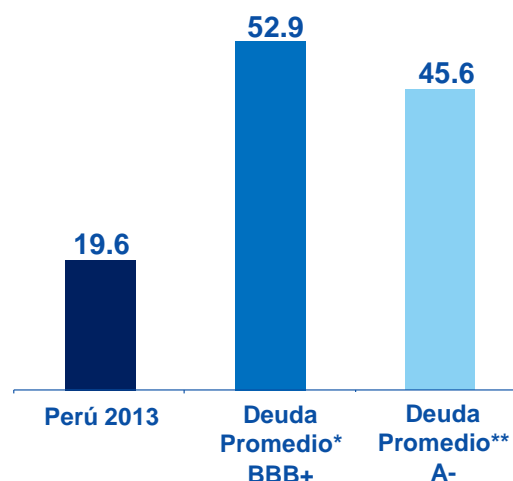
El déficit fiscal proyectado es consistente con una senda ligeramente decreciente de la deuda pública bruta como porcentaje del PIB (ver gráfico 3.17), niveles que no afectan la sostenibilidad de las finanzas públicas y se compara bien con el promedio de países con similar calificación crediticia soberana (52.9% del PIB para países BBB+, que es la calificación de Perú según Fitch).

Gráfico 3.17  
**Deuda pública**  
(% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.18  
**Deuda pública bruta**  
(% del PIB)



\*España, Tailandia, Eslovenia y México.

\*\*Letonia, Polonia, Lituania y Malasia.

Fuente: BCRP, Bloomberg y BBVA Research

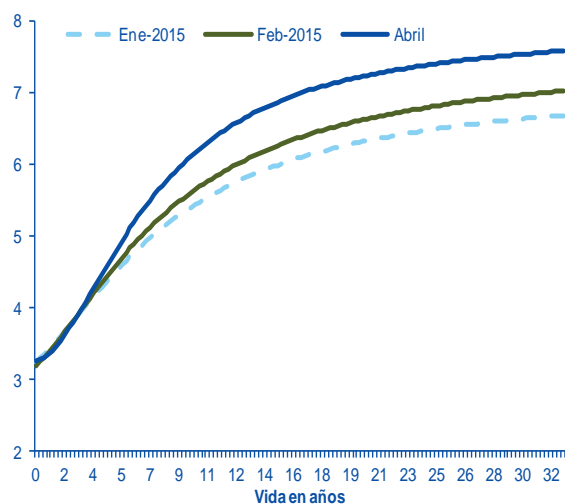
## 4. Mercados financieros locales: precios de activos se deterioran a inicios del año

Las condiciones financieras internacionales se vienen ajustando al compás de la incertidumbre por el inicio del ajuste de la tasa de referencia de la FED y de las perspectivas de crecimiento mundial. El dólar mantiene en este contexto su tendencia a apreciarse, apoyada en la consolidación de la fortaleza relativa de la economía de EEUU a nivel global. Por su parte, los precios de las materias continúan debilitados y se evidencia una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros.

En este entorno, entre enero y abril la curva de rendimientos de bonos soberanos mantuvo una tendencia ascendente (ver gráfico 4.1), sobre los tramos medio y largo. Así, el rendimiento exigido a los bonos soberanos 2026 y 2031 se incrementó en más de 50 puntos básicos; en el caso del bono 2020, el alza fue menor (18 puntos básicos). Cabe mencionar que en las últimas semanas de abril, la curva de rendimientos de bonos soberanos se ha mantenido relativamente estable.

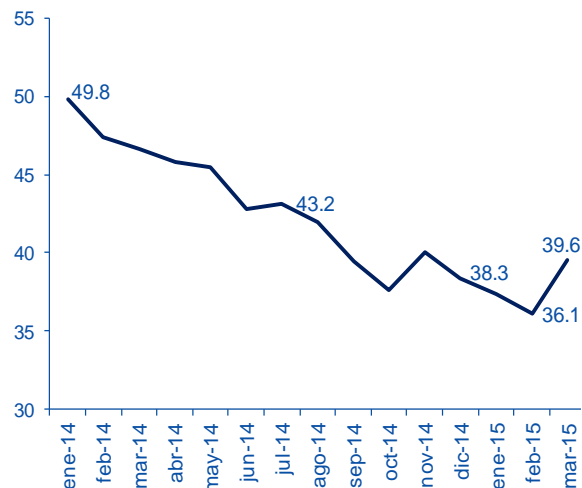
Asimismo, la tenencia de bonos soberanos por no residentes se ha incrementado moderadamente, pasando de representar el 38,3% al cierre del 2014 a 39,6% a fines de marzo del presente año (ver gráfico 4.2). Por su parte, los inversionistas institucionales locales como las AFP han reducido su participación en el mercado de bonos soberanos, alcanzando un 36,2% en marzo, desde 38,3% al cierre del 2014.

Gráfico 4.1  
**Rendimientos de bonos soberanos peruanos (%)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4.2  
**Tenencia de Bonos Soberanos por No Residentes (% del total)**

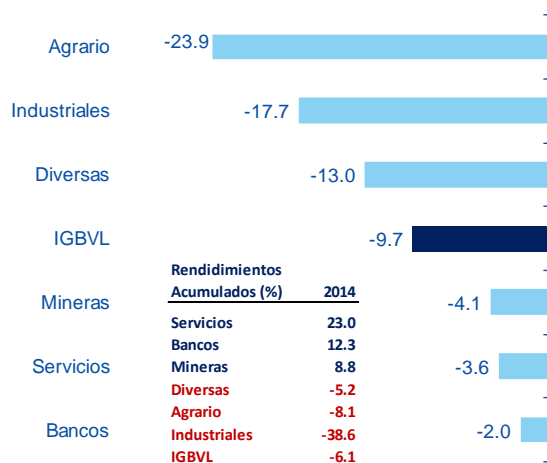


Fuente: Bloomberg y BBVA Research

En cuanto al mercado de renta variable, el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) retrocedió en 9,7%, al mes de abril. Este resultado se explica no solo por la caída del precio de las acciones del sector minero (que representa el 30% de la cartera del IGBVL), sino también por el resto de sectores, vinculado con el débil desempeño de la actividad económica (ver gráfico 4.3). Es interesante notar que mientras que la Bolsa de Valores de Lima se encuentra en terreno negativo (al igual que la de Colombia), las bolsas de otros países de la región han mostrado un panorama más favorable. Así, al mes de abril, las bolsas de México, Chile y Brasil, han crecido en 3,3%, 5,0% y 12,4%, respectivamente.

Gráfico 4.3

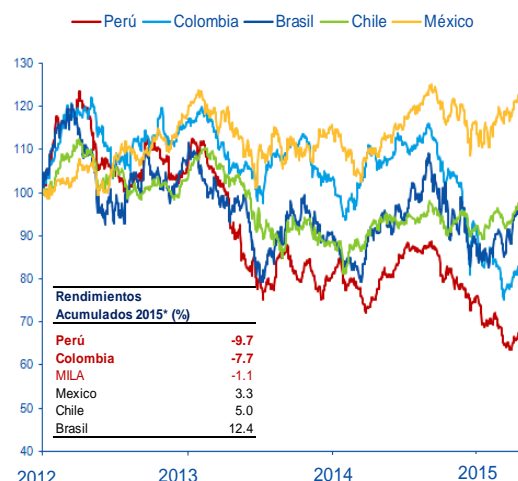
**Rendimientos acumulados al mes de abril de los índices sectoriales durante 2015\***  
(%)



\* 30/04/2015 vs 31/12/2014.  
Fuente: BVL y BBVA Research

Gráfico 4.4

**Índice General de la Bolsa de Valores en América Latina**  
(enero 2012=100)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

A diferencia de lo que está sucediendo en el mercado de renta variable, el mercado de renta fija se ha mostrado dinámico. En el primer trimestre del presente año, el financiamiento a través de colocaciones de deuda ascendió a S/. 1 306 millones, mayor en 73% respecto al último trimestre del 2014 (más de S/. 552 millones). Asimismo, el 97% del monto se hizo en moneda doméstica, más del doble de lo colocado en el último trimestre del año previo. Por su parte, las emisiones en dólares retrocedieron en 55% (ver tabla 4.1).

Tabla 4.1

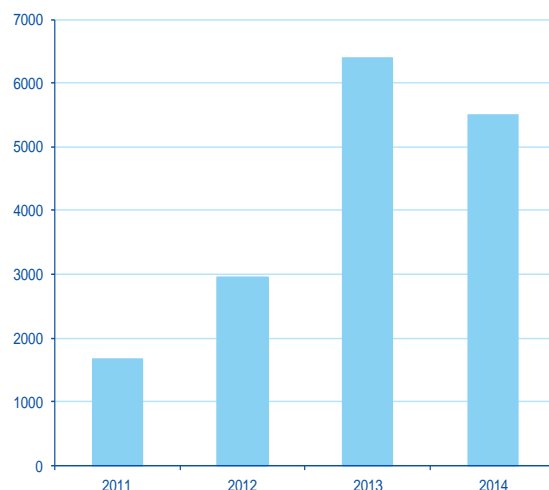
**Emisión de bonos de empresas**

Emisor	Monto Colocado			Tasa de interés	Plazos Años
	Mill. S/.	US\$	Total Mill. S/.		
I. Empresas Financieras					
15-ene-15	BIF	50	50	4.4	1.0
15-ene-15	COFIDE	40	40	4.5	1.0
15-ene-15	Scotiabank	100	100	5.0	3.0
27-ene-15	Andino Investment Holding	10	31	2.8	1.0
29-ene-15	Banco Financiero del Perú	89	89	5.5	2.5
29-ene-15	COFIDE	78	78	5.7	5.0
05-feb-15	Financiera TFC	15	15	6.2	0.5
26-feb-15	Financiera Uno	37	37	5.3	1.0
25-mar-15	Triton Rental	2	6	3.8	1.0
Total		410	12	446	
II. Empresas No Financieras					
16-ene-15	ICCGSA	38	38	6.4	5.0
16-ene-15	ICCGSA	23	23	8.0	5.0
21-ene-15	Alicorp	500	500	7.0	15.0
02-feb-15	Medrock Corp	1	3	3.0	0.5
04-feb-15	Gloria	140	140	5.6	5.0
04-feb-15	Gloria	150	150	7.1	20.0
26-feb-15	Medrock Corp	1	3	2.8	0.5
05-mar-15	Factoring Total	1	2	3.9	0.5
Total		852	3	859	44
(I+II) Total de Instrumentos Colocados		1,261	15	1,306	52

Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 4.5

**Emisiones de deuda en el mercado internacional**  
(USD millones)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Asimismo, las empresas no pertenecientes al sistema financiero participaron con el 65% del total de emisiones, destacando la colocación de bonos corporativos de Alicorp, por un monto de S/. 500 millones a una tasa de 7,0% y un vencimiento de 15 años.

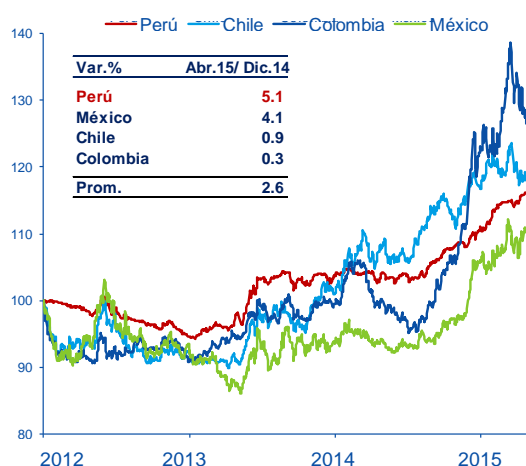
Por otro lado, las emisiones en el mercado internacional totalizaron S/. 629 millones durante el primer trimestre, registrando una caída de 23,5% respecto del trimestre anterior. La única operación la realizó GYM Ferrovías, que captó recursos por S/. 629 millones a un plazo de 24,8 años y a una tasa de 4,75%. Es importante señalar que a partir del 2014 las emisiones en el exterior se han venido reduciendo (ver gráfico 4.5).

## Tipo de cambio continuó subiendo a inicios del año

En los primeros meses del año, las presiones cambiarias están siendo intensas debido a la incertidumbre acerca de los movimientos de la tasa de la FED. Así, en lo que va del año, la moneda local se depreció 5%, más de lo que se observó en otras plazas de la región (ver gráfico 4.6). Cabe mencionar, sin embargo, que desde inicios del tapering (mayo de 2013) la depreciación en Perú ha estado algo rezagada (ver gráfico 4.7).

Gráfico 4.6

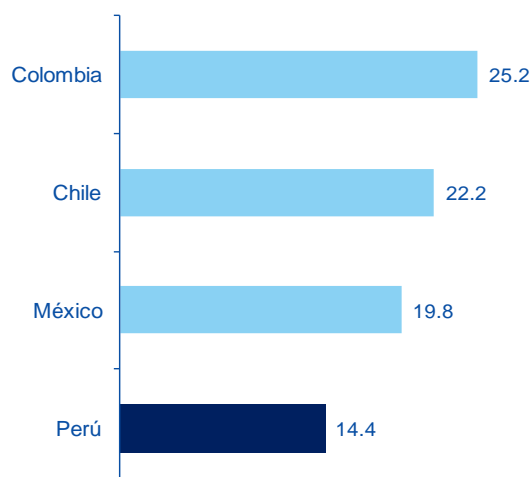
### Tipo de Cambio en países de América Latina (Índice enero 2012=100)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4.7

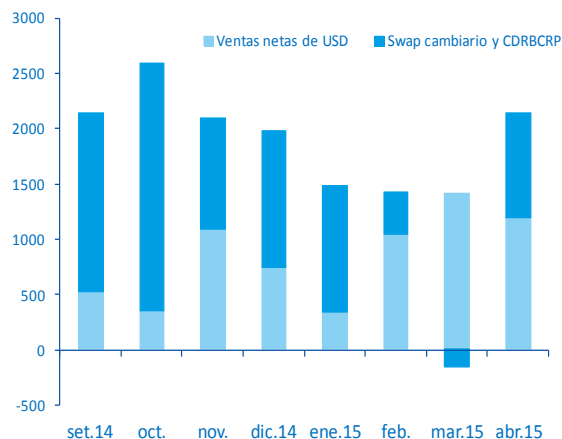
### Depreciación acumulada desde inicios del tapering\* (%)



\*Considera la variación acumulada 30/04/2015 vs 31/05/2013.  
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

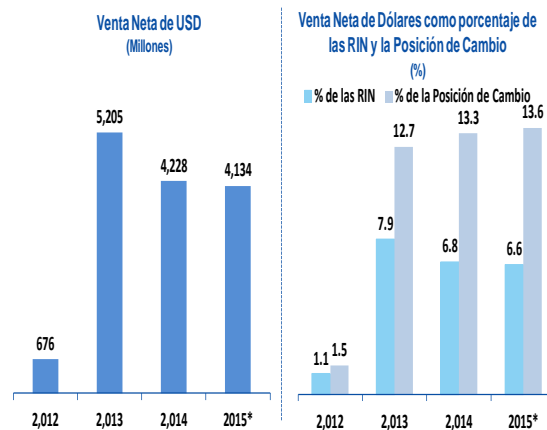
En este contexto, el Banco Central (BCR) ha intervenido activamente para ordenar la tendencia depreciatoria del PEN y lo ha hecho principalmente con colocaciones de swaps cambiarios venta y con ventas de dólares en el mercado cambiario *spot* (ver gráfico 4.8). Estas últimas ascienden a más de USD 4,1 mil millones en lo que va del año, monto equivalente al 98% de las ventas de dólares que el BCR realizó el año pasado, a 13% de la posición de cambio del Banco Central, y a 6,6% de las reservas internacionales netas (ver gráfico 4.9).

Gráfico 4.8

**Intervenciones cambiarias del Banco Central  
(USD millones)**

Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 4.9

**Ventas netas de dólares por parte del BCR  
(USD millones; %)**

\* Al 4 de mayo.

Fuente: BCRP y BBVA Research

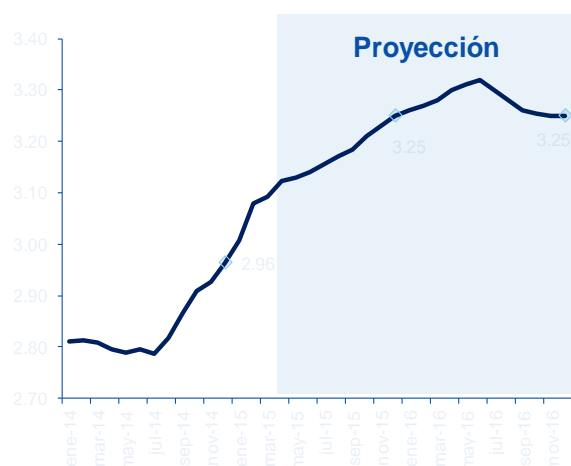
## Hacia adelante veremos más depreciación del PEN

La trayectoria al alza del tipo de cambio continuará en los próximos quince meses, alcanzando un nivel de S/. 3,25 por USD a fines de 2015 (S/. 2,97 en 2014) y de S/. 3,32 a mediados de 2016 (ver gráfico 4.10). De un lado, esto refleja el ajuste previsto de las condiciones monetarias en Estados Unidos, lo que incrementará el atractivo de los activos denominados en dólares y encarecerá el financiamiento externo. De otro, un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que aún se ubica por encima de su nivel sostenible y cuya disminución será favorecida por una moneda local más débil (ver gráfico 4.11). A ello se suma el pronto inicio de la campaña electoral en Perú, lo que probablemente tendrá mayor incidencia sobre el mercado cambiario en el primer semestre de 2016. No se descartan episodios de volatilidad cambiaria vinculados con la evolución del entorno internacional (proximidad del inicio del ciclo alcista de la tasa FED, crecimiento de China y su impacto sobre precios de metales, tensiones geopolíticas), pero en general el ajuste del tipo de cambio será ordenado por las intervenciones del Banco Central con sus distintos instrumentos.

Proyectamos que el tipo de cambio cerrará este año en S/. 3,25 por USD, y llegará a un máximo de S/. 3,30 en el primer semestre del próximo año, para posteriormente registrar un descenso gradual alrededor de S/. 3,22 al finalizar el 2017 (año en el que la producción minera y con ello las exportaciones avanzarán significativamente), un nivel más coherente con su nivel de equilibrio.

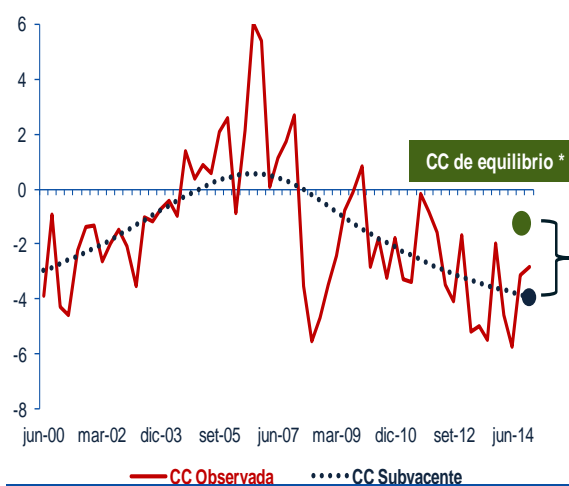


Gráfico 4.10  
Tipo de Cambio  
(S/. por USD)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 4.11  
Medidas de la Cuenta Corriente\*  
(% del PIB)

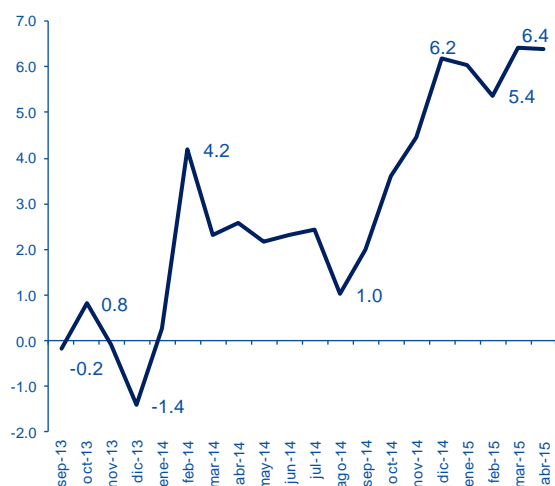


\*CC de equilibrio es aquel nivel de la CC que estabiliza los pasivos externos netos de la economía en su nivel actual. La CC subyacente se encuentra por debajo de ese escenario, lo que sugiere la necesidad de una depreciación de la moneda local.  
Fuente: BCRP y BBVA Research

## 5. Inflación: se mantendrá alrededor del techo del rango meta durante este año, aunque prevemos que no habrán presiones de demanda

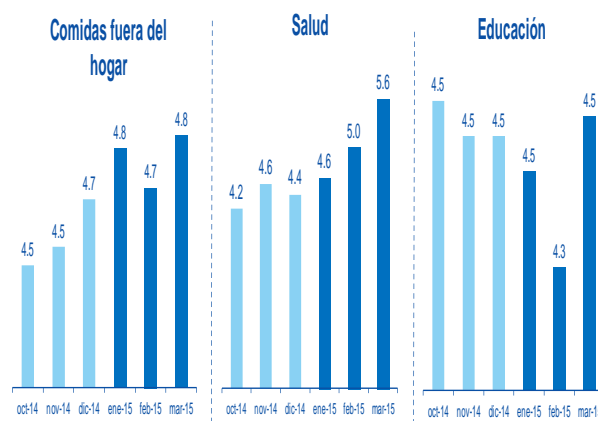
Durante los primeros meses del año la inflación interanual se ha ubicado en el límite superior del rango meta. El comportamiento de la inflación está asociado a choques de oferta debido al deterioro de las condiciones climáticas que han afectado los precios de los alimentos producidos localmente (ver gráfico 5.1). Además, los precios de ciertos servicios (como por ejemplo, comidas fuera del hogar, educación y salud) siguen mostrando una tendencia al alza y han venido registrando aumentos a un ritmo de alrededor de 5,0% (ver gráfico 5.2).

Gráfico 5.1  
**Inflación en alimentos \***  
(Var.% interanual)



\*Considera los alimentos cuyos precios registran mayor volatilidad.  
Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 5.2  
**Componentes de la Inflación Subyacente**  
(Var.% anual)

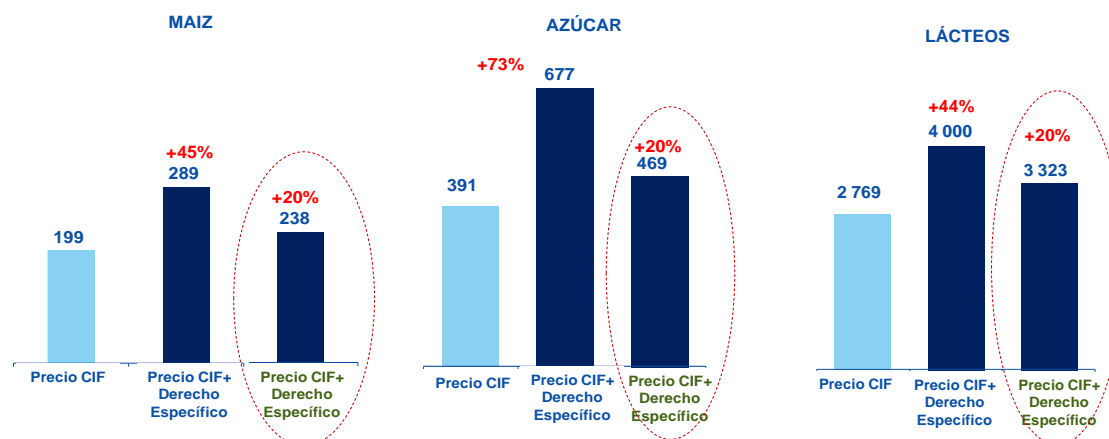


Fuente: BCRP y BBVA Research

Para los siguientes meses proyectamos que la inflación se mantendrá fluctuando alrededor del 3,0%. Anomalías en las temperaturas (superiores a las que usualmente se registran) estarían afectando las cosechas de algunos productos alimenticios. Además, se esperan presiones al alza sobre los precios transables o de los que se cotizan directamente en dólares, como alquileres.

De otro lado, con la finalidad de trasladar los menores precios internacionales al consumidor final, el gobierno ha establecido límites al sistema de franjas de precios para la importación de algunos alimentos (maíz, azúcar y lácteos). La franja de precios es un mecanismo que consiste en fijar un nivel máximo y uno mínimo para los precios de importación, que se ajustan periódicamente según la tendencia de largo plazo (promedio móvil de los últimos 60 meses). Cuando el precio internacional de los alimentos se encuentra por debajo del nivel inferior de la banda, se cobran derechos adicionales, y en casos en donde el precio internacional excede al límite superior, se aplican rebajas arancelarias. Al respecto, en los últimos días el gobierno ha establecido que la sobretasa no podrá ser mayor al 20%, medida que implica una reducción importante de la que se venía aplicando (maíz de 45%, 73% al azúcar y 44% a los lácteos) (ver gráfico 5.3). Es importante señalar que el efecto de esta medida en la reducción de la inflación dependerá de cuánto se transmita al consumidor final, en lo cual incide por ejemplo la estructura del mercado (mayor/menor grado de competencia). En el caso del maíz, en particular, es importante tener en cuenta que 70% de las importaciones provienen de Estados Unidos, las que no se encuentran sujetas a la franja de precios.

Gráfico 5.3

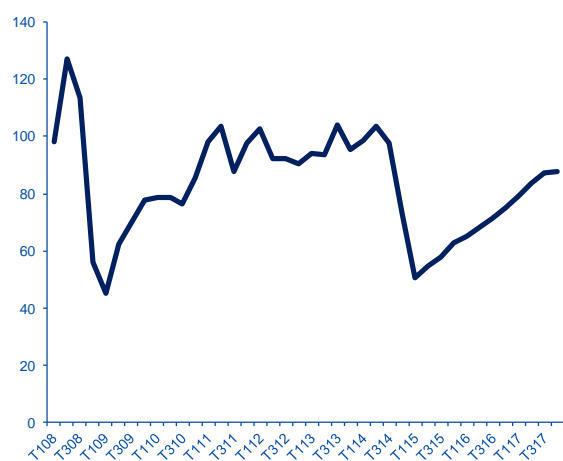
**Precio CIF Referencia y Derechos Arancelarios\***  
(US\$ /t)

\*Al 30 de marzo.

Fuente: BCRP, MEF y BBVA Research.

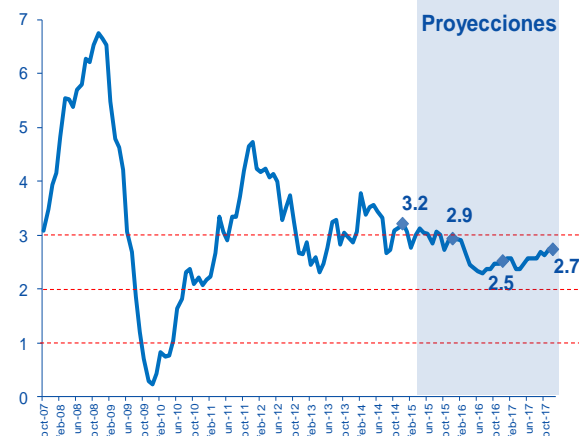
La ausencia de presiones de demanda (proyectamos que la brecha del producto se mantendrá negativa durante 2015 y parte de 2016) debería favorecer que la inflación se mueva hacia el centro del rango meta. Sin embargo, hay factores que inciden hacia arriba en la inflación, como es la recuperación del precio del petróleo a partir del segundo trimestre de 2015 (ver gráfico 5.4) y que los agentes económicos anticipan que la inflación se mantendrá cerca del techo del rango meta, lo que imprime inercia al proceso de formación de precios. Todo ello hará, en el balance, que el descenso de la inflación sea muy gradual y que recién a partir del segundo trimestre del próximo año veamos una tendencia más clara hacia abajo (ver gráfico 5.5).

Gráfico 5.4

**Precio del petróleo WTI**  
(USD /barril)

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 5.5

**Inflación**  
(Var.% interanual)

Fuente: BCRP y BBVA Research

## 6. Política monetaria: entorno macro complicado para el Banco Central

¿Recortar la tasa? Sí, pero no... El dilema entre debilidad del gasto privado y presiones de depreciación sobre la moneda local...

En lo que va del año, el Banco Central (BCR) recortó la tasa de interés de referencia en una oportunidad, de 3,50% a 3,25%. Lo hizo en enero. Desde entonces, la actividad económica ha seguido lenta, incluso con algún deterioro del ritmo al que avanza el componente más tendencial del producto (ver gráfico 6.1), es decir, aquellas actividades que en conjunto recogen de mejor manera lo que viene ocurriendo con la demanda interna y en particular con el gasto del sector privado (servicios, comercio, generación eléctrica, construcción, manufactura no primaria). Se han deteriorado también el optimismo de empresarios y consumidores y la generación de empleo, algo que apunta a que en los siguientes meses seguirá débil este componente más tendencial del producto. El panorama de la actividad económica sugiere así recortes adicionales de la tasa de política. Una estimación de la regla de Taylor<sup>5</sup>, por ejemplo, sugiere la necesidad de alguna rebaja -incluso tomando en cuenta el efecto negativo que en Perú una eventual depreciación tendría sobre el producto (ver gráfico 6.2). Ello, sin embargo, no se ha dado. ¿Por qué no?

Gráfico 6.1

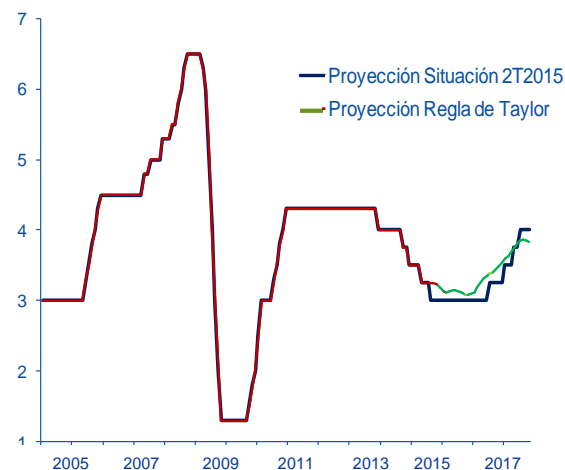
**PIB no primario, promedio móvil 12 meses**  
(var. % interanual)



\*Al mes de febrero.  
Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 6.2

**Tasa de interés de referencia**  
(%)



Fuente: BCRP y BBVA Research

En nuestra opinión, esto se debe principalmente a las fuertes presiones al alza sobre el tipo de cambio (depreciación de la moneda). En lo que va del año, la moneda local se depreció más de 5%, a pesar de que el Banco Central vendió alrededor de USD 4 mil millones en el mercado cambiario y de que colocó en neto aproximadamente USD 2,3 mil millones más en instrumentos cuyo rendimiento está vinculado con la depreciación del PEN, operaciones que buscaron suavizar la debilidad de la moneda peruana. Tenemos a un Banco Central preocupado por las presiones cambiarias. Esto es algo razonable considerando que la

<sup>5</sup> La estimación de la Regla de Taylor se ha realizado por Momentos Generalizado (MGM). Se considera dentro de la función de reacción el rezago de la tasa de política monetaria, la brecha del PBI, la brecha de la inflación esperada a un año y como variables instrumentales los rezagos de las variables explicativas, variables relacionadas con la política monetaria y los desvíos del tipo de cambio respecto a un nivel de equilibrio. Es importante señalar que no se rechaza la hipótesis nula que considera la validez de los instrumentos utilizados.

dolarización del crédito a empresas y familias aún es elevada (cerca del 40% del total): el descalce de moneda en los balances conlleva un riesgo cambiario, de manera que una depreciación fuerte y abrupta puede tener impacto sistémico y dañar la actividad. La preocupación por las presiones cambiarias, sin embargo, le recorta el espacio a la política monetaria para actuar contracíclicamente. Si el BCR rebaja la tasa de política para impulsar el gasto del sector privado (a través de la transmisión hacia las demás tasas de interés del sistema financiero, sobre todo a las de plazos más cortos y de menor riesgo), alimentará las presiones cambiarias. Podría utilizar entonces las abundantes reservas internacionales netas con las que cuenta para acotar la depreciación, como lo viene haciendo, pero estas intervenciones cambiarias drenarán soles del sistema y se elevarán las tasas de interés. Ello es incoherente con el deseo inicial de implementar un impulso contracíclico. Es en este contexto que desde enero el Banco Central no ha efectuado recortes adicionales de la tasa de política.

## Intervenciones cambiarias presionan al alza a las tasas de interés en un entorno de asimetría de liquidez interbancaria

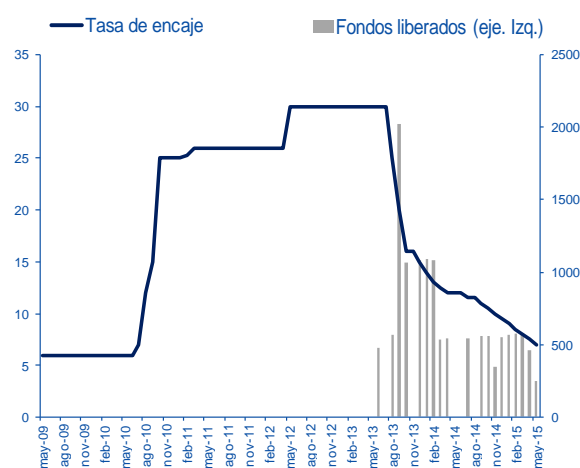
En abril, la tasa de interés interbancaria *overnight* se ubicó en promedio algo por encima de 3,50%. Esta es una desviación de más de 25pb con respecto a la tasa de referencia (en 3,25% desde enero). Es importante y, en la práctica, es como si el BCR no hubiera realizado su último recorte de tasa de política. Incluso, hubo días en los que las operaciones interbancarias se llevaron a cabo a tasas de 4,0%. Y esto no es reciente, sino que también se dio en febrero (20pb de desvío en promedio) y en diciembre (30pb de desvío en promedio). Mayo empieza de manera similar. Al ser una desviación importante y sostenida, se transmite a las demás tasas de interés del sistema financiero. Por ejemplo, la tasa de interés preferencial corporativa para operaciones a 90 días en soles subió de 4,2% en marzo a 4,4% en abril. Esto suena poco coherente con la necesidad de estimular el gasto privado. Más aún, una eventual rebaja de la tasa de referencia en este contexto no tendría mayor incidencia sobre el resto de tasas del sistema y por lo tanto tampoco induciría un mayor gasto de empresas y familias.

En esta situación no solo han incidido las intervenciones cambiarias del BCR, drenando soles del mercado y presionando así a las tasas de interés en esta moneda al alza, sino también la actual asimetría de liquidez en el mercado interbancario. De un lado, hay entidades financieras en este mercado que requieren fondos pero que difícilmente los están consiguiendo (y su demanda presiona la tasa de interés interbancaria al alza, por encima de la de referencia). En algunas oportunidades han acudido entonces a la ventanilla de última instancia que les facilita el Banco Central. En particular, han solicitado repos directas: el BCR compra temporalmente (por un día) un activo a la entidad financiera, que puede ser un CDBCRP, moneda extranjera o algún otro, a cambio del cual otorga fondos líquidos con un descuento del 4,05%. En abril hubo días en los que las entidades financieras le solicitaron al Banco Central más de S/. 700 millones a través de este instrumento. Han sido montos significativos, considerando que hacia fines de ese mes se transaron en promedio S/. 1 200 millones diarios en el mercado interbancario *overnight*, y a tasas de interés relativamente elevadas (más que las del mercado interbancario), lo que sugiere que estas entidades financieras no pueden conseguir fondos líquidos interbancarios a tasas razonables. De otro lado, hay entidades financieras muy líquidas pero que no desean colocar sus fondos en el mercado interbancario. Acuden entonces al BCR para colocarlos como depósitos *overnight*. En algunos días de abril el Banco Central recibió depósitos *overnight* por más de S/. 2 000 millones. El BCR paga por ellos 2,05% de tasa de interés. Es decir, los bancos con fondos líquidos prefieren depositar en el Banco Central y obtener 2,05% que ir a colocar los fondos en el mercado interbancario y obtener una tasa de interés más alta. De aquí se desprende que hay asimetría en la liquidez interbancaria, con bancos muy largos y otros muy cortos. Lo usual en este contexto es que se transen los fondos entre ellos, pero por alguna razón esto no se viene dando. Quizás las líneas de crédito interbancario se están usando al máximo, por lo que bancos con excedentes de fondos optan por colocarlos en el BCR.

El Banco Central ha venido realizando inyecciones de liquidez a través de sus instrumentos de mercado (repos con CDBCRP/títulos del Tesoro, repos con moneda extranjera) y rebajando constantemente las tasas de encaje (ver gráfico 6.3), pero ello no parece ser suficiente. Y no solo la elevada tasa de interés interbancaria refleja esta relativa escasez de liquidez: las repos que realiza el Banco Central se han venido haciendo a tasas promedio bastante por encima del 4,0% en los últimos días. Es urgente corregir esta situación pues, como antes se mencionó, esto finalmente se termina trasladando a las tasas de interés para los clientes de las entidades financieras, inhibiendo así el gasto del sector privado cuando lo que se requiere ahora es lo contrario. Por el lado del encaje no hay mucho espacio adicional para seguir recortándolo (ya se ubica en 7%). Quizás una opción sería explorar la posibilidad de subastar parte de los fondos en moneda local que el sector público mantiene depositados en el Banco Central (son más de S/. 40 000 millones).

Gráfico 6.3

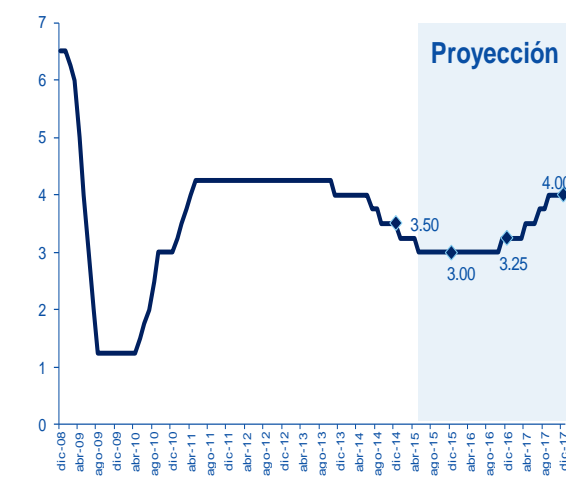
**Tasa de encaje en moneda local y Fondos liberados** (% y PEN millones)



Fuente: BCRP, BBVA Research

Gráfico 6.4

**Tasa de interés de referencia** (%)



Fuente: BCRP, BBVA Research

## Banco Central continuará enfrentando este dilema en los próximos meses, lo que torna poco probable que implemente un estímulo monetario agresivo

En síntesis, el dilema que enfrenta el Banco Central entre la debilidad del gasto privado y las presiones de depreciación sobre la moneda local limita su accionar. La política monetaria no tiene mucho espacio para actuar contracíclicamente en la actual coyuntura. Y conforme se acerca el inicio del ciclo alcista de la tasa FED, la ventana de oportunidad se irá cerrando. Será por ello difícil que en los próximos meses se observe un estímulo monetario agresivo, a pesar de la debilidad cíclica del producto (la economía peruana lleva ya un año creciendo a un ritmo por debajo del 2% y en el corto plazo la recuperación será tímida y empujada principalmente por factores de oferta) y de las dificultades que tiene el sector público para ejecutar su gasto. Más adelante, desde el segundo semestre de 2016, cuando el despegue de la producción minera sea más claro y el ruido político probablemente haya disminuido, prevemos que el Banco Central empezará a ajustar su tasa de política al alza, orientándola hacia un nivel más neutral (ver gráfico 6.4).

### Recuadro 3: Las dificultades que están enfrentando las políticas de estabilización

Desde una perspectiva temporal, las políticas económicas pueden dividirse en dos grupos. El primero, contiene aquellas medidas que buscan elevar el crecimiento de la economía en el mediano y largo plazo, propiciando un funcionamiento eficiente de los mercados de bienes y servicios y los de factores de producción. Estas políticas son muy importantes porque tienen consecuencias sobre la productividad, los ingresos y la generación de riqueza, lo que, a la larga, influirá decisivamente sobre el nivel de vida que tendrá la población en el futuro.

El segundo grupo, engloba a las acciones que en el corto plazo buscan atenuar las fluctuaciones cíclicas de la economía. Las economías se ven sujetas a choques (eventos exógenos, no controlables) que a veces las impulsan y otras las desaceleran, desviándolas transitoriamente del nivel de producción que sus recursos y desarrollo tecnológico le permiten alcanzar (a este nivel se denomina el PIB potencial). Estas fluctuaciones pueden generar una gran pérdida de bienestar. Por ejemplo, si una desaceleración se intensifica, conseguir empleo se vuelve más difícil, las ventas se debilitan, no hay acumulación de riqueza, entre otros aspectos negativos.

Para atenuar estas oscilaciones de la economía, los gobiernos usan las políticas monetaria y fiscal. La primera afecta la economía por la influencia que tienen las acciones de los bancos centrales sobre las tasas de interés, y la segunda mediante el manejo del gasto público y de los impuestos por parte de los ministerios de economía. En Perú, lamentablemente, venimos presenciando que ambas políticas enfrentan grandes restricciones para implementar estímulos que permitan contrarrestar la desaceleración en curso. El Banco Central (BCR) quisiera inducir reducciones de las tasas de interés, pero las presiones cambiarias y los efectos negativos que ello puede tener sobre el patrimonio de familias y empresas endeudadas en dólares pero que reciben ingresos en soles, inhibe a la autoridad monetaria de hacerlo ya que con ello se puede exacerbar la debilidad de la moneda local. Por el lado fiscal, el Ministerio de Economía (MEF) enfrenta problemas para acelerar la ejecución del gasto público y ha mostrado cierta inercia para seguir dando estímulos por el lado de los ingresos.

Una de las lecciones que esta desaceleración está dejando es que debemos modernizar y adecuar el marco institucional vigente para las políticas monetarias y fiscal, de tal forma que

permita usarlas como herramientas para estabilizar la economía. Este marco ha permitido consolidar la reputación antiinflacionaria del BCR y asegurar la solidez de las cuentas fiscales. Pero hoy, claramente, ha resultado insuficiente para que estas políticas puedan cumplir adecuadamente un rol estabilizador de la economía.

Una mayor potencia para la política monetaria requiere que la economía siga disminuyendo el riesgo de descalces por monedas. Dado que existe la libre tenencia de moneda extranjera en Perú, garantizada por su Constitución, los agentes siempre tendrán una preferencia por depósitos en dólares para diversificar sus portafolios (una decisión totalmente racional). Esto implica que los bancos siempre contarán con fondeo en moneda extranjera, lo que naturalmente, para calzar sus activos y pasivos, los lleva a realizar préstamos en dólares. En este contexto, una opción que podría debatirse para reducir el riesgo de descalce de monedas del sector privado es que el otorgamiento de créditos en dólares venga acompañado por un requerimiento de tomar una cobertura cambiaria obligatoria para personas y empresas que reciban ingresos en soles. También se podría debatir la posibilidad de implementar un mandato explícito de pleno empleo para el Banco Central, que se adicionaría al de estabilidad de precios vigente (para evitar un exceso de discrecionalidad de la política monetaria, esta ampliación de mandato debería ir acompañada de una mayor autonomía: directores cuya duración supere el ciclo político).

Por el lado fiscal, se requiere tomar acciones para tener contratar más profesionales altamente capacitados. Esto pasa por implementar esquemas remunerativos competitivos en la administración pública. Los esfuerzos de SERVIR apuntan en esta línea y hay que continuarlos y profundizarlos. Cabe mencionar que en los últimos diez años, el presupuesto de la República ha crecido aproximadamente a un ritmo promedio de 10% anual. En el mismo periodo, el número de empleados públicos sólo creció a un ritmo de aproximadamente 2,5% por año. Es decir, tenemos más o menos la misma cantidad de gente en la administración pública, pero ahora hay muchos más recursos y proyectos que gestionar. También es importante seguir reforzando el esquema normativo para que el funcionario perciba que el Estado lo apoyará legalmente si sus decisiones son adecuadas y dentro de los parámetros permitidos, lo que evitará que se sientan inhibidos para aprobar las autorizaciones de gasto de manera oportuna.



## 7. El balance de riesgos: previsión de crecimiento sesgada a la baja

---

### Factores de riesgo a la baja son, del lado externo, China, EEUU (FED), y Grecia

Los principales riesgos a la baja sobre nuestra previsión de crecimiento para 2015 (3,1%) son seis, tres del lado externo y otros tres que son de naturaleza local. Del lado externo, el primero es que la economía china se desacelere de manera más intensa que la prevista. En nuestro escenario base, China crecería 7% en 2015. Sin embargo, el sesgo sobre esta previsión es a la baja. La actividad económica avanza de manera relativamente débil a principios de año a pesar de los estímulos monetarios, se tiene el riesgo de deflación, y el país mantiene fragilidades financieras, como por ejemplo el alto endeudamiento de los gobiernos locales o los elevados precios de activos inmobiliarios, que en un escenario en el que estas se corrigen podrían afectar el crecimiento en el corto plazo. El segundo riesgo está relacionado con la manera cómo las economías emergentes, y en particular Perú, digerirán el ajuste de la tasa FED cuando este empiece a darse. Si se hace con sobresaltos, probablemente se afectará el crecimiento. Finalmente, el desenlace de la situación en Grecia podría ser negativo y generar un aumento de la aversión global al riesgo.

En un escenario en el que el crecimiento de China es menor que el anticipado, la economía peruana se vería afectada a través de una demanda externa más débil, disminución de los precios de metales que Perú exporta (lo que incidiría negativamente sobre las utilidades de las empresas mineras y la reinversión de las mismas, así como sobre los ingresos fiscales), y una mayor aversión global al riesgo que debilitaría el influjo de capitales hacia los países emergentes, entre ellos Perú. Además, los fundamentos de la economía peruana se deteriorarían. En un escenario en el que las economías emergentes digieren con sobresaltos el inicio del ciclo alcista de la tasa FED o en el que el tema de Grecia se resuelve de manera negativa, se elevaría globalmente la aversión al riesgo y se incrementarían los EMBIs y los costos de financiación. Además, habría una reversión de los flujos de capitales hacia las economías emergentes, en particular en aquellas con elevados déficit en cuenta corriente como en el caso de la economía peruana, y presiones al alza sobre el tipo de cambio (depreciación de la moneda local).

### A ellos se suman, del lado local, una mayor debilidad de la confianza empresarial, la ejecución del gasto público, y El Niño

En marzo la confianza empresarial continuó retrocediendo y se ubicó en 49 puntos, en zona de pesimismo. Ello se ha dado en un contexto en el que la esperada recuperación económica no llegó aún y el ruido político se incrementó. Nuestro escenario base considera que el PIB se irá acelerando paulatinamente y que eso le dará soporte al optimismo empresarial. Si esto no ocurriera y además el ruido político se incrementara, la confianza empresarial probablemente se resentiría más, lo que afectaría el gasto de inversión empresarial y la creación de empleo (y con ello el consumo de las familias), y como resultado la recuperación cíclica de la economía iría más lenta.

Otro factor de naturaleza doméstica que le imprime un sesgo a la baja a nuestra proyección de crecimiento económico es la pobre ejecución que viene teniendo el gasto de inversión pública, en particular al nivel de los gobiernos subnacionales: en el primer trimestre del año, la inversión pública se contrajo alrededor de 25% en términos interanuales. En BBVA Research esperamos una estabilización en el segundo trimestre y luego un fuerte crecimiento en la segunda mitad del año, empujado por el inicio de construcción de los grandes proyectos de infraestructura que han sido concesionados desde 2013 y en un entorno en el que



paulatinamente mejora la ejecución del gasto de capital en los gobiernos locales y regionales. Si ello no ocurriera o solo se diera con retraso, la actividad económica avanzaría a un ritmo más lento que el previsto.

Finalmente, el tercer factor local de riesgo a la baja es que el Fenómeno de El Niño tenga una intensidad mayor que la anticipada. Nuestro escenario base considera que esta será entre débil y moderada. Si excede de ello, habrá un impacto negativo sobre el crecimiento de actividades como la agropecuaria, la pesquera, la industrial y la comercial. En este contexto, el PIB peruano avanzaría menos que lo que nuestro escenario base prevé.

### ¿Algo positivo? Factor de riesgo al alza: recuperación más vigorosa del sector minero

Para elaborar nuestra previsión de crecimiento del PIB en 2015 hemos sido algo conservadores en la recuperación del sector minero metálico. Por ejemplo, en nuestro escenario base hemos asumido que el proyecto Toromocho alcanzará un nivel de producción de cobre de TMF 176 mil este año, sensiblemente por debajo de su nivel estimado de plena capacidad que está alrededor de las TMF 276 mil anuales. En el primer trimestre la producción mensual promedio de esta mina se ubicó por encima de las TMF 12 mil y solo en marzo alcanzó más de TMF 15 mil. Con ello, alcanzar un nivel de extracción anual de TMF 176 mil en 2015 implica que en promedio la producción mensual en lo que resta del año deberá ser similar a la de marzo. La proyección es entonces conservadora pues Toromocho se encuentra en un proceso de incremento paulatino de producción hasta llegar a su plena capacidad operativa, que en términos mensuales implica extraer TMF 21 mil de cobre. Así, una producción mensual que empiece a superar las TMF 15 mil mensuales induciría un sesgo al alza sobre nuestra proyección de crecimiento para el año. Algo similar ocurre con el proyecto cuprífero Antamina, cuya producción sorprendió positivamente en marzo, cuando alcanzó un nivel que nosotros esperábamos que recuperara (luego de los problemas que esta mina enfrentó el año pasado) solo hacia fines de 2015.

Para finalizar, la evaluación de la probabilidad de ocurrencia así como de la magnitud que asignamos a los factores de riesgo a la baja y al alza descritos anteriormente nos lleva a considerar, en el balance, un sesgo a la baja en nuestras previsiones de crecimiento para Perú.

## 8. Tablas

	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
PIB (% , interanual)	5.8	2.4	3.1	4.6	6.0
Inflación (% , interanual, fdp)	2.9	3.2	2.9	2.5	2.7
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2.79	2.96	3.25	3.25	3.22
Tasa de interés de política (% , fdp)	4.00	3.50	3.00	3.25	4.00
Consumo privado (% , interanual)	5.3	4.1	3.5	3.7	4.4
Consumo público (% , interanual)	6.7	6.4	4.4	5.5	5.5
Inversión (% , interanual)	7.6	-2.0	1.6	3.8	6.0
Resultado Fiscal (% del PBI)	0.9	-0.1	-1.3	-1.5	-1.4
Cuenta Corriente (% del PBI)	-4.5	-4.0	-4.1	-4.0	-3.1

	PIB (% , interanual)	Inflación (% , interanual, fdp)	Tipo de Cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés de política (% , fdp)
1T13	4.4	2.6	2.59	4.25
2T13	6.2	2.8	2.75	4.25
3T13	5.2	2.8	2.78	4.25
4T13	7.2	2.9	2.79	4.00
1T14	5.0	3.4	2.81	4.00
2T14	1.8	3.5	2.80	4.00
3T14	1.8	2.7	2.87	3.50
4T14	1.0	3.2	2.96	3.50
1T15	1.7	3.0	3.09	3.25
2T15	2.5	3.0	3.14	3.00
3T15	3.5	3.0	3.19	3.00
4T15	4.6	2.9	3.25	3.00
1T16	4.0	2.7	3.28	3.00
2T16	3.9	2.3	3.32	3.00
3T16	5.6	2.4	3.26	3.00
4T16	4.7	2.5	3.25	3.25

**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](http://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**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

Francisco Grippa  
fgrippa@bbva.com

Yalina Crispin  
yalina.crispin@bbva.com

**BBVA Research****Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech Vilariño  
r.domenech@bbva.com

**España**

Miguel Cardoso Lecourtois  
miguel.cardoso@bbva.com

**Europa**

Miguel Jimenez González-Anleo  
mjimenezg@bbva.com

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

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

**Análisis Transversal de Economías Emergentes**

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

**Asia**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**México**

Carlos Serrano Herrera  
carlos.serranoh@bbva.com

**Coordinación LATAM**

Juan M. Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**

Jorge Selaive Carrasco  
jselaive@bbva.com

**Colombia**

Juana Téllez Corredor  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

Hugo Perea Flores  
hperea@bbva.com

**Venezuela**

Oswaldo López Meza  
oswaldo.lopez@bbva.com

**Área de Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Ana Rubio arubiog@bbva.com

**Inclusión Financiera**

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**Regulación y Políticas Públicas**

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Política de Recuperación y Resolución**

José Carlos Pardo  
josecarlos.pardo@bbva.com

**Coordinación Regulatoria Global**

Matías Viola  
matias.viola@bbva.com

**Áreas Globales****Escenarios Económicos**

Julián Cubero Calvo  
juan.cubero@bbva.com

**Escenarios Financieros**

Sonsoles Castillo Delgado  
s.castillo@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas Sanchez-Caro  
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**

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