

Situación Perú

Primer Trimestre 2011

Análisis Económico

- Para 2011 prevemos que la economía peruana mantendrá un fuerte ritmo de expansión, por encima de 7%. El crecimiento se apoyará en el mayor gasto privado de inversión y consumo, en un entorno de elevada confianza, sólidos fundamentos macroeconómicos y condiciones externas que se mantendrán favorables. Para los próximos años, la demanda interna permitirá sostener tasas de crecimiento del producto de alrededor de 6%.
- Las cuentas públicas continuarán mejorando en los próximos años, sustentado en una mayor recaudación, de manera que los resultados fiscales serán moderadamente positivos desde 2011. Con ello, el saldo de la deuda pública mantendrá una tendencia decreciente, alcanzando un nivel cercano a 14% del PIB en 2015.
- El dinamismo de la demanda interna también se reflejará en un creciente déficit en cuenta corriente, que en los próximos años podría superar el 3% del PIB. Este nivel, sin embargo, es estructuralmente sostenible y será más que financiado por el influjo de capitales de largo plazo, lo que llevará a que en el corto y medio plazo la moneda local continúe registrando una tendencia a fortalecerse.
- El panorama inflacionario se presenta complicado para 2011, con una brecha del producto positiva y elevadas cotizaciones internacionales de productos agrícolas y del petróleo. En este contexto, el Banco Central elevará su tasa de política, lo que podría acentuar los influjos de capitales y la apreciación de la moneda local. Por ello, el ajuste monetario será gradual y vendrá acompañado de encajes elevados y, eventualmente, de medidas macroprudenciales adicionales.



Índice

1. Panorama internacional: desacoplamientos en marcha.....	3
2. Perú: condiciones favorables para un crecimiento superior a 7% en 2011	7
3. Dilema de política: presiones inflacionarias y apreciación del PEN.....	11
4. Crédito aumenta a ritmo sostenible	13
5. Balance de riesgos: proyección de crecimiento 2011 con sesgo al alza.....	13
6. Tablas	14

Fecha de cierre: febrero 1, 2011

1. Panorama internacional: desacoplamientos en marcha

Continuarán las divergencias en la economía mundial, ampliándose el desacoplamiento tanto en términos de crecimiento como de políticas

El crecimiento global se mantiene con fuerza. Tras cerrar 2010 con una tasa de crecimiento del 4,8%, se prevé que la economía mundial experimente una ligera desaceleración hasta niveles del 4,4% tanto en 2011 como en 2012, un comportamiento mejor de lo que podría haberse anticipado hace 12 meses. Esto se explica a través de la mejora de las perspectivas entre las economías avanzadas, debido a (i) unas mejores expectativas de crecimiento en EE.UU. tras las medidas de estímulo fiscal, y (ii) un sólido comportamiento de las principales economías del centro de Europa, que se han desacoplado de los países de la periferia, los cuales se ven lastrados por las tensiones de los mercados financieros. De hecho, a pesar de que las tensiones de los mercados financieros empeoraron en Europa durante el último trimestre de 2010, la actividad económica en la región ha podido acelerarse, demostrando de este modo –al menos temporalmente– un cierto grado de desacoplamiento también entre la actividad económica real y la financiera. En líneas generales, el patrón de crecimiento de la economía mundial se mantiene prácticamente sin cambios, dado que el verdadero motor de dinamización sigue siendo el mundo emergente, liderado por Asia (China e India en particular, véase Gráfico 1) al tiempo que las economías desarrolladas siguen cediendo terreno, más en Europa que en Estados Unidos.

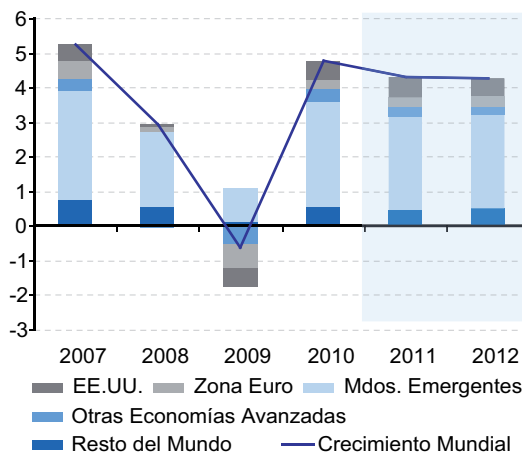
Todos estos desacoplamientos tienen tres importantes consecuencias de cara a las perspectivas. En primer lugar, la divergencia entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes seguirá conllevando unas políticas macroeconómicas diferenciadas en ambas regiones. Las políticas monetarias seguirán siendo altamente expansivas en Estados Unidos y en Europa, promoviendo la búsqueda de rentabilidades en otros ámbitos (en los mercados emergentes y, cada vez más, en las materias primas). Al mismo tiempo, están comenzando a aparecer signos de recalentamiento en algunos países de Asia y Latinoamérica, lo cual está empujando a las autoridades de estos países a considerar la implantación de políticas de endurecimiento monetario, antes de lo previsto anteriormente, debido a las incipientes presiones inflacionistas detectadas, especialmente en Asia (Gráfico 2). Los incentivos resultantes para la entrada de capital en las economías emergentes intensificarán los dilemas ya existentes en materia de políticas en ambas regiones entre, por un lado, las políticas de endurecimiento monetario que garanticen una transición fluida y, por otro, las políticas que eviten apreciaciones bruscas y repentinas de los tipos de cambio.

En segundo lugar, las divergencias de crecimiento entre EE.UU. y la UEM –junto con el riesgo financiero– ejercerán una presión bajista sobre el euro y, quizá aún más significativo, seguirán dirigiendo la atención de los mercados hacia la relativa dificultad de la UEM para crecer, dados sus elevados niveles de deuda pública. Este es uno de los elementos –junto con los diferentes tamaños de los programas de compra de deuda pública de los bancos centrales y las tensiones sobre la gobernanza económica en Europa– que explican por qué los mercados no han reaccionado de forma significativa ante un retraso adicional de la consolidación fiscal en Estados Unidos. La diferencia entre esta falta de reacción y el castigo ejercido por los mercados sobre algunos países de Europa no podría ser mayor.

Finalmente, el creciente desacoplamiento experimentado dentro de la UEM empezará a presionar sobre la política monetaria común en la región, ya de por sí dividida entre un incipiente riesgo de inflación, especialmente en los principales países del centro de Europa, y la necesidad de seguir respaldando la estabilidad financiera, especialmente –aunque no exclusivamente– en las economías periféricas.

Gráfico 1

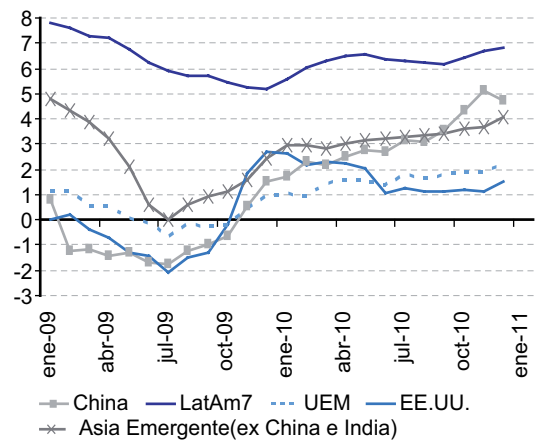
Crecimiento del PIB global y contribuciones



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Inflación



Fuente: BBVA Research y Datastream

Repunta el crecimiento en las principales economías avanzadas, pero se mantienen las fragilidades. Las posibilidades de un escenario de recaída en la recesión en Estados Unidos, que considerábamos muy bajas, se han disipado. Pero el riesgo de subida de los tipos de interés a largo plazo ha cobrado más relevancia

Tal y como esperábamos, EE.UU. no ha vuelto a caer en recesión y las posibilidades de que este escenario se produzca en el futuro se han disipado. Este cambio de sentimiento se debe a cuatro factores fundamentales. En primer lugar, la mejora de los datos macroeconómicos a final de 2010 puso de relieve que el consumo en los hogares era más resistente de lo previsto. En segundo lugar, las contundentes medidas adoptadas por la Reserva Federal, implantando una segunda ronda de expansión cuantitativa (QE2) dio apoyo a los precios de la deuda en particular y a los precios de los activos en general. En tercer lugar, se espera que la reducción de la incertidumbre y el aumento de la confianza empresarial favorezcan la inversión. Por último, y quizá lo más importante, la aprobación de un nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 constituyó un importante impulso para reactivar el crecimiento económico. Por tanto, hemos ajustado al alza nuestra previsión de crecimiento para 2011 en 0,7 puntos porcentuales hasta el 3%.

Sin embargo, aún no han desaparecido las debilidades. Los mercados inmobiliarios se mantienen frágiles y siguen siendo susceptibles de dar sorpresas negativas. La renta de las familias sigue débil debido a que el ritmo de la recuperación económica no es suficiente para reducir las tasas de desempleo de forma significativa. Asimismo, el crecimiento del crédito y los procesos de titulización siguen siendo escasos. Si bien ninguno de estos factores debería impedir la recuperación, sigue desarrollándose un escenario en el que cualquier tensión adicional negativa podría perjudicar a la economía. Por el momento, este panorama de recuperación económica gradual con bajas presiones inflacionistas por el lado de la demanda permitirá que la política monetaria siga siendo expansiva durante un periodo prolongado de tiempo.

Asimismo, no deberían olvidarse las lecciones derivadas de la crisis de deuda soberana en Europa. La implantación del nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 supone un impulso al crecimiento en el corto plazo, en un momento en el que se percibían las dudas sobre una posible recaída en un escenario de recesión. Pero no debería sobrevalorarse la solidez ni la persistencia de los factores que han evitado una reacción negativa de los mercados de deuda ante un nuevo retraso en la consolidación fiscal en Estados Unidos. Las compras de bonos por parte de los bancos centrales y las tensiones experimentadas en Europa (y la huida a la calidad de la deuda pública estadounidense) son, por su propia naturaleza, factores a corto plazo que desaparecerán en el medio plazo y, antes de que eso suceda, Estados Unidos deberá mostrar su claro compromiso con la consolidación fiscal o, de lo contrario, se enfrentará a una subida repentina de los tipos de interés a largo plazo. Las agencias de calificación ya han empezado a señalar este riesgo. Hay tiempo para abordarlo pero deben ponerse en marcha las conversaciones y los planes oportunos con la mayor brevedad posible para reducir las preocupaciones fiscales a largo plazo.

Las reformas económicas e institucionales en Europa serán fundamentales para resolver la crisis financiera

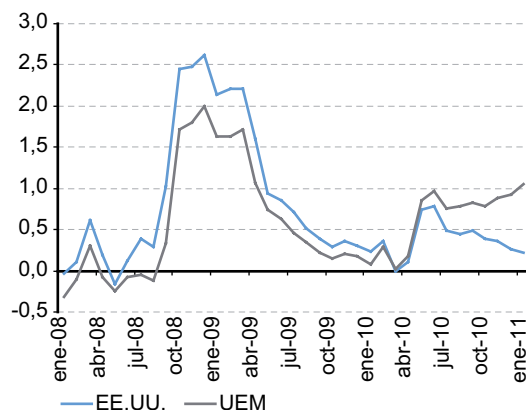
Desde octubre de 2010, han vuelto a resurgir las tensiones financieras en Europa (Gráfico 3), especialmente en los países de la periferia. Las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal y las pérdidas del sector financiero volvieron a aparecer, provocando una ampliación de los diferenciales de deuda soberana y las presiones sobre la financiación. Sin embargo, al contrario de lo sucedido en mayo, el efecto contagio a otros países europeos y fuera de la UE fue más limitado.

El aumento de las tensiones en los mercados financieros se debió fundamentalmente a dos factores. En primer lugar, la incertidumbre reinante en los mercados con respecto a la capacidad de las instituciones europeas para abordar la crisis de la deuda soberana. Creció la tensión entre los inversores privados ante la propuesta de que tendrían que asumir las pérdidas derivadas de las posibles reestructuraciones a partir de 2013, y que probablemente serían necesarios recortes en la deuda existente para restablecer la sostenibilidad fiscal. El segundo desencadenante fue las crecientes dudas acerca de la credibilidad de las pruebas de resistencia al sistema financiero, dada la necesidad de tener que ayudar a los bancos irlandeses poco después de que se considerara que tenían una capitalización adecuada. Estos dos desencadenantes se desarrollaron en un entorno de preocupación por la capacidad de algunos países periféricos como Portugal e Irlanda para cumplir sus objetivos de déficit fiscal y las dudas sobre la capacidad de algunas economías europeas para generar un ritmo de crecimiento suficiente que haga sostenible la carga de su deuda.

La fragilidad de la recuperación de los mercados financieros pone de manifiesto que los mercados están cada vez más centrados en los problemas de solvencia de la deuda soberana de algunos países que simplemente en preocupaciones por la liquidez. Esto pone de relieve la necesidad de implantar una solución integral, no sólo para resolver esta crisis, sino también para establecer un mecanismo sólido de prevención y resolución de crisis para el futuro. De cara a la prevención de futuras crisis, es necesario reforzar la coordinación fiscal, proporcionando mecanismos de absorción de posibles tensiones específicas en países concretos, pero reforzando también la vigilancia en el ámbito fiscal y en la dimensión macroeconómica (incluida la acumulación de desequilibrios en el sector privado). En cuanto a la resolución de la crisis, es necesario implantar un mecanismo claro y transparente que defina quién asumirá las pérdidas, de forma que se evite la volatilidad excesiva en los mercados debido a la incertidumbre, si bien probablemente a estas alturas revista una importancia fundamental que se garantice un mecanismo adecuado de transición.

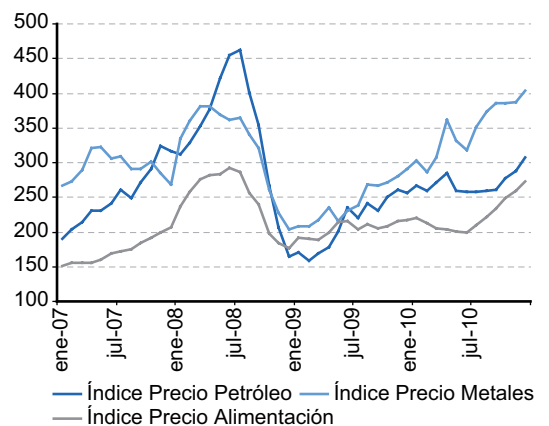
Tal y como se ha indicado anteriormente, el efecto contagio en clave financiera de este último episodio ha sido bastante limitado, incluidos los principales países europeos. De este modo, el crecimiento de la UEM en su conjunto ha sido mayor de lo esperado, especialmente debido a unos resultados muy positivos en Alemania y en otros de los países europeos centrales. Sin embargo, este desacoplamiento entre las tensiones financieras experimentadas por los países periféricos y la actividad de la economía real en Europa no durará si no se acuerda pronto una reforma integral de la gobernanza y si los países no siguen presentando reformas económicas para reducir su vulnerabilidad fiscal, reestructurar el sistema financiero e incrementar el potencial de crecimiento. El acuerdo que se alcance en el próximo Consejo Europeo resultará clave a este respecto.

Gráfico 3
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4
Precios de las materias primas



Fuente: BBVA Research

Los precios de las materias primas se estabilizarán pero los riesgos de inflación son cada vez más relevantes en las economías emergentes, que seguirán creciendo con fuerza

Los precios de las materias primas se han incrementado de manera generalizada en los últimos meses, situándose en niveles de máximos históricos en el caso de algunos metales (Gráfico 4). Esta escalada es coherente con lo que parece ser el inicio de una tendencia alcista a largo plazo de los precios de las materias primas impulsada por el aumento de la demanda en las economías emergentes, si bien es cierto que también existen otros factores a corto plazo que han contribuido a este repunte reciente, al menos en algunos tipos de materias primas. Por ejemplo, el rápido incremento de los precios de los alimentos en los últimos dos meses es, en gran medida, resultado de factores puntuales asociados a la oferta (climatología adversa), que deberían ir remitiendo a lo largo de 2011. Asimismo, debido a las amplias condiciones de liquidez globales, los inversores han acudido en masa a las materias primas en su condición de activo, incrementando así las primas financieras de forma generalizada.

En adelante, esperamos que los precios de las materias primas en general se estabilicen en torno a los niveles actuales. En el caso de los precios de los alimentos, esto será resultado de la normalización de las cosechas en 2011. En el caso de los metales, el aumento de las existencias comenzará a incidir en los precios. Solo en el caso del petróleo esperamos un mercado más ajustado que siga empujando los precios ligeramente al alza durante 2011 pero que gradualmente irá relajándose. Esta relajación posterior se verá ayudada por una probable reducción de las tensiones financieras en Europa, que debería alejar los flujos de inversión de las materias primas para acercarse a otros activos con unas primas de riesgo más contenidas. Sin embargo, los riesgos están sesgados al alza ya que la fuerte demanda asiática seguirá favoreciendo la tendencia al alza de los precios en el medio plazo.

El incremento de los precios de las materias primas ha sido responsable, en parte, del aumento de la inflación observada en las economías emergentes a finales de 2010 (Gráfico 2). En particular, el incremento de los precios de los alimentos ha tenido un efecto directo e importante en el aumento de la inflación en una serie de países (especialmente de Asia) con el riesgo de contribuir a la inflación general. Sin embargo, en adelante, la estabilización prevista de los precios de los alimentos significará que este factor debería ser menos importante a la hora de determinar la inflación. Aunque el riesgo también ha aumentado en los países desarrollados, este es inferior que en las economías emergentes, dado que los precios de los alimentos tienen una menor ponderación en el IPC, al tiempo que la amplia capacidad productiva sin utilizar y las expectativas de anclaje de la inflación contribuirán a mantener controladas las presiones inflacionistas.

Más preocupante para las economías emergentes es el hecho de que el rápido crecimiento y la fuerte entrada de flujos de capital en Asia y Latinoamérica estén comenzando a generar un riesgo de recalentamiento de la economía, evidenciado en un aumento de la inflación pero también por el rápido crecimiento del crédito y de los precios de los activos. De hecho, esperamos que las economías asiáticas sigan creciendo con fuerza aunque, en nuestra opinión, las autoridades serán capaces de dirigir las hacia un "aterrizaje suave" evitando el recalentamiento, aunque sin duda existe un riesgo más pronunciado que hace tres meses. Impulsada por la demanda interna y los elevados precios de las materias primas, Latinoamérica crecerá con fuerza en 2011, convergiendo hacia un crecimiento potencial de en torno al 4% para el conjunto de la región. Tal y como se mencionó anteriormente, el principal desafío para ambas regiones será gestionar los dilemas que surjan en materia de políticas como resultado de la fuerte entrada de flujos de capital. Esperamos que las políticas de endurecimiento monetario se mantengan en la mayoría de los países, al tiempo que impongan unos controles administrativos cada vez más estrictos para limitar dicha entrada de flujos de capital y medidas prudenciales para limitar el crecimiento del crédito, especialmente en Asia.

2. Perú: condiciones favorables para un crecimiento superior a 7% en 2011

Se mantendrán los soportes que han venido dinamizando el gasto privado...

Tras cerrar el año 2010 con un fuerte rebote cíclico que resultó en un crecimiento del PIB cercano a 9%, las perspectivas se presentan favorables para una expansión algo mayor a 7% en 2011. De esta manera, nuestra previsión para el año se ha revisado al alza desde el 6,3% anterior, recogiendo las mejores perspectivas para nuestros principales socios comerciales, mayores términos de intercambio y, por el lado doméstico, un robusto crecimiento de la actividad con elementos que continuarán dándole soporte en los próximos trimestres.

Entre los factores domésticos que apoyan una visión más positiva para 2011 se encuentra el alto dinamismo con el que la economía peruana ha iniciado el año. La generación eléctrica, indicador que sigue de cerca la evolución de la demanda interna, mantuvo en enero una tasa de crecimiento interanual de 10%, similar a la de los tres meses previos (período en el que el PIB habría crecido alrededor de 9% interanual). Se mantiene así el impulso de 2010.

En segundo lugar, se prevé que los elementos que sostienen el crecimiento desde la segunda mitad de 2010, en particular aquellos que han venido apoyando el gasto privado, sigan haciéndolo en los próximos trimestres. Por el lado de la inversión privada, el clima empresarial continuará siendo favorable en un entorno de paulatina mejora de las condiciones externas y en el que el proceso electoral viene teniendo un impacto poco significativo sobre las decisiones de gasto. Al respecto cabe mencionar que las encuestas indican que las preferencias electorales se inclinan por candidatos que en lo general darán continuidad al actual modelo económico, reduciéndose el ruido político y favoreciendo que la confianza empresarial se mantenga en niveles elevados, a diferencia de lo ocurrido en las pasadas elecciones de 2006 (cuando este indicador cayó 10 puntos en los meses previos a la elección). Asimismo, el fuerte crecimiento de la demanda ha reducido las holguras en la industria, con una tasa de utilización de la capacidad instalada que se ubica en máximos históricos. Ello favorecerá el gasto de inversión en los próximos meses, más aún considerando que el nivel de apalancamiento de las empresas se ha venido reduciendo. En este contexto, los anuncios de inversión en grandes proyectos que se empezarán a implementar en 2011 (en sectores como minería, hidrocarburos, energía, infraestructura, entre otros) suman actualmente cerca de USD 14 mil millones (Tabla 1), casi 10% más que hace cuatro meses y más de 30% que hace un año.

Tabla 1

Anuncios de Inversión 2011-12 (Millones de USD)

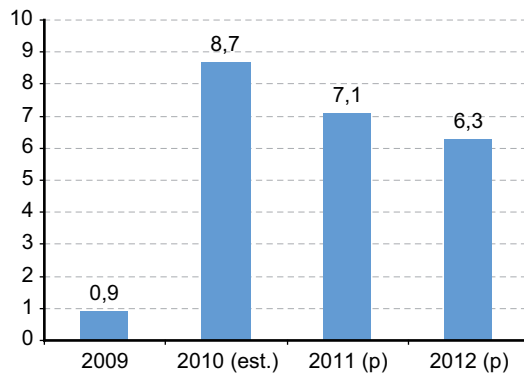
	2011	2012	Total	% del PIB
Minería	6.102	7.519	13.621	7,8
Hidrocarburos	2.078	2.186	4.264	2,4
Electricidad	1.487	1.801	3.288	1,9
Industria	1.289	1.003	2.292	1,3
Infraestructura	1.208	796	2.004	1,1
Otros Sectores	1.491	793	2.284	1,3
Total	13.655	14.098	27.753	15,9

Fuente: BCRP

Esta mayor inversión vendrá acompañada de una mayor demanda de trabajo. Así, la generación de empleo formal continuará incrementándose (actualmente se ubica en 5,4% interanual, con tendencia al alza), lo que favorecerá el aumento de los ingresos de las familias y con ello el gasto de consumo privado.

Gráfico 5

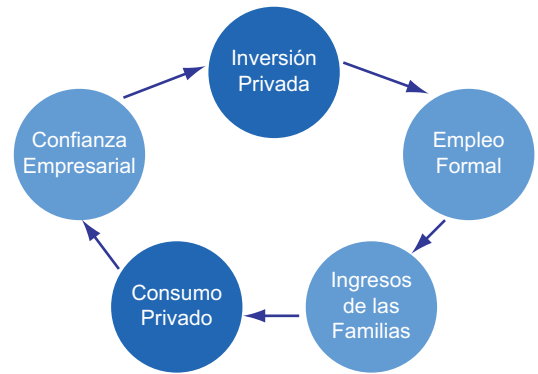
Producto interno bruto (var. %)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 6

Determinantes del crecimiento



Fuente: BBVA Research Perú

La dinámica que se generará desde 2011 se asemejará entonces a la observada en 2007/8 (gráfico 6). Esta podría incluso potenciarse en la medida de que las familias perciban que el dinamismo de la actividad tiene una naturaleza más permanente, llevándolas a incrementar su gasto a un ritmo similar. Con la paulatina recuperación de las economías avanzadas y proyectos de inversión (en el sector transable, en particular) que irán madurando, la mayor demanda externa contribuirá en el mismo sentido. En suma, prevemos que la generación de un círculo virtuoso de crecimiento hará posible que en los próximos años puedan sostenerse tasas de expansión de alrededor de 6% anual.

... mientras que el estímulo fiscal se irá removiendo gradualmente para reducir los riesgos de un crecimiento muy elevado

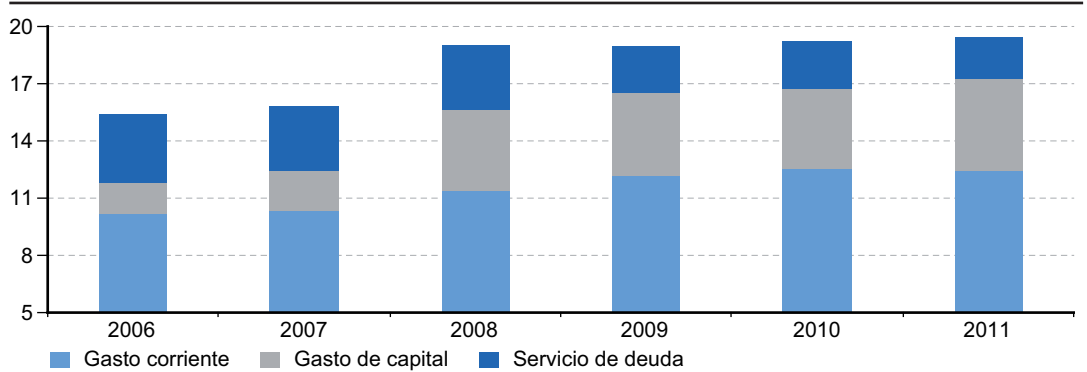
En este contexto de fuerte dinamismo de la actividad que se prevé para 2011, los ingresos fiscales continuarán aumentando, mientras que el sector público irá moderando su gasto a lo largo del año, de manera más acentuada en el segundo semestre luego de que se culminen algunos proyectos grandes de infraestructura (tren eléctrico, carreteras interoceánicas). Con ello, luego de dos años, el resultado fiscal volverá a ser positivo.

Dentro de los ingresos, el dinamismo de la demanda interna favorecerá una mayor recaudación por impuesto general a las ventas (IGV) y por impuesto a la renta. Este último también recogerá el efecto positivo de las elevadas cotizaciones internacionales de los metales exportados, lo que incrementará las utilidades de las empresas del sector minero. Cabe mencionar que la reciente rebaja de aranceles a 3401 partidas (44% del total), que disminuyó el arancel promedio de 5% a 3,4%, impactará negativamente sobre la recaudación de impuestos a la importación y sobre el IGV y el impuesto selectivo al consumo (ISC) importados. Sin embargo, prevemos que este efecto estará compensado por los mayores volúmenes importados que incentivará la reducción de aranceles, de modo que el impacto final que tendrá la medida sobre el resultado fiscal será muy pequeño (alrededor de -0,1pp del PIB).

Es importante también señalar que el presupuesto para 2011 que se aprobó en noviembre pasado considera un aumento de los gastos de 8% con respecto al Presupuesto de Apertura del año pasado, alza que es menor a la observada en 2010 (13%) y en algunos otros años previos (2007 y 2008). El ajuste es mayor en el gasto corriente (bienes y servicios, pensiones), mientras que continúa priorizándose el gasto en infraestructura, salud, saneamiento, y en programas sociales (gráfico 7). Asimismo, destaca el aumento de los fondos que estarán bajo el marco del Presupuesto por Resultados. Finalmente, aunque existe el riesgo de que el gasto sea mayor por encontrarnos en un año de elecciones generales y por la inercia del impulso fiscal en los dos años previos, este se acota al tomar en cuenta el efecto que en sentido opuesto produce usualmente un cambio de administración en los gobiernos municipales y regionales como el ocurrido en enero (luego de las elecciones de octubre último) y la existencia de reglas fiscales particulares para años como este. En síntesis, se prevé un gasto que crecerá moderadamente, actuando así de manera contracíclica (el impulso fiscal será negativo en 2011), y cada vez más orientado hacia inversión y sujeto al cumplimiento de resultados.

Gráfico 7

Presupuesto público por tipo de gasto (Puntos porcentuales del PIB)

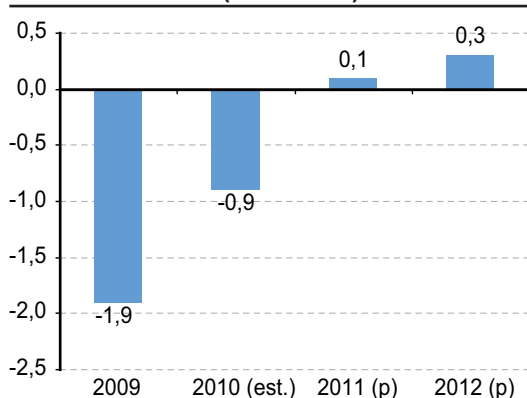


Fuente: MEF

La mejora de las cuentas públicas que se prevé para 2011 permitirá una acumulación de recursos en el Fondo de Estabilización Fiscal, de modo que se empezará a reconstruir el blindaje ante eventuales choques negativos. En los próximos años, el resultado fiscal continuará siendo positivo y con tendencia a elevarse (gráfico 8), lo que llevará a que la deuda pública siga reduciéndose como porcentaje del PIB, desde el 22% actual hasta 20% en 2011 (gráfico 9) y a cerca de 14% en 2015. Esta fortaleza de las cuentas públicas favorecerá eventuales mejoras en la calificación crediticia del país.

Gráfico 8

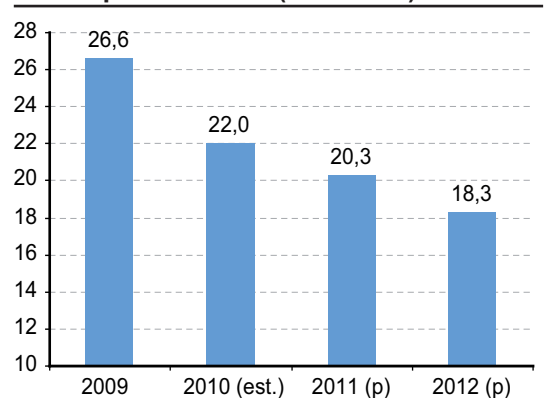
Resultado fiscal (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 9

Deuda pública bruta (% del PIB)



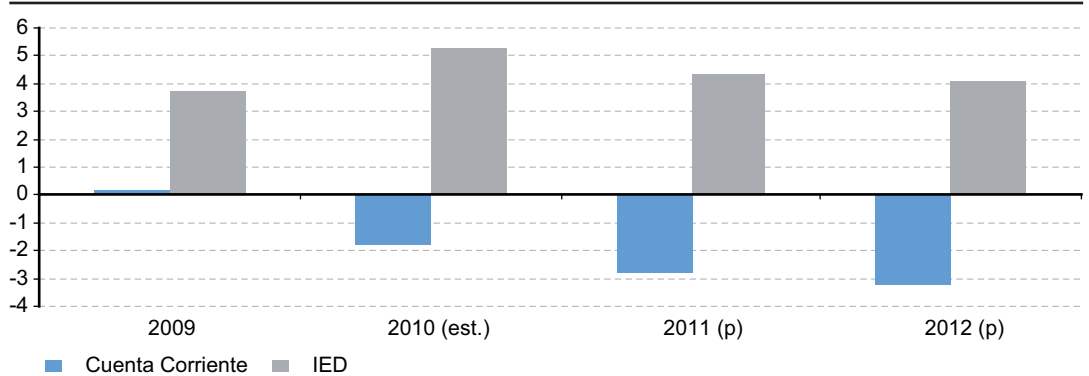
Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Fuerte crecimiento que se mantendrá en 2011 y en los años que siguen ampliará el déficit externo. ¿Es sostenible este déficit?

Por el lado de las cuentas externas, se prevé que el déficit en cuenta corriente se amplíe en 2011 a 2,8% del PIB (1,8% en 2010). Ello recoge principalmente la fortaleza de la demanda interna, que se reflejará en mayores importaciones, mientras que la gradual mejora de nuestros principales socios comerciales llevará a un incremento de las exportaciones que será más moderado. El mayor déficit externo, sin embargo, estará más que financiado por el influjo de capitales privados de largo plazo, los cuales ascenderían a cerca de USD 12 mil millones (casi 7% del PIB), en particular por IED de alrededor de USD 7,6 mil millones (4,3% del PIB). En este contexto, las reservas internacionales netas del Banco Central seguirán elevándose en 2011 y alcanzarán los USD 50 mil millones (más de 28% del PIB). El panorama para los próximos años es similar, con una brecha externa negativa que se ubicará algo por encima de 3% del PIB, reflejando principalmente la corrección a la baja que se anticipa que tendrán los precios de exportación (metales, básicamente), pero que se mantendrá estando más que financiada por el influjo de capitales de largo plazo (gráfico 10).

Gráfico 10

Cuentas externas (% del PIB)



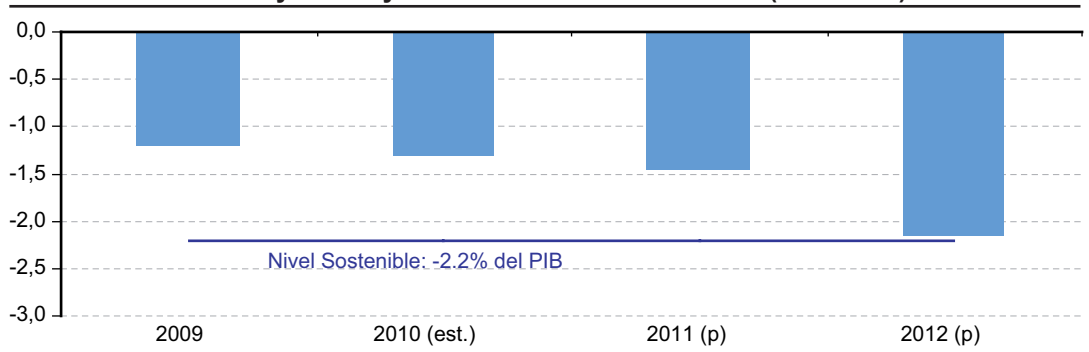
Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

A pesar de contar con financiamiento de largo plazo, existe el riesgo de que la ampliación del déficit en cuenta corriente por encima del 3% del PIB en el horizonte de previsión no sea sostenible. En este caso, la economía podría sufrir un ajuste en los próximos años. Por ello se realizó un análisis de sostenibilidad. En este se consideró, en primer lugar, un resultado de cuenta corriente que excluyera efectos cíclicos, es decir, (i) el impacto que desviaciones con respecto a un nivel de largo plazo en los términos de intercambio tienen sobre el valor exportado y sobre las utilidades de empresas extranjeras (renta de factores), y (ii) el impacto de la brecha del producto sobre las importaciones. A este se le denominó cuenta corriente subyacente (gráfico 11). En segundo lugar, se consideró un nivel estructuralmente sostenible de cuenta corriente, compatible con una posición neta de pasivos externos estable en el tiempo (como % del PIB). Una diferencia positiva entre ambos resultados indicaría que el déficit externo es estructuralmente sostenible.

El ejercicio (gráfico 11) arroja que la cuenta corriente que se prevé para el corto y medio plazo es sostenible si se busca estabilizar la posición neta de pasivos externos en un nivel similar al actual (30% del PIB). Es importante señalar que el déficit de la cuenta corriente subyacente es menor que el observado debido al efecto negativo que sobre este último tienen (i) la brecha positiva del producto en el horizonte de previsión (genera mayores importaciones) y (ii) las mayores utilidades de empresas extranjeras (renta de factores negativa) en un contexto de elevadas cotizaciones internacionales de los metales, que en conjunto es más fuerte que el efecto positivo sobre el valor de las exportaciones. Un resultado interesante que también se desprende del ejercicio es que el tipo de cambio real efectivo tendría una tendencia subyacente a disminuir en los próximos dos años, lo que ha sido recogido en la previsión de tipo de cambio nominal.

Gráfico 11

Cuenta corriente subyacente y estructuralmente sostenible (% del PIB)



Fuente: BBVA Research Perú

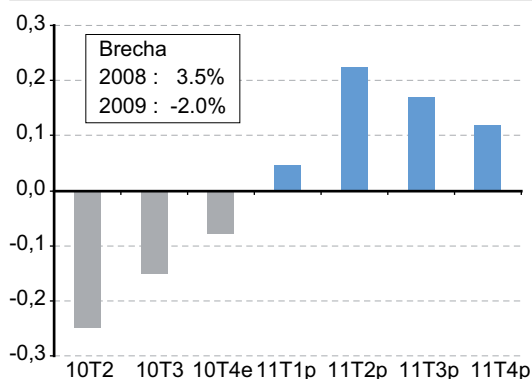
3. Dilema de política: presiones inflacionarias y apreciación del PEN

Mayor dinamismo de la demanda interna no solo se reflejará en ampliación del déficit externo, sino que, junto con las elevadas cotizaciones de *commodities* agrícolas y del petróleo, también presionará los precios...

El escenario de inflación para este año se presenta complicado. Por un lado, la intensa recuperación cíclica en 2010 habría terminado de cerrar la brecha negativa del producto hacia fines de ese año. Tomando en cuenta nuestra previsión de más de 7% de expansión en 2011, mayor que la del potencial (estimada en 6%), esta se tornaría positiva en los próximos meses (gráfico 12), lo que eventualmente se reflejará en presiones inflacionarias. Por otro, los incrementos en las cotizaciones internacionales de *commodities* agrícolas y del petróleo que se han venido observando en los últimos meses (gráfico 13) podrían tener en adelante impactos más sensibles sobre los costos empresariales¹. Ello es más probable en la fase expansiva del producto como la que se prevé para este año y podría generar efectos de segunda vuelta. Al respecto cabe mencionar que en enero último los agentes económicos empezaron a ajustar al alza sus expectativas de inflación.

Gráfico 12

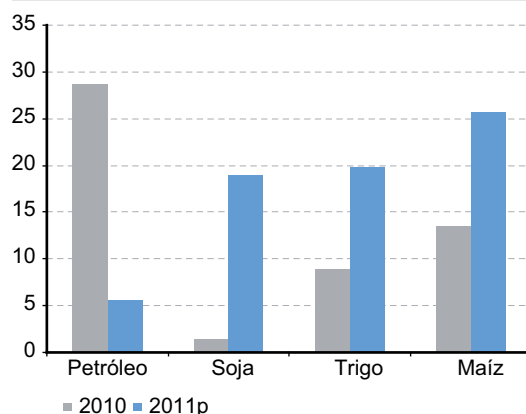
**Brecha del producto
(% del producto potencial)**



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 13

**Cotización de insumos importados
(var. % de niveles promedio)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research Perú

... lo que alimenta las expectativas de ajustes más acentuados en la tasa de referencia del Banco Central... y también una apreciación más marcada del PEN, intensificándose el dilema de política monetaria

En este contexto, prevemos que la normalización de la posición monetaria será algo más acentuada de lo que se esperaba. Ello coincide con el reinicio del ciclo de alzas de la tasa de política que se observó en enero (+25pb, a 3,25%), incrementos que continuarían en los próximos meses hasta llevar la tasa a un nivel próximo al neutral a fines de 2011 (alrededor de 4,50%).

El ajuste monetario incentivaría los flujos de capitales de corto plazo (las condiciones de liquidez en Estados Unidos y Europa continuarán siendo laxas en 2011) y, en general, la toma de posiciones largas en activos denominados en PEN, incrementándose las presiones hacia una apreciación más rápida de la moneda local. Ello conlleva riesgos. Un fuerte flujo de capitales puede derivar en un crecimiento desordenado de la liquidez y del crédito, generando burbujas en los precios de algunos activos. Un acelerado fortalecimiento del PEN, por su parte, podría ser difícil de absorber para el sector transable de la economía. Y a esto se añade que la confluencia de ambos factores (flujo de capitales y apreciación de la moneda local) incentiva la expansión del crédito en moneda extranjera, descalzando los balances de los agentes económicos, de manera que una eventual reversión de los flujos de capitales y depreciación de la moneda local dañaría su capacidad de pago y amplificaría el ciclo.

Esta situación presenta un dilema para la política monetaria: por un lado, elevar la tasa de referencia para asegurar un crecimiento ordenado y expectativas inflacionarias acotadas, y por otro, evitar que se exacerbén los flujos de capitales y la apreciación del PEN. Prevemos que el Banco Central y las autoridades económicas en general continuarán abordando el tema de manera coordinada para

1: Ver Perú Observatorio Económico: "Inflación al alza en 2011: ¿una repetición de los ocurrido en 2008?", febrero de 2011, BBVA Research Perú.

reducir esta tensión. En este sentido, es importante que el ciclo de ajuste de la tasa de política se haya reiniciado en enero. En primer lugar, porque facilita que la restricción monetaria sea gradual, buscando espacios de relativa estabilidad del tipo de cambio, lo que reduce la probabilidad de que ocurran movimientos importantes en el mercado cambiario. En segundo lugar, porque el balance de riesgos se viene inclinando hacia un excesivo crecimiento de la demanda doméstica más que hacia un deterioro del panorama internacional, de modo que actuar temprano reduce la probabilidad de que se tengan que hacer luego ajustes acentuados (con las posibles consecuencias que ello tendría en el mercado cambiario) de producirse un mayor deterioro en la inflación o en las cuentas externas. Finalmente, porque se favorece la contención oportuna de las expectativas inflacionarias, haciendo menos necesario que los incrementos de la tasa de referencia deban ser pronunciados. Nuestra previsión de tasa de política en 4,50% para fin de año es coherente con expectativas inflacionarias que permanecerán dentro del rango meta del Banco Central.

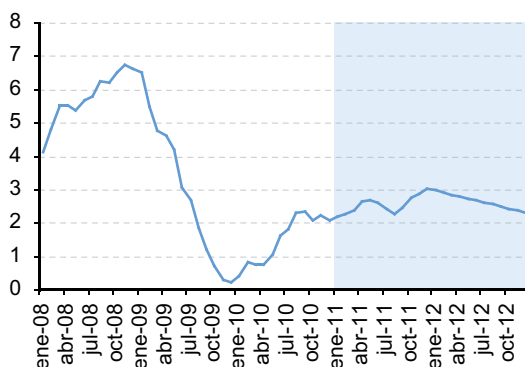
Cabe mencionar también que la normalización de las condiciones monetarias será complementada con encajes que permanecerán elevados y que incluso podrían incrementarse aún más. El reciente aumento de la tasa media de encaje en moneda local y extranjera apunta en ese sentido, medida que por su magnitud tuvo un impacto sobre todo en términos de señalización, adelantando una vía a través de la cual también se podría actuar para moderar las presiones inflacionarias y que evita los efectos indeseados en el mercado cambiario.

Adicionalmente, no se descarta que continúen implementándose otras acciones de corte macroprudencial. Por lo pronto, algunos de los espacios a través de los cuales podían generarse inlfujos de capitales de corto plazo y presiones sobre el PEN han sido acotados. El Banco Central, por ejemplo, fijó requerimientos de encaje para las sucursales que bancos en el país poseen en el exterior. Antes de ello, estas sucursales podían conseguir en el extranjero fondos de corto plazo por los cuales no encajaban y luego los intermediaban localmente bajo la forma de compra de cartera a la entidad matriz o de créditos directos a empresas corporativas no financieras. Estas operaciones apoyaban la expansión del crédito y, al incrementar la oferta de moneda extranjera, reducían las tasas de interés en este mercado, reduciendo el costo de tomar posiciones cortas en dólares (mayores presiones de apreciación sobre el PEN). La Superintendencia de Banca y Seguros, por su parte, estableció límites máximos para las posiciones netas en derivados de moneda extranjera que tienen los bancos, encareciendo la toma de posiciones cortas en *forwards* de moneda extranjera por parte de aquellos agentes que anticipan el fortalecimiento del PEN (exacerbándolo). En una situación extrema, podría ser incluso posible que el Gobierno implemente algún impuesto a la adquisición de activos domésticos por parte de inversionistas no residentes.

En síntesis, nuestra previsión considera un escenario más complicado de inflación en 2011 (acelerándose a 3,0%), con un mayor ajuste al alza de tasas (4,50% al cierre del año) que lograría mantener contenidas las expectativas inflacionarias. La restricción monetaria inducirá un aumento de las entradas de capitales y un mayor fortalecimiento del PEN (apreciación cercana a 4% en 2011), los que se moderarán buscando que la elevación de tasas sea oportuna y gradual, complementada con mayores encajes y eventualmente con medidas macroprudenciales adicionales. Como es usual, en episodios de rápida apreciación el Banco Central intervendría en el mercado cambiario.

Gráfico 14

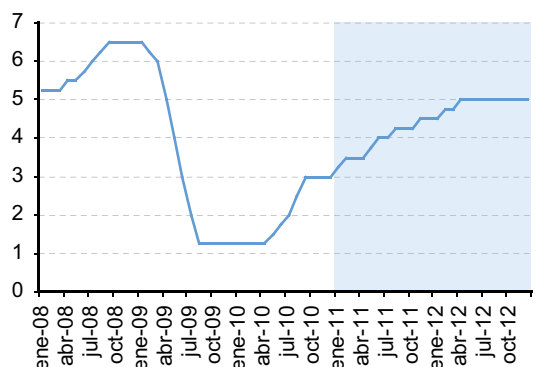
Inflación (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Gráfico 15

Tasa de política monetaria (%)



Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

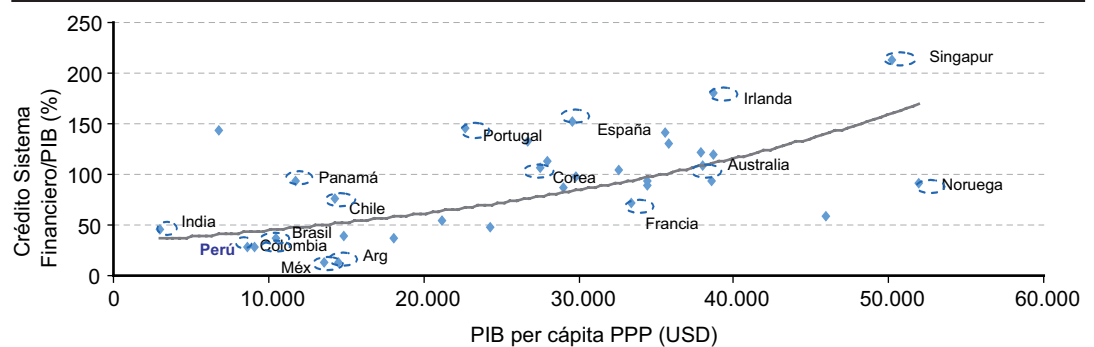
4. Crédito aumenta a ritmo sostenible

El fuerte dinamismo de la actividad económica en 2010 vino acompañado de una recuperación en el ritmo de expansión del crédito, que al cierre de año se ubicó alrededor de 19% interanual. Para este año, esperamos una leve desaceleración, en línea con un crecimiento de la actividad más moderado y una posición monetaria más neutral. Preveemos que los créditos comerciales e hipotecarios registrarán los mayores incrementos, en un entorno de dinamismo de la inversión del sector privado. La morosidad, por su parte, se mantendrá acotada ante la mejora de los ingresos familiares y el bajo apalancamiento de las empresas.

Las condiciones para una sólida expansión del crédito en los próximos años son positivas. Por un lado, el crecimiento sostenido que se espera se reflejará en mayores ingresos de la población (en dólares corrientes, el PIB por habitante aumentará en cerca de 60% en los próximos cinco años) y en una reducción de la informalidad. De otro, el punto de partida muestra que existe espacio para mejorar la profundidad del sistema financiero: el ratio de crédito/PIB se ubica en 30%, un nivel relativamente bajo no solo en la comparación con otros países de ingresos similares, sino también con respecto a países de la región que tienen un PIB por habitante menor. En este contexto, consideramos que tasas de expansión anual del crédito entre 15% y 20% son sostenibles en los próximos años.

Gráfico 16

PIB per cápita y créditos/PIB



Fuente: CGAP y Banco Mundial

5. Balance de riesgos: proyección de crecimiento 2011 con sesgo al alza

Por el lado doméstico, no se puede descartar un sobrecalentamiento...

Existe la posibilidad de que la expansión de la demanda interna sea mayor a la esperada, en un contexto de elevado optimismo del sector corporativo y de las familias. Adicionalmente, las presiones de demanda podrían verse acentuadas por mayores entradas de capitales en un entorno internacional de elevada liquidez y rendimientos más atractivos de los activos domésticos.

En este caso se observaría: (i) una expansión del crédito y la liquidez más acelerada, (ii) una apreciación más intensa del PEN, (iii) un *boom* de consumo propiciado por los dos factores anteriormente mencionados, (iv) presiones adicionales de demanda sobre precios, (v) una menor competitividad externa en el corto plazo y (vi) una ampliación de la brecha externa y mayor endeudamiento externo.

Bajo este escenario, la política monetaria tendría que ser, eventualmente, restrictiva. Para evitar mayores presiones al alza sobre el PEN (apreciación), el Banco Central optaría, principalmente, por elevar los requerimientos de encaje para ajustar las condiciones monetarias. Asimismo, se esperarían intervenciones cambiarias más agresivas que tendrán que ser esterilizadas a un costo mayor. Por el lado fiscal, se esperaría una desaceleración más rápida del gasto público.

... en tanto que en el lado externo, una salida desordenada de la crisis fiscal en Europa tendría un impacto negativo

Bajo este escenario se observaría: (i) un incremento de la aversión global al riesgo que induciría una reversión de los flujos de capitales de las economías emergentes y mayores spreads, (ii) una caída de los precios de las materias primas, y (iii) una menor demanda externa. Como resultado, la inversión y las exportaciones se desacelerarían. En este caso, el Banco Central haría una pausa en el ciclo de restricción monetaria y, dados los sólidos fundamentos de la economía peruana, esperaríamos impactos acotados y de corta duración sobre el producto, con un crecimiento que retomaría en 2012 un ritmo similar al de largo plazo.

6. Tablas

Tabla 2

Perú: previsiones macroeconómicas trimestrales

	1T 10	2T 10	3T 10	4T 10	1T 11	2T 11	3T 11	4T 11	1T 12	2T 12	3T 12	4T 12
PIB (var. % a/a)	6,2	10,2	9,7	8,5	7,5	7,2	7,0	6,7	6,3	6,3	6,3	6,2
Inflación (% a/a, promedio)	0,7	1,2	2,2	2,1	2,3	2,7	2,4	2,9	2,9	2,7	2,6	2,4
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	2,85	2,84	2,81	2,80	2,79	2,77	2,73	2,71	2,68	2,65	2,62	2,60
Tipo de interés (% , promedio)	1,25	1,50	2,50	3,00	3,42	3,75	4,17	4,42	4,67	5,00	5,00	5,00

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Tabla 3

Perú: previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012
PIB (var. % a/a)	8,7	7,1	6,3
Inflación (% a/a, promedio)	1,5	2,6	2,7
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	2,83	2,75	2,64
Tipo de interés (% , promedio)	2,06	3,94	4,92
Consumo Privado (var. % a/a)	6,0	6,0	5,2
Consumo Público (var. % a/a)	9,5	4,0	4,0
Inversión (var. % a/a)	23,1	13,5	11,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-0,9	0,1	0,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-1,8	-2,8	-3,2

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Perú

Economista Jefe de Sudamérica

Joaquín Vial
+562 351 1200
jvial@bbvaprovida.cl

Economista Jefe Perú

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

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

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

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

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

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

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

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

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

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

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

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

España y Europa:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

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

Economías Emergentes:

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

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

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

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

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

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

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Interesados dirigirse a:

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