

**Reporte Especial**

Departamento de Estudios Económicos

NOVIEMBRE DEL 2012

# PERÚ: PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2013



**DISCLAIMER:** Las opiniones, estimaciones, pronósticos, declaraciones y recomendaciones efectuadas en el presente reporte son producto de la investigación y estudio realizado por los autores, sobre la base de información pública disponible reflejan la opinión exclusivamente del equipo de Estudios Económicos, y no necesariamente de Scotiabank Perú S.A.A. El presente informe no constituye asesoría en inversiones, ni contiene, ni debe ser interpretado como una oferta, una invitación o una recomendación para realizar cualquier acto jurídico respecto de cualquier valor mobiliario o producto financiero. Scotiabank Perú S.A.A. y sus subsidiarias no se responsabilizan por cualquier error, omisión o inexactitud que pudiera presentar este reporte; ni por los resultados de cualquier decisión de inversión adoptada respecto de los valores o productos financieros que se analizan.

## Perspectivas 2013

El crecimiento del Perú ha entrado a una velocidad de crucero de alrededor de 6%. Nuestra proyección es que se mantendrá este crecimiento de 6.0% en el 2013, que es, además, un ritmo sostenible en el tiempo. El motor principal sigue siendo la demanda interna, en particular, la inversión privada. Sin embargo, hay diferencias respecto a años anteriores. Los componentes de demanda contribuirán en forma más homogénea, y aquellos, que en el pasado contribuían poco, como las exportaciones, contribuirán en forma más robusta, en el 2013. La participación de los sectores primarios también será mayor que en años anteriores. Todo lo cual apunta a un crecimiento, que no será vertiginoso, pero sí sólido y generalizado.

El riesgo internacional sigue. Existe cierta ilusión de que señales de recuperación en el crecimiento, en especial en EE.UU. y China, significarían un entorno más tranquilo en el 2013. Sin embargo, los desbalances fiscales y las distorsiones monetarias en EE.UU. y la Eurozona continúan empeorando, lo cual está generando tensiones potencialmente telúricas en el subsuelo de la economía mundial.

Frente a los riesgos internacionales, el Perú destaca como un país atractivo para invertir. El flujo de capitales que viene entrando contribuye a la inversión, pero tiene implicancias sobre el tipo de cambio y las cuentas externas. El incremento en las Reservas Internacionales Netas (RIN) tiene, actualmente, mucho más que ver con entrada de capitales y financiamiento externo, que con el superávit comercial. Esto es importante, puesto que los precios de los metales han entrado en un rango más estable que podría continuar en el 2013.

En general, será un año más de estabilidad macroeconómica en términos de superávit fiscal (aunque menor), inflación manejable (aunque en el límite superior del rango meta), y cuentas externas positivas (aunque más dependiente de flujos de capitales, potencialmente volátiles).

### El entorno internacional

En los últimos años antes de proyectar el crecimiento del Perú, la pregunta recurrente que aparece es: ¿qué tan severo será el entorno internacional, y cómo y en qué magnitud impactará al Perú?

Es probable que el 2013 sea diferente al 2012 en varios aspectos. Para empezar, el foco de la preocupación mundial ya está pasando de la Eurozona, a EE.UU. Este desplazamiento va a continuar. EE.UU. es más importante para el Perú que Europa.

Al mismo tiempo, mientras se incrementa la incertidumbre respecto de EE.UU., la crisis en Europa no sólo va a persistir, sino existe el riesgo de que empeore. Sin embargo, en general, una crisis contenida sólo a Europa

no tendrá más consecuencia que la que ha venido teniendo en el 2012, es decir, un impacto moderado en algunos sectores de exportación. Después de todo, la crisis europea no es un riesgo, sino que ya es una realidad con la que se viene viviendo de hace cierto tiempo. El Perú ha crecido más de 6% en el 2012 en medio de esta realidad.

### PBI MUNDIAL SEGÚN PPC (Variación porcentual anual)

	2012	2013
Mundo	3.4	3.5
EEUU	1.9	2.0
Eurozona	-0.3	0.1
Alemania	0.5	0.7
Francia	0.1	0.5
Italia	-2.0	-0.8
España	-1.8	-1.6
Reino Unido	0.2	1.0
Japón	1.5	0.8
Asia en desarrollo	7.2	7.0
China	7.8	7.8
LATAM y el Caribe	3.5	3.8
Brasil	2.0	3.5

Fuente: Scotiabank Elab.: EE - Scotiabank

También habrá cambios en China. China siempre es un enigma, pero para el 2013 no es claro, en particular, cuál será la postura de los nuevos gobernantes recientemente designados. Lo que sí se sabe es que el debate sobre el crecimiento de China está cambiando en una forma interesante. Hasta hace poco se asociaba el riesgo de una desaceleración china a la coyuntura internacional. En cambio, el debate actual es si la desaceleración es, en realidad, coyuntural, o si es más bien estructural, reflejo de una transición a una nueva etapa de crecimiento potencial más bajo.

Pero, no es el riesgo de desaceleración mundial en sí lo que constituye el mayor riesgo para el país. Desde hace varios años, a pesar de la incertidumbre mundial, el entorno internacional ha sido favorable a la inversión privada en el país en dos puntos esenciales: precios de los metales altos y bajo costo del dinero en dólares a nivel mundial. Cualquier cambio en estos dos elementos puede tener un impacto significativo en el paradigma actual de crecimiento del país.

En cuanto a los precios de los metales, en especial los metales industriales, antes que un declive, parece que los mercados están entrando a un periodo de fluctuación cíclica. Esta fluctuación cíclica sería, en realidad, regresar a la normalidad luego de una década de auge casi incesante. Una caída moderada en los precios de los metales, como parte de un comportamiento cíclico, debería ser absorbible para la economía.

## PRECIOS DE METALES (en US\$)

Commodity	Unidad	2011	2012 (p)	2013 (p)	2014 (p)
Oro	Onza	1573	1680	1850	1900
Plata	Onza	35.32	32.00	38.00	40.00
Cobre	Libra	4.00	3.65	3.75	3.75
Zinc	Libra	0.99	0.90	0.90	0.90
Plomo	Libra	1.09	0.92	0.92	0.92
Petróleo	Barril	95.00	95.00	95.00	95.00

Fuente: Estudios Económicos - Scotiabank (p): Proyección

Es más difícil construir un escenario en que los precios de los metales suban significativamente en el futuro. Sin embargo, de ocurrir, probablemente se deba, no a un robustecimiento del crecimiento mundial, sino a un debilitamiento fuerte del dólar. En el caso de los metales preciosos, la propia incertidumbre económica mundial y expansión monetaria seguirán dando soporte, con un sesgo al alza.

El segundo riesgo, el de una subida abrupta y significativa en la tasa de interés, es casi ignorado por los analistas de mercado, bajo la convicción de que los bancos centrales de los países desarrollados tiene el suficiente poder y manejo para impedirlo. Sin embargo, esto es cierto solamente mientras existe confianza en que los bancos centrales tienen un control suficiente sobre las tasas y el dinero.

Las tasas de interés son el balance de dos cosas: la percepción de riesgo y la liquidez en el sistema. Actualmente la inyección de liquidez en el mundo es tan grande, que las tasas de interés en general, y de los bonos públicos en particular, ya no reflejan riesgo.

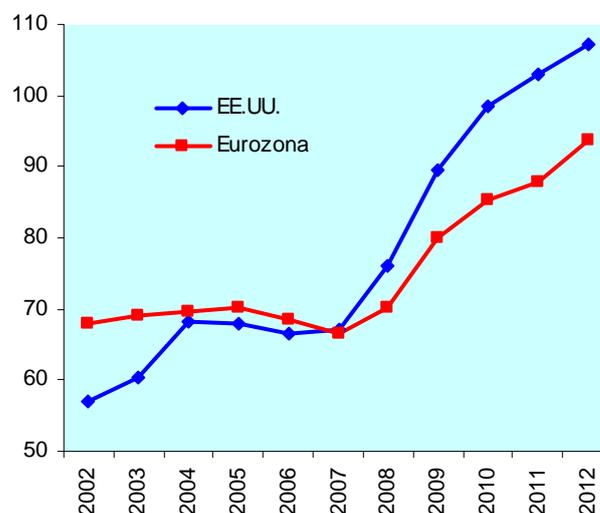
Como ejemplo, la deuda pública de EE.UU. es, hoy, 75% mayor que en el 2007 (US\$16.2 billones versus US\$9.2 billones), y ya supera el 100% del PBI. De hecho, EE.UU. enfrenta el mayor riesgo fiscal en décadas. Sin embargo, la tasa de interés actual de 1.7% de los bonos de tesoro de 10 años es bastante menor que la tasa promedio de 5 - 6% en los últimos 30 años. Si este 5% histórico representa un nivel normal de riesgo fiscal, entonces, la tasa actual (1.7%) debería ser superior al histórico, y no menor, para reflejar un mayor riesgo fiscal hoy. Algo parecido ocurre en la Eurozona.

Si las tasas de interés en EE.UU. vuelven a sus promedios históricos en forma desordenada, el impacto probablemente superaría el estallido de la burbuja inmobiliaria del 2007-2008. No es evidente que esta situación se dé en el 2013, pero tampoco es claro cómo se va a evitar... eventualmente. En el fondo está el dilema de EE.UU. de cómo crecer y reducir los desbalances macroeconómicos al mismo tiempo.

La mayoría de los analistas están enfocados en si habrá o no una desaceleración mundial. Este riesgo existe. Sin

embargo, salvo que venga acompañada de una crisis mayor, una desaceleración mundial probablemente afecte sólo moderadamente al crecimiento del Perú. Más importante son los riesgos provenientes de los desequilibrios macroeconómicos y las distorsiones monetarias. De hecho, las distorsiones de las políticas monetarias expansivas en EEUU ya están afectando al Perú, por ejemplo, a través de cambio de flujos de capitales y presiones cambiarias, resultado del diferencial de tasas de interés en dólares en el mundo, y en soles en el Perú.

## DEUDA PÚBLICA BRUTA (% del PBI)



Fuente: WEO Octubre 2012, FMI Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

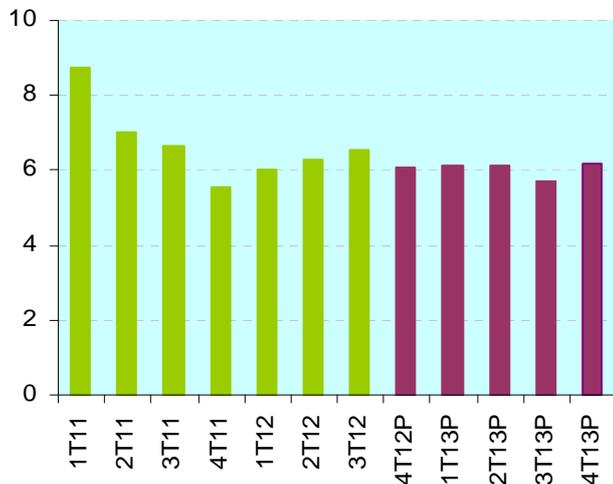
## Perú: Crecimiento PBI 2013

Nuestra proyección de un crecimiento del PBI de 6.0% en el 2013 toma en cuenta un entorno internacional complicado, pero no tanto como para frenar la apreciable dinámica de la demanda interna del país.

Nuestra proyección está en línea con el consenso (5.9%, Latinfocus de octubre), y también con el MEF y el BCR. En general, salvo una que otra proyección extrema, las proyecciones están entre 5% y 7%. En gran medida, esto refleja que la economía viene fluctuando desde hace cierto tiempo alrededor del 6.0%, y que este nivel de crecimiento es tanto razonable como sostenible en el tiempo.

Lo que, en buena medida, diferencia a los analistas es la cuestión de si habrá o no una crisis o desaceleración internacional. Los riesgos se conocen, pero no si se van a manifestar ni qué significarán para el Perú. ¿Es posible que el entorno internacional sea lo suficientemente calmado como para permitir que el Perú crezca 7%? Sí, es posible.

## PRODUCTO BRUTO INTERNO TRIMESTRAL (Variación porcentual anual)



Fuente: BCR, Estudios Económicos - Scotiabank

¿Es posible que ocurra una crisis que afecte significativamente el crecimiento del país? También es posible. Felizmente, el tiempo nos favorece. Ya ha pasado el momento en que una crisis internacional severa pueda tener un impacto pleno en la economía durante el 2013, debido al rezago con que operan los canales de transmisión entre la economía mundial y local.

### Inversión privada

El crecimiento de la inversión privada es el componente más difícil de proyectar del PBI, dada su dependencia en algo tan volátil e impredecible como la confianza. Nuestra proyección de 9.0% de crecimiento parece algo conservador frente al 13.8% del 2012. Sin embargo, balancea varios factores.

## PERÚ: OFERTA Y DEMANDA GLOBAL (Variación porcentual anual)

	2011	2012P	2013P
<b>PBI</b>	<b>6.9</b>	<b>6.2</b>	<b>6.0</b>
Importaciones	9.8	10.0	9.0
<b>Demanda interna</b>	<b>7.2</b>	<b>7.5</b>	<b>6.6</b>
Consumo privado	6.4	6.0	5.6
Consumo público	4.8	6.6	8.6
Inversión bruta interna	10.0	11.4	8.2
Inversión bruta fija	5.1	16.6	9.2
Privada	11.7	13.8	9.0
Pública	-17.8	30.0	10.0
Exportaciones	8.8	3.5	6.8

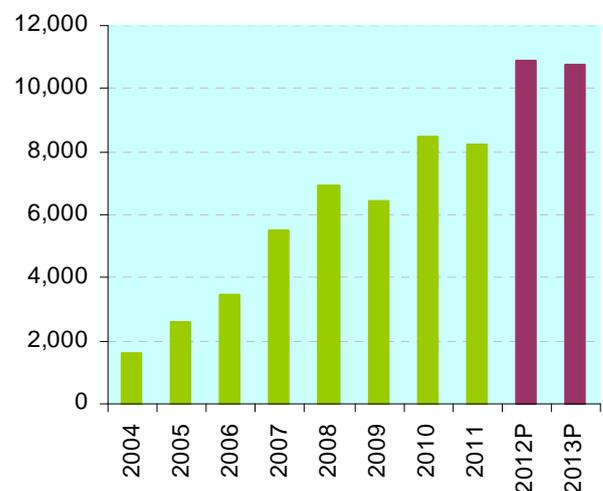
Fuente: BCR, Estudios Económicos-Scotiabank

Los factores que tendrán una incidencia positiva sobre la inversión privada incluyen, el incremento de la Inversión Extranjera Directa (IED) y el bajo costo del dinero. El Perú registró una IED récord en el primer semestre del 2012, superando en 31% al mismo periodo del 2011.

Es evidente el interés de empresas extranjeras de invertir en el Perú. Si bien es cierto que esta inversión puede desaparecer rápidamente si se deteriora el entorno internacional, este riesgo tal vez sea menor que en el pasado, dado que la percepción del Perú como país riesgoso también está cambiando. Mucha de la IED nueva pareciera estar motivada por la percepción de que el Perú se ha vuelto un país, más bien, de riesgo relativamente bajo en un mundo en donde es cada vez más difícil encontrar dónde invertir.

En cuanto a la inversión interna, en la medida en que el incremento del crédito bancario puede ser considerado un indicador líder, el hecho de que el crédito esté creciendo nuevamente por encima de 20% en setiembre, aboga por un buen año de inversiones en el 2013. La situación actual de demanda interna fuerte, un costo del dinero bajo, y posiciones de caja robustas de las empresas, es una combinación potente a favor de la inversión dentro del país.

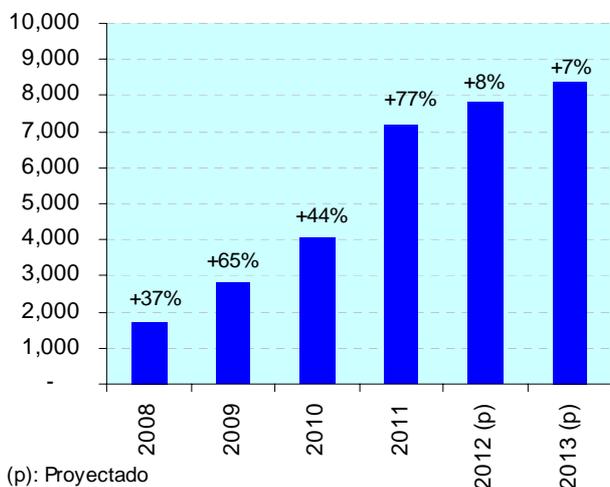
## INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (en millones de dólares)



Fuente: BCR, Estudios Económicos-Scotiabank

Pero, al mismo tiempo, existe un factor de desaceleración por una cuestión de efecto base, especialmente en cuanto a la inversión minera y algunas áreas de construcción, como centros comerciales. La inversión minera ha crecido considerablemente en los últimos dos años, y será difícil seguir superando estos niveles récord en el 2013. No es que inversión minera no vaya a seguir muy fuerte en el 2013. Es, simplemente, que el incremento será cada vez menor frente a una base cada vez más alta. Por tanto, su contribución al crecimiento será menor. Este efecto base es posible que se vea también en la construcción.

## INVERSIÓN MINERA (en millones de dólares)



(p): Proyectado

Fuente: MINEM, Estudios Económicos - Scotiabank

Finalmente, no esperamos un incremento importante en la actividad de parte del Estado en proyectos compartidos con el sector privado, o que pudiera animar una mayor inversión privada en forma colateral.

### Consumo privado

El consumo privado ha tenido un comportamiento sólido en los últimos años, que debería continuar en el futuro. Nuestra proyección de 5.6% para el 2013 sigue esta lógica de crecimiento robusto, en base a un continuo crecimiento en el empleo, salarios, y también de una mayor penetración del crédito en el financiamiento del consumo.

Un aspecto adicional en el 2013 es el incremento en salarios públicos previstos en el presupuesto fiscal (contingentes). Algunos de estos aumentos ya han sido anunciados, y entrarán en vigencia a partir de diciembre.

### Gasto público y finanzas públicas

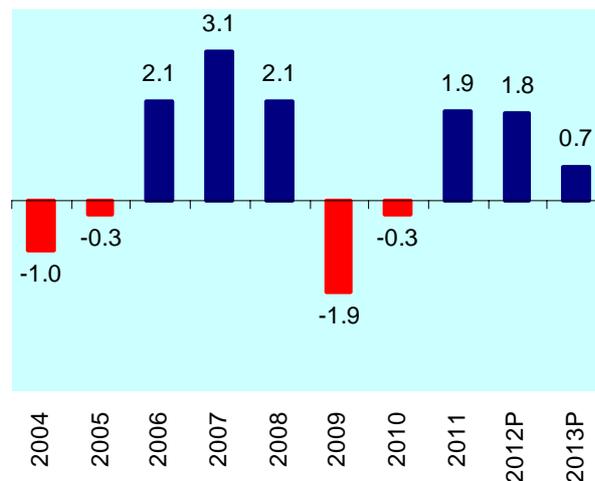
El 2013 será un año de ingresos y gastos públicos más predecibles, en general. Los ingresos debido a que los precios de los metales se han venido estabilizando, y los gastos porque ya se está normalizando la ejecución del gasto público, luego de los desajustes de los años electoral y post-electoral.

El proceso de paulatina normalización del gasto de los últimos meses del 2012, seguirá en el 2013. Nuestra proyección de un incremento de la inversión pública de 10.0% está en concordancia con el presupuesto público. Nuestra proyección de crecimiento del consumo público de 8.6% toma en cuenta el presupuesto, anuncios recientes de aumentos salariales militares y policiales a fines del 2012, y, parcialmente, el uso de recursos de la cuenta de contingencia en aumentos para otros empleados públicos en el 2013.

Proyectamos un incremento en los ingresos públicos de 6%. Lo importante, sin embargo, es la participación creciente de la recaudación proveniente de actividades internas. La recaudación por el impuesto a la renta minero más impuesto/gravamen especial minero ha descendido algo en el 2012, y se mantendrá estable en el 2013. En cambio, la recaudación por IR interna más IGV ha subido 10% en el 2012, y proyectamos un aumento de 8% en el 2013. Esta es una forma más saludable de incremento en la recaudación.

Con la recaudación minera más estable, y un gasto público algo más agresivo, proyectamos un superávit fiscal de 0.7% del PBI, comparado con 1.8% en el 2012. El reto para dentro de un par de años será mantener un superávit fiscal, o un déficit manejable, en un entorno en que ya no sigan subiendo los precios de los metales.

## BALANCE FISCAL 2004-2013 (% del PBI)



Fuente: BCR, Estudios Económicos-Scotiabank

### Crecimiento sectorial

En línea con la tendencia en los últimos años, los sectores no primarios, más ligados a la demanda interna, seguirán liderando el crecimiento, aunque levemente (6.4% versus 6.0% para el PBI). Sin embargo, también será el primero de una serie de buenos años de crecimiento de los sectores primarios, liderados por la minería e hidrocarburos. Los sectores más dinámicos de la economía serán construcción de viviendas, construcción retail, agropecuario, restaurantes y hoteles y minería e hidrocarburos. Habrá un rebote en la manufactura, luego de un año de crecimiento muy bajo en el 2012.

## PBI SECTORIAL (Variación porcentual real)

	2011	2012P	2013P
Agropecuario	4.4	3.8	3.2
Pesca	31.8	-14.5	10.7
Minería e hidrocarburos	0.1	2.2	5.0
Minería	-3.2	1.8	4.4
Hidrocarburos	18.1	4.0	8.0
Manufactura	5.6	1.5	5.2
Primaria	13.0	-6.3	6.1
No primaria	4.4	2.9	5.0
Construcción	3.0	13.8	8.3
Comercio	8.8	7.4	6.8
Servicios	8.6	7.5	6.3
<b>PBI</b>	<b>6.9</b>	<b>6.2</b>	<b>6.0</b>
Sectores Primarios	4.4	1.2	4.4
Sectores No Primarios	7.4	7.2	6.4

Fuente: INEI, Estudios Económicos-Scotiabank

Las fuertes inversiones en minería e hidrocarburos empiezan a dar fruto, y harán que el crecimiento del PBI del país empiece a acelerar nuevamente, aunque el grueso del impacto se dará después del 2013.

### Precios y Política Monetaria

La inflación se ha mantenido por encima de 3.0% durante todo el 2012, y buena parte del 2011. Es un periodo largo para tener una inflación fuera del rango meta del BCR. Sin embargo, no parecen existir presiones inflacionarias de demanda tan amplias y profundas como para que se formen expectativas inflacionarias.

Lo que sí pareciera sugerir esta inflación persistente es cierta rigidez a la baja de la inflación. En parte, esto podría reflejar que, con el crecimiento de la demanda tan fuerte, en algunos rubros como servicios, sí existe cierta presión inflacionaria.

Nuestra proyección de 3.0% para el 2013 balancea, por un lado, la ausencia de expectativas inflacionarias y, por otro, presiones de demanda que son sólo moderadas (reflejo, a su vez, de que la actividad económica está creciendo cerca de su potencial).

La apreciación cambiaría también está ayudando a reducir la inflación. Por el otro, si bien las presiones de demanda son moderadas, no son nulas, generando cierta rigidez a la baja a la inflación.

Adicionalmente, algún impacto tendrá la subida de los precios de los *commodities* agrícolas sobre la inflación a fines del 2012 e inicios del 2013.

Al final de cuentas, lo que puede terminar determinando si la inflación cae dentro del rango meta, o si, más bien, empieza a subir nuevamente, será la existencia o no de shocks de oferta, y la dirección de éstos. Lo más difícil de anticipar es el clima y su impacto sobre cosechas internas y las cosechas de los insumos alimenticios importados.

Un factor potencialmente positivo es el precio del petróleo. La tecnología de fraccionamiento está cambiando el mercado de hidrocarburos, en especial en EEUU. Existe la posibilidad de que el mundo esté entrando en una etapa de precios energéticos más estables, con muy poco riesgo de alza. Es posible que este impacto en el precio ya se esté percibiendo.

### PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO DE EEUU (Miles de barriles diarios)

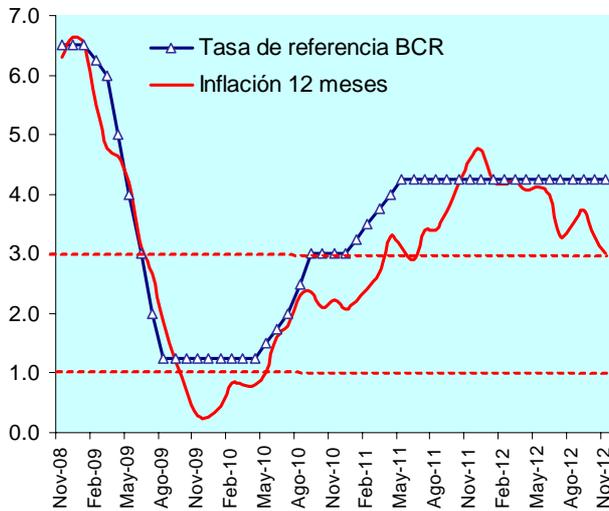


Fuente: EIA Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Tenemos la percepción de que el directorio del Banco Central considera que la inflación está esencialmente controlada. Si bien supera el rango meta, no lo hace por mucho, y sólo debido a una serie de shocks de oferta temporales. Por consiguiente, esperamos que el Directorio del BCR deje su tasa de interés de referencia nuevamente sin cambios, en 4.25%, durante el 2013. Nuestra percepción es que el nivel actual corresponde a un nivel cercano a lo neutral con el que el BCR se siente relativamente cómodo.

De mantenerse la tasa en 4.25% durante todo el 2013, se habrá acumulado más de dos años y medio de tasa estable, el periodo más largo en la historia monetaria moderna del país. El periodo más largo previo había sido de 13 meses.

**INFLACIÓN Y TASA DE REFERENCIA  
(En porcentaje)**

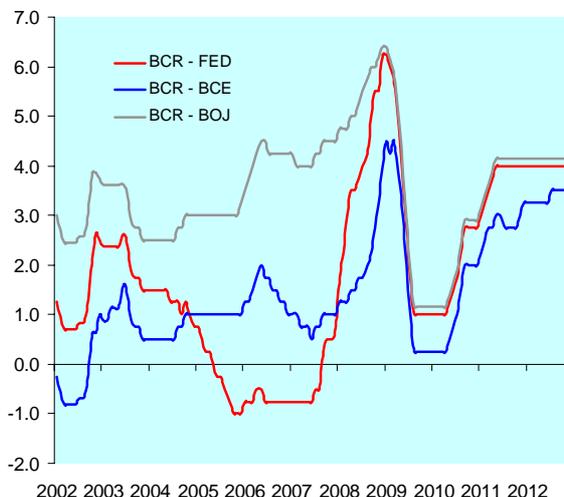


Fuente: BCR, INEI, Estudios Económicos - Scotiabank

Esto es notable, considerando la incertidumbre internacional y la volatilidad de los mercados, y parece indicar que se ha llegado a cierto punto de equilibrio entre crecimiento de la demanda adecuado, inflación no muy alta, y una tasa dentro de la zona de confort del BCR.

Sin embargo, que el BCR mantenga su tasa de referencia estable no significa que no tenga una política monetaria activa. Dos preocupaciones del BCR que continuarán en el 2013 es el diferencial de tasas de interés entre el BCR (4.25%) y la Reserva Federal de EEUU (0%-0.25%), y el consiguiente flujo de capital en dólares proveniente del exterior, que está acelerando la apreciación del tipo de cambio, y alimentando una expansión del crédito que por momentos, considerarían incómodamente alta.

**DIFERENCIAL DE TASA DE REFERENCIA  
(En porcentaje)**



Fuente: BCR, Bloomberg, Estudios Económicos - Scotiabank

Estas preocupaciones podrían llevar al BCR a realizar nuevos ajustes en los requerimientos de encaje en dólares, entre otras medidas posibles. El BCR ya ha comunicado que están coordinando con la SBS y el MEF medidas para reducir el ritmo de créditos otorgados, principalmente en dólares.

Por lo tanto, si bien esperamos que el BCR mantenga sin variar su tasa de interés de referencia, es probable que siga una política relativamente contractiva, a través de instrumentos como el encaje, que permitan reducir el ritmo de apreciación y moderar la expansión del crédito. Esto podría llevar a un incremento moderado en el costo del crédito.

**Tipo de cambio**

Los fundamentos para el 2013 siguen apuntando a una apreciación. La apreciación del Sol lleva más de una década, y no es algo que vaya a cambiar rápidamente. Lo interesante, sin embargo, es que los factores detrás están cambiando. Los factores más importantes hasta ahora: el superávit comercial y la desdolarización interna, serán menos fuertes en el 2013. Y el factor que está cobrando mayor importancia es el flujo de capital, en parte de corto plazo, pero principalmente de mediano y largo plazo.

**TIPO DE CAMBIO 2003 - 2013  
(Soles por dólar)**

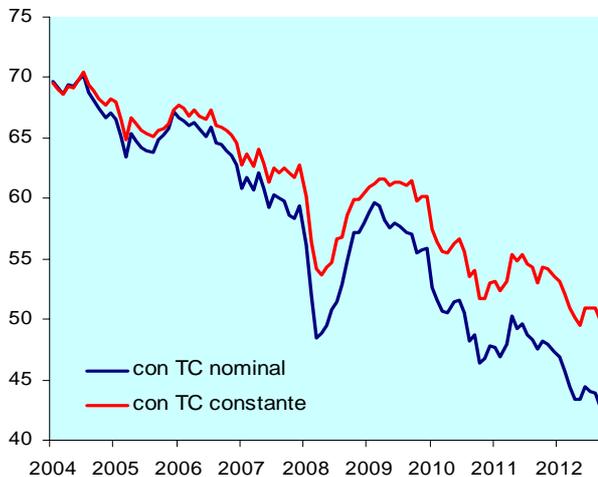


Fuente: BCR, Estudios Económicos - Scotiabank

Al mismo tiempo, si bien el proceso de desdolarización debe continuar a nivel de transacciones y depósitos, a nivel de créditos el proceso se ha frenado desde el 2009. De hecho, si se deja el tipo de cambio constante, ha habido una ligera dolarización del crédito en los últimos dos años (es decir, toda la desdolarización nominal en este periodo es atribuible a un efecto cambiario).

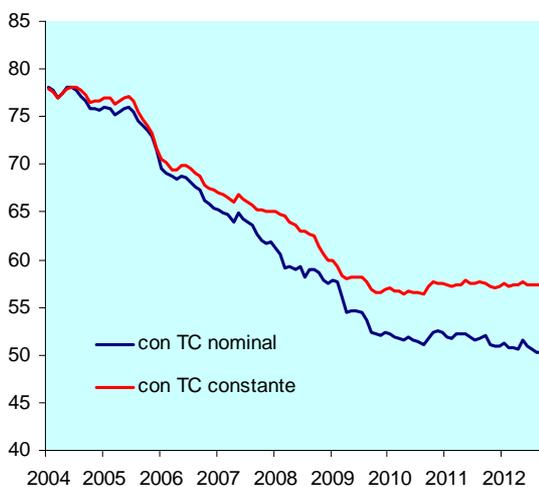
Hay dos elementos que están frenando la desdolarización del crédito bancario: la propia apreciación, y el financiamiento en dólares a tasas de interés más bajas que en soles, reflejo del diferencial de tasas de política monetaria de la Reserva Federal y del BCR.

## DOLARIZACIÓN DE DEPÓSITOS BANCARIOS (En porcentaje)



Fuente: SBS, Estudios Económicos - Scotiabank

## DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO (En porcentaje)



Fuente: SBS, Estudios Económicos - Scotiabank

Este diferencial de tasas, y en general la abundancia de liquidez en dólares en el mundo, así como la mejora en la percepción de riesgo de nuestra economía, está atrayendo capitales hacia el país. En el 2012 tendremos la cuenta financiera más superavitaria de nuestra historia. No es capital de corto plazo el factor principal detrás de este flujo, sino la Inversión Extranjera Directa, la cual alcanzaría un récord cercano a USD 10,000 millones en el 2012, según nuestros estimados, así como el fondeo de las instituciones financieras y corporativas con recursos del exterior, incluyendo préstamos offshore, adeudados bancarios de largo plazo y emisiones de bonos.

Todo esto refleja un cambio en la percepción del riesgo con la que se ve al Perú. El país empieza a ser percibido como un lugar atractivo y pocos riesgos en donde invertir,

o simplemente estacionar la liquidez. Como resultado de este cambio de percepción, el ruido externo viene teniendo un impacto menor en la moneda nacional que en el pasado. Esta evolución de moneda de alto riesgo a moneda de bajo riesgo es un cambio estructural.

Nuestra proyección es de un tipo de cambio de 2.49 para fines del 2013. En realidad nunca ha sido posible determinar el tipo de cambio con precisión en forma tan adelantada. Lo que hemos hecho ha sido extrapolar tendencias de un año, tres años, cinco años, y diez años del tipo de cambio. Estas extrapolaciones arrojan un abanico de entre 2.40 y 2.50. Eliminando los extremos (2.40 y 2.50), nos hemos quedado con el tipo de cambio extrapolado según la tendencia promedio de los últimos 5 años, que es S/2.49. El mensaje es que vemos un sol fuerte, incluso por debajo de S/2.50 aunque con mayor volatilidad. Proyectamos un tipo de cambio promedio anual de S/ 2.53 por dólar, lo que implica una apreciación de 4% respecto del 2012. Esto es similar a la apreciación del sol del 2012, que estará cercana al 4.2%.

En el camino habrá hipos cambiarios ante la incertidumbre internacional y la volatilidad de los mercados cambiarios mundiales. Estos hipos pueden parecer cambios de tendencia en su momento, pero no lo serán. Más bien, el factor potencialmente perturbador es el accionar de las autoridades monetarias y regulatorias. Nuestra proyección para el 2013 se dio antes de que éstas anunciaran una serie de medidas, y probables medidas futuras, con la intención de influir sobre el mercado cambiario. Las medidas pueden afectar nuestras proyecciones. Sin embargo, hasta conocer las medidas en sí, la agresividad que tendrán las autoridades en implementarlas, y su efectividad real, nos mantenemos con nuestras proyecciones actuales.

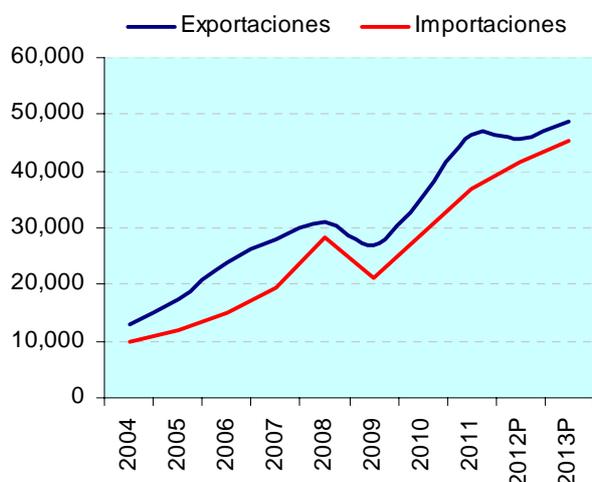
Una medida particularmente interesante es la decisión del BCR de intervenir en el mercado cambiario de manera de permitir una mayor "volatilidad". En realidad, lo que busca es que el tipo de cambio sea menos predecible. En el pasado, el BCR intervenía en el mercado cambiario expresamente para reducir la volatilidad cambiaria, y, al hacerlo, generaba una trayectoria predecible que atraía cierto tipo de capital de corto plazo al mercado. La nueva política del BCR no cambiará la tendencia de apreciación del sol, pero sí añade un grado de incertidumbre respecto de la velocidad de apreciación.

### Cuentas externas

El periodo 2012-2013, e, incluso, el 2014, presenta un cambio significativo en las cuentas externas, en comparación con años anteriores. El superávit comercial, como factor principal detrás del incremento en las reservas, está cediendo su lugar al ingreso de capital.

El superávit comercial que proyectamos para el 2013 es de sólo US\$3,517 millones, el más bajo desde el 2008. Si excluimos este año de crisis, es el más bajo desde el 2004. El descenso ya empezó. El superávit del 2012 fue de tan sólo US\$3,255 millones a setiembre, y será de US\$4,082 millones para el año, menos de la mitad del superávit récord de US\$9,302 millones del 2011.

## EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (En millones de dólares)

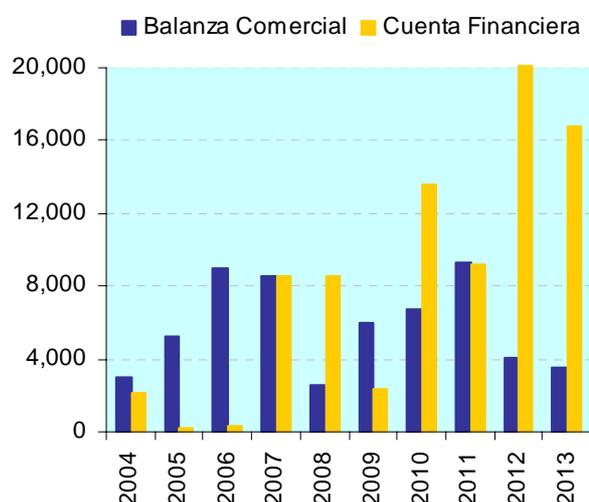


Fuente: BCR, Estudios Económicos-Scotiabank

En cambio, el superávit de la cuenta financiera será de alrededor de US\$20 mil millones en el 2012, y de un proyectado conservador de US\$16.8 mil millones en el 2013, niveles bastante superiores a lo registrado en el 2010 y 2011, de US\$12.5 y US\$13.6 mil millones, respectivamente. El incremento se está dando, principalmente, en forma de capital de largo plazo, antes que capital de portafolio o especulativo, lo cual es saludable.

Por tanto, la causa principal del superávit externo, y del consiguiente flujo de dólares al país, empieza a ser el flujo de capitales, antes que el auge exportador. La reducción en el superávit comercial refleja precios de metales más estables frente a un crecimiento robusto en las importaciones, en línea con la demanda interna. Es posible, además, que juegue un rol la apreciación cambiaría en alentar las importaciones.

## BALANZA COMERCIAL Y CUENTA FINANCIERA (En millones de dólares)



Fuente: BCR, Estudios Económicos-Scotiabank

El superávit creciente de la cuenta financiera refleja el atractivo del país para la inversión extranjera, y el incentivo que da el diferencial de tasas de interés a las empresas y bancos a buscar financiamiento en el exterior. Salvo una crisis severa en la economía global, estos factores deberían persistir en el 2013 y 2014.

### Más allá del 2013

Como suele ocurrir, el 2014 en adelante se definirá, en gran medida, en el 2013. En marzo-abril 2013 el nuevo gobierno chino determinará cuál es la trayectoria de crecimiento que buscarán. El proceso en Europa es menos predecible, pero se sabrá si hay o no una crisis mayor. EE.UU. estará sufriendo las consecuencias de su decisión, cualquiera que sea, entre crecer con desequilibrios, o resolver sus desbalances a costa del crecimiento. Además, la burbuja en el mercado de bonos estará más cerca ya sea de una resolución ordenada, o de una crisis desordenada.

En medio de esta incertidumbre externa, el frente interno será expectante. Tal como ha señalado el Presidente del BCR, Julio Velarde, a la demanda interna robusta se agregará el fuerte incremento en la producción de cobre, producto de las inversiones en curso. Esto podría acercar el crecimiento del país a un promedio cercano al 7% entre el 2014 y 2016 ó 2017... siempre que el entorno internacional lo permita.

Adicionalmente, en un país aún tan poco desarrollado como el Perú, hay mucho que hacer en términos de infraestructura y ampliación de mercados, por lo que el crecimiento vía inversión tiene el potencial de seguir alto por muchos años. La inversión total acaba de pasar el umbral de 25% de PBI, lo que sugiere un crecimiento acelerado. En general, el país aún tiene mucho terreno que recorrer en términos de inclusión social, y aún queda mucho espacio hasta que la clase media emergente vea satisfecha sus necesidades y deseos de vivienda, servicios, y bienes acorde a su mejora económica. Además, existen los recursos para todo esto en las empresas, en el sistema financiero, y en el sector público. Con tanto viento a favor, no debería ser difícil duplicar el PBI del Perú, de US\$200 mil millones a US\$400 mil millones, para el 2021.



## **Estudios Económicos**

### **Guillermo Arbe Carbonel**

Pablo Nano Cortez

Mario Guerrero Corzo

Daniela Estrella Morgan

Estefany Castillo Ayllón

Erika Manchego Chavez

Carlos Asmat de la Cruz

### **Gerente**

*Macroeconomía / Análisis Sectorial / Regiones*

*Monetaria / Precios / Bancos*

*Economía Internacional*

*Renta Variable / Renta Fija*

*Minería / Commodities*

*Sectores No Primarios*

### **211-6052**

211-6000 ax. 16556

211-6000 ax. 16557

211-6000 ax. 16661

211-6000 ax. 16487

211-6000 ax. 16558

211-6000 ax. 16853