

**Reporte Especial**

Departamento de Estudios Económicos

ENERO DEL 2014

# PERÚ: PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2014



**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.

## Entorno internacional

El nivel de optimismo que existe entre los analistas respecto del crecimiento de la economía mundial es probablemente el mayor desde antes de la crisis financiera internacional.

Este optimismo es compartido por el BCR. Según el Reporte de Inflación de diciembre del 2013, el BCR espera un crecimiento mundial de 3.6% en 2014, frente a 2.8% en el 2013. Agrega que: "Esta proyección asume que los mercados financieros internacionales se corregirán ordenadamente frente a la reducción del estímulo monetario anunciada por la Reserva Federal de los Estados Unidos...".

## PROYECCIONES ECONOMÍA MUNDIAL (Variación porcentual anual)

|                    | 2013 | 2014 |     | 2015 |     |
|--------------------|------|------|-----|------|-----|
|                    | FMI  | FMI  | BNS | FMI  | BNS |
| Mundo              | 3.0  | 3.7  | 3.5 | 3.9  | 3.6 |
| Econom. avanzadas  | 1.3  | 2.2  | -   | 2.3  | -   |
| EEUU               | 1.9  | 2.8  | 2.7 | 3.0  | 3.0 |
| Eurozona           | -0.4 | 1.0  | 0.8 | 1.4  | 1.3 |
| Alemania           | 0.5  | 1.6  | 1.6 | 1.4  | 1.8 |
| Francia            | 0.2  | 0.9  | 0.6 | 1.5  | 1.0 |
| Italia             | -1.8 | 0.6  | 0.2 | 1.1  | 0.7 |
| España             | -1.2 | 0.6  | 0.4 | 0.8  | 0.9 |
| Reino Unido        | 1.7  | 2.4  | 2.5 | 2.2  | 1.7 |
| Japón              | 1.7  | 1.7  | 1.8 | 1.0  | 1.2 |
| Asia en desarrollo | 6.5  | 6.7  | -   | 6.8  | -   |
| China              | 7.7  | 7.5  | 7.3 | 7.3  | 7.0 |
| LATAM y el Caribe  | 2.6  | 3.0  | -   | 3.3  | -   |
| Brasil             | 2.3  | 2.3  | 2.8 | 2.8  | 3.4 |

Fuente: FMI, Bank of Nova Scotia (BNS)

El foco principal de este optimismo es EE.UU. La información publicada recientemente refuerza la expectativa que tienen algunos de que EE.UU. lidere un importante rebote económico mundial.

Sin embargo, es clave el supuesto de que el retiro monetario (tapering) y su impacto se den en forma ordenada. Este supuesto de que desacelerar la mayor expansión monetaria de la historia, una situación sin precedentes por su envergadura, no tendrá ninguna consecuencia en la economía real, es un supuesto fuerte. Especialmente si se considera que existe cierto consenso de que las tasas de interés subirían en una forma materialmente importante.

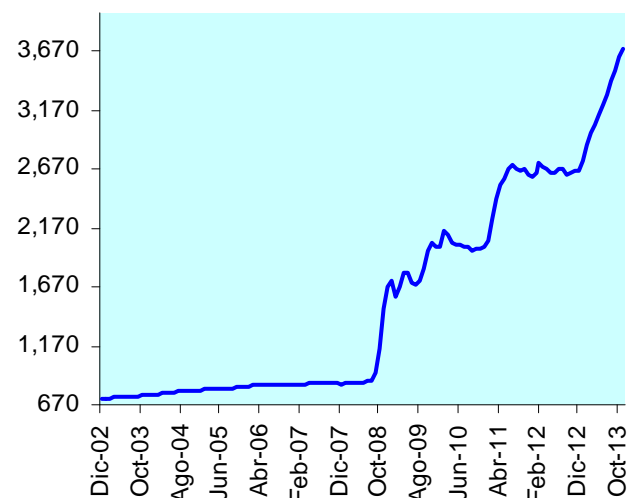
Si bien existen indicadores interesantes de crecimiento de EE.UU., hay otros aún débiles. Ni la inversión ni el empleo han regresado a los niveles previos a la crisis. El riesgo es que este crecimiento no sea sostenible. Uno de los propósitos explícitos del estímulo monetario fue inflar los precios de los activos, de manera de generar un efecto riqueza que derive en mayor demanda.

El riesgo es que lo ganado se revierta, de manera que la desaceleración del estímulo monetario desinflen los precios de los activos y se produzca un impacto negativo sobre el crecimiento de la economía.

El consenso es que el proceso de retiro de estímulo culminará antes de que finalice el 2014. El riesgo es que el retiro de estímulo sea más lento y desordenado. Que lo sea o no dependerá de cómo reaccione la economía de EEUU ante el retiro del estímulo monetario. Adicionalmente, en febrero habrá un cambio de directorio de la Fed, y no es tan automático que el nuevo directorio mantendrá la política actual sin variaciones significativas.

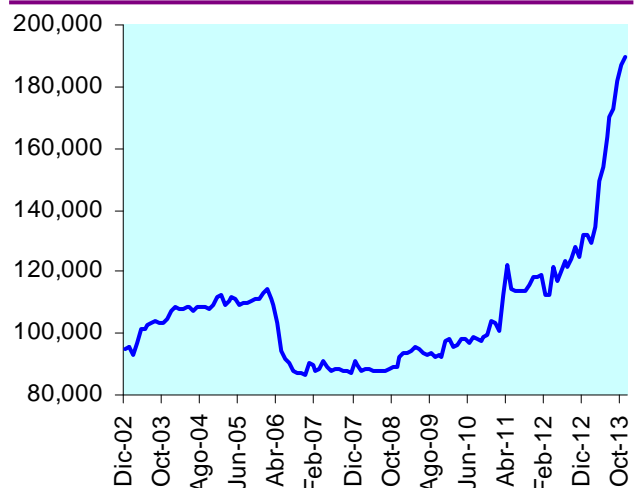
El mundo está concentrado en la política monetaria de EEUU. En este mundo monetario exacerbado, un cambio de política monetaria implica un riesgo de movimientos considerables en los mercados cambiarios, precios de los metales, bolsas, tasas de interés y, en última instancia, el propio crecimiento.

## EE.UU.: BASE MONETARIA (En miles de millones de dólares)

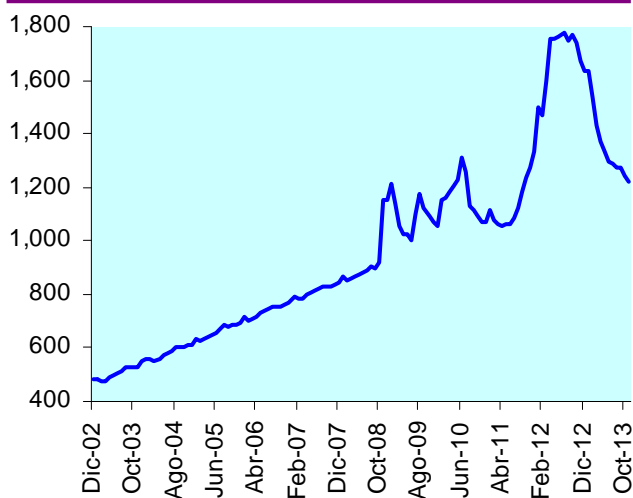


Fuente: FED Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

## JAPÓN: BASE MONETARIA (En miles de millones de yenes)



Fuente: Bank of Japan Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

**EUROZONA: BASE MONETARIA**  
**(En miles de millones de euros)**


Fuente: ECB Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

La política monetaria de EE.UU. es de tal importancia, que ha relegado los acontecimientos de China, Europa y los países emergentes a un segundo plano. La economía de Europa sigue débil, aunque ya empieza a crecer. Las noticias negativas probablemente continúen, pero en medio de una sensación de que lo peor ya pasó. Es difícil pensar en una situación en que los acontecimientos en Europa puedan tener un impacto significativo en el Perú.

Últimamente, más importante que Europa, e incluso que China, ha sido la visión acerca de los países emergentes en su conjunto. En el 2013 la percepción respecto de los países emergentes desmejoró, en buena medida por el deterioro casi generalizado en las cuentas corrientes ante la caída en los precios de commodities. Al mismo tiempo, hubo un deterioro económico más profundo en algunos países emblemáticos, como Brasil e India.

A inicios del 2014, esta preocupación se renovó con eventos en Argentina, Turquía y otros. El año es largo, y la percepción respecto de los países emergentes puede cambiar más de una vez, lo cual potencialmente afectaría los flujos de capital financiero, pero probablemente tenga poca relevancia para la inversión extranjera directa en el país.

**China, tapering y precio de los metales**

China tiene como meta y potencial un crecimiento del PBI de alrededor de 7.5%. Esto es suficiente para dar soporte a los metales industriales, pero probablemente no para impulsarlos al alza. Especialmente considerando que ha habido un fuerte incremento en la producción de metales en la propia China. Hoy China produce 165% más cobre, 440% más hierro, y 90% más oro que hace diez años.

En los próximos años, los metales ya no se moverán necesariamente todos en la misma dirección, en base a fundamentos parecidos. En años pasados, la demanda de China era el factor casi exclusivo en determinar la dirección de los precios de metales industriales. Ahora, la realidad es más compleja. China sigue siendo importante,

pero hay otros factores igualmente trascendentes. Factores de oferta están surgiendo en algunos metales y, al mismo tiempo, la alta liquidez mundial viene afectando a los mercados en formas a veces imprevistas.

Dada la importancia de los metales para las cuentas macroeconómicas, preferimos manejar nuestras proyecciones con cautela. Los fundamentos de los mercados de metales han cambiado. Ya no se está en la parte del ciclo de alzas continuas. Sin embargo, es muy posible que los mercados hayan sobre reaccionado en el 2013, y que haya cierto rebote en el 2014.

**PRECIO PROMEDIO DE LOS METALES**  
**(En dólares)**

|                 | SBP   |       |      |
|-----------------|-------|-------|------|
|                 | 2013  | 2014P | Var. |
| Oro (US\$/oz)   | 1,410 | 1,320 | -6%  |
| Plata (US\$/oz) | 23.74 | 21.50 | -9%  |
| Cobre (US\$/lb) | 3.32  | 3.25  | -2%  |
| Zinc (US\$/lb)  | 0.86  | 0.90  | 5%   |
| Plomo (US\$/lb) | 0.97  | 1.00  | 3%   |

P: Proyección SBP

Fuente: Bloomberg

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

**Metales industriales (zinc y cobre).**- Es conocido que existen grandes proyectos de cobre que deberían deprimir el precio en los próximos años. Pero, el proceso mismo puede tomar cierto tiempo. Mientras tanto, la demanda especulativa y un incremento de los inventarios en China pueden soportar el precio por algún tiempo en el 2014. Nuestra proyección de un promedio de US\$3.25/lb asume que eventualmente, y poco a poco, el precio irá reaccionando al aumento de la producción mundial. Asume, también, que no habrá un movimiento fuerte en el valor del oro o del dólar que impacte al cobre.

En el pasado, el zinc tendía a alinearse con el cobre. Sin embargo, no existen los proyectos de producción de zinc que hay para el cobre. De hecho, no ha habido proyectos nuevos significativos de zinc en muchos años, lo cual significa, según la analista de metales de Scotiabank Global, Pat Mohr, una oportunidad para que suba el precio del zinc. El timing y magnitud no son claros, sin embargo, y hemos preferido ser conservadores con nuestra proyección de US\$ 0.90 por libra.

**Metales preciosos.**- El mercado del oro es paradigmático de las distorsiones que causa el exceso de liquidez en el mundo. El divorcio que existe entre la sobredemanda en el mercado físico y la sobreoferta en el mercado financiero o de papel se exacerbó en el 2013. Los fundamentos del mercado de oro son fuertemente positivos. Existe un desequilibrio severo en el mercado físico, con una demanda de oro en niveles históricos, que supera largamente la producción de mina más reciclado. El año pasado la demanda solamente de China aumentó 90%, y representa, actualmente, 75% de la producción mundial (90% si se excluye la producción propia de China). Para que el precio del oro se mantuviera bajo en el 2013, fue necesario un desahorro significativo vía la venta de inventarios, ETFs y, posiblemente, algunos bancos centrales.

Tampoco es claro que el tapering vaya a producir en el 2014, los mismos flujos financieros en contra de metales del 2013. Las posiciones cortas en los metales están en niveles récord, por lo que los mercados parecen ya posicionados. Sin embargo, luego de un año tan negativo para el oro como el 2013, es difícil ser muy optimista respecto del 2014. Por lo tanto, es mejor ser conservador. Nuestras proyecciones de US\$1,320/oz para el oro y US\$21.50/oz para la plata reflejan esta cautela.

La sobredemanda de oro físico es señal que el precio impuesto en el mercado financiero está por debajo del nivel de equilibrio. Esto no es sostenible, y debería llevar a un rebote considerable en el precio, pero es difícil prever el momento y magnitud del cambio.

### Economía del Perú

En el 2013 hubo un deterioro en los términos de intercambio que ha impactado a los balances externo y fiscal del país. El impacto no configura una situación de riesgo y el Perú sigue destacando a nivel mundial por la fortaleza de las cuentas macroeconómicas. En el 2014, las cuentas macroeconómicas se mantendrán relativamente estables respecto del 2013, mientras que el crecimiento sí debe mejorar.

### Crecimiento

Proyectamos un crecimiento de 5.5% para el 2014, una reducción ligera frente al 5.7% anterior. Es alentador que ciertos indicadores adelantados y de confianza empresarial hayan mejorado desde diciembre. Al mismo tiempo, sin embargo, el mercado laboral formal sigue débil, con implicancias moderadas para el consumo privado y sectores como la manufactura no primaria. El cambio en nuestra proyección refleja ajustes menores como éste.

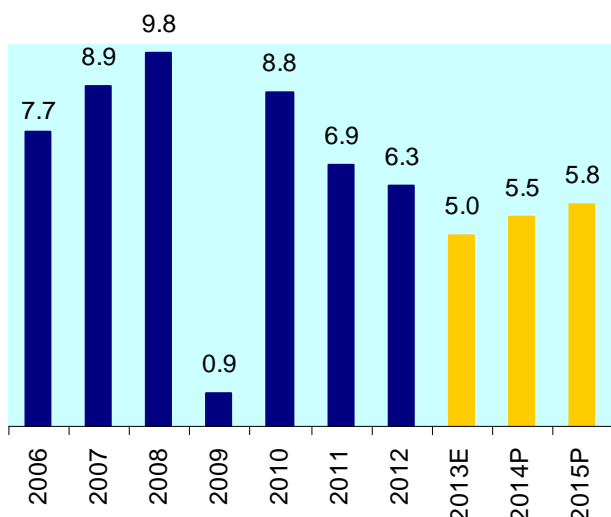
Nuestra proyección de 5.5% (base 1994) supera al 5.0% del 2013, pero, está por debajo del crecimiento entre 6% y 7% de años anteriores. Hasta el 2013, la inversión minera aportaba al crecimiento. En el 2014 ocurrirá lo contrario. El consumo sigue robusto, pero menor a otros años, y el sector manufacturero continúa con un crecimiento persistentemente subóptimo (tanto por demanda interna como por exportaciones). Adicionalmente, es posible que algunos sectores que han tenido un crecimiento alto en el pasado, como construcción, empiecen a enfrentar el efecto de una base alta.

Nuestra proyección es inferior al 6% que estima el MEF. Sin embargo, no es difícil crear un escenario en que la proyección del MEF se cumpla. Lo que se requeriría es una inversión bastante más alta de lo que estamos suponiendo. En particular, la inversión en obras de asociaciones público-privadas (APPs) tendría que acelerarse. Si bien el gobierno viene avanzando en APPs, nuestro supuesto es que relativamente poco de estas inversiones se verán antes del 2015.

**Cambio de base.-** Entendemos que, desde marzo, el INEI empezará a publicar los datos de PBI del 2014 (y corregido hacia atrás) a partir de un año base del 2007 en vez de 1994. Este cambio significa que nuestra proyección de 5.5% tendrá una vida corta. La nueva estructura del PBI da un mayor peso a la minería, lo cual debería elevar levemente el PBI en el 2014, y algo más en el 2015 y 2016, años en que la producción minera va a crecer en forma importante.

**Inversión privada.-** Estamos siendo particularmente conservadores en cuanto a nuestras proyecciones de inversión privada, con un crecimiento proyectado de 4.5%, ligeramente por encima de nuestro estimado de 4.0% del 2013, que habría sido el menor crecimiento desde la crisis financiera internacional del 2008.

### PRODUCTO BRUTO INTERNO - PBI (Variación % real anual)



Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

### OFERTA Y DEMANDA GLOBAL (Var. % real anual)

|                        | 2013E      | 2014P      | 2015P      |
|------------------------|------------|------------|------------|
| <b>PBI</b>             | <b>5.0</b> | <b>5.5</b> | <b>5.8</b> |
| Importaciones          | 5.6        | 6.1        | 6.4        |
| <b>Demanda interna</b> | <b>5.8</b> | <b>5.4</b> | <b>5.4</b> |
| Consumo privado        | 5.2        | 5.2        | 5.2        |
| Consumo público        | 6.1        | 5.0        | 4.2        |
| Inversión bruta fija   | 6.6        | 6.1        | 6.8        |
| Privada                | 4.0        | 4.5        | 5.9        |
| Pública                | 18.0       | 12.0       | 10.0       |
| Exportaciones          | 0.7        | 7.1        | 9.6        |

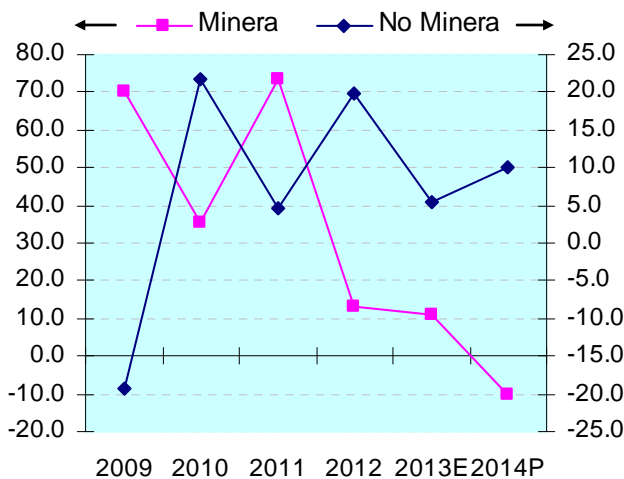
Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

El riesgo de error es grande. La inversión privada es el componente de demanda más difícil de predecir, ya que depende de la confianza, la cual puede variar fuertemente y en forma impredecible entre un año y otro.

El factor principal detrás de la baja proyección de crecimiento es la expectativa de que la inversión minera caerá 10%. En los últimos años, la inversión minera lideró el crecimiento de la inversión privada total. Este ciclo de inversión minera llegó a su pico en el 2013 y la inversión debe ir reduciéndose poco a poco a partir del 2014, conforme los proyectos concluyen. Es posible que aparezcan proyectos nuevos en el futuro, pero difícilmente impactarán en el 2014.

Si uno excluye la minería, la inversión privada no minera crecería un saludable 10%, que, por su mayor peso, más que compensa la caída en la inversión minera.

### INVERSIÓN PRIVADA MINERA Y NO MINERA (Var. % nominal anual)



Fuente: BCR, MEM Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

**El consumo privado.-** Proyectamos un crecimiento del consumo privado de 5.2%. Si bien está por debajo de años anteriores, no deja de ser un crecimiento robusto. Uno de los factores que nos preocupa respecto del consumo privado ha sido la fuerte desaceleración del empleo formal urbano en el segundo y tercer trimestre del 2013, y la desaceleración en el crédito de consumo y personal. En compensación, los salarios han continuado subiendo.

**Gasto público.-** El crecimiento de 12.0% en la inversión pública y 5.0% en el consumo público están en línea con el presupuesto para el 2014. Los datos del presupuesto ha sido un buen indicador para el gasto público en el pasado. La aceleración en las asociaciones público privadas es el único factor previsible que podría afectar al alza nuestras proyecciones de inversión.

### Crecimiento sectorial

Todos los sectores crecerán en el 2014, al igual que en el 2013. En general, los sectores primarios contribuirán más al crecimiento que en el pasado. Los sectores no primarios crecerán en general en línea con la demanda interna, aunque a ritmos muy diferentes entre sí.

### PBI POR SECTOR ECONÓMICO (Variación % real)

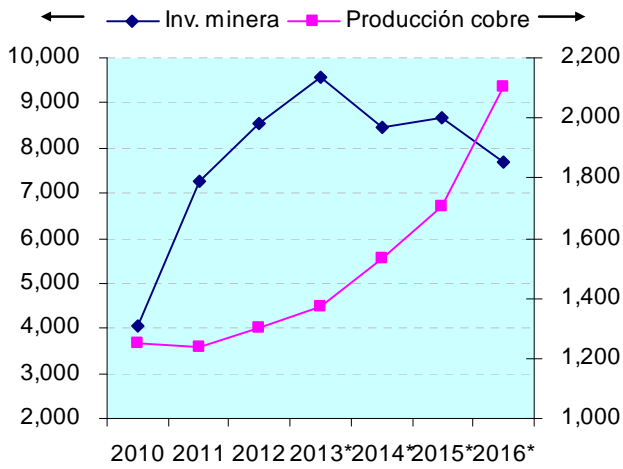
|                                | 2013E      | 2014P      | 2015P      |
|--------------------------------|------------|------------|------------|
| <b>Agropecuario</b>            | 2.0        | 3.0        | 3.1        |
| <b>Pesca</b>                   | 6.4        | 2.8        | 1.3        |
| <b>Minería e hidrocarburos</b> | 2.6        | 7.1        | 10.3       |
| Minería                        | 1.7        | 7.3        | 11.5       |
| Hidrocarburos                  | 6.4        | 6.1        | 5.0        |
| <b>Manufactura</b>             | 1.5        | 3.9        | 5.8        |
| Primaria                       | 4.8        | 2.7        | 3.7        |
| No primaria                    | 1.0        | 4.1        | 6.2        |
| <b>Electricidad y agua</b>     | 5.7        | 6.0        | 6.2        |
| <b>Construcción</b>            | 9.0        | 6.8        | 6.9        |
| <b>Comercio</b>                | 5.8        | 5.8        | 6.0        |
| <b>Servicios</b>               | 6.2        | 6.2        | 6.0        |
| Transportes y Comunic.         | 5.6        | 5.6        | 5.5        |
| Servicios a Empresas           | 6.9        | 6.8        | 6.6        |
| Restaurantes y Hoteles         | 6.6        | 6.6        | 6.4        |
| Servicios Personales           | 6.3        | 6.5        | 6.5        |
| Servicios Gobierno             | 4.7        | 4.6        | 4.4        |
| Financiero y Seguros           | 8.8        | 8.7        | 7.7        |
| <b>PBI</b>                     | <b>5.0</b> | <b>5.5</b> | <b>5.8</b> |
| Sectores Primarios             | 2.7        | 4.3        | 5.6        |
| Sectores No Primarios          | 5.5        | 5.9        | 6.1        |

Fuente: INEI, Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

El sector construcción (6.8% de crecimiento) seguirá creciendo más que la economía en su conjunto, pero bastante por debajo de las cifras de doble dígito de crecimiento de algunos años anteriores al 2013. El sector sigue fuerte, y la desaceleración empieza a reflejar el impacto de una base alta.

Conforme concluye el proceso de inversión en proyectos mineros, aumentará la producción minera. En el 2014, Toromocho, que entró en operaciones en diciembre del 2013, agregará 0.2 puntos porcentuales al crecimiento del PBI. Según la capacidad anunciada de los proyectos actuales, es probable que la producción de cobre se duplique entre el 2014 y el 2016 ó 2017.

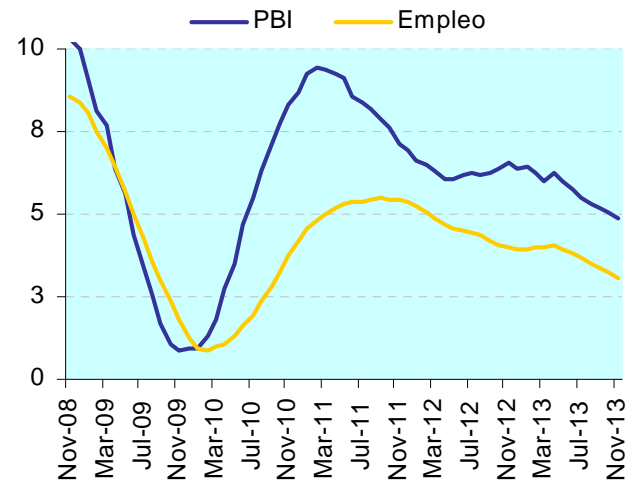
**INV. MINERA Y PRODUCCIÓN DE COBRE**  
(En millones de dólares y miles de TM)



\* Proyección SBP

Fuente: MEM Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

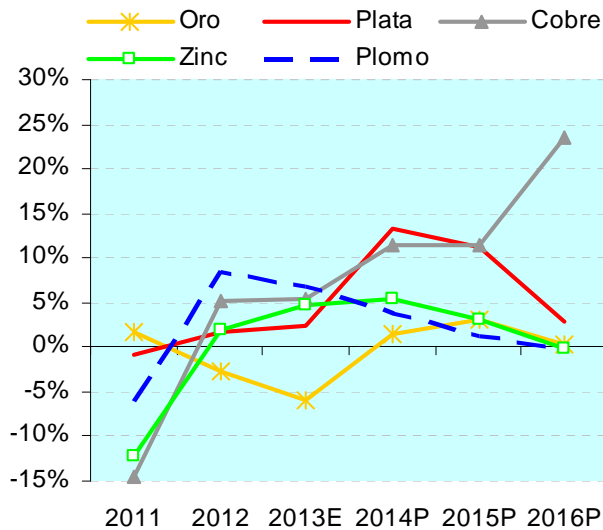
**EVOLUCIÓN DEL PBI Y DEL EMPLEO FORMAL**  
(Var. % acumulada últimos 12 meses)



Fuente: INEI, MTPE

Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

**PERÚ: PRODUCCIÓN MINERA**  
(Var. % anual)



Fuente: MEM Proyecciones: Estudios Económicos - Scotiabank

Algunos factores excepcionales del 2013 se irán normalizando en el 2014, al menos parcialmente. Se irá revirtiendo el impacto negativo de la roya en los cultivos de café, por ejemplo, ayudando a que la producción agrícola acelere moderadamente. La excepción es la manufactura no primaria, que viene creciendo por debajo de la demanda interna desde el 2011. Esto refleja, en parte, menores exportaciones textiles en un entorno internacional difícil para el sector. En algunos rubros, parecen tener cierta incidencia una mayor competencia de importaciones y cambios en los hábitos de consumo. Hay, por tanto, varios factores detrás de la desaceleración, pero aún así la magnitud es difícil de conciliar con la demanda interna.

**Tipo de cambio**

Los fundamentos para el tipo de cambio en el 2014 son más balanceados que en años anteriores. Muchos de los cambios en fundamentos y movimientos de portafolio significativos en el 2013, tendrán una fuerza menor en el 2014. Nuestra proyección de tipo de cambio de fin de periodo 2014 es 2.76 (promedio de periodo de 2.80). Más que exactitud, busca reflejar lo siguiente:

- 2.76 no es muy distante del 2.80 con que terminó el 2013, en línea con la visión de que los fundamentos a favor y en contra del sol están balanceados.
- Dentro de los fundamentos balanceados, el sesgo es levemente a la baja (apreciación leve de 1.3%), pero al alza para el tipo de cambio promedio (depreciación de 3.4% frente al 2.70 del 2013), lo cual refleja un cambio moderado en los fundamentos.
- Una apreciación esperada tan leve del tipo de cambio de fin de año hace posible una depreciación, considerando un rango de error razonable. A diferencia de años anteriores, en que el riesgo era de magnitud y grado de volatilidad, en el 2014 el riesgo reside en la dirección misma (el signo) del movimiento cambiario.

Los siguientes factores contribuyeron al debilitamiento en 10% del sol el año pasado:

1. Dolarización masiva de los portafolios de las AFPs.
2. Demanda corporativa para cubrir pasivos en dólares, y, desde mayo, una reducción en las emisiones de empresas peruanas en el exterior.
3. Reducción de los adeudados bancarios ante el alto nivel de liquidez en dólares en el sistema bancario.
4. Caída de los precios de los metales.

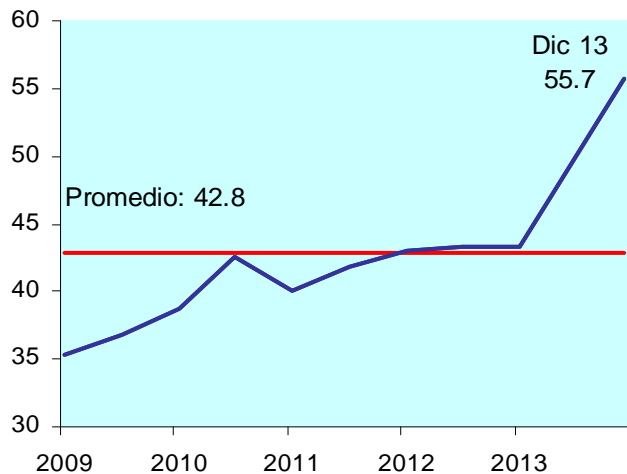
Varios de estos factores estuvieron influenciados por el anuncio, en mayo del 2013, de una desaceleración en la emisión monetaria de EE.UU. (tapering). Sin embargo, a pesar de las expectativas y a diferencia de otros países emergentes, este anuncio no produjo una salida neta de inversiones de portafolio del Perú en el 2013, aunque hubo una salida importante en diciembre.

Estos factores no necesariamente se mantendrán en el 2014. En 2013, las AFPs compraron alrededor de USD 4,000 millones entre mayo y diciembre del 2013. Por temas de riesgo cambiario, límites de inversión en el exterior y ausencia de instrumentos internos, es difícil que se repita la masiva dolarización de portafolios de AFPs, que pasó de 43.8% a 55.7% durante el 2013.

La dolarización de los portafolios de las AFPs supera el límite de inversiones en el exterior, por lo que gran parte de los dólares que compraron se ha depositado en el sistema financiero. Ante esta disponibilidad de dólares, los bancos redujeron significativamente sus adeudados de corto plazo con el exterior, lo cual contribuyó al fortalecimiento del dólar. Esta reducción de adeudados se debe ir normalizando en el 2014, al disparse las fuentes extraordinarias de liquidez en dólares del 2013.

En el 2012, e inicios del 2013, las empresas peruanas realizaron emisiones de bonos récord en el exterior. Este canal de ingreso de dólares al país se frenó en el segundo trimestre ante la propia depreciación del sol y el

### DOLARIZACIÓN DE LAS AFPs (% de la cartera)

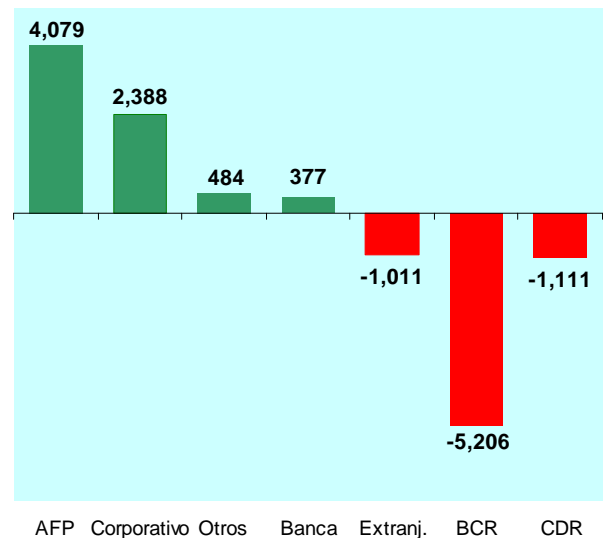


Fuente: SBS Elab: Estudios Económicos Scotiabank

### MERCADO CAMBIARIO 2014 VS 2013

| 2013  | 2014                           |
|---|--------------------------------|
| 1. Dolarización masiva de portafolios de AFPs.                                  | Ya no seguiría                 |
| 2. Reducción de adeudados bancarios.  | Aumento de adeudados           |
| 3. Menos emisión en el exterior y alta demanda corporativa para cubrir pasivos. | Más emisiones, menos cobertura |
| 4. No hubo salida de inversiones de portafolio.                                 | Igual                          |
| 5. Caída de los precios de los metales.   | Se estabilizan                 |
| 6. Tapering detrás de varios de estos factores.                                 | Mercados ya posicionados       |

### COMPRAS NETAS DE DÓLARES MAY-DIC 2013 (En millones de dólares)



Fuente: BCR, Estudios Económicos-Scotiabank

anuncio del *tapering*. En el 2014 habrá cierta reactivación, que estimamos en alrededor de USD 2,900 millones entre bonos privados y bonos de empresas públicas.

En el 2013 hubo una fuerte demanda corporativa de dólares para cubrir niveles altos de deuda en dólares. Esta fuente de demanda de dólares no necesariamente ha terminado, pero debería ir reduciéndose en el tiempo, conforme las empresas alcancen niveles de cobertura adecuados. Mientras tanto, se debe reactivar en alguna medida las emisiones de bonos en el exterior.

En resumen, tres de los cuatro factores detrás de la depreciación del 2013 (AFP's, adeudados, demanda corporativa) deberían ser mucho más débiles en el 2014. Sin embargo, ha habido una desmejora real en las cuentas externas, ante la caída en los precios de los metales. Es éste un riesgo para nuestras proyecciones del tipo de cambio del 2014. En el 2014, la perspectiva de los precios de los metales es poco clara. Hay razones para creer que algunos precios están por debajo de su nivel de equilibrio, pero no es claro cuándo podrían equilibrarse. Nuestro supuesto para el 2014, es que los precios promedio de los metales no serán muy diferentes a sus niveles actuales, lo cual se traduce en una balanza comercial cercana al equilibrio, que no pesará mucho en el mercado cambiario.

Otro riesgo es la salida de capitales debido al *tapering* en EEUU. Esta salida no se dio en el Perú hasta muy tarde en el 2013, a diferencia de otros países emergentes. Sin embargo, sí ha habido cierta salida en diciembre y enero, en línea con otros mercados emergentes. Será clave ver si continúa o no. Si bien los inversionistas no residentes representan algo más de 50% de la propiedad de bonos soberanos, dado el bajo nivel de endeudamiento del país, la magnitud no es grande, alrededor de US\$6,000 millones (en el extremo improbable de que vendan todo), monto manejable para una posible política compensatoria de parte del BCR



Según Latinfocus, el consenso de mercado (promedio de analistas) es de un tipo de cambio de fin de año de 2.83, lo cual difiere de nuestra proyección de 2.76 en sólo 2.5%, pero es de signo opuesto, una depreciación en vez de apreciación. Siempre ha habido una discrepancia grande entre las proyecciones cambiarias de inicios de año y los resultados a fin de año. En promedio, esta discrepancia ha sido de 5.3%, un rango tan amplio, que haría difícil tomar una decisión financiera.

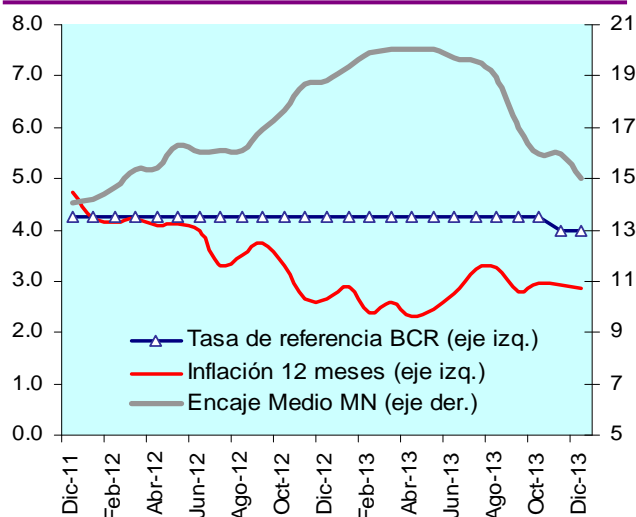
El rango de error de nuestra proyección de 2.76 incluye a la proyección del consenso de mercado. Por lo tanto, si bien nuestro escenario es de una apreciación leve, el rango de error incluye una depreciación. Este riesgo de cambio de signo o dirección del mercado cambiario es el reflejo de lo balanceado que están los fundamentos. No tomaría mucho en términos de caída en precios de metales, flujos de capital o demanda interna de dólares para que el balance cambie de positivo a negativo para el sol. Por tanto, el riesgo cambiario del 2014, más que uno de magnitud, es uno de signo.

### Política monetaria y precios

Si bien la inflación pasó la mayor parte del 2013 en torno al techo del rango meta de 3.0%, la preocupación principal del BCR en el 2013 no ha sido la inflación, sino el tipo de cambio y el crecimiento subóptimo del PBI. Ante el crecimiento del PBI debajo del potencial, el BCR implementó una política de inyección de liquidez desde mayo del 2013, a través de la reducción de encajes en soles, revirtiendo una política en sentido opuesto en el 2012 e inicios del 2013.

Proyectamos una inflación de 2.8%, no muy diferente del 2.9% del 2013. Las presiones inflacionarias son bajas. Si bien la inflación podría mantenerse pegada a 3.0%, y eventualmente superarlo por momentos, la experiencia reciente sugiere que la inflación tendría que ser bastante más alta antes de generar expectativas inflacionarias en la economía.

### INFLACIÓN, TASA DE REFERENCIA Y ENCAJE (En porcentaje)



Fuente: BCR, INEI Elaboración: Estudios Económicos - Scotiabank

En este entorno, el BCR podría dejar de reducir encajes muy pronto, o al menos hacerlo en forma menos agresiva que en el 2013. En gran medida, porque le queda menos espacio para hacerlo. El BCR redujo el encaje en soles en el 2013 de 30% a 14%, lo cual limita el uso intensivo de este instrumento en el 2014.

Con la actividad económica, inflación y mercado cambiario más ecuanímenes, una subida significativa de la tasa de interés en dólares a nivel mundial podría ser el mayor riesgo que el BCR enfrente en el 2014. En noviembre el BCR ya mostró su intención de responder a un encarecimiento de las tasas de interés en el exterior reduciendo la tasa de interés en forma compensatoria internamente.

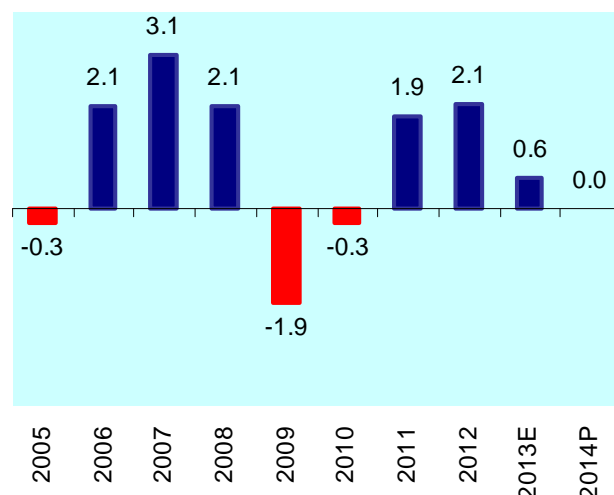
El BCR podría, en principio, reducir el encaje en dólares para compensar una eventual alza en las tasas de interés en dólares a nivel mundial. Sin embargo, en vista de su política de incentivar la desdolarización, sólo vemos al BCR usando este instrumento en un caso extremo de subida inesperadamente fuerte de la tasa de interés en dólares a nivel mundial.

Vemos, por último, poco probable que el BCR mueva su tasa de interés de referencia del nivel actual de 4.0%, salvo que se de un alza tan significativa en el costo del dinero mundial, que necesite una medida compensatoria más potente.

### Sector fiscal

Proyectamos un balance fiscal de 0%, frente al superávit estimado de 0.6% del 2013. Ambos representan un cambio respecto de los superávits cercanos a 2% de 2012 y 2011. Es posible que el Perú esté entrando a un periodo en que ya no se den los superávits significativos de años previos, no sólo porque los precios de los metales han dejado de subir, sino porque el presupuesto público seguirá una nueva regla fiscal

### RESULTADO FISCAL (Porcentaje del PBI)



Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

La caída en los precios de los metales significó que la recaudación minera cayera 34% en el 2013. Sin embargo, los ingresos tributarios aumentaron 2.9%, y se mantuvo un superávit fiscal en el año, lo cual refleja hasta qué punto las cuentas fiscales se ha fortalecido en el país. Actualmente, la minería no sobresale como el principal sector que contribuye al fisco, sino que es tan sólo uno de cuatro grandes, junto con servicios, manufactura y comercio (ver cuadro).

### RECAUDACIÓN POR SECTOR ECONÓMICO (En millones de soles)

| Sector              | 2012          | 2013          | Var. real   |
|---------------------|---------------|---------------|-------------|
| Resto de Servicios  | 17,450        | 21,169        | 18.0%       |
| Comercio            | 10,643        | 12,082        | 10.4%       |
| Manuf. No Primaria  | 10,170        | 10,873        | 4.0%        |
| Minería             | 10,633        | 7,181         | -34.3%      |
| Interm. Financiera  | 5,409         | 6,054         | 8.9%        |
| Construcción        | 4,677         | 5,604         | 16.6%       |
| Hidrocarburos       | 4,445         | 4,369         | -4.4%       |
| Telecom.            | 2,683         | 3,029         | 9.6%        |
| Manuf. Primaria     | 2,753         | 2,654         | -6.1%       |
| Electricidad y Agua | 2,571         | 2,576         | -2.5%       |
| Agropecuario        | 666           | 760           | 11.0%       |
| Pesca               | 364           | 332           | -11.7%      |
| <b>Total</b>        | <b>72,463</b> | <b>76,683</b> | <b>2.9%</b> |

Fuente: SUNAT Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

Nuestra expectativa de que los precios de los metales no subirán en el 2014 significa que el crecimiento de la recaudación será menor respecto de años anteriores, al depender únicamente de la demanda interna. Este es uno de los factores que hace difícil prever un superávit fiscal en los próximos años.

Recientemente el MEF ha propuesto adoptar una nueva regla fiscal, que establece un déficit fiscal (estructural) de 1%, como meta máxima. Entendemos que la intención es mantener un déficit fiscal de entre 0% y 1% en el tiempo, de manera de maximizar el uso de recursos fiscales, en una forma que sea previsible y que no afecte a la sostenibilidad fiscal.

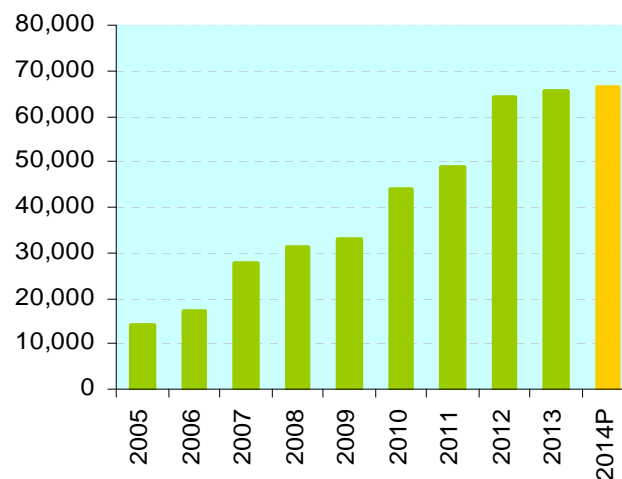
Mantener un superávit por tanto tiempo (seis de los últimos ocho años) le ha servido al país en términos de mejorar el perfil de riesgo país. Pasar a un déficit leve no debería afectar significativamente esta percepción, ya que la situación fiscal del Perú seguirá siendo una de las más sólidas del mundo, con una deuda pública baja. Sin embargo, no es lo mismo tener un déficit fiscal leve y manejable, que tener un superávit.

### Sector Externo

El 2013 fue el año de menor incremento de reservas internacionales (RIN) desde el 2006, US\$ 1,672 millones. Es significativo que las RIN hayan aumentado a pesar de la caída en los precios de los metales, lo cual está en línea con la idea de que la depreciación de 10% del tipo de cambio en el año tuvo más que ver con demanda interna de dólares que con la dinámica externa.

También esperamos que se reduzca el superávit en la cuenta financiera, en parte por una menor inversión minera. No esperamos entradas de capital de corto plazo, pero tampoco salidas significativas. La excepción es las AFPs. Si éstas aumentan sus inversiones en el exterior en la misma medida en que ha aumentado el límite, podría reflejar una salida de unos USD 2,800 millones

### RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (En millones de dólares)

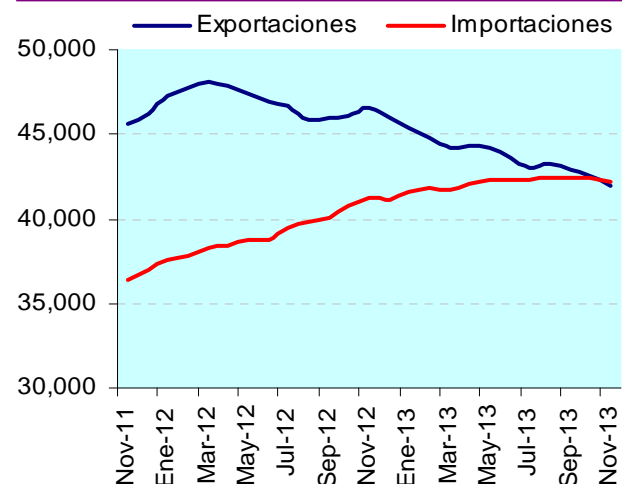


Fuente: BCR, Estudios Económicos-Scotiabank

Si bien para el 2014, los precios promedio de los metales serán algo menores que en 2013, esto sería compensado por un incremento en el volumen de exportaciones, en especial del cobre (+13% en volumen; +10% en valor), gracias al proyecto Toromocho. El resultado arroja un incremento en las exportaciones de 4.5%. Aún así, las exportaciones de USD43.6 mil millones serán menores al 2011 y 2012, de alrededor de USD 46 mil millones.

La producción minera debido a proyectos nuevos recién impactará con fuerza a partir del 2015, con lo cual las exportaciones volverán a niveles récord y las cuentas externas a una situación más claramente superavitaria.

### EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (En millones de dólares, acum. últ. 12 meses)



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

## Mirando el 2015

El 2013 fue un año de cambios. La demanda interna, que venía liderando el crecimiento, desaceleró, en particular la inversión privada. Fue el último año de crecimiento de la inversión minera en el ciclo actual. En general, el país está entrando de un periodo de doble superávit, externo y fiscal, a una etapa de cuentas mucho más balanceadas.

El 2014 será un año moderado. Sin embargo, es, también, un año en que se acumularán fuerzas internas para potenciar un crecimiento mayor en el 2015. Hasta el momento, sólo ha empezado uno de los grandes proyectos mineros, Toromocho (cobre), pero el 2015 será su primer año completo trabajando a plena capacidad. En el 2015 también entrarán en operación los grandes proyectos Las Bambas (cobre) y Constancia, junto con otras medianas. Adicionalmente, el trabajo que ha venido haciendo el gobierno en acelerar los grandes proyectos público-privados de inversión en infraestructura impactará significativamente recién en el 2015.

## RESUMEN DE PROYECCIONES

| VARIABLES                             | 2013E  | 2014P  | 2015P  |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|
| PBI (Var. % real)                     | 5.0    | 5.5    | 5.8    |
| Resultado Fiscal (% del PBI)          | 0.6    | 0.0    | -0.5   |
| Balanza Cuenta Corriente (% del PBI)  | -4.8   | -3.9   | -3.8   |
| Balanza comercial (US\$ millones)     | -531   | 187    | 1598   |
| Reservas Int. Netas (US\$ millones)   | 65,663 | 66,304 | 68,385 |
| Tipo cambio fin de año (S/. por US\$) | 2.80   | 2.76   | -      |
| Inflación (%)                         | 2.9    | 2.8    | 2.8    |

E: Estimación; P: Proyección.

Fuente: Estudios Económicos - Scotiabank



## Estudios Económicos

### Guillermo Arbe Carbonel

Pablo Nano Cortez

Mario Guerrero Corzo

Daniela Estrella Morgan

Milagros O'Diana Rocca

Erika Manchego Chavez

Carlos Asmat de la Cruz

Gonzalo Irujo Palacios

### Gerente

Macroeconomía /Análisis Sectorial / Regiones

Monetaria / Precios / Bancos

Economía Internacional

Renta Fija / Sistema Financiero

Minería / Commodities

Sectores No Primarios

Asistente

### 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

211-6000 ax. 15136