

Reporte Especial

Departamento de Estudios Económicos

OCTUBRE DEL 2014

PERÚ: CRECIMIENTO EN EL 2015

LO BUENO Y LO MALO

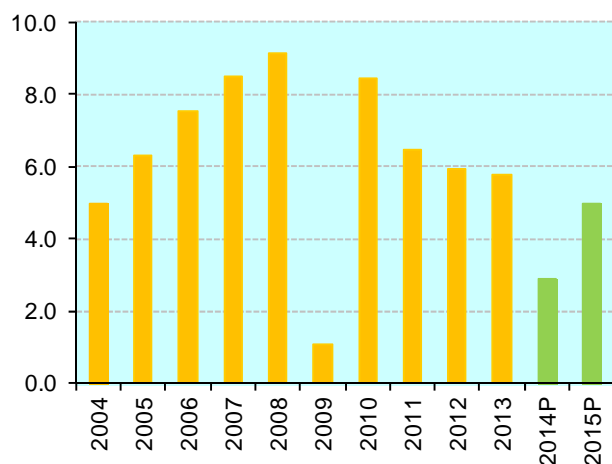


DISCLAIMER: Las opiniones, estimaciones, pronósticos, declaraciones y recomendaciones efectuadas en el presente reporte son producto de la investigación y estudio realizado por los autores, sobre la base de información pública disponible reflejan la opinión exclusivamente del equipo de Estudios Económicos, 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.

Crecimiento en el 2015

El 2014 ha sido un año difícil en que se han mezclado temas estructurales, como el deterioro de los términos de intercambio, con factores excepcionales como el agotamiento o bajas leyes en ciertas minas. También se han implementado acciones positivas desde el punto de vista del bienestar, pero que tienen un impacto negativo sobre el crecimiento del PBI, como la interdicción a la minería ilegal y acciones legales contra algunos gobiernos regionales y municipales. A todo esto se ha agregado dificultades en el sector textil y una situación de sobreendeudamiento en parte de las microempresas. La desaceleración en el 2014 ha sido consecuencia, por tanto, de factores tanto estructurales como coyunturales, persistentes algunos, temporales otros.

ACTIVIDAD ECONÓMICA (PBI) (Variación porcentual anual)



Fuente: BCR Proyec.: Estudios Económicos-Scotiabank

En el 2015, algunos de estos factores persistirán. Difícilmente mejorarán los términos de intercambio, y el riesgo es que se deterioren, al menos en dólares. La interdicción minera continuará impactando directamente hasta marzo al menos. Si la interdicción se extiende fuera del ámbito actual, podría tener un impacto algo más prolongado. Las elecciones regionales recientes no dan la confianza de una mejora generalizada en el manejo de las finanzas a nivel sub-nacional.

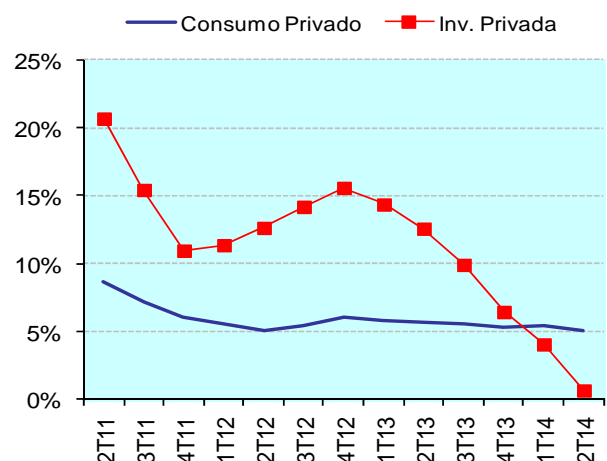
Una de las fuentes de mayor incertidumbre es la posibilidad de que en EEUU se empiece a elevar la tasa de interés de referencia, con implicancias tanto para el costo del dinero, el mercado cambiario y los términos de intercambio.

Al mismo tiempo, hay una serie de factores positivos para el crecimiento en el 2015. Es definitivo que aumentará la producción minera por operaciones nuevas, entre ellas Toromocho y Constanza. Además, el país entrará de todas maneras en un ciclo importante de inversión en infraestructura. Dadas las licitaciones ya otorgadas, la pregunta no es si ocurrirá, sino cuándo. El riesgo es que haya postergaciones que hagan que parte del impacto esperado en el 2015 se dé recién en el 2016.

Estos factores positivos y negativos se darán sobre una base moderada de crecimiento interno. El crecimiento del PBI del 2014 de alrededor de 3% no representa realmente el nivel de actividad económica. El consumo está creciendo 4% o algo más. El empleo y los sueldos están aumentando, al menos en el sector formal. Hay sectores que están boyantes, como la agroindustria. Es ésta una buena base sobre la cual recuperar el crecimiento.

En suma, existen una serie de factores de una diversidad y complejidad que hace difícil definir el momento actual de la economía y proyectar el 2015. Nuestra proyección de 5.0% intenta balancear todos estos factores. El riesgo de error, tanto al alza como a la baja, es mayor que lo usual.

CONSUMO E INVERSIÓN PRIVADA (Variación % últimos 12 meses)



Fuente: BCR Elaboración: Est. Económicos-Scotiabank

Dados los riesgos, en particular en cuanto a los mercados ante la expectativa de una subida en tasas de interés en EEUU, es una proyección más cauta que el consenso de mercado (5.4% según LatinFocus).

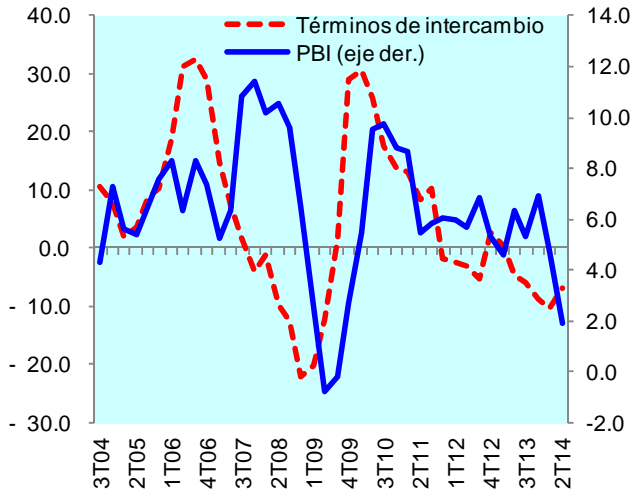
Deterioro de los términos de intercambio

Es el factor estructural más importante que ha impactado negativamente al crecimiento. La caída significativa en los precios de los metales en el 2013 ha afectado la confianza empresarial tanto directamente como a través del mercado cambiario.

Para el 2015 esperamos términos de intercambio entre estables y levemente más bajos (0% a -2%), lo cual contrasta con los deterioros fuertes de -4.7% en el 2013 y -4.0% en el 2014.

Al margen de si caen más los precios de los metales en el 2015, la caída ya producida en 2013-2014 implica una merma en los recursos fiscales en general, y en el canon para los gobiernos sub-nacionales. Por lo tanto, la situación fiscal volverá a ser un aspecto a monitorear, limitando las posibilidades de políticas fiscales agresivas.

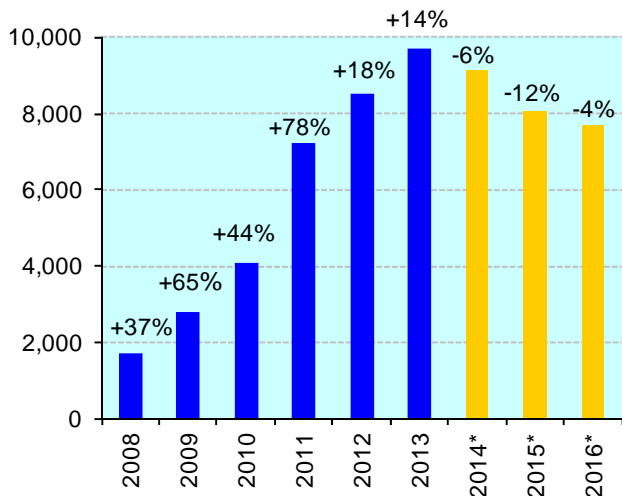
**TERMINOS DE INTERCAMBIO
(Var. %)**



Fuente: BCRP Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

Si se cumple nuestro escenario base de precios de metales parecidos a los actuales, seguirán apareciendo proyectos mineros nuevos en los próximos años, aunque la cartera total de proyectos difícilmente será de la magnitud del ciclo de inversión minera actual. Por tanto, la inversión minera seguirá desacelerando conforme los proyectos actuales entran en producción. Es una reducción que viene de niveles récord, de manera que la inversión minera seguirá relativamente fuerte, en magnitud, aún por algunos años más.

**INVERSION MINERA
(En millones de dólares y Var. %)**



* Estimados SBP

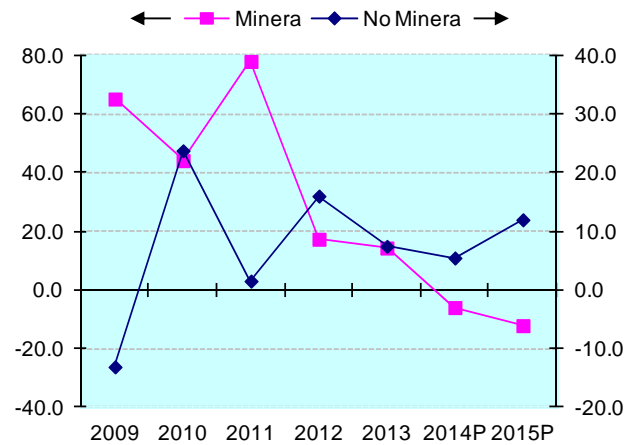
Fuente: MINEM - Estudios Económicos - Scotiabank

Una economía entre ciclos de inversión privada

La inversión no minera también ha desacelerado en el 2013-2014. Las razones son más complejas que lo que podría parecer a primera vista. Incluyen no sólo cautela frente a la reversión de los términos de intercambio, sino la consiguiente incertidumbre cambiaria

El entorno de ruido político y la ampliación paulatina en el tiempo de requisitos y costos regulatorios para la inversión también han contribuido. Sin embargo, tal vez la razón principal sea, simplemente, que muchas empresas enfrentan una demanda interna menos robusta que antes.

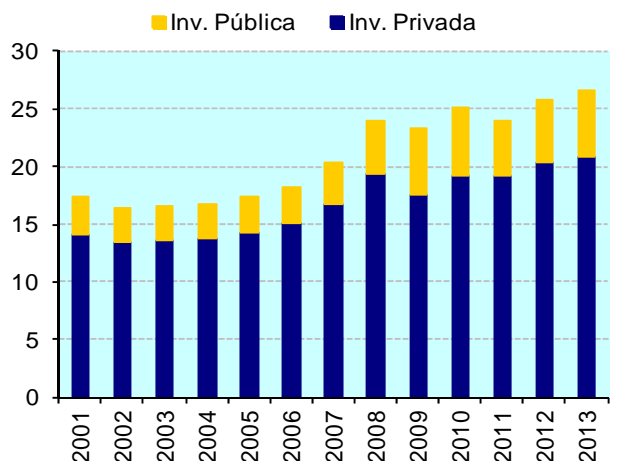
**INVERSION MINERA Y NO MINERA
(Var. %)**



Fuente: BCR, MEM Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

Hay que tomar en cuenta, además, que la inversión representa 28% del PBI del país (inversión privada de 22% más pública de 6%), lo cual es una base bastante alta sobre la cual seguir creciendo. No será fácil volver a las tasas de crecimiento inversión privada de doble dígito que había en el pasado.

**INVERSION PRIVADA Y PÚBLICA
(En % del PBI)**

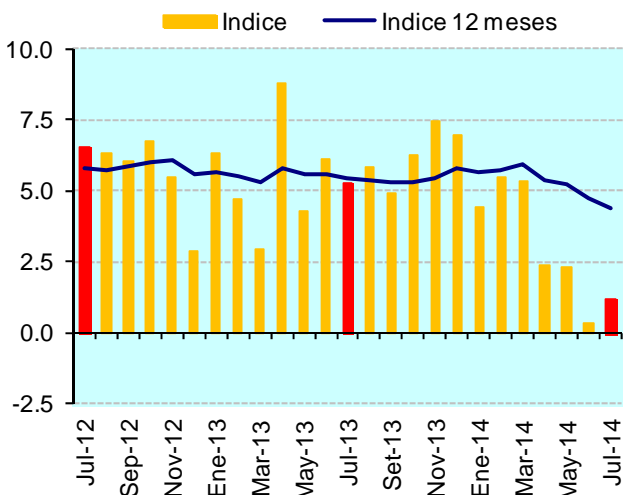


Fuente: BCR Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

Factores excepcionales

El grado de desaceleración del PBI refleja no sólo elementos estructurales, sino también factores extraordinarios. Esto ha sido especialmente así desde abril del 2014, que es cuando la desaceleración se acentuó.

PRODUCTO BRUTO INTERNO - PBI (Variación % real anual)



Fuente: INEI Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

Reducción del gasto de los gobiernos regionales.- Los gobiernos regionales representan 23% del total de la inversión pública. La inversión pública de los gobiernos regionales cayó 4.3% en el periodo enero-agosto, con varios casos de caída por encima de 20%. Tres (Ancash, Pasco y Cajamarca) de las cuatro regiones de mayor caída en inversión pública tienen gobernantes enjuiciados.

En total son 14 de 25 regiones las que han visto una caída en la inversión en el año a agosto. Esto probablemente refleje que hay muchos más gobiernos regionales bajo investigación, llevando a que los gobiernos regionales en general se hayan vuelto más cautos en su gasto en inversión.

IMPACTO DEL SOBRESURTO DEL PBI 2014 (En puntos porcentuales)

Impacto en el PBI 1/	2014
Caída producción oro por minería ilegal	-0.2 p.p.
Menor gasto Gobiernos Subnacionales	-0.5 p.p.
Menor pesca de anchoveta por FEN	-0.2 p.p.
Caída producción textil por FEN	-0.1 p.p.
Total	-1.0 p.p.

1/ Menor crecimiento respecto de proyecciones originales

Fuente: Estudios Económicos-Scotiabank

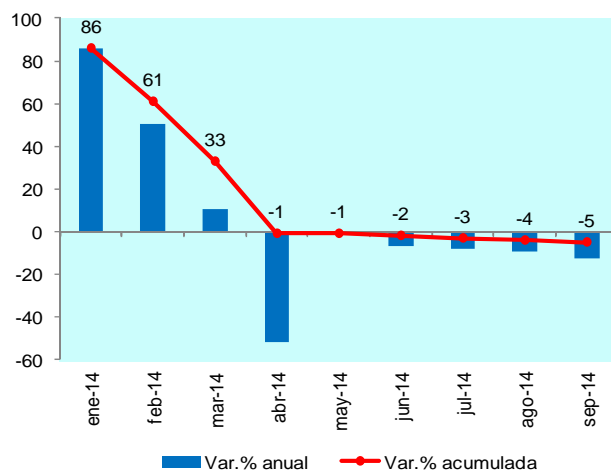
Si se excluye a los cuatro gobiernos regionales con problemas judiciales (Ancash, Tumbes, Pasco y Cajamarca), la inversión de los gobiernos regionales, en vez de caer 4.3% entre enero y agosto, habría crecido 4.6% (22.8% sólo en agosto).

INVERSIÓN DE GOBIERNOS REGIONALES (Variación %)

	AGOSTO	ENE-AGO
Ancash	-99.2%	-80.4%
Piura	-50.9%	-46.3%
Pasco	-77.0%	-43.4%
Cajamarca	-41.7%	-35.6%
Tacna	-44.7%	-28.1%
Ucayali	129.8%	-26.2%
Madre de Dios	-0.2%	-23.8%
Tumbes	-49.9%	-19.8%
Ica	-31.6%	-16.9%
Callao	-460.6%	-16.7%
Cusco	8.7%	-11.3%
Lima	2.6%	-3.6%
Lambayeque	-50.7%	-3.3%
Amazonas	0.1%	-2.7%
Lima Metropolitana	278.3%	-2.5%
Loreto	56.4%	0.2%
Huncavelica	10.5%	13.3%
Huánuco	541.9%	14.1%
Puno	-45.4%	15.5%
Apurímac	-2.4%	16.4%
Arequipa	11.6%	18.5%
San Martín	39.3%	24.5%
Ayacucho	-36.5%	28.9%
La Libertad	-63.0%	64.2%
Moquegua	57.1%	75.5%
Junín	142.3%	83.6%
TOTAL	-9.4%	-4.3%

Fuente: BCR Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

INVERSIÓN DE GOBIERNOS REGIONALES (Variación % real)



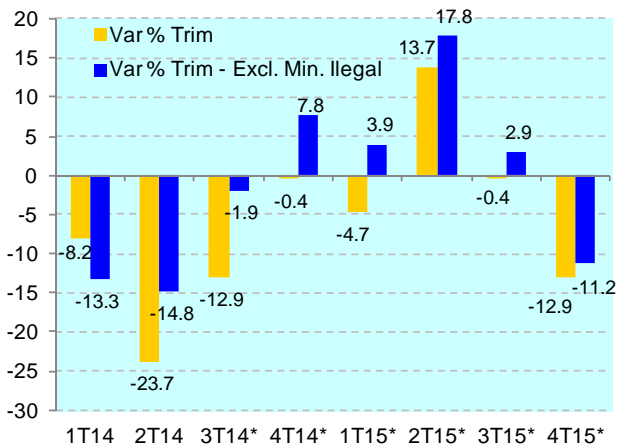
Fuente: BCRP

Elaboración: Estudios Económicos Scotiabank

Es probable que esta reducción en la inversión de los gobiernos regionales se mantenga no sólo todo el resto del 2014, sino durante el primer trimestre del 2015, luego del cambio de autoridades a nivel sub-nacional. En el pasado, la inversión sub-nacional en años post electorales ha sido significativamente menor que en años normales, dada la alta rotación de gobernantes. Si la reducción en el 2015 es parecida a la ocurrida en el 2011, restaría alrededor de 0.5 puntos porcentuales al PBI total (y cerca de 10% a la inversión pública total). Sin embargo, dada la significativa caída de la inversión en los gobiernos sub-nacionales en el 2014, es probable que en el 2015 no se dé este efecto y que, por el contrario, la inversión de los gobiernos regionales y locales crezca durante el próximo año.

La interdicción a la minería ilegal.- Gracias a las acciones de control e interdicción de las actividades de minería ilegal, la producción ilegal/artesanal de oro se redujo en promedio 81% al mes desde abril. Esta actividad representaba 10% de toda la producción de oro en el 2013 y 2% de la minería en total. La interdicción ha logrado reducir la participación de la actividad ilegal/artesanal dentro de la producción total de oro a un estimado de sólo 4%, en el 2014.

PRODUCCION DE ORO (Var. % trimestral)



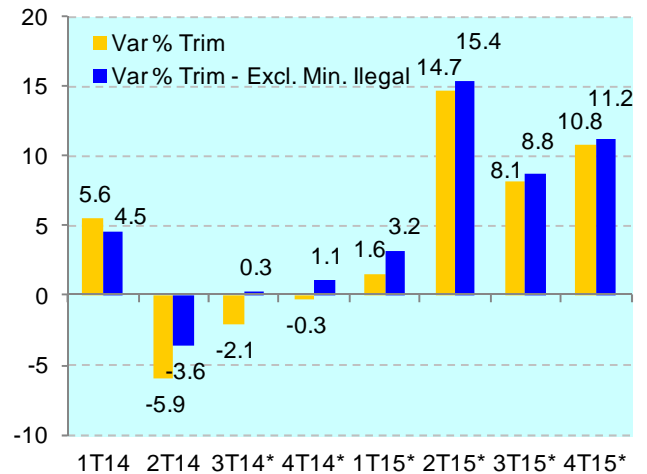
*Proyectado de 3T14 a 4T15
Elaboración: Estudios Económicos Scotiabank

La menor producción de oro ilegal/artesanal restó un cuarto de punto porcentual al PBI entre abril y agosto.

El gráfico del PBI minero muestra la magnitud del impacto, bajo el supuesto de que la producción de oro ilegal/artesanal se mantiene en adelante 80% por debajo de los niveles de 2013.

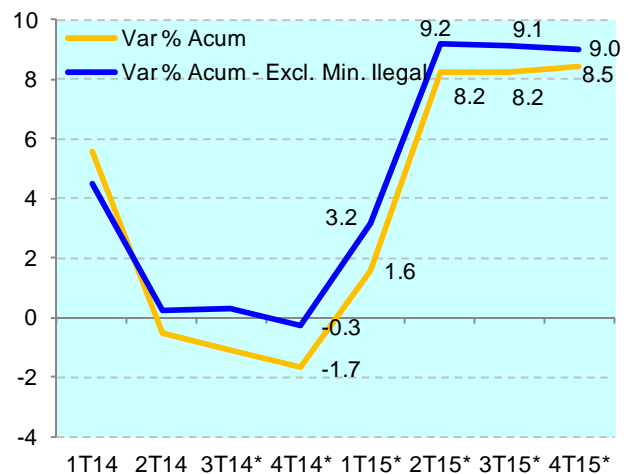
Excluyendo la minería ilegal, nuestro estimado es que el PBI minero para el año 2014 caería sólo 0.3%, versus una reducción de 1.7% incluyendo la minería ilegal.

PBI MINERÍA (Var. % trimestral)



*Proyectado SBP
Elaboración: Estudios Económicos Scotiabank

PBI MINERÍA (Var. % acumulada)



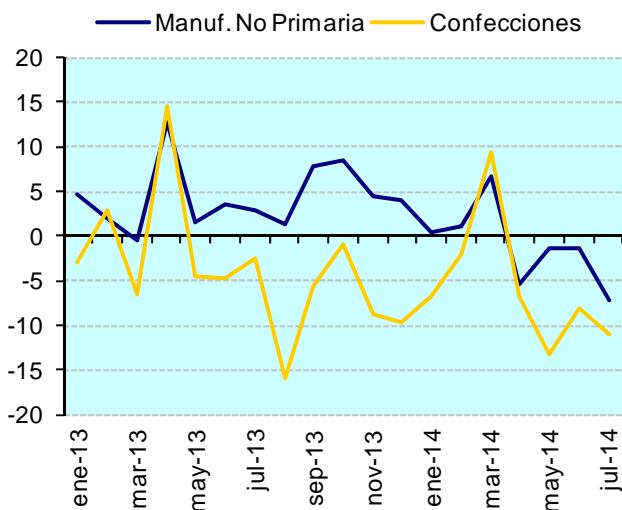
*Proyectado SBP
Elaboración: Estudios Económicos Scotiabank

La interdicción a la minería ilegal empezó con fuerza en abril 2014, con lo cual, por efecto base, debe seguir afectando en alguna medida hasta marzo del 2015. No es claro si la interdicción minera se va a seguir ampliando en el futuro.

Con el tiempo, la mayor producción de oro en la mina Lagunas Norte (Barrick), más cierta recuperación en la producción de Yanacocha compensará la menor producción de oro ilegal/artesanal, con lo cual se debe regresar a un crecimiento positivo del oro a más tardar hacia comienzos del 2015.

Textiles y confecciones.- El sector textil se vio afectado en parte por una menor demanda externa (en volumen) y en parte por condiciones climáticas adversas durante la primera mitad del año. En este periodo, tanto empresas textiles locales como las tiendas por departamento (que en su mayoría importan prendas) vieron un descenso en la demanda de prendas de vestir ante el inicio tardío de la temporada de invierno. Este último factor se disipará, y también es posible que el debilitamiento del nuevo sol ayude a las empresas de textiles nacionales. Sin embargo, la demanda regional por textiles difícilmente se recuperará. En cambio, el mercado de EEUU se está volviendo nuevamente atractivo.

MANUFACTURA NO PRIMARIA Y CONFECCIONES (Var. % anual)



Fuente: Produce Elab: Estudios Económicos-Scotiabank

Pesca.- El sobrecalentamiento temporal del mar frente al litoral peruano originó la migración de la anchoveta hacia el sur, así como su profundización, dificultando y encareciendo su captura. Como consecuencia, para el 2014 proyectamos un desembarque cercano a los 4 millones de TM, menor en 30% al promedio de los últimos 10 años, asumiendo una temporada noviembre-enero de pesca normal. En principio, el 2015 debería ser un año más normal de pesca.

Crecimiento desigual.- Si bien los factores extraordinarios que pesan sobre la economía se irán disipando en el tiempo, el proceso puede ser prolongado. Algunos de los factores continuarán afectando bien entrado el 2015. Mientras tanto, estos factores extraordinarios vienen impactado a ciertos sectores más que otros, generado una velocidad dual en la economía.

Como se ve en el cuadro, tanto sectores primarios como no primarios han desacelerado. Sin embargo, segmentos más ligados a la demanda interna (excluyendo el impacto de menor inversión pública sobre la construcción) siguen creciendo razonablemente bien. El comercio y otros servicios están creciendo por encima de 4%.

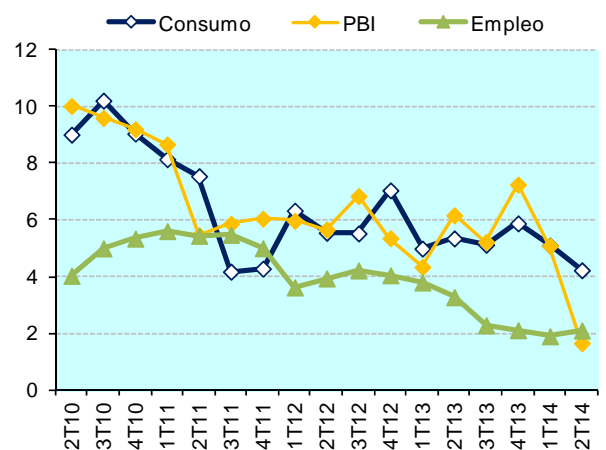
PBI A JULIO 2014 (Var. %)

	Julio	Enero-Julio
Agropecuario	1.6%	0.2%
Pesca	13.5%	-1.9%
Minería e Hidrocarburos	-1.6%	-0.2%
Minería	-3.9%	1.0%
Petróleo y Gas	6.9%	2.9%
Manufactura	-5.7%	-0.5%
Primaria	-1.5%	1.7%
No primaria	-7.2%	-1.1%
Construcción	-6.0%	0.9%
Comercio	4.2%	4.7%
Otros/servicios	5.3%	6.0%
Impuestos y Aranceles	-1.7%	1.2%
PBI	1.2%	3.0%
Sectores Primarios	-0.5%	0.2%
Sectores No Primarios	1.6%	3.8%

Fuente: INEI, BCR Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

En el gráfico se aprecia cómo el consumo sigue creciendo razonablemente bien. Si bien no crece a las tasas de 5.5% ó más de años anteriores, se mantiene por encima de 4%. Esto está en línea con un empleo (formal en el gráfico) que crece 2% y salarios que también siguen aumentando.

CONSUMO, PBI Y EMPLEO (Var. % anual)

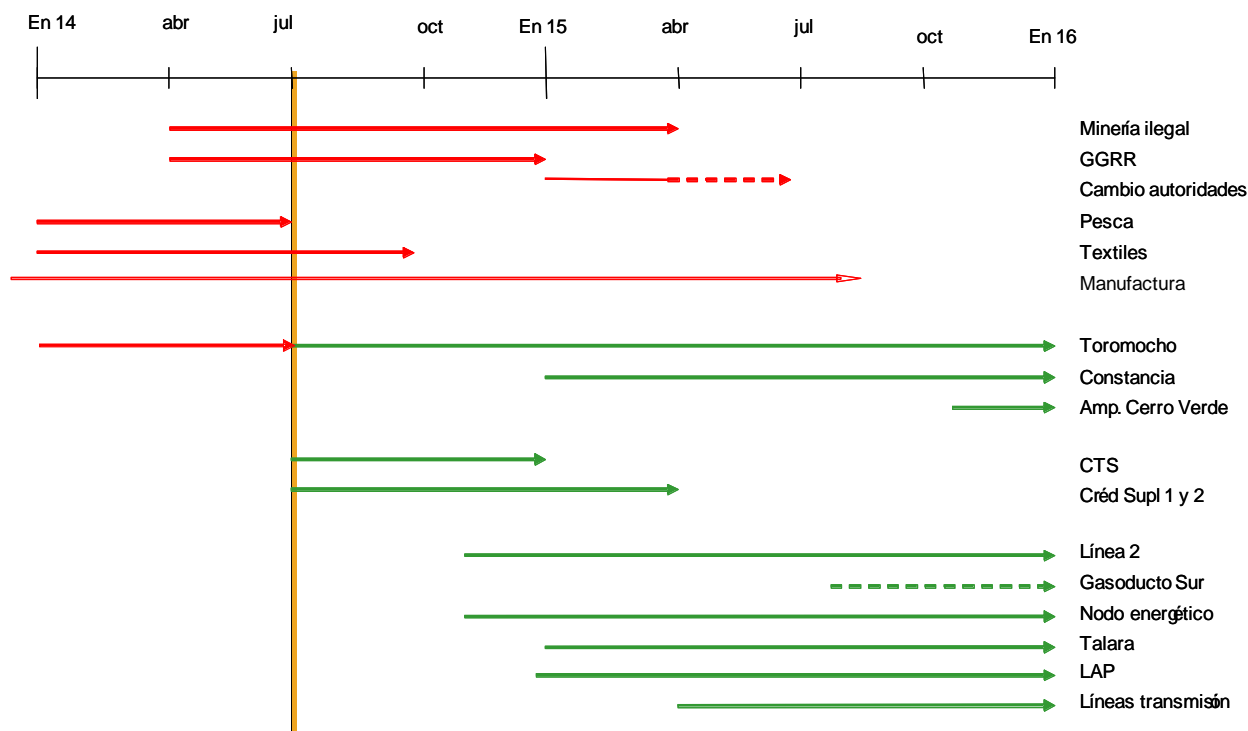


Fuente: BCR Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

La situación actual es de una economía que ya no crece 6% o más, pero tampoco al 2% o menos de los últimos meses, sino entre 3% y 4% como base, más elementos atípicos que reducen o elevan el PBI según el caso.

Como se ve en el cuadro, en el 2014 han predominado factores negativos inusuales. A inicios del 2015 algunos de estos factores seguirán pesando sobre la economía. Sin embargo, serán paulatinamente compensados por factores positivos. Hacia finales del 2015 deberán predominar los factores positivos.

LINEA DE TIEMPO: FACTORES QUE IMPACTARAN EN LA ECONOMIA 2014-2015 (Factores negativos en rojo, factores positivos en verde)



Fuente: Estudios Económicos-Scotiabank

Factores positivos 2015-2016

Varios meses de crecimiento bajo vienen generando preocupación respecto de la persistencia de la desaceleración. Si bien es cierto que varios de los factores detrás de la desaceleración van a subsistir por un tiempo, hay una serie de factores que impulsarán un mayor crecimiento en el 2015-2016. Estos son de tres tipos:

1. Medidas de reactivación.
2. Mayor producción de cobre.
3. Ciclo de inversión infraestructura.

Medidas de reactivación. El gobierno ha dado una serie de medidas de estímulo a la demanda, incluyendo un mayor gasto público y mayor disponibilidad de CTS para los hogares. El MEF también ha dado medidas con miras a reducir costos, simplificar trámites de inversión y, en general, mejorar el ambiente de inversión y los negocios. Además del impacto directo de las medidas de estímulo de la demanda, el gobierno espera que el conjunto de medidas mejore la confianza de los empresarios de manera de incentivar la inversión. El MEF ha señalado que las medidas dadas hasta el momento representan un monto equivalente al 1.0% del PBI.

MEDIDAS DE POLITICA FISCAL 2014

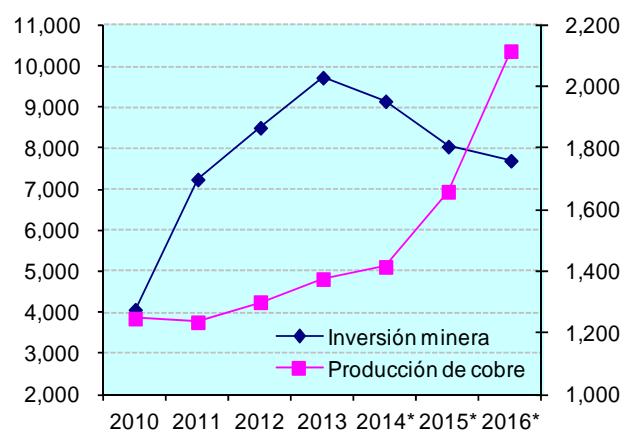
Medida	Monto (Mill. S/.)	% PBI
1. Medidas prevención de desastres - Ley 30191	S/. 3,101	0.5%
1.1 Gasto Corriente	S/. 750	
1.2 Gasto de Capital	S/. 2,351	
2. Decreto de Urgencia N° 001-2014	S/. 1,736	0.3%
2.1 Aguinaldo extraordinario Sector Público	S/. 376	
2.2 Pago de deudas D.U. 037-94	S/. 1,360	
Mantenimiento de locales escolares		
Mantenimiento de infraestructura de salud		
3. Decreto de Urgencia N° 002-2014	S/. 1,211	0.2%
3.1 Aporte Fondo Mivivienda	S/. 500	
3.2 Adelanto Bonificaciones - DL 1132	S/. 400	
3.3 Aumento profesores contratados y otros	S/. 190	
3.4 Asignación Extraordinaria Pensionistas	S/. 71	
TOTAL	S/. 6,048	1.0%

Fuente: MEF Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

El periodo en que se daría este impacto es incierto. Algunas medidas, como los aumentos en ingresos, aguinaldos y bonificaciones de empleados públicos, así como CTS, empezaron desde agosto. Otros se ejecutarán progresivamente a lo largo de varios trimestres. No es claro si el gobierno tendrá la capacidad de ejecutar totalmente el gasto anunciado, con lo cual el impulso fiscal podría ser menor al 1.0% del PBI que se busca.

El MEF viene estudiando medidas nuevas, dado el lento impacto de las medidas ya anunciadas. La restricción que enfrenta es la regla fiscal. Las medidas dadas, en un entorno de desaceleración y precios de metales menores al pasado, contribuirán a un déficit fiscal en el 2015 de 0.7% del PBI, según nuestras proyecciones. Es un nivel manejable. Sin embargo, la nueva regla fiscal, que entra en vigencia a partir del 2015, deja poco margen para medidas fiscales agresivas adicionales.

INVERSIÓN Y PRODUCCIÓN MINERA (En mil. USD - eje izq, en miles TM - eje der.)



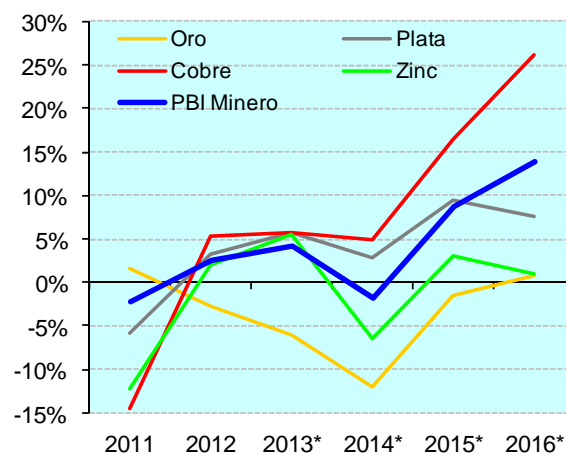
* Proyección SBP
Fuente: MINEM Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Producción de cobre. Actualmente, el Perú vive el mayor ciclo de inversión minera tal vez de su historia. Conforme estos proyectos de inversión empiecen a entrar en operación, la inversión privada desacelerará, pero la mayor producción minera contribuirá al crecimiento económico

El primer megaproyecto, Toromocho, que entró en producción en el 2014, ha estado produciendo por debajo de lo esperado. Sin embargo, eventualmente impactará como se espera a la economía. El gráfico mapea cómo esperamos que sea el incremento en el PBI minero y sus principales componentes. Este incremento en producción agregará en forma importante al crecimiento del PBI.

Si bien el pico del ciclo de inversión minera se dio en el 2013, la inversión en minería sigue alta. El cuadro siguiente presenta los proyectos que continuarán en los próximos años.

PRODUCCIÓN POR TIPO DE MINERAL (Var. %)

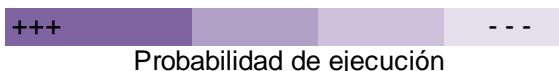


* Proyectado SBP
Fuente: MINEM Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

GRANDES PROYECTOS MINEROS CONSIDERADOS

Empresa	Proyecto	Inversión Total	2014	2015	2016
MMG	Las Bambas	5,200	✓	✓	✓
Minera Chinalco	Toromocho	3,500	✓	x	x
Minera Chinalco	Ampliación Toromocho	1,320	x	x	✓
Hudbay Minerals	Constancia	1,725	✓	x	
Anglo American	Quellaveco	3,300	x	x	✓
Southern Peru	Ampliación Toquepala	1,050	✓	✓	✓
Freeport McMoran	Ampliación Cerro Verde	4,600	✓	✓	✓
Shougang	Ampliación Marcona	1,000	✓	✓	✓
Jinzhao	Pampa de Pongo	3,280	x	x	✓
Southern Peru	Tía María	1,400	✓	✓	✓
BVN	Tambomayo	200	x	✓	✓
Rio Alto	La Arena - Etapa II	360	x	✓	✓

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank



El ciclo de inversión en infraestructura. Una serie de grandes inversiones nuevas de infraestructura empiezan incipientemente en el cuarto trimestre del 2014, e irán cobrando fuerza paulatinamente en el 2015.

PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA (*)

Sector	Proyecto	Buena Pro	Año Inicio	Año Fin	Inv. US\$ MM	% PBI 2013
Electricidad	LT Machupicchu-Tintaya (220 kV) *	21.02.13	2015	2016	114	0.1%
Electricidad	CH Molloco	21.03.13	2016	2020	1,397	0.7%
Electricidad	CTE Iquitos Nueva - Reserva Fria	16.05.13	2014	2016	100	0.0%
Electricidad	LT Mantaro Montalvo (500 kV)	18.07.13	2014	2017	278	0.1%
Hidrocarburos	Masificacion Gas Natural - Suroeste y Norte	25.07.13	2014	2015	200	0.1%
Electricidad	C.T. Ilo - Nodo Energético del Sur	29.11.13	2014	2017	500	0.2%
Electricidad	C.T. Mollendo -Nodo Energético del Sur	29.11.13	2014	2017	400	0.2%
Irrigación	Proyecto de Irrigación Chavimochic III Etapa	18.12.13	2015	2019	717	0.4%
Transporte	Longitudinal de la Sierra Tramo 2	19.12.13	2014	2016	552	0.3%
Telecom.	Red Dorsal Fibra Óptica	23.12.13	2014	2015	324	0.2%
Transporte	Linea 2 - Metro de Lima	28.03.14	2014	2020	5,346	2.6%
Aeropuerto	Aeropuerto Internacional de Chinchero	25.04.14	2016	2020	538	0.3%
Puerto	Puerto de San Martín (Pisco)	30.04.14	2015	2020	215	0.1%
Electricidad	LT La Planicie - Industriales (220 Kv)	29.05.14	2015	2017	35	0.0%
Electricidad	LT Moyobamba - Iquitos (220 kV)	05.06.14	2015	2019	499	0.2%
Hidrocarburos	Gasoducto Sur Peruano **	30.06.14	2015	2017	4,000	2.0%
Hidrocarburos	Refinería de Talara - Modernización	Inv.Públic	2015	2020	3,500	1.7%
Total Inversiones (US\$ Millones)					18,716	-
PBI 2013 (US\$ Millones)					202,336	9.2%
Inversión Privada 2013 (US\$ Millones) 1/					42,058	44.5%

*: Cifras estimadas. **: Considera solo construcción del ducto. Fuente: Proinversión

Los proyectos ya concesionados, más la Refinería de Talara, suman más de US18,000 millones.

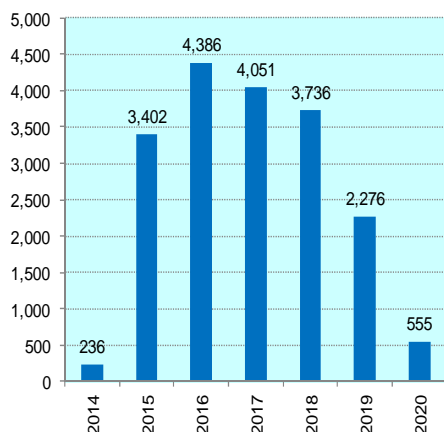
Al ser proyectos multianuales y de larga maduración previa, su impacto directo en los próximos 18 meses dependerá de la velocidad con que se ejecuten. El grueso del gasto de los proyectos ya concesionados se ejecutará entre 2015 y 2018. Si bien no confiamos en el cumplimiento estricto de las fechas programadas de inicio en la ejecución de la inversión de cada proyecto, estimamos posible que la inversión represente 2% del PBI y 6% de la inversión privada en el 2015, y el doble en el 2016. Para poner esto en perspectiva, bastaría que el PBI crezca 4% en el 2015 y el 2016 sin considerar la inversión en infraestructura, para arribar a un crecimiento de 5% y 6% en cada año respectivamente incluyendo esta inversión. Esto sin contar el impacto indirecto, sobre proveedores y empleo.

INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA 2014-2020

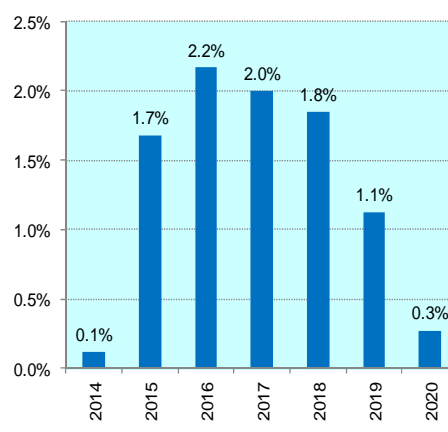
(En mill. USD)

(En % del PBI)

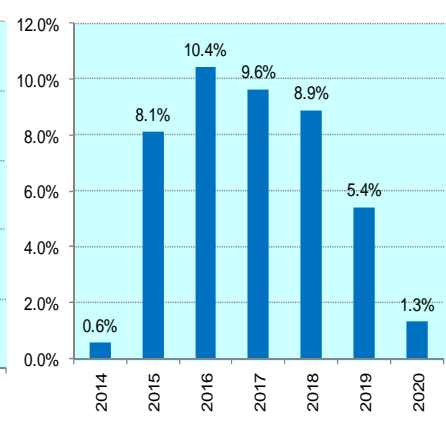
(En % de la Inversión Privada)



1/: Proyectos concesionados durante el año 2013 y entre Ene-Jun 2014. Fuente: Estudios Económicos- Scotiabank



1/: Proyectos concesionados durante el año 2013 y entre Ene-Jun 2014. Fuente: Estudios Económicos- Scotiabank



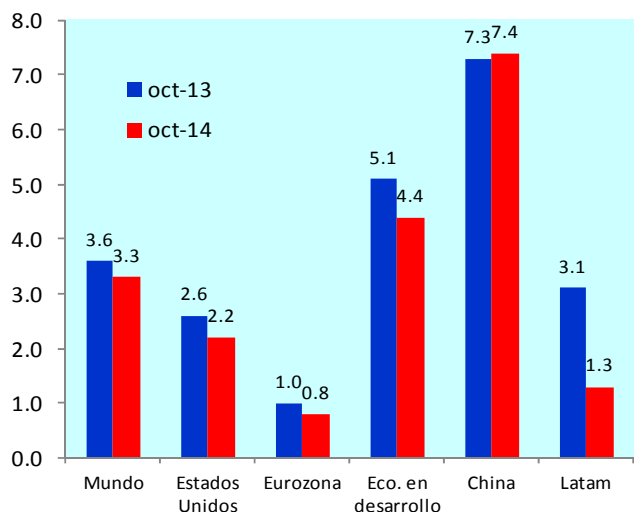
1/: Proyectos concesionados durante el año 2013 y entre Ene-Jun 2014. Fuente: Estudios Económicos- Scotiabank

Riesgos

El crecimiento mundial.- En octubre del 2013 se esperaba que la economía mundial creciera 3.8% en el 2014. Hoy la expectativa es de 3.3%, con sesgo a la baja. Actualmente el consenso es nuevamente de un crecimiento mundial de 3.8% para el 2015 (nuestro estimado es 3.5%). Existe un riesgo relativamente alto de que, nuevamente, el crecimiento sea menor.

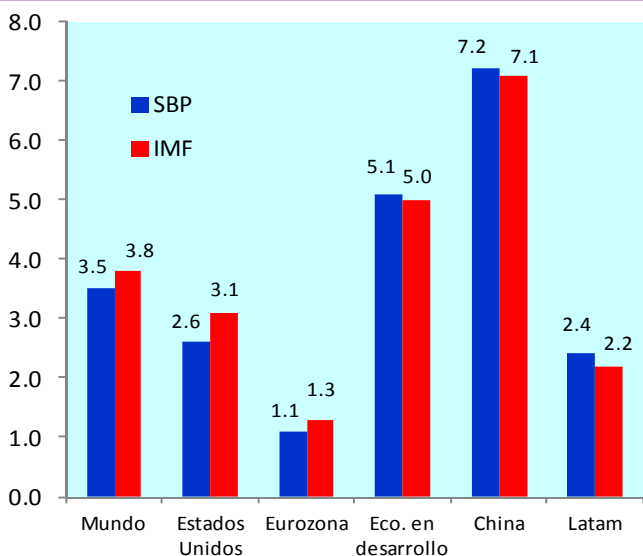
EEUU, Europa y Japón fueron economías grandes que decepcionaron en crecimiento en el 2014. Ante la perspectiva de subidas de tasas de interés, no es tan claro hasta qué punto el crecimiento de EEUU depende de una política monetaria ultra expansiva. Hay cuestionamientos igualmente importantes sobre la solidez de la economía de China, y de la propia región latinoamericana

CRECIMIENTO MUNDIAL 2014 (Var. %)



Fuente: FMI Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

CRECIMIENTO MUNDIAL 2015 (Var. %)



Fuente: FMI, Scotiabank Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Política monetaria de EE.UU., tasas de interés y mercado cambiario.- La mayoría de los analistas espera que la Reserva Federal (Fed - banco central de EEUU) empiece a subir su tasa de interés de referencia en algún momento en el 2015. Es probable que lo haga en forma tentativa al inicio mientras se evalúa cómo reacciona la economía. La Fed parece reconocer mejor que el mercado, que no hay precedentes respecto del retiro de la política monetaria más expansiva de la historia moderna de EEUU, y la incertidumbre respecto al impacto sobre la economía es grande.

Para el Perú, el riesgo es triple: impacto en el costo del dinero en dólares (tasa de interés de mercado), impacto en los precios de los metales e impacto en el mercado cambiario. El Perú ha crecido (especialmente entre el 2006 y el 2012) en un entorno mundial favorable en dos aspectos: precios de los metales altos y tasas de interés bajas para los proyectos de inversión. Una subida en las tasas de interés de mercado en dólares a nivel mundial podría impactar el costo de invertir en el país. El impacto en el 2015 no sería necesariamente grande, ya que la subida de la tasa de referencia de la Fed probablemente sea leve y gradual.

Una subida gradual en la tasa de interés mundial en dólares podría ser mitigado por una política compensatoria del BCR. En particular, el BCR podría reducir los encajes en dólares, que hoy están en 50%. En soles, hace un año, la tasa de interés de referencia del BCR era 4.25%. Hoy es 3.50%, con lo cual hay espacio de reducciones adicionales, de ser conveniente.

En general, las condiciones de crédito para la inversión siguen históricamente bajas tanto en soles como en dólares, a pesar de la reducción del estímulo monetario (*tapering*) en EEUU.

El mercado cambiario se ha mostrado particularmente sensible a la política monetaria de EEUU. Desde el 2013 el mercado cambiario se ha movido más en base a la política de EEUU, que a los propios fundamentos internos de cada país. Si bien existe el argumento de que una depreciación mejora la competitividad de los productos peruanos, la depreciación de 13% en el último año y medio y la volatilidad que lo acompañó ha sido un factor negativo para la inversión y los negocios, por la incertidumbre que genera y por su impacto sobre la capacidad adquisitiva y finanzas de las familias. En general, la depreciación en una economía es más señal de problemas que fuente de bondades.

El ruido político.- Es posible que la alta rotación de gabinetes y los enfrentamientos recientes entre el Ejecutivo y el Congreso hayan pesado en la confianza empresarial en el último año. El riesgo es que este ruido político continúe en el 2015.

El enjuiciamiento de algunos gobiernos sub-nacionales y el perfil de algunas de las autoridades recientemente elegidas en octubre son un elemento adicional que puede afectar el ambiente de inversión, al menos en cuanto a proyectos de alto perfil o que están asociados al gasto o financiamiento público.

Resumen

Con tantos factores distintos afectando a la economía, no es fácil definir el momento económico actual. Sin embargo, es claro que el 2% de crecimiento o menos de los últimos meses exagera el grado de desaceleración de la economía. Varios de los factores negativos que pesan sobre el PBI subsistirán por un tiempo. Sin embargo, eventualmente se debería regresar a un crecimiento cercano a 4%, incluso antes de que empiece el ciclo de inversión en infraestructura. Hacia la segunda mitad del 2015 la mayor producción de cobre y la inversión en infraestructura debería llevar a un crecimiento de 5% nuevamente.

PBI POR COMPONENTES DE GASTO (Var. %)

	2013	2014P	2015P
PBI	5.8	2.9	5.0
Importaciones	3.6	-0.3	4.5
Demanda interna	7.0	3.5	4.7
Consumo privado	5.3	4.4	4.8
Consumo público	6.7	8.8	4.6
Inversión bruta fija	7.5	0.5	4.8
Privada	6.4	0.2	3.7
Pública	12.1	1.5	8.9
Exportaciones	-0.9	-2.8	6.0

Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

PBI POR SECTORES ECONOMICOS (Var. %)

	2013	2014P	2015P
Agropecuario	1.5	1.0	2.6
Agrícola	0.8	0.3	2.4
Pecuario	2.8	2.3	3.1
Pesca	18.1	-2.5	1.4
Minería e hidrocarburos	4.9	-0.5	7.8
Minería	4.2	-1.7	8.5
Hidrocarburos	7.1	3.9	5.5
Manufactura	5.7	-0.2	3.4
Primaria	9.6	0.7	3.1
No primaria	4.4	-0.5	3.5
Electricidad y agua	5.5	5.0	5.5
Construcción	8.9	1.5	6.4
Comercio	5.9	4.8	5.2
Servicios	6.4	5.6	5.5
PBI	5.8	2.9	5.0
Sectores Primarios	5.1	0.1	5.5
Sectores No Primarios	6.2	4.0	5.3

Fuente: INEI, Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank



Estudios Económicos

Guillermo Arbe Carbonel

Pablo Nano Cortez
Mario Guerrero Corzo
Daniela Estrella Morgan
Erika Manchego Chavez
Carlos Asmat de la Cruz
Jorge Ordoñez Polanco

Gerente

Macroeconomía /Análisis Sectorial / Regiones
Monetaria / Precios / Bancos
Economía Internacional
Minería / Commodities
Sectores No Primarios
Asistente

211-6052

211-6000 ax. 16556
211-6000 ax. 16557
211-6000 ax. 16661
211-6000 ax. 16558
211-6000 ax. 16853
211-6000 ax. 15136