

# INFORME RIESGO PAÍS

# PERÚ

*Madrid: 7 de julio de 2015*



**Ollanta Humala apura su mandato (2011-16) en medio de la ralentización de la economía y del declive de su popularidad.** Desmintiendo los temores iniciales, ha mantenido durante toda su presidencia la **política de respeto a la economía de mercado y la apertura a la inversión extranjera**. A pesar del clima de crispación en el Congreso y de los cambios de gabinete, se mantiene una relativa estabilidad política y económica. No obstante, la **conflictividad social** y la desigualdad siguen muy presentes y están pasando factura al ejecutivo. Las elecciones de 2016 se encuentran muy abiertas.

**Buena dotación de recursos.** Notable riqueza mineral que ha atraído la inversión extranjera y ha sido el eje del crecimiento en la pasada década. Riesgo de excesiva dependencia.

**Desaceleración controlada.** La desaceleración económica por la caída de los precios de las materias primas, y el deterioro de la confianza llevó el crecimiento del PIB al 2,4% en 2014. El crecimiento debería recuperarse a partir de la segunda mitad de 2015, apoyado en los estímulos fiscales y monetarios, y por la entrada en funcionamiento de explotaciones mineras. Se estima en torno al 4-5% en 2016-17, notablemente por encima del resto de la región

**Prudencia en la gestión presupuestaria y bajo endeudamiento.** El gobierno ha puesto en marcha una política de expansión fiscal para combatir la caída del crecimiento pero sin generar graves desequilibrios. Déficit estimado en 2015 del 2% del PIB. Esta política se fundamenta en una baja deuda pública (18,9% del PIB) y en el buen acceso a los mercados de capitales.

**Cuenta corriente deficitaria.** El deterioro del saldo comercial y el elevado volumen de la repatriación de beneficios ha provocado un déficit por cuenta corriente del 4% en 2014. Este déficit se financia en gran medida con flujos de IDE y está ampliando la capacidad productiva del país.

**Sólido perfil de solvencia externa.** El peso de la deuda externa es muy moderado y servicio de la deuda moderado. Si tenemos en cuenta el elevado volumen de reservas, Perú es prácticamente un acreedor neto externo.

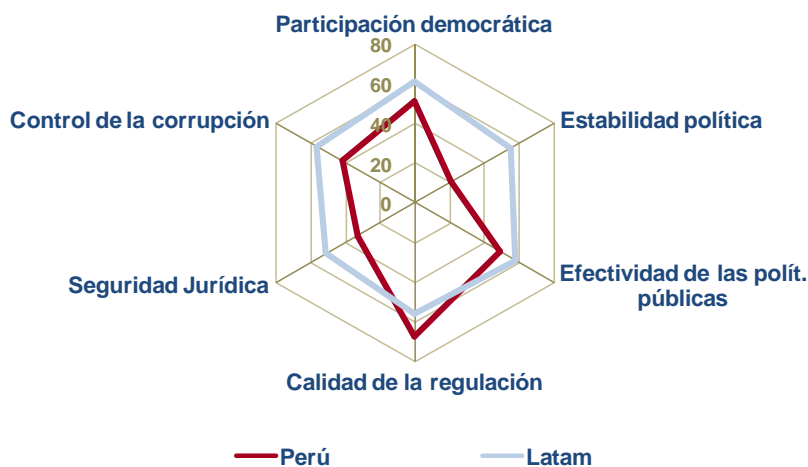
## 1. SITUACIÓN POLÍTICA

- La Presidencia de Ollanta Humala (2011-16) ha mantenido los consensos en materia de política económica y respeto de la seguridad jurídica.
- La suave desaceleración económica, los conflictos mineros y la convulsa vida parlamentaria han provocado la caída en picado de su popularidad. Los partidos son débiles y el espectro político registra una elevada fragmentación. Las próximas elecciones en 2016 están muy abiertas.
- La mejoría económica ha permitido combatir la elevada pobreza y mejorar las instituciones. Los conflictos mineros y las disparidades sociales y regionales persisten como una fuente de disputas e inestabilidad.

POBLACIÓN	30,4 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	6.390 \$
EXTENSIÓN	1.285.216 Km <sup>2</sup>
RÉGIMEN POLÍTICO	Rep. Presidencial
CORRUPCIÓN	85/175
DOING BUSINESS	35/185

Perú ha dado un giro drástico a su evolución política y económica en los últimos quince años gracias a la bonanza económica ligada a las materias primas y a unas políticas económicas prudentes y favorables a la inversión extranjera<sup>(1)</sup>. Así, el país ha registrado un dilatado periodo de relativa estabilidad y fuerte crecimiento ya desde el mandato de Alejandro Toledo (2001-06), pasando por el de Alan García (2006-11), hasta el actual de Ollanta Humala, que se han saldado con una notable mejora de los indicadores económicos, sociales y de solvencia externa. De este modo, a pesar de que persisten en gran medida la conflictividad política y las fuertes desigualdades que fueron el caldo de cultivo de la convulsa historia de las décadas de los 80 y 90, Perú parece haberse transformado, como refleja la espectacular mejora en la clasificación de riesgo-país de la OCDE (ha pasado de estar clasificado en grupo 6 en el año 1998 a grupo 3, en el que permanece desde 2008).

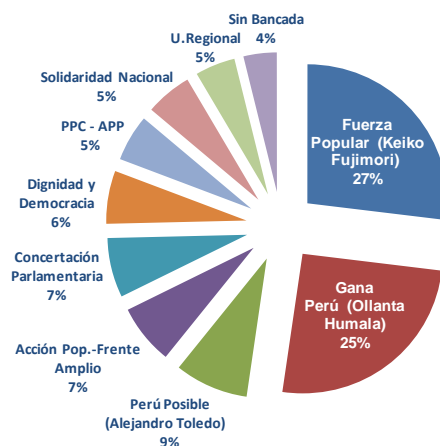
### Indicadores de gobernabilidad, 2014 Banco Mundial



(1) Es uno de los países de la región que ha registrado una mejora más drástica en el Índice *Doing Business* del Banco Mundial sobre el clima para hacer negocios en los últimos años. En concreto, ha pasado del puesto 65 en 2009 al 35 en 2015, justo por detrás de España y Colombia.

Inicialmente, la estrecha victoria de Ollanta Humala frente a Keiko Fujimori en las presidenciales de 2011 (ganó con el 51,3% en la segunda vuelta), tras una dura campaña basada en buena medida en la retórica anticapitalista, hizo temer una vuelta a las políticas populistas del pasado y a que Perú se integrase en el llamado eje chavista<sup>(2)</sup> (la bolsa de Lima registró al día siguiente la mayor caída de su historia, -12%). Sin embargo, Humala, que ya fue variando su discurso en el tramo final de campaña, tranquilizó rápidamente a los mercados abogando por un “cambio moderado” pero, sobre todo, con nombramientos de perfil ortodoxo para su gabinete, en el que destacaba como Ministro de Economía y Finanzas Luis Miguel Castillo<sup>(3)</sup>. Se desmarcó de las políticas de Chávez, y se ha mantenido fiel a la llamada “Hoja de Ruta”, consistente en una estrategia de primero crecer y luego redistribuir. Además, su debilidad en el Congreso, donde su coalición (Gana Perú) sólo contaba inicialmente con 33 de los 130 escaños, le ha obligado a negociar buena parte de sus iniciativas legislativas. La principal alianza ha sido con Perú Posible, el partido del ex presidente Toledo, que ha mantenido una posición de “apoyo crítico” al gobierno.

### Congreso 2011-16



De este modo, desde su elección, el presidente ha emprendido algunos planes de gasto social, pero respetado a grandes rasgos la dirección de la política económica de sus predecesores, y ha mantenido la actitud respetuosa ante la inversión extranjera. No obstante, ello no le ha evitado una dura oposición, especialmente por parte del fujimorismo, que ha temido en todo momento el abandono de la “Hoja de Ruta” en favor del programa inicial de “Gran Transformación”. Así pues, al margen de la continua mejora en la percepción exterior del país, la vida parlamentaria continua siendo muy convulsa, marcada por la crispación, los enfrentamientos personales y los escándalos de corrupción<sup>(4)</sup>, que han ido erosionando la popularidad del Presidente, especialmente en el

- 
- (2) Su programa original para la primera vuelta de las elecciones tenía como lema la “Gran Transformación”, incluía la nacionalización de empresas clave, una revolución social del sistema de trabajo y educativo y la defensa del Estado como el responsable de dirigir la actividad económica con el objetivo de eliminar la desigualdad.
  - (3) Doctor en Economía por la John Hopkins y Máster en Harvard, había trabajado en el Banco Mundial y servido como Viceministro de Hacienda en el anterior gobierno de Alan García. Dejó el gobierno de Humala en 2014.
  - (4) El que más ha afectado al Presidente es el caso Belaunde, la investigación por supuesta corrupción y blanqueo de capitales por parte de su ex asesor de campaña y amigo Martín Belaunde Lossio, arrestado en La Paz a finales de mayo y extraditado a Perú unos días después.

último año, coincidiendo con la desaceleración económica. Además, se ha debilitado todavía más su ya precaria situación en el legislativo. Fiel reflejo de esta situación fue la moción de censura del pasado 30 de marzo contra la primera ministro Ana Jara, que se vio obligada a dejar el cargo a raíz del escándalo por los presuntos seguimientos que la Dirección Nacional de Inteligencia (DINI) habría realizado a diversos políticos, empresarios y periodistas. Su sucesor en el cargo, Caterino Bellido, consiguió obtener el voto de confianza de la cámara, evitando así una situación que habría obligado a la convocatoria adelantada de elecciones.

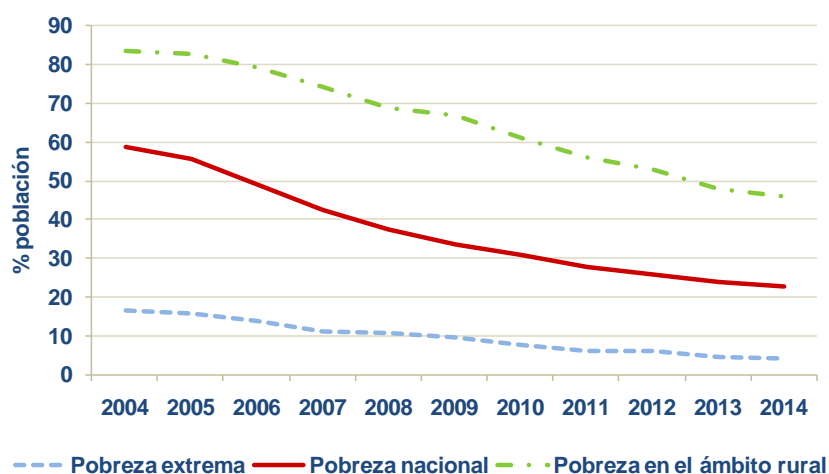
Por otra parte, el giro al centro le ha valido a Humala tensiones internas con los sectores más cercanos al chavismo de su coalición (en abril se escindió oficialmente una parte de Gana Perú), así como sufrir, al igual que sus antecesores, los conflictos con sindicatos, agricultores y comunidades indígenas, que habían visto inicialmente en él a su defensor ante las compañías mineras. Los enfrentamientos violentos con las fuerzas del orden han sido también habituales bajo su presidencia, y han llegado a causar la muerte de manifestantes y la suspensión de importantes proyectos. Se estima que actualmente más de 100 proyectos mineros, valorados en más 8.000 mill.\$, están paralizados por la conflictividad social. El pasado mes de mayo las protestas y bloqueos de carreteras por parte de los huelguistas en protesta contra el polémico proyecto minero de Tía María llevaron a enfrentamientos que se saldaron con tres manifestantes y un agente de policía muertos, lo que provocó duras críticas de la oposición y ha llevado al Presidente a declarar el estado de emergencia durante 60 días en la provincia de Islay.

En efecto, la favorable coyuntura económica y la mejora del clima inversor no deben hacer olvidar que Perú sigue aquejado por problemas que podrían truncar su excelente trayectoria. La pobreza y la exclusión social de amplias capas de la población siguen siendo relativamente elevadas. La pobreza en 2014 afectaba al 22,7% de la población y la pobreza extrema al 4,3%<sup>(5)</sup>. Si bien es cierto que Perú ha experimentado una espectacular mejora en estos indicadores (que eran del 49,2% y 13,8% en 2006, respectivamente) y que el crecimiento de las clases medias resulta muy esperanzador, también lo es que estas mejoras se han concentrado geográficamente en la capital y en las zonas costeras. En buena parte del interior, donde es más numerosa la población indígena, las condiciones siguen siendo muy desfavorables, lo que añade, además, un factor racial a la desigualdad. La pobreza extrema afectaba todavía en 2014 al 14,6% de la población en las zonas rurales. Precisamente en estas regiones es donde se encuentra gran parte de la riqueza mineral que ha sido el motor de la inversión extranjera y del crecimiento, lo que hace que su población perciba con mayor recelo el impacto sobre los recursos hídricos y los cultivos de estas industrias. Además, al igual que en otros países de la región, es frecuente la protesta callejera con violencia como método de reivindicación sindical y el país posee un amplio historial de manifestaciones violentas, cortes de carreteras y paros forzosos.

---

(5) Pobreza extrema definida como porcentaje de población que vive con menos de 1,25 \$ al día en paridad del poder adquisitivo.

### Indicadores de pobreza



Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI)

Asimismo, la percepción acerca de la clase política entre la población es muy negativa debido a los casos de corrupción, al incumplimiento de promesas electorales y, especialmente, a los abusos desde los gobiernos locales derivados del irregular proceso de descentralización iniciado en 2002. Además, hay que resaltar que el sistema político de Perú es muy singular en cuanto a la falta de estabilidad de las bases electorales y a la dificultad con que se logran mayorías parlamentarias. El apoyo popular se mueve más por personalismos que por ideologías o partidos, lo que hace difícilmente predecible el resultado de las elecciones y la evolución política a medio plazo.

Las próximas elecciones, que tendrán lugar en 2016, traerán un cambio de gobierno asegurado, ya que Ollanta Humala no podrá presentarse debido a que la Constitución impide dos mandatos presidenciales consecutivos. De todas formas, tanto su popularidad como la de su mujer, Nadine Heredia, que se había barajado para reemplazarle como candidata, están bajo mínimos (del 60% en 2013 ha caído en picado hasta el 17% en junio de 2015). Así pues, el resultado está una vez más muy abierto. Si no se produce una aparición inesperada, el próximo presidente seguramente estará entre Alan García, Keiko Fujimori y el ex ministro de finanzas Pedro Pablo Kuczynski. De este modo, aunque debido a la conflictividad social no se puede descartar el retorno de propuestas populistas, es muy improbable en estos momentos una vuelta a políticas heterodoxas y parece haberse extendido un amplio consenso en cuanto a las medidas que tienen cabida en el marco actual y que han traído la estabilidad macroeconómica.

## RELACIONES EXTERIORES

Las relaciones exteriores del Perú son en general cordiales, aunque existen tensiones puntuales con sus vecinos derivadas de antiguos conflictos territoriales. EE.UU. es el primer socio comercial e inversor en el Perú, y la relación entre ambos es positiva. Con Chile se cerró definitivamente la disputa sobre la soberanía marítima, tras el fallo del Tribunal Internacional de La Haya en 2014, que supuso la obtención por parte de Perú de gran parte de los derechos pesqueros en disputa.

Aunque Perú llamó temporalmente a consultas a su embajador en Santiago el pasado mes de marzo por un presunto caso de espionaje<sup>(6)</sup>, sus relaciones son actualmente aceptables y Lima mantiene el compromiso con la Alianza del Pacífico, el tratado comercial que le une con Chile, Colombia y México. Por otra parte, Perú y Ecuador se han enfrentado en varias guerras (la última en 1995) en torno a la delimitación fronteriza. En 1998 se alcanzó un acuerdo definitivo, con un programa de respaldo financiado por EE.UU., lo que ha permitido que las relaciones sean buenas en la actualidad, a pesar de algún estafalario incidente<sup>(7)</sup>. Con Venezuela las relaciones se han enfriado por el distanciamiento de Humala con el chavismo y el incidente de 2013 por el intento de mediación de su cancillería en la crisis política venezolana, que recibió una dura reacción por parte del Presidente Maduro y el reemplazo del embajador peruano. Desde entonces Perú, ha mantenido las distancias respecto de la situación en Venezuela.

## 2. ECONOMÍA

- ➔ Notable riqueza mineral que ha atraído la inversión extranjera y ha sido el eje del crecimiento en la pasada década. Riesgo de excesiva dependencia.
- ➔ La desaceleración económica por la caída de los precios de las materias primas, y el deterioro de la confianza llevó el crecimiento del PIB al 2,4% en 2014. El crecimiento debería recuperarse a partir de la segunda mitad de 2015, apoyado en los estímulos fiscales y monetarios, y la entrada en funcionamiento de explotaciones mientras y estar en torno al 4-5% en 2016-17, notablemente por encima del resto de la región.
- ➔ Sector bancario sólido. La dolarización es elevada, pero está disminuyendo paulatinamente.

### BUENA DOTACIÓN DE RECURSOS

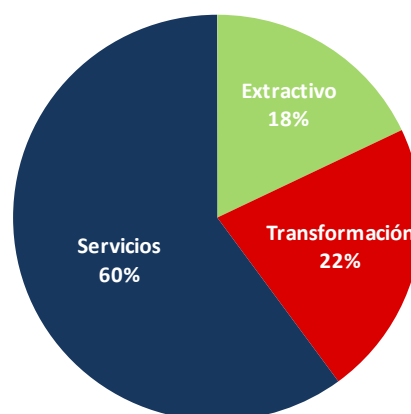
Perú cuenta con una población de 30 millones de habitantes y una renta per cápita de 6.390.\$. Se trata pues, de un mercado de tamaño medio que, con un PIB de algo más de 200.000 mill.\$, constituye la séptima economía de mayor tamaño de Latinoamérica. Destaca, además, por su capacidad en la última década para crecer a un fuerte ritmo<sup>(8)</sup> y atraer grandes flujos de inversión extranjera, incentivados por el entorno favorable, cierta estabilidad política y la riqueza de su dotación de recursos.

- 
- (6) El incidente entre Santiago y Lima se produjo a mediados de febrero, cuando Perú presentó una nota de protesta en la que denunciaba que tres marinos peruanos habían sido detenidos por vender información a agentes chilenos en 2005 y 2012 en relación con la demanda en la Corte Internacional de Justicia de La Haya.
- (7) En mayo 2013 hubo un cruce de declaraciones y llamada a consultas de los embajadores a raíz de la pelea en un supermercado del embajador ecuatoriano con dos señoras peruanas.
- (8) El FMI en su último informe rebajaba el crecimiento potencial de Perú hasta el 4,5%, todavía relativamente elevado en comparación con el resto de la región.

A primera vista, la economía peruana presenta una estructura razonablemente bien diversificada. Los servicios suponen el 60% del PIB, con una importante presencia del comercio, finanzas, transporte y telecomunicaciones. El sector manufacturero aporta el 22% del PIB, donde destacan la agroindustria, construcción, cemento, caucho y textil. Sin embargo, el sector primario tiene una importancia capital: supone un notable 18-20% del PIB, pero sobre todo, tres cuartas partes de las exportaciones.

Puesto de Perú en el ranking de mayores productores del mundo	
Plata	3º
Cobre	3º
Zinc	3º
Estaño	3º
Plomo	4º
Molibdeno	4º
Oro	6º

### Estructura PIB (2013)



Fuente: INEI

En el sector primario destacan, por un lado, el tradicional sector agropecuario (8% del PIB), principalmente pesca, productos hortofrutícolas, café y cacao<sup>(9)</sup>, y, sobre todo, **el sector minero**, que por sí sólo representa aproximadamente el 12% del PIB (incluye actividad minera no extractiva). La minería sobresale especialmente por aportar dos tercios de las exportaciones y cerca de una cuarta parte de los ingresos fiscales, además de ser el gran polo de atracción para la inversión foránea.

PIB (mill.\$)	202.900
CRECIMIENTO PIB	2,4
INFLACIÓN	3,2
SALDO FISCAL	-0,1
SALDO POR C/C	-4,0

Datos a 2014

En efecto, Perú cuenta con extensos depósitos de cobre, oro, plata, hierro y zinc, además de una reservas significativas de hidrocarburos, especialmente de gas<sup>(10)</sup>. Esta variedad reduce la exposición del país ante las fluctuaciones de precios de cada materia prima, aunque sin duda el cobre, que supone por sí sólo más del 20% de las exportaciones, es sobre el que existe mayor dependencia, seguido de cerca por el oro. En cualquier caso, la correlación entre los precios de las materias primas y el crecimiento es uno de los mayores riesgos para la

- (9) También es relevante el cultivo de hoja de coca, siendo Perú el segundo productor mundial (cerca del 40% de la producción mundial, 60.000 hectáreas cultivadas), aunque por motivos evidentes gran parte de esta producción forma parte de la economía sumergida.
- (10) La producción de hidrocarburos, cerca de 175.000 b/d (2013) está muy pareja a la demanda, aunque el país debe importar buena parte de los productos refinados que consume, principalmente de EE.UU. Desde hace más de una década la creciente producción de gas sirve para compensar el declive de la producción de crudo y exportar una parte (actualmente el 60% de la producción de hidrocarburos es GNL).



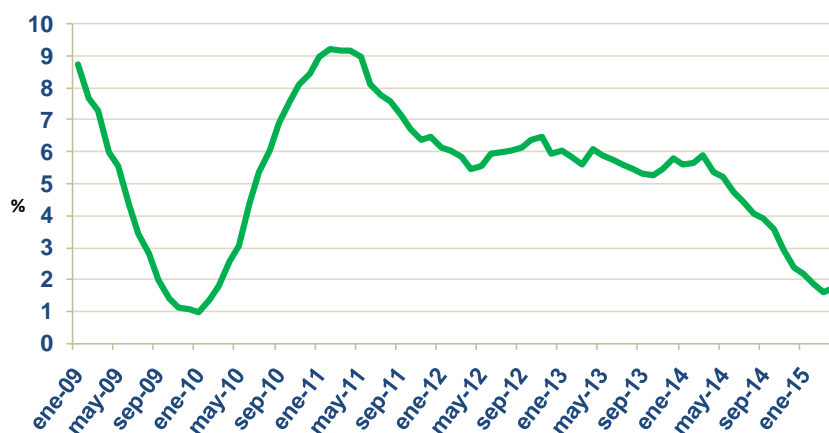
evolución económica del Perú, y la principal razón de la reciente desaceleración económica. No obstante, la puesta en funcionamiento de nuevas explotaciones, principalmente de cobre, prevista para los próximos años permite pensar en que se puedan seguir registrando cifras notables de crecimiento e incluso compensar en buena medida un mayor agravamiento en los descensos de los precios.

## EVOLUCIÓN ECONÓMICA: DESACELERACIÓN

Perú no consiguió encadenar más de 5 años sin crisis en toda la segunda mitad del siglo XX. Los años 80 fueron especialmente desastrosos: se produjo una fuerte caída de la renta (cayó un 22,6% entre 1987 y 1991) e hiperinflación (la inflación alcanzó un 7.650% en 1990). Desde la llegada del siglo XXI, el país registra un panorama diametralmente distinto, con un crecimiento espectacular acompañado de una notable estabilidad macroeconómica, en lo que constituye una de las etapas de mayor prosperidad en la historia del Perú.

Entre 2003 y 2013, a pesar de la crisis internacional de 2009, el PIB peruano creció en promedio un 6,2% y se registró una inflación promedio del 2,9%. Evidentemente, este crecimiento ha estado muy ligado al auge de las materias primas y a la inversión extranjera dirigida al sector minero, lo que es un motivo de preocupación en el actual escenario de desaceleración de la demanda china. Sin embargo, también debe buena parte del éxito a la estabilización monetaria de los años 90 y a la mayor prudencia de la política fiscal desde entonces. Por otra parte, el buen estado de las cuentas públicas, el reducido endeudamiento público y externo, y el elevado nivel de reservas, dotan al país con una notable capacidad de resistir este nuevo entorno e incluso, a diferencia de buena parte de la región, posibilitan el adoptar medidas de estímulo anticíclico para sostener un crecimiento aceptable.

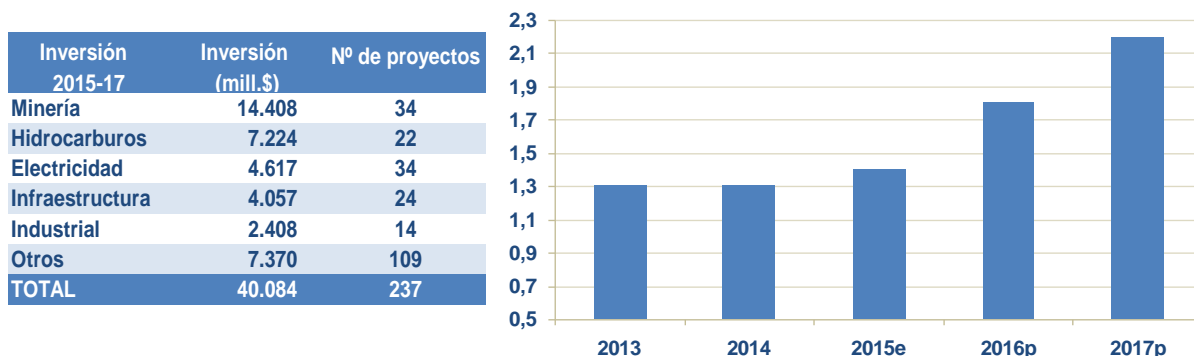
**PIB 2009-2015**  
(Variación mensual anualizada)



Fuente: Banco Central de Perú (BCP)

La desaceleración del crecimiento se ha notado con claridad a partir de la segunda mitad de 2013 y, especialmente, en 2014, que registró un discreto crecimiento del PIB del 2,4%, la tasa más baja desde 2009. A ello ha contribuido no solo la caída de los precios de las principales exportaciones, sino también problemas puntuales por las huelgas en emblemáticas explotaciones mineras y el impacto negativo del clima en la producción agrícola y la temporada de pesca. Además, la demanda interna ha sido un factor clave, ya que el deterioro de la confianza no solo inversora sino también del consumidor ha sido notable. Evidentemente, la desaceleración se ha notado especialmente en el sector de la construcción y la minería por la caída de la inversión privada (-1,6% en 2014). Por último, los planes de estímulo fiscal y de construcción de infraestructuras han sufrido retrasos y problemas en su aplicación por falta de capacidad administrativa y de gestión por parte de los gobiernos regionales y locales. La desaceleración parece haber tocado fondo en el último trimestre de 2014, con un crecimiento anualizado del 1%. El primer trimestre de 2015 no ha sido mucho mejor (1,7%).

**Crecimiento de la producción de cobre**  
(mill. de toneladas métricas finas)

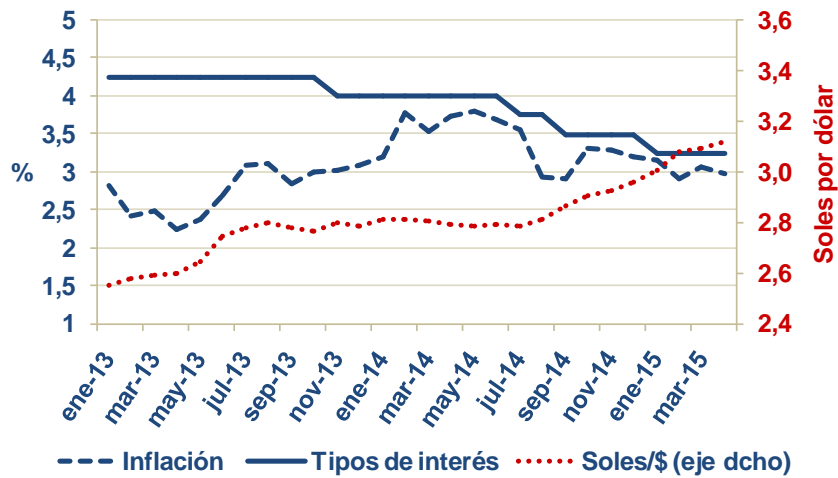


Fuente: Banco Central de Perú

No obstante, ya a partir de abril se registra cierto repunte de la actividad, que se espera que continúe durante la segunda mitad del año gracias a, esta vez sí, la entrada en funcionamiento de los planes de gasto fiscal, y a la estabilización de los precios de las materias primas. De este modo, en 2015 se espera que la economía crezca entre un 3% (IIF) y un 3,9% (Banco Central). En 2016-17 se estima, además, que la mayor producción minera, especialmente por la entrada en funcionamiento de las minas de cobre de las Bambas junto con las ampliaciones en Cerro Verde y Toquepala, más el impacto de los grandes proyectos de infraestructuras y energía, elevarán el crecimiento al entorno del 4-5% (hay 237 proyectos de inversión privada para 2015-17, cuyo valor se estima en cerca de 40.000 mill.\$).

Estas estimaciones están sujetas evidentemente al riesgo de un mayor declive en el precio de las materias primas y al recrudecimiento de conflictos sociales, como prueba la reciente huelga en el puerto de El Callao, que paralizó durante dos días la principal vía de exportación marítima del Perú. Por último, hay que señalar la posibilidad de que el fenómeno de El Niño impacte más de lo previsto, ya que las autoridades esperan únicamente un efecto moderado sobre la producción.

**Política monetaria**



Fuente: Banco Central de Perú

La inflación se ha mantenido moderada a lo largo de la pasada década, sobre todo teniendo en cuenta el fuerte crecimiento. Exceptuando 2008 y 2009, las subidas de precios anuales se han mantenido entre 1%-5%. La inflación se ve muy afectada por el incremento del coste de los alimentos y de la energía, lo que presiona puntualmente los precios, mientras que la inflación subyacente ha permanecido más estable y dentro de la banda objetivo del 1%-3% que tiene el Banco Central. En 2014 la inflación se elevó con motivo, una vez más, de factores coyunturales relacionados con los precios de los alimentos y la subida de las tarifas eléctricas, situándose en el 3,22%, ligeramente por encima del límite superior de la banda objetivo. En 2015 podría nuevamente estar en torno al 3%, influida también por la depreciación del sol, que a mayo de 2015 se situaba en 3,2 soles por dólar y acumula una depreciación desde enero de 2013 del 22%. El Banco Central ha permitido esta depreciación (aunque ha intervenido para suavizarla), y ha aplicado una política de rebaja de tipos desde finales de 2013, cuando el tipo de referencia se situaba en el 4,25%, hasta el 3,25% en el que está fijado actualmente. Adicionalmente, ha reducido los requerimientos de reservas para los préstamos en moneda local. Esta política también permite pensar que la actividad económica repuntará a partir de la segunda mitad del año.

**SECTOR BANCARIO Y DOLARIZACIÓN**

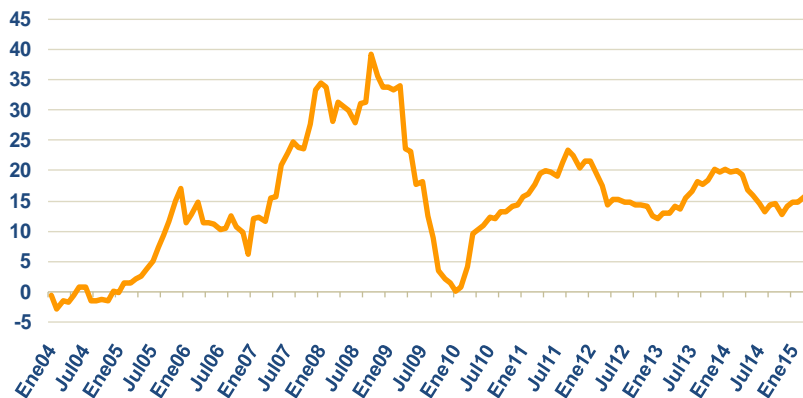
En los últimos quince años el sector bancario ha experimentado una profunda reestructuración, con el fin de revitalizar un sector muy dañado tras varias décadas de crisis. Entre 2000 y 2006 se fusionaron sociedades bancarias hasta dejar 11 en activo (26 en 1998), y se favoreció la entrada de bancos extranjeros como el BBVA, o Nova Scotia Bank, los cuales se han financiado fundamentalmente con depósitos locales (equivalente ya a un 90% de sus activos). Hoy en día, las entidades extranjeras controlan el 50% del sector, hay 15 bancos operativos y los 3 más grandes -el peruano BCP, el español BBVA y el canadiense Scotiabank Perú- concentran más del 70% de los activos. La entrada de banca extranjera ha mejorado la calidad de la gestión y reducido la exposición del país a una crisis bancaria.

	2011	2012	2013	2014
Capital to risk weighted assets	13,7	14,4	13,9	14,5
Nonperforming loans to gross loans	1,8	2,2	2,6	2,9
RoE	23,5	21,5	20	18,2
RoA	2,3	2,2	2	1,9
Liquidity to ST liabilities	40,5	45	43	39,4
Deposit to loan	95,3	95,2	98,1	90,5
% foreign currency loans	45	46,2	56,4	55,2

Fuente: Fondo Monetario Internacional

Los ratios de solvencia, rentabilidad, morosidad y liquidez del sistema financiero indican que en términos generales el sector goza de buena salud. Según el FMI, el ratio de capitalización ponderado por riesgo es del 14,5% (noviembre 2014), un nivel cómodo y similar a la media regional. La morosidad se ha elevado algo los dos últimos años, hasta el 2,9% del total de los créditos, un nivel bajo todavía, aunque existe cierta preocupación por el posible deterioro de la calidad de los activos debido a la fuerte subida de precios inmobiliarios y la rápida expansión del crédito durante los últimos años. La rentabilidad se ha resentido en los dos pasados ejercicios, pero sigue siendo relativamente buena; la rentabilidad respecto al capital (RoE) fue del 18,2% en 2014, mientras que respecto a los activos (RoA) fue del 1,9%. No hay problemas de liquidez (40% sobre deuda a corto), y los ratios de volumen de crédito respecto al PIB y respecto a los agregados monetarios amplios están bien por debajo de la media regional, por lo que existe margen para su expansión. El crecimiento del crédito fue muy fuerte entre 2006 y 2009, pero posteriormente no ha vuelto a registrar tasas superiores al 20%, a partir de las cuales se suelen acumular riesgos en los balances. En 2014 el crecimiento estuvo en torno a un saludable 15%. En realidad, llama la atención la baja penetración del sector financiero; los préstamos suponen poco más de un tercio del PIB y la proporción del uso de instrumentos financieros entre la población es del 29%, frente al 51% en Latinoamérica.

### Crédito al sector privado del sistema bancario total (var% 12 meses)



Fuente: Banco Central de Perú

A pesar de todo, Perú sigue combatiendo uno de los problemas heredados de su turbulento pasado monetario: la dolarización. La dolarización es un riesgo importante para la solvencia del sector privado, que puede verse muy afectado por una brusca depreciación. En diciembre de 2014, el volumen de las operaciones denominadas en dólares era del 43,4% en los depósitos y del 38,4% de los créditos, aunque en este último caso el porcentaje es sensiblemente mayor para el caso de las empresas. El Banco Central combate activamente este problema y ha llevado a cabo fuertes subidas de la tasa de encaje para las operaciones en dólares, que a mayo de 2015 registraba un enorme diferencial de 3.700 puntos básicos. No obstante, la buena marcha de la economía, la creciente credibilidad de la política monetaria y la estabilidad de precios son posiblemente los grandes responsables de los avances. La reducción de la dolarización ha sido muy considerable: en 2003 las cifras rondaban el 75% tanto en créditos como depósitos. Los riesgos de desencaje por depreciación de la moneda parecen reducidos para los bancos; sin embargo, es un riesgo a vigilar en el caso de empresas que no obtengan ingresos en divisas y que puede afectar muy negativamente a la morosidad.

### 3. SECTOR PÚBLICO

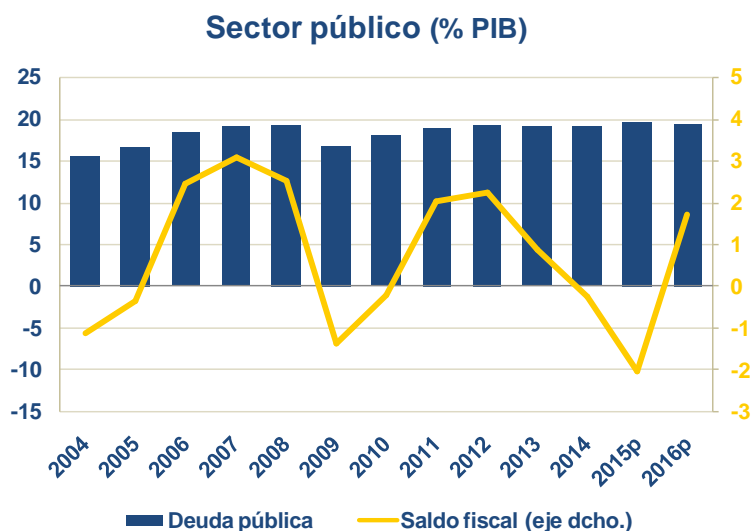
- ➔ Prudencia en la gestión presupuestaria. El gobierno ha puesto en marcha una política de expansión fiscal para combatir la caída del crecimiento pero sin generar graves desequilibrios. Déficit estimado en 2015 del 2% del PIB.
- ➔ Escasa deuda pública (18,9% del PIB) y buen acceso a los mercados de capitales. Grado de inversión.

Perú ha registrado en la última década una evolución muy favorable de las cuentas públicas, respaldada por el auge de los ingresos propiciado por el fuerte crecimiento económico y por la moderación del gasto, en buena parte originada por el recuerdo de los desastres del pasado. Entre 2011 y 2013 registró superávits cercanos al 2% y a partir de entonces ha registrado un creciente déficit por la desaceleración y los planes de estímulo fiscal, pero el desequilibrio es de moderado tamaño, de tan sólo el 0,2% del PIB en 2014, y se estima del 2% en 2015. Esto, junto con el bajo nivel de endeudamiento (19,6% del PIB) permite seguir manteniendo un buen perfil de solvencia del soberano, a pesar de la peor coyuntura.

Una de las características más positivas de los últimos años ha sido el fuerte crecimiento de los ingresos, gracias a la ampliación de la base tributaria y al incremento de los ingresos no corrientes. Sin duda, la buena coyuntura es la causa principal de la solidez en las cuentas, pero también es cierto que desde 1999 se han ido introduciendo mecanismos para mejorar la gestión presupuestaria<sup>(11)</sup> que han favorecido una mayor prudencia en el manejo del presupuesto. A diferencia de otros países que también han disfrutado de una bonanza exportadora, el ejecutivo no ha descontrolado su gasto, las elecciones no han causado un efecto significativo sobre la

(11) En 1999 se aprobó la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal, y comenzó la aplicación de reglas de déficit, deuda y gasto públicos. Además, se creó una comisión técnica de política fiscal que elabora perspectivas y propuestas plurianuales. Asimismo, hay un Fondo de Estabilidad Fiscal al que se asignan superávits hasta alcanzar el 4% del PIB y que a diciembre de 2014 se estima que cuenta con 8.600 mill.\$.

política fiscal (tal vez porque los presidentes no pueden tener dos mandatos consecutivos). El volumen de gasto público se mantiene en un rango razonable, incluso algo bajo para un país de este nivel de renta (19,6% del PIB), algo que da cierto margen para el plan de estímulo fiscal aprobado en 2014.

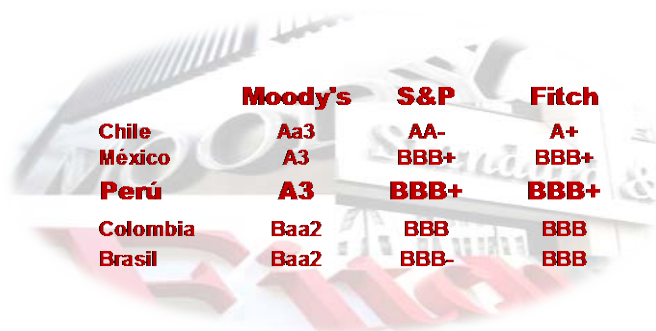


Fuente: Institute of International Finance

Dicho paquete reúne una batería de medidas de gasto y reducción de impuestos que tiene una cuantía total del 2% del PIB. En reducción de impuestos el impulso total es del 0,7% del PIB. Destacan la reducción del tipo del IRPF para las rentas bajas del 15% al 8% y del impuesto de sociedades, que se pasará progresivamente del 30% al 26% en los próximos cuatro años. En el lado del gasto el impulso es del 1,3% del PIB y consta principalmente de una subida salarial a funcionarios (0,3% del PIB), ya efectuada en 2014, y de un programa de gasto (0,5%), principalmente en infraestructuras de transporte y energía. El plan apenas tuvo impacto en 2014, en gran parte por la incapacidad administrativa de los gobiernos regionales, que se vió además agravada por las elecciones locales, que provocaron retrasos en su implantación debido a los cambios de gobierno. Se estima que a partir de la segunda mitad de 2015 empiecen a tener mayor impacto.

La reducida deuda pública y su bajo coste es un soporte clave de la favorable clasificación de riesgo-país de Perú. Apenas alcanza el 20% del PIB en la actualidad y el coste de los intereses supuso únicamente el 0,8% del PIB en 2014. Los distintos gobiernos han continuado la política de aumentar la proporción de deuda denominada en moneda nacional, alargar los vencimientos y continuar con el desarrollo del mercado financiero para aumentar su amplitud y profundidad. El país alcanzó el grado de inversión por parte de las principales agencias de rating en 2010 y en la actualidad se sitúa tres niveles por encima del grado de inversión para las tres agencias, cuatro en el caso de Moody's, que mejoró la clasificación a A3 el pasado año. Esto le permite registrar en sus emisiones uno de los spreads de deuda más bajos de Latinoamérica. A principios de 2015 se situaba en 159 p.b (EMBIG) frente a más de los 400 p.b. a los que se elevó en la región con motivo del deterioro del sentimiento inversor hacia los países emergentes. De igual forma sucede con el CDS a 5 años, que tiene un coste de 139 p.b. y una probabilidad anual de impago del

2,2%. Así pues, desde el punto de vista de las finanzas públicas, el país se encuentra bien preparado para las turbulencias que puedan producirse con motivo de la subida de tipos de interés o de un mayor deterioro de las economías emergentes



	<b>Moody's</b>	<b>S&amp;P</b>	<b>Fitch</b>
<b>Chile</b>	Aa3	AA-	A+
<b>México</b>	A3	BBB+	BBB+
<b>Perú</b>	<b>A3</b>	<b>BBB+</b>	<b>BBB+</b>
<b>Colombia</b>	Baa2	BBB	BBB
<b>Brasil</b>	Baa2	BBB-	BBB

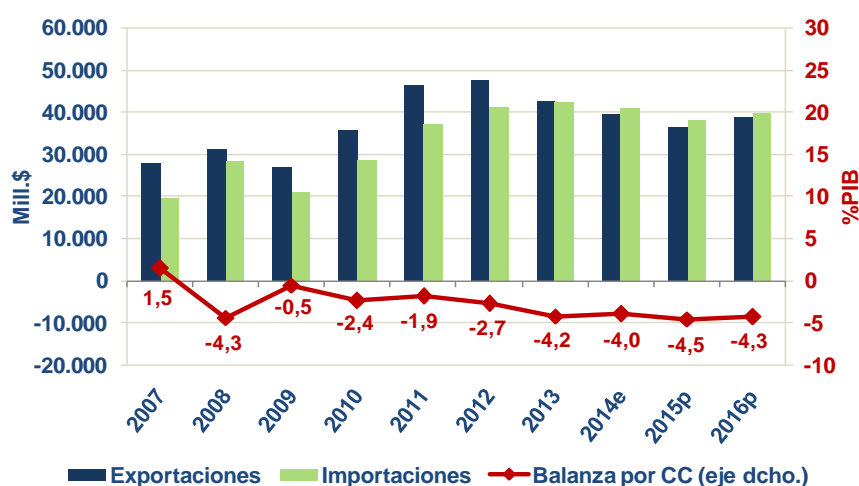
## 4. SECTOR EXTERIOR

- Sector externo muy dependiente de la exportación de minerales. Cuenta corriente deficitaria (-4% del PIB en 2014) provocada por los proyectos de inversión. El superávit comercial y la entrada de remesas no compensan el saldo negativo de la balanza de rentas como consecuencia de la repatriación de beneficios.
- El déficit corriente se financia en gran medida con flujos de entrada de IDE, por lo que no genera grandes necesidades de financiación.
- Espectacular nivel de reservas, que cubre prácticamente toda la deuda externa, más que suficiente para absorber un severo shock externo.

Perú ha incrementado sustancialmente su integración económica internacional en la última década con motivo del auge de las exportaciones de minerales. Su grado de apertura ronda el 40% en 2014, cuando en 2002 era del 27% del PIB. El crecimiento del comercio, en especial de las exportaciones, ha superado ampliamente al aumento de la producción nacional. El grueso de las ventas al exterior (70%) lo constituyen las llamadas exportaciones tradicionales (cobre, oro, zinc, petróleo y gas, café y harina de pescado). Por consiguiente, la evolución de los precios de las materias primas tiene un fuerte impacto en las cuentas externas. Entre las exportaciones no tradicionales destacan las textiles y las de productos químicos. Por su parte, las importaciones consisten de forma abrumadora en bienes de capital (31,6%) y bienes intermedios (46,1%), destinados principalmente a los proyectos de inversión. En cuanto a las relaciones comerciales, destaca el espectacular incremento de los intercambios con China. El país asiático ha pasado en la última década a ser primer socio comercial, responsable del adquirir el 18% de las exportaciones peruanas y del 21% de las importaciones, desbancando así por escaso margen a EE.UU., que antiguamente era de forma destacada el primer socio comercial y que todavía hoy concentra un volumen importante de exportaciones (16%) e importaciones (21%).

Tras la fuerte recuperación que experimentaron las exportaciones entre 2010-12, han vuelto a caer en los dos últimos años, afectadas por el deterioro de los precios de los metales, aunque en volumen se han superado año tras año los récords históricos. Las importaciones, aunque también se han moderado, siguen en niveles históricamente altos debido a los numerosos proyectos de inversión. En 2014 las exportaciones cayeron un 6,5%, hasta los 39.533 mill.\$, mientras que las importaciones también se redujeron (-5%), debido al descenso de las compras de bienes intermedios, hasta los 40.809 mill.\$. De este modo, el superávit comercial, que ya se evaporó en 2013, se ha transformado el pasado año en un pequeño déficit de 1.276 mill.\$, el primero que se registra desde 2001. En 2015-16, aunque se espera que las exportaciones se recuperen debido a la estabilización de los precios y al incremento del volumen, las estimaciones apuntan todavía a que se registrarán pequeños déficits comerciales.

### Saldo exterior

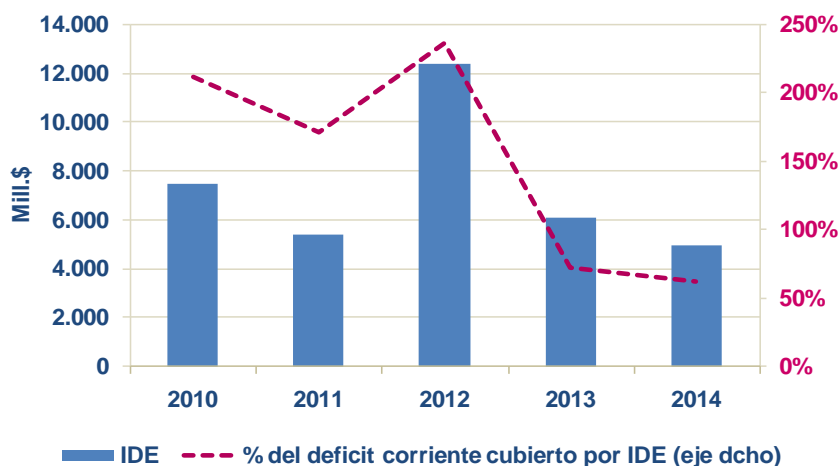


Fuente: IIF

Aunque la sub balanza de transferencias presenta generalmente un superávit del entorno del 1-3% del PIB gracias a las remesas de emigrantes (4.374 mill.\$), la balanza de servicios, rentas y transferencias registra año tras año unos abultados déficits debido, sobre todo, al pago de dividendos y rentas de los activos extranjeros en el país, que, no obstante, se redujeron en 2014 a 7.964 mill.\$. Así pues, este desequilibrio, unido al deterioro del saldo comercial, provoca que Perú haya registrado en los últimos años un fuerte desequilibrio por cuenta corriente. En 2014 fue de 8.030 mill.\$, lo que representa el 4% del PIB. En los próximos años se estima incluso que se amplíe en unas décimas. Este desequilibrio, no obstante, no resulta muy preocupante, ya que se debe en buena medida a la importación de bienes de capital y se financia en gran parte con inversión directa extranjera (IDE).



### Inversión directa extranjera (IDE)

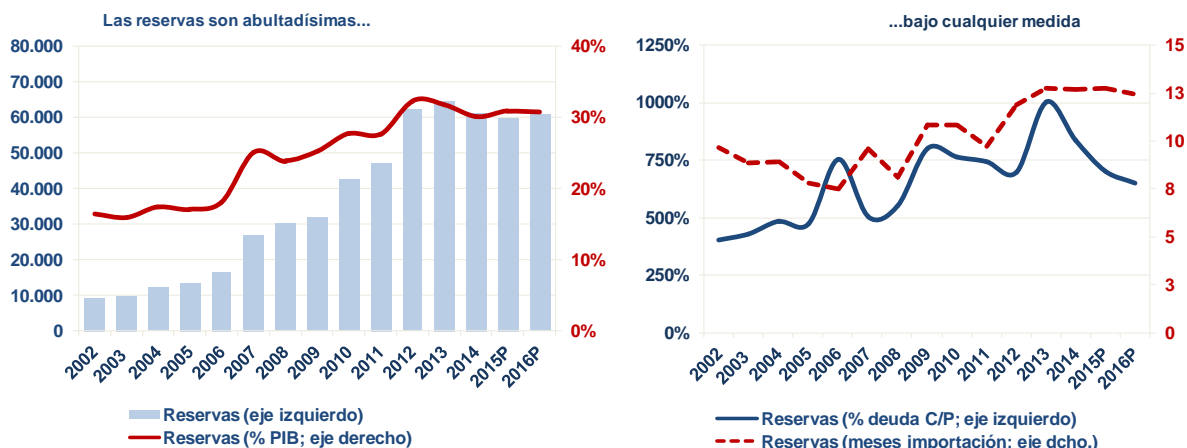


Fuente: IIF

En efecto, la IDE ha estado en promedio en casi 7.000 mill.\$ desde 2007. En 2014 se redujo a 4.939 mill.\$ (datos del IIF; el FMI la estima todavía en 7.500 mill.\$). En cualquier caso, hablamos de un volumen que oscila alrededor del 2-5% del PIB. Así pues, las necesidades de financiación externa en forma de deuda que genera el desequilibrio corriente son reducidas y se cubren bien con emisiones de bajo coste gracias al buen perfil de solvencia del país o a través de los proyectos de desarrollo financiados por instituciones multilaterales (2.000 mill. en 2013).

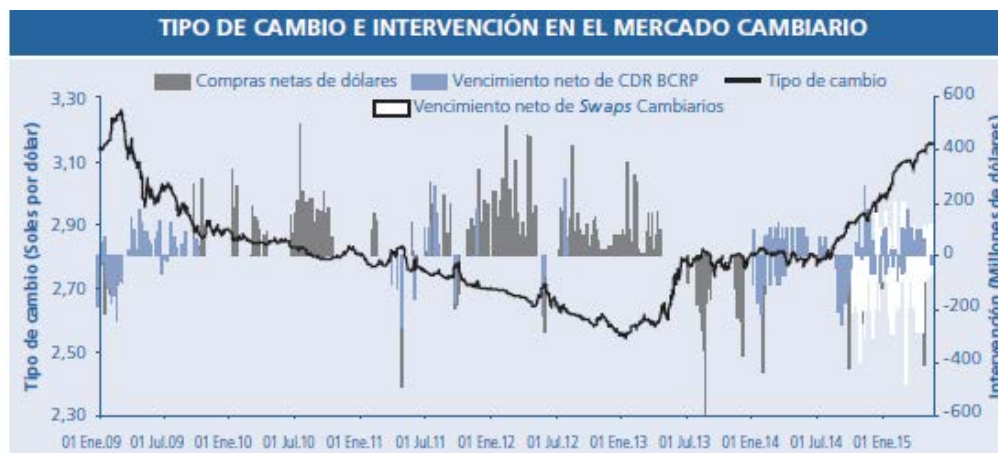
La capacidad de pago de Perú es muy sólida. Las reservas ascendían a 61.185 mill.\$ a finales de 2014, lo cual supone algo más de un año de importaciones, nueve veces el total de la deuda a corto plazo, y en torno a un tercio del PIB. De hecho, las reservas casi son suficientes para pagar toda la deuda externa actual (95%).

### Reservas



Fuente: IIF

Buena parte de esta acumulación se debe a la fuerte intervención del Banco Central para reducir la apreciación de sol en la pasada década. Esta tendencia se ha invertido en los dos últimos años, en los que el Banco Central ha comenzado a intervenir para suavizar la caída de la moneda. No obstante, su efecto sobre las reservas ha sido limitado, en gran medida porque se ha llevado a cabo desde comienzos de 2014 con la utilización de swaps de divisas y el vencimiento de certificados de depósito en el Banco Central (CDRs). Aunque tiene sus detractores, esta política, utilizada también en otros países de la región, se considera que permite conservar las reservas y cubrir los riesgos cambiarios que las empresas puedan sufrir a causa de un desajuste de divisas en sus balances.



Fuente: Banco Central de Perú

## 5. DEUDA EXTERNA

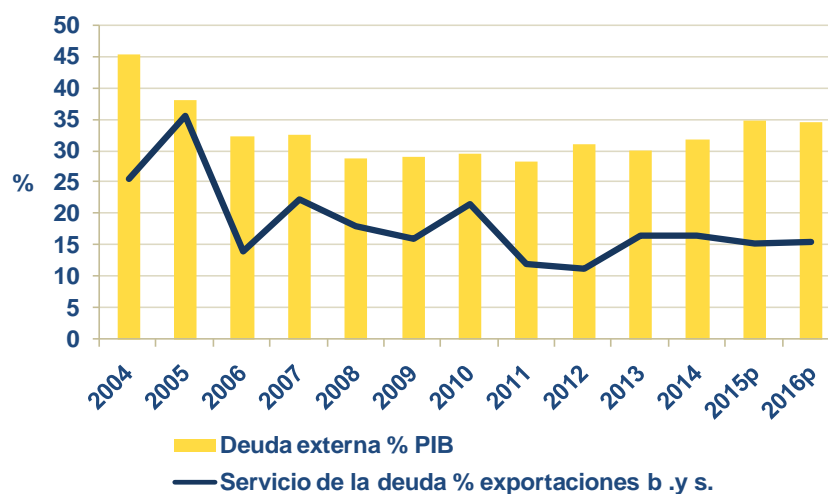
- ➔ Bajo peso de la deuda externa (31,7% del PIB en 2014) tras la fuerte caída de la última década a causa de la bonanza económica y el prepago de deuda en 2005-07.
- ➔ Servicio de la deuda moderado, (7.697 mill.\$ en 2014; un 16,5% de las exportaciones).

El historial de problemas de deuda fue extenso hasta mediados de los años 90<sup>(12)</sup>. Perú tuvo que acudir en ocho ocasiones al Club de París (la última en 1996) y refinanciar su deuda privada en el marco del Plan Brady en 1997. Sin embargo, desde entonces, el perfil deudor de Perú ha cambiado de forma radical, lo que le permitió prepagar a los acreedores del Club de París (2005 y 2007) y recomprar todos los Bonos Brady (2008).

(12) Entre 1985 y 1990 declaró una moratoria unilateral de su deuda externa, y hasta 2002 no se produjo el retorno del país a los mercados internacionales de deuda.

En la actualidad el valor absoluto de la deuda ha aumentado considerablemente (unos 67.000 mill.\$ en 2014), pero en términos relativos, su peso ha caído en picado gracias a la excelente evolución de la economía. La deuda externa se situó en el 31,7% del PIB en 2014, o un 138% de las exportaciones. Los plazos no presentan problema, ya que sólo algo más del 10% de la deuda externa es a corto plazo. El tipo de interés medio está por debajo del 4%; y casi el 80% está denominada en dólares, por lo que la caída de la moneda ha provocado cierta subida del peso de la deuda en los dos últimos años. Del mismo modo, se espera que la deuda se eleve algo en los próximos años, hasta el entorno de los 70.000 mill.\$, pero todavía se situará en un rango muy moderado, cercano al 35% del PIB.

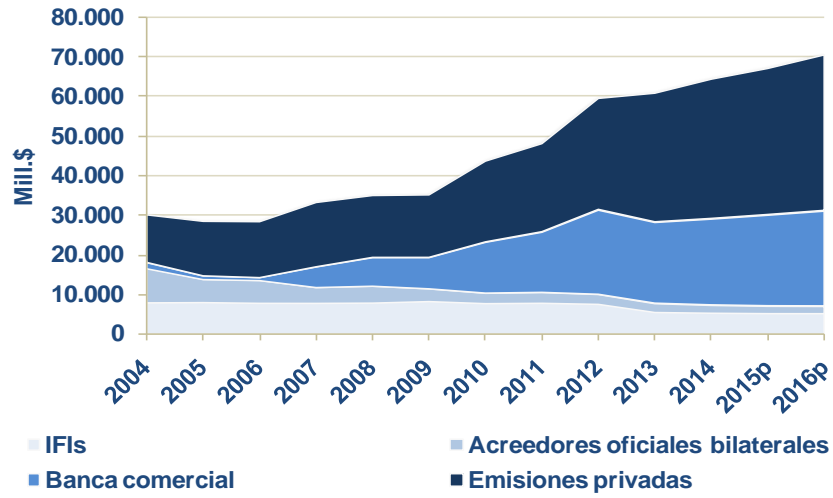
### Deuda externa



Fuente: IIF

Por acreedores, destacan la banca comercial y otros acreedores privados, que poseen el 89% de la deuda externa en 2014. Sobresale la gran expansión del crédito de la banca comercial desde el año 2006, cuando en esa fecha era prácticamente nulo. Las IFIs, sobre todo a través del BID, cuentan todavía con cierto peso (5.400 mill.\$), pero en términos relativos ya suponen menos del 10%. Por deudores, se reparte casi a partes iguales entre el sector público y el sector privado. La tendencia es a un aumento del peso de la deuda privada respecto a la pública, en parte por la fortaleza de las cuentas del gobierno y también debido a que las entidades bancarias y las empresas privadas han ido aumentando su endeudamiento exterior, atraídos por los intereses en los países desarrollados, que se sitúan en niveles históricamente bajos. De la deuda externa privada, aproximadamente la mitad es bancaria y la otra mitad de empresas privadas que emiten por su cuenta. Estas últimas son principalmente multinacionales mineras con capacidad para emitir deuda directamente en los mercados. El servicio de la deuda se situó en unos 7.697 mill.\$ en 2014, lo que representa un 16,5% de los ingresos corrientes, un nivel manejable.

### Estructura por acreedores



Fuente: IIF