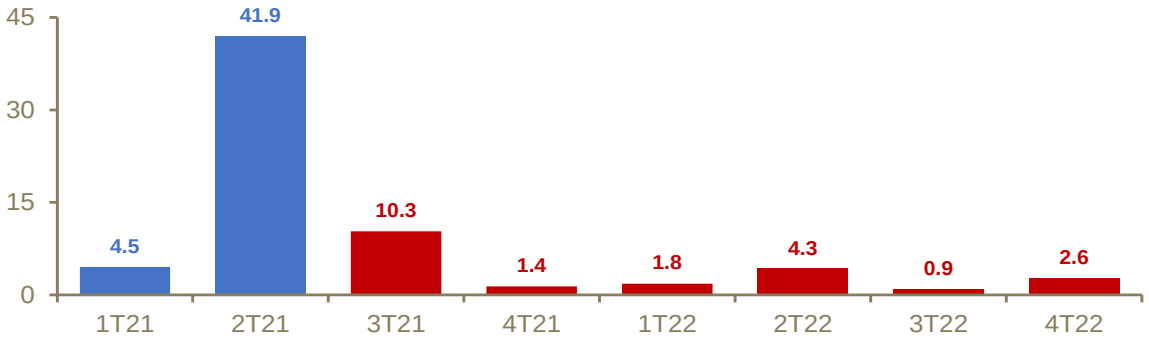
Alfredo Thorne
alfredo@thorne-associates.com
Martes 19 de octubre de 2021

Perú: Actualización quincenal

- **La publicación de los datos de producción de agosto justifica una revisión al alza de nuestra proyección de crecimiento del PBI de 10.7% a 12.5% para 2021 y de 1.4% a 2.4% para 2022.**
- **El reporte da cuenta de que el crecimiento del mes viene por un efecto cíclico debido a la reapertura de la economía, en donde los sectores que más crecieron son manufactura, servicios y minería e hidrocarburos. También destacamos el reciente cambio del gabinete ministerial que ha disipado cierto ruido político, aunque sería solo temporal**
- **No esperamos que lo anterior marque una tendencia hacia adelante. Por el lado político, los cambios en el gabinete habrían generado conflictos en la relación Ejecutivo-Perú Libre. Además, se mantiene la propuesta de una Asamblea Constituyente, respaldada por Castillo, y los recientes anuncios sobre la segunda reforma agraria y la nacionalización del gas de Camisea.**
- **Por el lado económico, los indicadores de alta frecuencia anticipan una desaceleración económica en los próximos meses, los mercados financieros se normalizarían dada una sobrerreacción, las expectativas empresariales se mantendrían ligeramente pesimistas ante el ruido político y la subida de la tasa de referencia reduciría el estímulo monetario, aunque de manera gradual y a partir del siguiente año.**

Ante la publicación de los datos de la producción de agosto, revisamos nuestra proyección de crecimiento para 2021, de 10.7% a 12.5%, y 2022, de 1.4% a 2.4%. En agosto, la producción creció 11.8% anual, superando las expectativas del mercado de un crecimiento de 10% y nuestra proyección de 10.2%. Este mayor crecimiento vendría por un efecto cíclico, en donde los sectores como manufactura, servicios y minería e hidrocarburos se están viendo beneficiados por la reapertura de la economía y el contexto externo favorable. Además, se ha disipado cierto ruido político con el nombramiento del nuevo gabinete ministerial, por lo cual los mercados financieros reaccionaron positivamente en los últimos días. Sin embargo, no creemos que esto marque una tendencia en adelante. No vemos ninguna señal, política o económica, que mejoren las perspectivas de crecimiento para 2022. Proyectamos que la actividad económica se enfríe en el último trimestre de este año y, hacia adelante, la economía registraría leves tasas de crecimiento, dando como resultado un crecimiento de 2.4% en 2022.

Perú: Proyección del PBI
Var. % anual



Fuente: INEI, Thorne & Associates

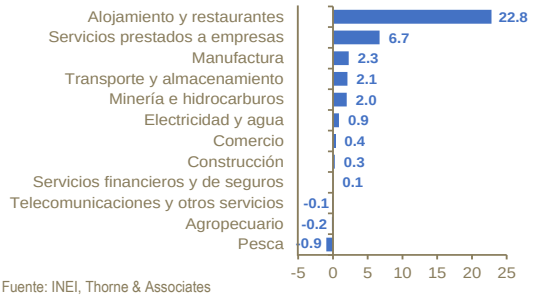
 Av. Angamos Oeste 1431, oficina 703, Miraflores – Lima 18, Perú

Sebastián Valverde
sebastian@thorne-associates.com
Claudia Nicole Castañeda
claudianicole@thorne-associates.com

Nuestra revisión del crecimiento del PBI para este año de 10.7% a 12.5% responde, a un efecto cíclico de la economía, la cual continúa rebotando tras lo perdido el año anterior por la pandemia. La producción nacional creció 11.8% anual en agosto, sorprendiendo al mercado. Todos los sectores registraron tasas de crecimiento positivas, excepto pesca, y los que contribuyeron en mayor medida al crecimiento del mes fueron construcción, servicios, manufactura y comercio.

Al observar las variaciones de los índices desestacionalizados, el PBI registra una expansión de 1.5% respecto al mes previo. Usando la misma métrica, resalta el crecimiento de los sectores servicios, principalmente alojamiento y restaurantes, y servicios prestados a empresas, que se expandieron 22.8% y 6.7%, respectivamente, debido a la continua reapertura de la economía. Además, el sector manufactura creció 2.3% y minería e hidrocarburos lo hizo en 2.0%. Estos habrían estado apoyados por el contexto externo favorable, en donde los precios de commodities continúan al alza. También señalamos un posible efecto de inventarios, en donde las empresas habrían acelerado la construcción del stock de viviendas ante el ruido político.

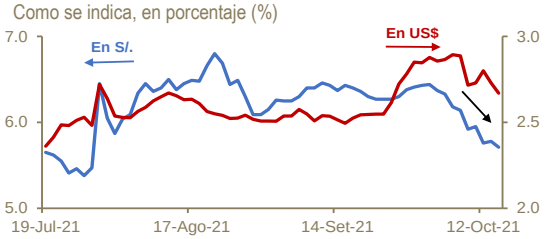
Perú: PBI Mensual por sectores
Var. % mensual de Agosto, usando el índice desestacionalizado



Fuente: INEI, Thorne & Associates

Además, el reciente cambio del gabinete ministerial, junto con la designación de Julio Velarde en el BCRP, ha disipado cierta incertidumbre política en octubre, aunque solo temporal, en donde los mercados financieros reaccionaron positivamente. El rendimiento de los bonos soberanos a 10 años, denominados en moneda local, bajaron de 6.14% el 6 de octubre a 5.71% el 14 de octubre, y los denominados en moneda extranjera, de 2.89% a 2.67%, en el mismo periodo. Respecto a este último, esto representa la caída más alta del año, tras llegar a ubicarse cerca de 2.9%, su nivel más alto desde marzo de 2020, durante el inicio de la pandemia.

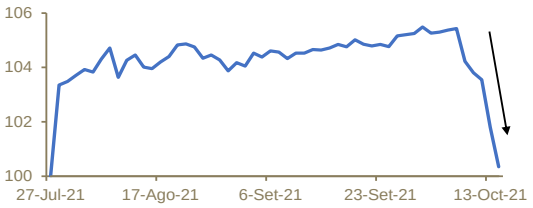
Perú: Rendimiento de los Bonos Soberanos a 10 años[1]
Como se indica, en porcentaje (%)



1/ Al 14 de octubre.
Fuente: BCRP, Thorne & Associates

En cuanto al tipo de cambio, se registró una fuerte apreciación tras el cambio del gabinete, aunque también se destaca la contribución del alza de la cotización del cobre, el inicio del ciclo tributario, las operaciones en el mercado cambiario del BCRP y la subida de la tasa de interés de referencia. Así, el tipo de cambio pasó de un máximo histórico de S/ 4.13 por dólar el 6 de octubre a S/ 4.08 en un día. Es más, llegó a cerrar por debajo de los S/ 4 el 14 de octubre, en S/ 3.93, su nivel más bajo desde el 27 de octubre, cuando el presidente dio su primer discurso a la nación y nombró a su primer gabinete ministerial.

Perú: Tipo de Cambio[1]
Índice, 27-Jul-2021 = 100



1/ Al 14 de octubre.
Fuente: BCRP, INEI, Thorne & Associates

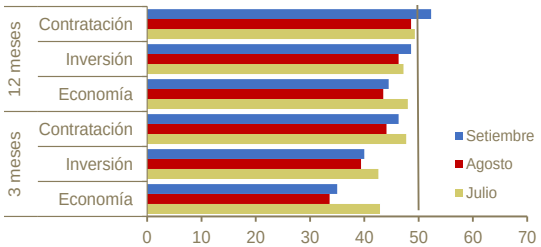
A esto se le suma el reporte de las expectativas empresariales de setiembre, que señala una mejora generalizada de todos los indicadores, aunque cabe señalar que la mayoría de los indicadores no logra superar

Alfredo Thorne
alfredo@thorne-associates.com

sus niveles previos a la pandemia. En cuanto a las expectativas empresariales de corto plazo (a 3 meses), para la economía se registró un aumento de 33.6 en agosto a 35 en setiembre, mientras que las expectativas del sector subieron de 42.4 a 44.8 en dicho periodo. Las expectativas de contratación aumentaron de 44.1 a 46.3, pero las de inversiones solo subieron ligeramente, de 39.4 a 40 en setiembre.

Respecto a las expectativas de largo plazo (próximos 12 meses), estas son en general optimistas, especialmente las del sector, empresa, demanda y contratación. En particular, las expectativas del sector subieron de 49.8 en agosto a 51.7 en setiembre, y las de contratación, de 48.6 a 52.3 en dicho periodo, retornando al tramo optimista. No obstante, las de la economía y de inversiones, si bien mostraron una mejora respecto a lo observado en agosto, son las únicas que se mantienen en el tramo pesimista.

Perú: Confianza empresarial
Índice de difusión, 50=neutral

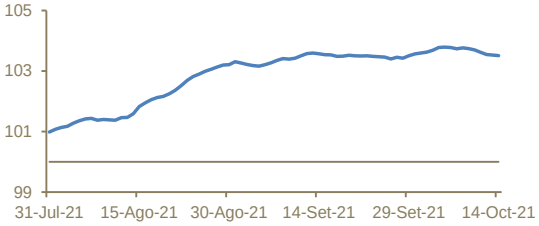


Fuente: BCRP, Thorne & Associates

Sin embargo, no esperamos que estos resultados marquen una tendencia hacia adelante. En primer lugar, los indicadores de alta frecuencia ya señalan una desaceleración de la economía en los próximos meses. Revisando la información de movilidad de Google, hasta principios de octubre la mayoría de los indicadores estaban cerca a sus niveles previos a la pandemia e incluso algunos lo habían superado. La movilidad hacia los centros comerciales y de recreación, y a supermercados y farmacias, habría perdido fuerza en los últimos meses. Ello indicaría que el crecimiento de agosto de los sectores comercio y servicios habría alcanzado cierto pico y en adelante se desaceleraría.

Más aún, la producción de electricidad, proxy en tiempo real del PBI, da señales de un enfriamiento de la economía en los próximos meses. Si comparamos frente al mes del año anterior, se observa un crecimiento de 6.5% en agosto. Respecto al mismo mes de 2019, la tasa de crecimiento es de 4.0%. Sin embargo, al analizar el indicador desestacionalizado, la perspectiva cambia. Tomando el promedio de 2019, la producción eléctrica se habría estancado entre setiembre y octubre, luego de observar una tendencia al alza en los meses anteriores y se espera que mantenga una tendencia a la baja en adelante.

Perú: Producción Eléctrica[1]
Índice, Promedio de 2019 = 100, con ajuste estacional

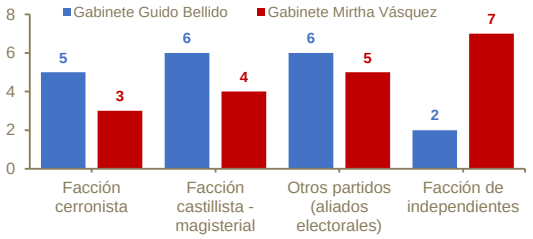


1/ Al 14 de octubre.
Fuente: COES, Thorne & Associates

En segundo lugar, nos mantenemos escépticos de que la incertidumbre política se haya disipado por completo. Tras la designación del nuevo gabinete, varios integrantes del partido han mostrado su rechazo, incluyendo al fundador del partido, Vladimir Cerrón. La razón de ello sería que la facción de Cerrón ha perdido fuerza en el Ejecutivo y la facción de independientes ha ganado más presencia. Esto reflejaría los conflictos internos en Perú Libre y la posible pérdida de la influencia de Castillo en el Congreso, lo cual deja abierta la posibilidad de una vacancia presidencial. A esto se suma la propuesta de una Asamblea Constituyente, la cual sigue siendo respaldada por el presidente Castillo, así como los recientes anuncios sobre la segunda reforma agraria y la nacionalización del gas de Camisea.

Sebastián Valverde
sebastian@thorne-associates.com
Claudia Nicole Castañeda
claudianicole@thorne-associates.com

Perú: Cuotas del Gabinete Ministerial
Número de integrantes



Fuente: El Comercio, Thorne & Associates

Debido a esto último pensamos que hay una sobrerreacción de los mercados financieros. Prevemos que la apreciación del tipo de cambio sea temporal y corresponda a una estabilización de la moneda. Así, en un contexto donde todavía persistiría el ruido político, el tipo de cambio cerraría en S/ 4.1 por dólar, menor al S/ 4.3 que anticipábamos anteriormente. Para 2022, revisamos la proyección del tipo de cambio de S/ 4.5 a S/ 4.3.

También esperamos que las expectativas empresariales se mantengan ligeramente pesimistas. Si bien en octubre se observaría una mejora ya que el reporte de setiembre se dio antes del gabinete, en adelante no lograrían superar el tramo pesimista dada la continuidad de la incertidumbre política.

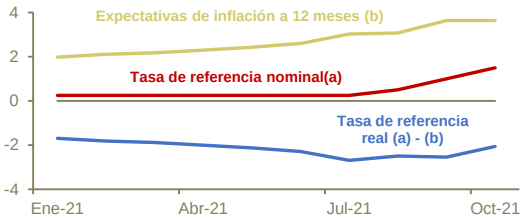
Asimismo, las recientes revisiones crediticias podrían revertir la reciente disminución del costo de endeudamiento. En efecto, la agencia Standard & Poor's revisó la perspectiva de la deuda soberana en dólares del país de estable a negativa, y Fitch Ratings la rebajó de "BBB+" a "BBB". En general, esto se atribuye al riesgo de la incertidumbre política, una menor proyección del crecimiento del próximo año y una erosión de las cuentas fiscales que se agudizaron por la pandemia. Esto último ya lo anticipábamos en nuestro reporte quincenal de setiembre, en donde mencionamos que había un riesgo de una posible materialización de una mayor cantidad de los activos del Tesoro Público para financiar sus requerimientos, lo que podría dejarlo expuesto frente a choques externos.

Por último, ya se comienza a ver el riesgo de un endurecimiento de la política monetaria, aunque de manera moderada por el momento.

En agosto, el BCRP subió su tasa de interés de referencia de 0.25% a 0.5% por primera vez desde 2016, y en setiembre y octubre la entidad bancaria ajustó aún más su postura, con alzas de 50 puntos básicos, respectivamente. Esto se dio en un contexto de continuo aumento de la inflación debido al alza de los precios internacionales y al incremento del tipo de cambio, y de las expectativas de la inflación a 12 meses, que llegaron a ubicarse en 3.64% en setiembre, su nivel más alto desde 2008.

Es cierto que el BCRP ha señalado en su último comunicado que mantendría una posición expansiva de la política monetaria por un periodo prolongado. Además, la tasa de interés real todavía se sitúa en niveles negativos. Sin embargo, el reciente aumento de las expectativas de inflación llevaría a que la entidad continúe disminuyendo su estímulo monetario con mayores subidas de la tasa nominal. Junto al hecho de que esto lleve a anclar las expectativas de inflación en los próximos meses al rango meta, la tasa real aumentaría y podría colocarse en terreno positivo. Si bien esto significaría que la tasa real se encuentre aún en niveles bajos, da indicios del riesgo de un retiro del estímulo monetario, afectando las decisiones de consumo e inversión a partir del siguiente año.

Perú: Tasa de Referencia del BCRP
En porcentaje (%)



1/ Se asume que las expectativas de inflación de setiembre se mantienen en octubre.
Fuente: BCRP, Thorne & Associates

En suma, no vemos señales que mejoren la perspectiva del próximo año. Los indicadores de alta frecuencia señalan una desaceleración

Alfredo Thorne
alfredo@thorne-associates.com
Martes 19 de octubre de 2021

económica en los próximos meses; el ruido político permanecería, por lo cual los mercados financieros se normalizarían y las expectativas empresariales se mantendrían ligeramente pesimistas, y la subida de la tasa de referencia reduciría el estímulo monetario, aunque de manera gradual y a partir del siguiente año.

En octubre, la inflación continuaría con su tendencia al alza, aunque observaría un incremento moderado frente a los meses previos. El 1 de noviembre el INEI publicará el dato de la inflación de octubre de Lima Metropolitana. Con los datos recientes, estimamos que la inflación anual se ubique en 5.6%, colocándose por encima de su rango meta (1%-3% a 12 meses) por quinto mes consecutivo. Ello se debería, principalmente, a la subida de las tarifas eléctricas y, en menor medida, al incremento de los precios de alimentos, en un contexto de mayores precios internacionales. En efecto, a principios de este mes, Osinergmin anunció que las tarifas eléctricas para usuarios domiciliarios observarían un incremento promedio de 4.81% y, para los usuarios comerciales e industriales, de 5.62%, por lo cual esperamos que los precios del grupo alquiler de vivienda, combustibles y electricidad sean los que más suban.

Con respecto a los indicadores de confianza empresarial, esperamos que las señales positivas que brindó el gobierno con el cambio de gabinete mejoren las expectativas de corto plazo, aunque todavía se mantendrían en el tramo pesimista. Así, prevemos que la economía a 3 meses aumente de 35 en setiembre a 38.8 en octubre; las órdenes de compra suban de 45.2 a 46.1 en el mismo periodo y los inventarios con respecto al mes anterior se ubiquen en 48.2.

Publicación de datos y proyecciones

Del 28 de octubre al 14 de noviembre

Jue	**Crédito al sector privado (%a/a)**	**Jul-21**	**Ago-21**	**Set-21**
28-oct	Total	3.9	2.4	1.8
	A empresas	5.7	3.0	2.4
	De consumo	-4.5	-3.1	-2.3
Lun	**Índice de precios al consumidor (%a/a)**	**Ago-21**	**Set-21**	**Oct-21**
01-nov	Inflación - Lima Metropolitana	4.95	5.23	5.56
Jue	**Confianza empresarial (50=neutral)**	**Ago-21**	**Set-21**	**Oct-21**
04-nov	Expectativas de la economía a 3 meses	33.6	35.0	38.8
	Órdenes de compra con respecto al mes anterior	46.2	45.2	46.1
	Inventarios con respecto al mes anterior	46.9	47.3	48.2
	Balanza comercial (% a/a, real)	**Jul-21**	**Ago-21**	**Set-21**
	Exportaciones	5.7	15.1	0.6
	Importaciones	23.6	24.9	18.6
Jue	**Operaciones del Sector Público No Financiero (% a/a, real)**	**Ago-21**	**Set-21**	**Oct-21**
11-nov	Ingresos corrientes	178.6	139.7	--
	Gastos no financieros	-4.6	19.9	--

Fuentes: INEI, BCRP, estimaciones propias.