

# Perú: Herido pero no caído

Es importante comenzar enfatizando que no tomamos posiciones políticas ni invertimos basándonos en opiniones de esta naturaleza. Sin embargo, la manifestación de la misma en el mundo real impacta a nuestras estrategias, desviándolas de sus fundamentos o, en ocasiones, acelerando la materialización de estas. La pregunta que exploramos en este artículo es si la relación riesgo retorno de Perú ha sido afectada estructuralmente o atraviesa un periodo temporal de volatilidad.

Nuestro principal mensaje, basado en los datos, es que esperamos un mayor deterioro en la moneda y tasas, esto explicado por la incertidumbre política y las idiosincrasias de la economía peruana. Lo primor explica por qué desde la juramentación del flamante presidente Castillo, el sol se depreció en 4.7%, mientras las principales monedas de América Latina, en promedio, se depreciaron 2.7%. Sin embargo, a pesar de una posible continuidad en la depreciación (norte del USDPEN 4.2) esto no reflejaría un cambio permanente en los fundamentos. Las acciones peruanas reflejan una historia similar, los principales índices de la BVL retrocedieron -7.7% y -8.3%, respectivamente, en el mismo periodo, mientras que el S&P MILA Andean 40 Index lo hizo por solo -3.9%. Nuestro análisis sugiere que los números fiscales se mantienen positivos versus los valores promedios esperados para las seis economías más grandes de la región y versus el promedio BBB. Asimismo, los pasos que comprometen la estabilidad de los fundamentos son difíciles de ejecutar bajo la normativa actual.

## Un juego de interpretaciones...

La presunta dicotomía entre los objetivos políticos del Sr. Castillo y Dr. Cerrón fue tejido por sus aliados directos, Juntos por el Perú, por la calma que las múltiples intervenciones de Pedro Francke, y finalmente aceptado por los votantes. El resultado de este implícito pacto social político fue una victoria ajustada por 44,263 votos o 0.25% del total.

La victoria ajustada se fundamentó en tres pilares: i) el antivoto de la Sra. Fujimori; ii) la confianza de que una vez elegido, el Sr. Castillo seleccionaría a tecnócratas de izquierda (como el Sr. Francke y otros miembros progresistas de Juntos por el Perú) y distanciarse de la agenda radical del partido al cual fue invitado, Perú Libre, y de su fundador radical, Sr. Cerrón; y finalmente, iii) la narrativa de que la elección del Sr. Castillo, profesor, agricultor y *rondero* (miembro de juntas campesinas autónomas del Perú rural activadas a finales de 1980 e inicios de 1990 durante la insurgencia del grupo terrorista maoísta Sendero Luminoso) era una oportunidad histórica de restituir la voz de aquellos olvidados por el estado, la oligarquía y la élite de la capital. Por último, la Sra. Fujimori, a pesar de su experiencia en las dos últimas elecciones y recibiendo el apoyo de la prensa por primera vez, demostró ser una candidata muy limitada.

Sin embargo, la principal debilidad del pacto es que estuvo basado en la interpretación sobre lo que el candidato no dijo más que en sus promesas de campaña y discursos de plaza donde nunca hubo un deslinde formal que confirmase la narrativa que las convicciones del Sr. Castillo no son las del ideario del Dr. Cerrón.

## ...y luego, la hora de la verdad

Se dice que una imagen vale más que mil palabras, la imagen del mercado de FX y de los diferenciales de CDS confirman el dicho. Ambos, han demostrado ser buenos barómetros de la volatilidad producto de la presión política en la región y el Perú no es la excepción. La proactiva campaña de relaciones públicas lideradas por el Sr. Francke después de la segunda vuelta, por medio de múltiples foros de inversionistas, lograron que el cambio bajara de PEN/USD 3.95 a 3.85 a inicio de julio, una apreciación de 2.6%. Hasta la fecha de la juramentación del Sr. Castillo, el cambio oscilo alrededor de ese nivel. En cuanto, el CDS, por su parte, saltó de 75pb en marzo hasta 100pb un día después del juramento.

Las extensas reuniones del Sr. Francke con inversionistas tuvo como resultado crear una percepción en el mercado de un gobierno comandado por una izquierda heterodoxa sobresaliente, consciente de los errores del pasado (década de los 80s). Liderada por un Sr. Castillo, que dibujaría una línea divisoria gruesa entre preservar los logros del pasado y construir un futuro más inclusivo a través de una mayor participación del estado para el bienestar de sus ciudadanos (principalmente en salud, educación e infraestructura). Lejos quedaba el ideario de Perú Libre escrito por el Dr. Cerrón. Durante su discurso inaugural, el camino elegido para la implementación de su principal promesa de campaña, una nueva constitución, se inclinaba por reafirmada esta narrativa. Sin embargo, solo duró 24 horas.

**Gráfico 1: Evolución del USDPEN**



Fuente: FactSet

El desmoronamiento empieza al mediodía del 29 de julio cuando el presidente anunció al Sr. Guido Bellido, una persona con antecedentes cuestionables y sin experiencia gubernamental, y muy cercano al Dr. Cerrón, como su nuevo primer ministro. Cerca de 12 horas pasarían para que se diera el juramento del resto del gabinete, algo insólito en la historia reciente del Perú. Un acto que no contaría con dos ministros, Justicia y Economía. Dado que ambos abandonaron el recinto antes de que empezara la ceremonia. Sin bien, el señor Francke fue juramentado el día siguiente, el daño óptico estaba hecho. Los nombramientos dentro de los ministerios tampoco ayudaron a restituir la confianza. El silencio del presidente, quien no ha dado una conferencia de prensa desde su inauguración, mientras un Dr. Cerrón muy activo, cuyos tweets, parecidos a los de Trump, son seguidos por anuncios oficiales de políticas públicas, han servido solo para reforzar el escenario de preocupación del mercado: que el implícito pacto social político ha caducado y que, en realidad, el Sr. Castillo y el Dr. Cerrón siempre compartieron la misma visión política.

## Ten cuidado con los idus de marzo (pero en agosto)

En Perú, el gabinete desarrolla sus funciones luego juramentar ante el presidente. Sin embargo, en un periodo de 30 días desde su juramentación debe solicitar un voto de confianza al Congreso. Si el voto no es otorgado, el presidente debe disolver el gabinete y presentar uno nuevo. Si esto se repite, el presidente puede disolver el Congreso y llamar a una elección congresal especial. La última vez que se dio fue cuando el presidente Vizcarra disolvió el Congreso en setiembre del 2019 y convocó una elección congresal especial que tuvo lugar en enero del 2020.

En cuanto aguardamos el pedido del voto de confianza (26 de agosto), y sin expectativas de cambios en la actual composición del gabinete, es probable que el riesgo de que el PEN continúe con su trayectoria de depreciación se mantenga. Las nominaciones políticas hasta ahora apuntan hacia personas de experiencia limitada para el cargo confiado, antecedentes cuestionables y cuyo principal mérito es la una alineación de visión política. El gesto de Pedro Francke, ministro de economía, y Aníbal Torres, ministro de justicia, de inicialmente retirarse de la ceremonia de juramentación, refuerza la preocupación. Mas aún cuando en el entreacto no conto con ninguna declaración de respaldo del presidente, y fue el Sr. Bellido quien a través de un Twitter respaldo al Sr. Pedro Francke. Esto nos genera las siguientes preguntas, ¿cuán lejos la moneda se puede desviar de sus fundamentos? y ¿cuán lejos el diferencial CDS puede ampliarse?

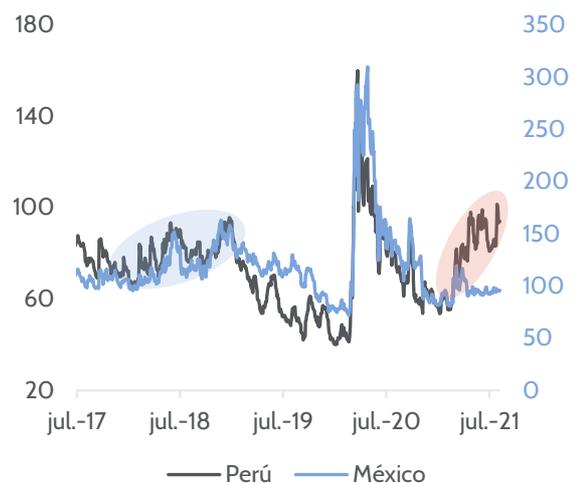
Tomando algunos eventos regionales como marco de referencia: elección de AMLO en México, caos político en Brazil luego de la salida de los ministros Moro y Mandetta del gabinete, las protestas en Chile que dieron lugar a un plebiscito constitucional, vemos que el FX podría depreciarse alrededor del 9.6% (BRL) desde sus niveles de la segunda vuelta, mientras que las variables de percepción del riesgo como el CDS pueden ampliarse más allá del 14.1% (México) desde sus niveles iniciales.

Gráfico 2: BRL y CLP



Fuente: FactSet

Gráfico 3: CDS Peruanos y Mexicanos



Fuente: FactSet

Trasladando estos eventos y considerando un rango razonable de USDPEN 3.3 y 3.6 (estimado usando indicadores fundamentales como exportaciones, reservas internacionales netas, diferenciales de tasas, índices de volatilidad, etc.) implican que el PEN podría alcanzar el nivel de 4.2 (+10% desde la primera vuelta presidencial). En el corto plazo, mientras el mercado recalibra el escenario de una composición de gobierno con sesgo hacia una heterodoxia desconocida y un periodo de tensión que podría no concluir con el voto de confianza, para el CDS, ello implica un nivel de 95pb, 23% mayor que nuestro nivel fundamental de 77pb (basado en indicadores fundamentales).

En el mediano plazo, el factor que podría contribuir a reducir la volatilidad es el resultado de las negociaciones del Sr. Francke para asignar a tres candidatos como parte del Directorio del Banco Central. Un resultado positivo es que candidatos heterodoxos conocidos favorecerían la intención del Dr. Julio Velarde de mantenerse como cabeza de la institución monetaria, apoyando la postura sólida e independiente de la institución. ¿La relación riesgo retorno luce atractiva?

De nuevo, regresamos a nuestro argumento inicial: el elefante que está en el cuarto es el silencio del Sr. Castillo. El presidente no ha hecho suyo al gabinete ni la ratificación de Sr. Velarde. Así, aunque confirmado bajo el tenso ambiente político actual, vemos un espacio limitado de apreciación inmediata. ¿Por qué es el caso?

## ¿Qué sigue?

A pesar de la existencia de presiones por reformas estructurales en un país con desafíos masivos (e.g., pobreza monetaria de 30%, 70% de informalidad, coeficiente Gini de 0.4, etc.), parece imperar en el gobierno una agenda desordenada y dominada por una ansiedad por materializar una reforma constitucional, sin ponderar el precio político.

Considerando las promesas de campaña estimamos que el 26% del presupuesto para el 2022 requerirá de fondeo de mercado (local y externo) en un ambiente de mayores tasas de interés implicará un costo de por lo menos 2% mayor. La agenda propuesta y la materialización del riesgo implícito fiscal depende de la capacidad ejecutora del gobierno y los equipos de mando medio, quienes, careciendo de experiencia, más allá de su afiliación política, podrían gatillar una subejecución mayor al promedio. El avance positivo se observaría también en tanto todas las promesas de campaña, que generarían presión fiscal, requieren de un nivel de ejecución que el gobierno actual no parece poder entregar.

Usando los números del plan actualizado de gobierno, Plan Bicentenario, y ajustándolos por los niveles de ejecución del presupuesto observado desde 2015 (en promedio, 15% del presupuesto no es ejecutado), simulamos el posible impacto en el ratio deuda/PBI (ver tabla 1). Los resultados muestran que a pesar de la expansión de 640 pb (a 41.5% desde 35.4%), el ratio permanece por debajo del promedio de las seis principales economías de la región (72.1%) y versus el promedio BBB (64.3%), mostrando una fortaleza positiva considerando la coyuntura actual.

**Tabla 1: Análisis de presupuesto y emisión**

2021			
Ejecución Presupuestal	Escenario Positivo 80%	Escenario Base 60%	Escenario Negativo 40%
Emisión deuda (ago21 - dic21)	18,243	13,682	9,122
Crecimiento Gasto Público	7.78%	5.84%	3.89%
PBI nominal 2021	12.84%	12.68%	12.52%
Deuda / PBI 2021	39.07%	39.13%	39.19%

2022			
Ejecución Presupuestal	Escenario Positivo 80%	Escenario Base 60%	Escenario Negativo 40%
Emisión deuda 2022	39,547	29,661	19,774
Crecimiento Gasto Público	5.33%	4.00%	2.67%
PBI nominal 2022	7.37%	7.25%	7.13%
Deuda / PBI 2022	41.43%	41.48%	41.52%

Fuente: CCAM BSR, Banco Central de Perú.

En cuanto el nuevo marco regulatorio e impositivo sea definido, las acciones de los sectores de energía, minas y financiero se encontrarán presionadas. Estos tres sectores representan más del 60% del S&P Perú Select Index.

En el lado financiero, desde el discurso presidencial de 28 de julio, las acciones financieras han retrocedido en promedio -18.3%, siendo Intercorp Services la más afectada (-21.3%) por su mayor exposición a créditos de consumo y tarjetas de crédito. El presidente no señaló cómo pretende implementar su plan de incrementar la competencia en el sector. Prometió mayor acceso al crédito a distintos sectores y cambiar la dirección del Banco de la Nación permitiéndole competir con los bancos comerciales. Actualmente el Banco de Nación no ofrece créditos, excepto a trabajadores públicos, y procesa pagos de servicios gubernamentales. Punto de interés son: i) ajustes adicionales a límites a las tasas de interés para créditos, y ii) reprogramación del Programa Reactiva (créditos otorgados para sostener a las pequeñas y medianas empresas debido al Covid 19).

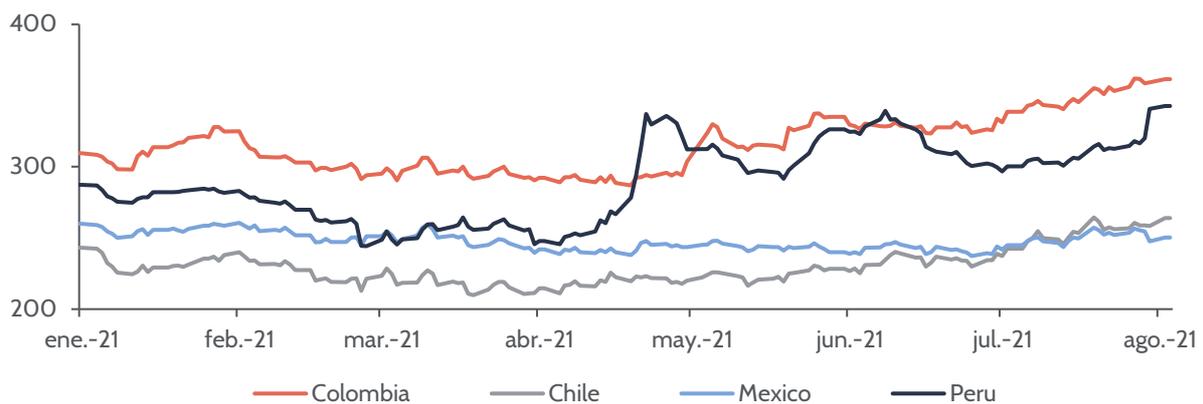
La vulnerabilidad en el sector energético nace de una serie de cuestionamientos y reformas que fueron mencionadas durante la campaña electoral. Puntos de interés son: i) la renegociación o cancelación de licencias de explotación y ii) el incremento de tasas impositivas. No obstante, creemos que el marco regulatorio es robusto y con candados a riesgos extremos como expropiaciones.

El sector minero peruano presenta una de las tasas efectivas impositivas más altas en la región (>40%, total). La implementación de una nueva estructura de impuestos sería la primera reforma que el sector enfrentaría, como está siendo discutida en Chile, buscando elevar la tasa efectiva hasta

70%. Asimismo, existen otras medidas que el presidente mencionó durante su campaña, como la revisión de los contratos marco y/o la nacionalización de las compañías mineras privadas según el ideario de Perú Libre, la ambigüedad del presidente resultar pernicioso para el sector.

En el caso de renta fija, el diferencial CEMBI Latam Index para Perú subió ~80pb luego de la primera ronda electoral a finales de abril. Mientras la Sra. Fujimori recuperaba terreno hacia la segunda vuelta, el índice se contrajo 40pb, pero revirtió y continuó el deterioro hasta los niveles previos una vez que los resultados se conocieron a finales de junio.

**Gráfico 4: Diferencial del CEMBI Latam Index**



Fuente: Bloomberg

En el caso de compañías directamente expuestas al gas de Camisea, los z spread de HOP y PLNG se expandieron alrededor de 200pb en abril. A pesar de comprimirse 150pb y 180pb, respectivamente, en mayo, en agosto hemos visto niveles nuevamente similares a los de abril. Las compañías peruanas mineras no internalizado el escenario actual. El mayor impacto en spreads fue en promedio +280pb, post primera vuelta, y a la fecha han recuperado 100pb.

Mantenemos una baja convicción para los créditos corporativos en Perú debido a que el riesgo regulatorio no se manifiesta completamente. Sin embargo, sabemos que será heterogéneo entre sectores, con finanzas y minas tomando los mayores golpes versus consumo que probaría resiliencia. No obstante, los créditos están transando en niveles más altos que antes y siguen siendo vulnerables, nos mantenemos atentos a cómo estos riesgos podrían surgir en el futuro inmediato.

La semana pasada vimos a un Banco Central proactivo reaccionando a la mayor transferencia de divisas a la inflación del PEN (10% vs 5% de sus pares regionales), un aviso de la importancia de su independencia. La confirmación del Dr. Velarde y de un directorio ortodoxo sería un importante paso en el largo camino para restaurar la confianza, y el PEN podría volver a un rango entre 3.75 y 3.85, mientras que la pendiente de la curva soberana podría contraerse y revertir gradualmente el deterioro post electoral. En conclusión, la desconfianza sembrada por los nombramientos del gabinete junto con el voto de silencio por parte del presidente son la raíz de la crisis actual. La primera, ha reunido a una oposición recalcitrante en el Congreso y ha alejado del gobierno a sus aliados más moderados. La segunda, ha producido un vacío que actualmente es llenado a través de Twitters del Dr. Cerrón y con las voces de los radicales del Perú Libre. La solución es el liderazgo, y eso está en manos de una persona, el señor Castillo.



## Darío Valdizán

Director

Head de Buy Side Research

Renta Fija, Renta Variable y Soberanos

Darío estudió Economía en la Universidad de Wisconsin - Madison. Antes de unirse a Credicorp Capital, se desempeñó como Gerente de Estrategia de Portafolio para Grupo Breca, el grupo económico más grande del Perú. Trabajó como director de investigación durante 3 años en ONYX EM, una boutique de gestión de activos con sede en Sao Paulo, Brasil, analizando varias industrias en América Latina, excepto Brasil. Anteriormente, trabajó durante 6 años en BTG Pactual y UBS Pactual, en Río de Janeiro y UBS, Stamford, CT, cubriendo varios sectores: Hidrocarburos, Cemento, y Construcción & Maquinarias. Darío es un veterano de la Fuerza Aérea de los Estados Unidos (USAF).

## Descargo de Responsabilidad

Este reporte es propiedad de Credicorp Capital Asset Management S.A. Administradora General de Fondos y/o sus personas relacionadas (en adelante denominadas conjuntamente, "Credicorp Capital"), por tanto, ninguna parte del material ni su contenido, ni ninguna copia del mismo puede ser alterada en forma alguna, transmitida, copiada o distribuida a terceros sin el previo consentimiento expreso de Credicorp Capital. Al realizar el presente reporte, Credicorp Capital ha confiado en la información proveniente de fuentes públicas. Credicorp Capital no ha verificado la veracidad, la integridad ni la exactitud de la información a la que ha tenido acceso, ni ha adelantado o realizado procedimientos de auditoría respecto de ésta. En consecuencia, este reporte no importa una declaración, aseveración ni una garantía (expresa o implícita) respecto de la veracidad, exactitud o integridad de la información que aquí se incluye, o cualquier otra información escrita u oral que se brinde a cualquier interesado y/o a sus asesores. A menos que esté expresamente indicado, no se ha utilizado en este reporte información sujeta a confidencialidad ni información privilegiada que pueda significar la infracción a las normas del mercado de valores, o aquella que pueda significar incumplimiento a la legislación sobre derechos de autor. Salvo que esté expresamente indicado, el reporte no contiene recomendaciones de inversión u otras sugerencias que deban entenderse hechas en cumplimiento del deber especial de asesoría que asiste a los intermediarios del mercado de valores frente a los clientes clasificados como cliente inversionista. Cuando así sea, se especificará el perfil de riesgo del inversionista al cual se dirige la recomendación. El inversionista debe tener en cuenta que Credicorp Capital podría efectuar operaciones a nombre propio con las compañías que son analizadas en este tipo de reportes las que eventualmente podrían incluir transacciones de compra y venta de títulos emitidos por éstas. Al analizar el presente reporte, el lector debe tener claro que el objetivo buscado no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero operativo específico, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados en la evaluación. Tampoco lo es brindar asesorías de inversión, ni opiniones que deban tomarse como recomendaciones de Credicorp Capital. La información contenida en este reporte es de carácter estrictamente referencial y así debe ser tomada. Asimismo, es necesario considerar que la información contenida en este reporte puede estar dirigida a un segmento específico de clientes o a inversionistas con un determinado perfil de riesgo distinto del suyo. Es de entera y absoluta responsabilidad del cliente determinar cuál es el uso que hace de la información suministrada y por ende es el único responsable de las decisiones de inversión o cualquier otra operación en el mercado de valores que adopte sobre la base de ésta. El resultado de cualquier inversión u operación efectuada con apoyo en la información contenida en este reporte es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza, no siendo responsabilidad de Credicorp Capital, dicho resultado, por lo que tampoco asume ningún tipo de responsabilidad, por cualquier acción u omisión derivada del uso de la información contenida en este documento. En ningún caso la información aquí publicada puede considerarse como un concepto u opinión de tipo financiero, jurídico, contable o tributario, ni mucho menos como un consejo o una asesoría de inversión.

© Credicorp Capital 2021

## Contacto

Credicorp Capital Asset Management

Email: [ir.am@credicorpcapital.com](mailto:ir.am@credicorpcapital.com)