



¿Qué está pasando en la economía?

La tendencia decreciente que venía mostrando la economía peruana desde septiembre del año pasado se acentuó durante los primeros meses de 2001 debido a la caída de los sectores primarios. Si bien la menor actividad económica se reflejó en la contracción de los ingresos tributarios, las cuentas fiscales mejoraron como resultado de la contracción del gasto, en particular la inversión pública. En el frente externo, continuaron los saldos negativos de la Balanza Comercial debido a los menores embarques de productos tradicionales y al deterioro de los términos de intercambio, puesto que las importaciones permanecieron estancadas.

Existen una serie de factores que pueden contribuir a reactivar moderadamente la economía durante los próximos meses. En tal sentido, los sectores primarios revertirían su actual comportamiento negativo, las expectativas de las familias y, quizá algo después, las de las empresas, deberían mejorar con los resultados de las elecciones, mientras que la inversión pública podría aumentar ligeramente gracias a la llegada de nuevo financiamiento tras la aprobación de la Carta de Intención por el FMI. Sin embargo, dependerá ya de las medidas que se apliquen a partir del 28 de julio para que esta reactivación sea duradera y significativa.

Evaluación de los programas FOPE y RFA

En agosto del año 2000 se promulgaron una serie de medidas que tuvieron como fin alcanzar simultáneamente dos objetivos: refinanciar las deudas de las empresas altamente endeudadas y reactivar la economía. Entre las principales medidas destacaron los programas de Fortalecimiento Patrimonial de empresas no agrarias (FOPE) y de Rescate Financiero Agrario (RFA). Tras varios meses de resultados estériles, se han realizado una serie de modificaciones a dichos programas, apuntalándolos, conjuntamente con el programa Mivivienda, como los principales instrumentos de reactivación económica de corto plazo.

Consideramos que las modificaciones introducidas a ambos programas son, en términos generales, adecuadas, pues permiten una mayor flexibilidad en el proceso de negociación entre el deudor y los bancos. Sin embargo, la obtención de resultados concretos se irá dando gradualmente, ya que se requiere de una negociación caso por caso. Hay que tener en cuenta, adicionalmente, que si bien la situación financiera de las empresas beneficiadas mejorará de manera evidente, el éxito de ambos programas no es una condición suficiente para garantizar la reactivación, ya que su efecto sobre el nivel de actividad de la economía será indirecto. Un factor clave para trasladar tal éxito a la producción será el acceso a financiamiento de capital de trabajo, lo cual dependerá a la larga de la elección de empresas realmente viables. Finalmente, creemos que no debería considerarse un límite de tiempo para acogerse al FOPE/RFA, sino que éste debería continuar hasta que se agoten los recursos destinados al mismo.



1. ¿Qué está pasando en la economía?

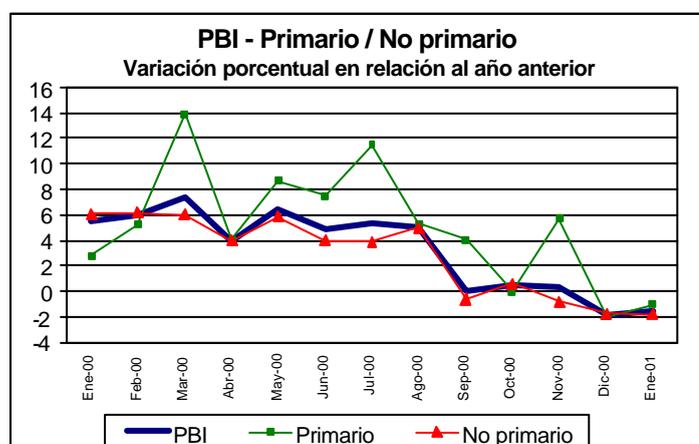
La economía peruana continúa estancada a bajas tasas de crecimiento en el primer trimestre del año. A diferencia de lo ocurrido el año anterior, los sectores primarios también muestran una contracción, mientras que la reducción del gasto público y la postergación de la inversión privada continúan afectando a la demanda interna. Por otro lado, se han consolidado importantes avances en el plano fiscal y se ha mantenido la estabilidad económica. **En el corto plazo no prevemos ningún cambio significativo en el nivel de actividad económica**, puesto que la incertidumbre en el plano político continuará hasta después de la casi segura segunda vuelta electoral. En el plano internacional habrá que estar atento a lo que ocurra en Argentina, donde un agravamiento de la crisis podría deteriorar la percepción de riesgo de la región.

1.1. Producto Bruto Interno (PBI)

En su segundo mes consecutivo de resultados negativos, el PBI registró una caída de 1.6% en enero, acentuando la tendencia decreciente de la producción iniciada en setiembre del año pasado. Nuevamente, los sectores vinculados a la demanda interna (-1.8%) lideraron el comportamiento negativo del PBI, especialmente la Construcción (-14.8%) y el Comercio (-1.6%). Sin embargo, a diferencia de lo reportado hasta noviembre, los sectores primarios también mostraron una contracción, en este caso de 1.0%, como resultado de la caída de la Minería (-4.4%) y del subsector Agrícola (-2.4%).

1.1.1. Sectores primarios

Como se recordará, durante el año 2000 los sectores primarios (+5.7%) fueron los más dinámicos de la economía nacional gracias a la mayor disponibilidad de recursos naturales y a la presencia de condiciones climáticas y oceanográficas normales, que propiciaron que se alcanzaran importantes niveles de producción, especialmente en los sectores agrícola y pesquero. No obstante, **en enero de 2001 problemas derivados del financiamiento de la campaña agrícola y el retraso del período de lluvias, así como una inusual caída de la producción minera, motivaron que los sectores primarios se contrajeran en 1.8%**.



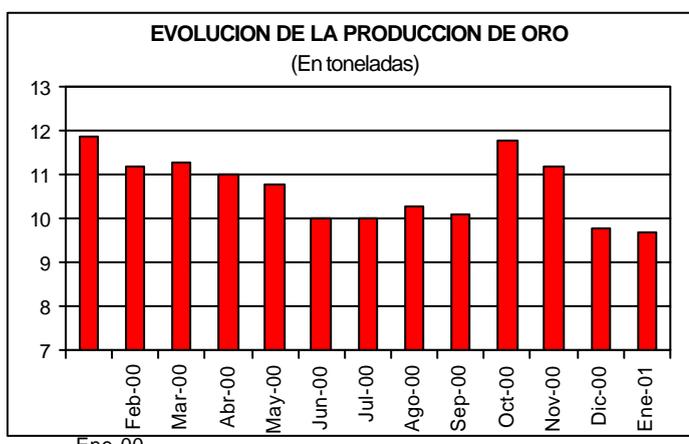
Pasando al PBI por sectores, **la producción agropecuaria registró una tímida expansión de 0.2% en enero, que se sustentó en el crecimiento del sub-sector pecuario (+3.0%)**, en particular por el significativo aumento de la producción de aves (2,9%) y leche (8.2%). En este último caso, la mejora se explica por el incremento en los rendimientos promedio debido a la mayor disponibilidad de pastos y a la mayor demanda por parte de las plantas lecheras. Cabe anotar que en los últimos tres años la producción local de leche ha alcanzado un récord de 1 millón de toneladas, lo que ha permitido una sustitución parcial de la leche importada. Por su parte, **el sub-sector agrícola se contrajo en 2.4%** debido al ya mencionado retraso en el inicio de la temporada de lluvias, que ocasionó una demora en las siembras de la presente campaña. Asimismo, el retiro de los beneficios tributarios a los fertilizantes ocasionó un



incremento de los costos de producción, lo que sumado a las restricciones de financiamiento al sector, propició una caída de cerca de 7% en las áreas sembradas al inicio de la campaña. Los productos más afectados por esta situación fueron la papa (-32.8%), el café (-34.7%) y el tomate (-47.5%). Dentro de los pocos cultivos que mostraron un buen desempeño destacan el maíz amarillo duro (+10.5%), como consecuencia de un mayor rendimiento y del incremento de la demanda proveniente de la industria avícola, y el arroz (+33.6%), cuya producción ha aumentado debido al incremento de las áreas cosechadas ante la sustitución de las siembras de algodón en el norte del país.

En lo que respecta a la Pesca, este sector alcanzó un crecimiento de 5.0%, consolidándose como el de mayor expansión en enero. El aumento de las capturas se dio principalmente en el caso de la anchoveta (+67.1%) y la merluza (+80.9%). A nivel de sub-sectores, la pesca para consumo humano directo registró una caída de 5.6%, debido principalmente al menor desembarque de especies destinadas a la industria de conservas (-45.4%), el que se vio afectado por la menor disponibilidad de sardina y jurel. Por otro lado, la pesca destinada al consumo industrial creció 26.9% como resultado del ya indicado aumento en la captura de anchoveta. Esto último se explica por el mayor número de días de pesca efectiva en comparación a enero del 2000 -puesto que la veda en el litoral centro-norte se inició recién el 15 de enero- y a los mayores desembarques registrados en los puertos del sur del país.

Sin embargo, **a diferencia de otros meses, fue la Minería (-4.4%) la que lideró la caída de los sectores primarios**, como consecuencia de la reducción tanto de la producción minero metálica (-4.6%) como de la producción de hidrocarburos (-2.8%). En el primer caso, la caída se explica **por la reducción de la producción de los dos metales que ostentan la mayor ponderación dentro del sub-sector: el oro (-18.5%) y el cobre (-2.5%)**. Llamó la atención la significativa caída en la extracción de oro, que se debió, de acuerdo a información oficial del Ministerio de Energía y Minas, a la menor producción de las grandes empresas mineras como Yanacocha (-7.2%) y Sipán (-52.5%). Sin embargo, voceros de Yanacocha han señalado que en la práctica tal reducción no se ha producido, sino que simplemente se ha realizado un cambio en la metodología de medición. Donde sí se ha producido una caída importante es en Sipán, cuya producción ha bajado de 569 Kg. a 270 Kg. Esta mina ha venido mostrando niveles marginalmente decrecientes desde noviembre como resultado del proceso de agotamiento de sus reservas. En el caso del cobre, el comportamiento negativo obedece a la menor producción registrada por BHP (-17.9%) y Doe Run (-30.0%), como consecuencia de las lluvias que afectaron las labores de la mina Tintaya y por la menor ley del mineral en la mina Cobriza, respectivamente. De otro lado, el zinc presentó una expansión de 6.6% en enero, gracias al aumento de la producción de las medianas mineras como Iscaycruz (+21.6%), Santa Luisa (+16.4%) y Atacocha (+9.8%). Finalmente, en lo que se refiere a la producción de hidrocarburos, la caída de 2.8% reflejó las menores extracciones tanto de petróleo (-2.2%) como de gas natural (-25.2%). Cabe anotar que **desde 1994 la producción de petróleo muestra una tenencia descendente** como resultado del proceso de agotamiento de los pozos petroleros y la ausencia de hallazgos importantes.



**PRODUCCION MANUFACTURERA NO PRIMARIA**

(Variaciones porcentuales)

	Ene-00	Ene-01
Sector Fabril Total	10.0	0.1
Productos Alimenticios y Bebidas	2.5	4.9
Elaboración de Tabaco	31.9	-18.1
Productos Textiles	9.7	4.6
Prendas de Vestir	24.7	3.9
Curtido y Adobo de Cuero, Calzado	5.1	-24.0
Papel y Productos de Papel	20.5	-14.3
Sustancias y Productos Químicos	21.0	-1.9
Productos de Caucho y Plástico	16.8	6.7
Otros Minerales No metálicos	2.0	-3.6
Metales Comunes	13.0	1.0
Maquinaria y Equipo	-0.2	-14.9
Maquinaria y Aparatos Eléctricos	24.0	14.4
Vehículos Automotores, remolques	114.4	-49.9

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

1.1.2. Sectores no primarios

Los sectores no primarios continuaron con la tendencia negativa iniciada en septiembre del 2000, reportando en enero una caída de 1.8%. Tal tendencia coincide con el agravamiento de la crisis política, que ha tenido efectos nocivos sobre la demanda interna. Así, al drástico proceso de ajuste en el gasto público iniciado en setiembre con el fin de controlar un galopante déficit fiscal, que cerró el 2000 en un nivel equivalente al 3.0% del PBI, se sumó la postergación de las decisiones de inversión de muchos agentes privados ante la inminencia de un nuevo ciclo electoral.

El sector Construcción fue el más perjudicado por el ajuste fiscal, registrando en enero (-14.8%) su séptimo mes consecutivo de caída.

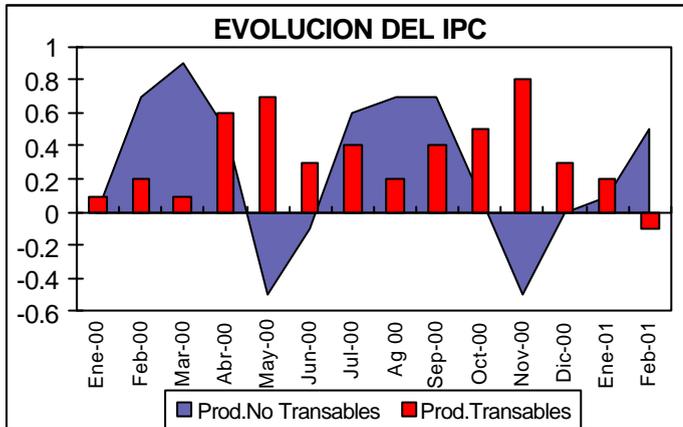
El sector se ha visto perjudicado tanto por la virtual paralización de la inversión pública -en enero el índice de avance de obras físicas cayó en 99.9%- como por una menor actividad de la autoconstrucción y del sector inmobiliario, que se tradujo en una baja de 10.2% en el consumo interno de cemento. Tal como lo señalamos en nuestro reporte anterior, los

problemas que atraviesa la caja fiscal han motivado la suspensión de la contrapartida gubernamental de diversos proyectos viales que cuentan con financiamiento de organismos multilaterales. Así, el Ministerio de Transportes, Comunicaciones, Vivienda y Construcción redujo sus gastos en US\$ 21 millones básicamente en proyectos de rehabilitación y mantenimiento de carreteras.

De otro lado, **la actividad manufacturera se mostró prácticamente estancada en enero (+0.1%). Dicho resultado se apoyó en el dinamismo de la Manufactura Primaria (+1.4%)** debido básicamente al aumento en la producción de harina de pescado (+21.6%) y, en menor medida, de los productos cárnicos (4.5%). En ambos casos el resultado se sustenta en la mayor disponibilidad de materias primas. **Por su parte, la Manufactura No Primaria (-0.2%) continuó mostrando un pobre desempeño**, reflejando la debilidad de la demanda interna. De esta manera, diversas actividades de baja ponderación en el PBI sufrieron fuertes contracciones, como por ejemplo la elaboración de tabaco (-18.1%), la industria de cuero y calzado (-24.0%), maquinaria y equipo (-14.9%) y, en particular, la fabricación de vehículos automotores (-49.9%). Estos malos resultados fueron contrarrestados parcialmente por la expansión que registraron los productos textiles (+4.6%), las prendas de vestir (+3.9%) y la industria de hierro y acero (+16.0%), debido fundamentalmente al aumento de sus exportaciones, lo que les permitió evitar la debilidad de la demanda interna. De otro lado, la rama de Alimentos y Bebidas, la más importante dentro del PBI industrial, mostró un crecimiento de 4.9% liderada por la industria láctea (+17.8%) y de bebidas gaseosas (+17.8%). Sin embargo, la producción de cerveza cayó 8.3%, lo que demuestra que el crecimiento al interior de esta rama industrial no es generalizado.

1.2 Sector monetario

La economía peruana mantuvo en el primer bimestre del año una relativa estabilidad en términos de inflación y devaluación, a pesar de los problemas que viene atravesando la economía argentina y de la coyuntura electoral. De hecho, en febrero el tipo de cambio experimentó una volatilidad muy moderada, mostrando una tendencia a la baja con relación a



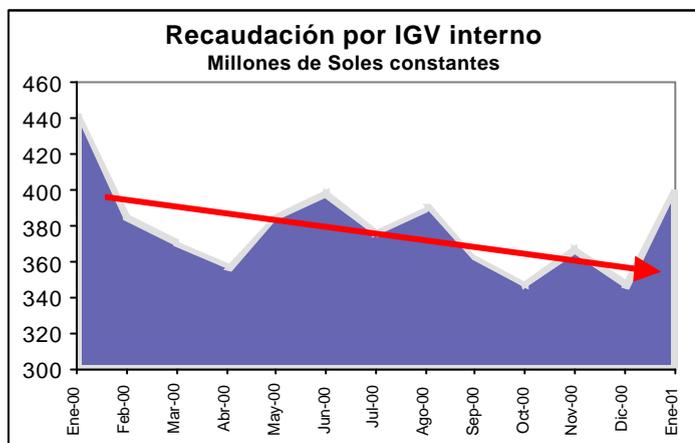
enero, debido principalmente a las menores expectativas devaluatorias por parte del público y a la efectiva intervención del BCR en la regulación de la liquidez monetaria. No obstante, el tipo de cambio se vio afectado por algunos rumores infundados sobre una eventual intervención a las principales entidades bancarias del país, hecho que fue rápidamente desmentido por el Ministro de Economía, Javier Silva Ruete, pero que provocó una temporal caída de la cotización del Sol hasta su nivel más bajo en el periodo (S/.3.5375).

Por otro lado, a fines de enero el Banco Central de Reserva publicó su Programa Monetario anual, incluyendo entre sus principales objetivos una inflación de entre 2.5% y 3.5%, y un rango de liquidez operativa diaria que oscile en promedio entre S/.130 y S/.145 millones. Esto supone un incremento con

respecto a la meta operativa del año anterior, lo que se justifica en la recuperación parcial de los depósitos en Soles que registraría el sistema, según proyecciones preliminares del BCR. Sin embargo, esta institución ha precisado que dicha meta es susceptible de ser modificada en función de la evolución de la demanda por liquidez o por un ajuste del objetivo de inflación. Asimismo, se considera como meta intermedia una expansión de la emisión primaria de entre 3.0% y 5.0%. Esta meta asume un crecimiento del PBI real de 2.5%, una disminución de la velocidad de circulación del dinero de 0.5%, explicada por las menores expectativas inflacionarias y devaluatorias, y un crecimiento del multiplicador bancario de 2.5%, lo que implicaría una recuperación parcial de la capacidad de intermediación bancaria.

En lo que respecta a la inflación, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) anotó un incremento de 0.25% en febrero, cifra ligeramente superior a lo registrado en el mes anterior (0.19%), acumulando al primer bimestre del año una variación de 0.43%. Dicho comportamiento se debió principalmente al aumento experimentado por los grupos de Cuidado y Conservación de la Salud (0.59%) y Alimentos y Bebidas (0.35%), lo que se sustentó en la desaceleración de la producción agrícola y en la significativa recuperación de los precios de los alimentos. Otro de los rubros que presentó un alza importante de precios, aunque debido a factores estacionales, fue el de Enseñanza y Cultura, esperándose una variación aún mayor para el mes de marzo. Finalmente, el único grupo de precios que disminuyó fue el de Transportes y Comunicaciones (-0.15%) debido al recorte de los costos de combustibles.

Finalmente, en lo que se refiere a las tasas de interés, éstas mostraron un comportamiento relativamente estable durante el primer trimestre, como consecuencia del adecuado control de la liquidez por parte del Banco Central de Reserva de acuerdo a sus metas de corto plazo. De esta manera, la TAMN se mantuvo en promedio en niveles de 25.5%, mientras que la TAMEX se ubicó en niveles de 12.9%. Cabe anotar que la reducción de 100 puntos básicos de las tasas de interés en EE.UU. realizada a inicios de enero, sólo incidió en la caída de las tasas activas preferenciales en moneda extranjera destinadas a clientes corporativos, y no en el resto del mercado. Los niveles de "spread" se mantuvieron sin variación, lo cual refleja los problemas de morosidad del sistema bancario, que obliga a los bancos a mantener elevados niveles de provisiones y, por consiguiente, a encarecer el costo de los préstamos.



1.3. Sector fiscal

Hace dos semanas el Directorio del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó la Carta de Intención enviada por el gobierno peruano. Es la primera vez, desde que Perú logró su reinsertión en el sistema financiero internacional, que se firma un acuerdo tipo "stand-by" con el FMI, estableciendo una especie de "borrón y cuenta nueva" en relación con las metas incumplidas por el gobierno anterior. **La firma del acuerdo de un año con el FMI le facilita al Perú el acceso a fondos por cerca de US\$ 1,500 millones de otros organismos internacionales**, y le permite enfrentar con mayor claridad las necesidades de financiamiento del 2001.

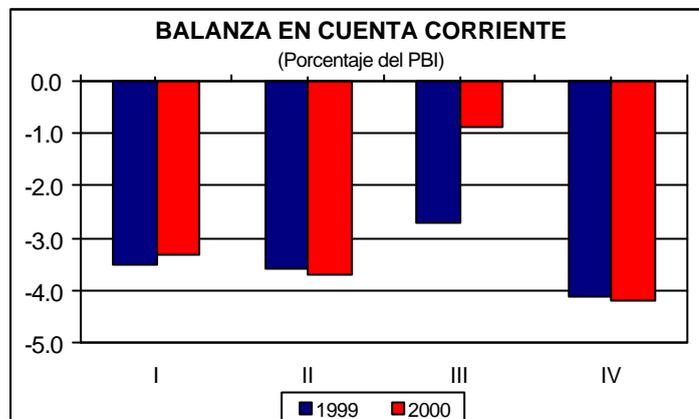
En lo que se refiere a las operaciones del gobierno central, **durante enero se obtuvo un superávit primario de S/. 510 millones** como resultado del mayor ritmo de caída de los gastos no financieros (-16.0%) en comparación a los ingresos corrientes (-5.8%). El resultado económico, que incluye el pago de intereses (S/. 195 millones) y las transferencias de capital de las empresas estatales (S/. 26 millones) registró un superávit de S/. 341 millones, mayor en 121% al de enero del 2000.

Los ingresos corrientes ascendieron a S/. 2,269 millones, lo que representó una caída de 5.8% en términos reales. Los tributos que registraron una mayor caída en su recaudación fueron los vinculados a la demanda interna, como el Impuesto General a las Ventas (IGV) interno y el Impuesto Selectivo al Consumo (ISC). El IGV interno mostró, por cuarto mes consecutivo, una caída en la recaudación (-9.7%), mientras que la caída de 19.8% en el ISC se explica principalmente por las menores importaciones de derivados del petróleo y, en menor medida, por la menor recaudación proveniente del ISC a la cerveza. De otro lado, si bien el impuesto a las importaciones fue el único rubro que mostró un aumento en su recaudación (+6.0%), esto se debió a los ingresos extraordinarios provenientes de la regularización de deudas de una empresa del sector hidrocarburos, dado que las importaciones prácticamente no registraron variación en términos de montos.

De otra parte, **los gastos no financieros alcanzaron a S/. 1,777 millones, 16% menos en términos reales respecto a enero del 2000**, debido fundamentalmente a la contracción de 62.3% en los gastos de capital. Cabe anotar que los problemas de la caja fiscal obligaron al gobierno a recortar en US\$ 40 millones la inversión pública financiada con recursos externos y que básicamente estaba destinada al sector transportes y comunicaciones. Asimismo, los gastos corrientes se redujeron en 2.9% como consecuencia de la caída en 14.4% de los egresos por la adquisición de bienes y servicios, principalmente en los pliegos asignados a los ministerios de Defensa e Interior.

1.4. Sector externo

La Balanza Comercial registró un déficit de US\$ 42 millones en enero, resultado superior en 63% al obtenido en el mismo mes del año anterior. Este deterioro se explica por la caída de las exportaciones, puesto que las importaciones se mantuvieron prácticamente sin variación. Las exportaciones ascendieron a US\$ 549 millones, mostrando una contracción de 3.1% debido



principalmente a la caída de 8.5% de las exportaciones tradicionales, lo que fue parcialmente contrarrestado por el aumento de 9.5% de las exportaciones no tradicionales.

El menor dinamismo de las exportaciones tradicionales se explica casi exclusivamente por la caída de 12.4% de las exportaciones mineras, las cuales ascendieron a US\$ 230 millones. Este comportamiento se debe en parte a la tendencia descendente en la cotización de los principales metales de exportación, con excepción del cobre, pero también por los menores volúmenes embarcados, con excepción de la plata. Tal fue el caso del oro, cuyas exportaciones cayeron 18.1% en enero siguiendo la baja de 7.5% en los precios promedio y la reducción de 11.5% en los volúmenes comercializados. En

cuanto al precio del metal, este ha logrado estabilizarse en niveles de US\$ 260-265 por onza, nivel por debajo de los US\$ 287 vigente en enero del 2000. En ese sentido, tal como señalamos en nuestro Reporte Semanal del 22 de febrero, las ventas a futuro efectuadas por importantes productores mundiales, reflejarían un sentimiento negativo hacia el desenvolvimiento del precio, por lo que no se espera una recuperación a corto plazo.

En lo que se refiere a las exportaciones no tradicionales, éstas registraron una expansión de 9.5% lideradas por las ventas al exterior de minerales no metálicos (+53.8%), químicos (+35.0%) y productos metal-mecánicos (+30.1%). Esta mejora obedece principalmente a la recuperación de las economías de Brasil y Chile, principales mercados de exportación de dichos productos. Asimismo, destacó el crecimiento de 13.5% en la exportación de productos textiles, en especial prendas de algodón destinados al mercado norteamericano.

De otro lado, las importaciones ascendieron a US\$ 590 millones, mostrando un crecimiento de sólo 0.3% respecto a enero del 2000. Sin embargo, el comportamiento no fue homogéneo, puesto que los bienes de consumo y los insumos registraron aumentos de 21.6% y 8.5%, mientras que las importaciones de bienes de capital cayeron en 16.1%. El crecimiento de las importaciones de bienes de consumo (US\$ 112 millones) se explica por el incremento de bienes duraderos, en particular automóviles y radioreceptores, y, también a diferencia de meses anteriores, por el aumento de 17.0% en las importaciones de bienes no duraderos, en particular alimentos (azúcar y lácteos) y medicamentos. Asimismo, las mayores importaciones de insumos (US\$ 294 millones) obedecen al crecimiento de 11.3% de las materias primas para la industria, en especial la químico-farmacéutica. Finalmente, la reducción de las importaciones de bienes de capital (US\$ 175 millones) se sustenta principalmente en la caída de 19.4% de los bienes de capital para la industria, ante las menores compras al exterior de maquinas para triturar minerales y equipos de ingeniería civil.

En lo concerniente a la Balanza de Pagos, durante el cuarto trimestre del 2000 el déficit en cuenta corriente ascendió a US\$ 565 millones, equivalente al 4.2% del PBI, con lo que dicho déficit cerró el año en 3.0% del PBI, prácticamente en línea con lo pronosticado en el reporte anterior (2.9%). El déficit del cuarto trimestre fue similar al registrado en el mismo período de 1999 (4.1%), pero significativamente superior al 0.9% mostrado en el tercer trimestre del 2000. Tal como lo habíamos anticipado, la reversión del superávit comercial logrado en el tercer trimestre, el deterioro de la Balanza de Servicios debido a los menores ingresos de



divisas provenientes del turismo, así como el incremento del saldo negativo de la Renta de Factores como consecuencia del pago de los intereses de los Bonos Brady, explicaron el aumento del déficit en el cuarto trimestre. En cuanto al financiamiento del déficit, se observó un menor flujo neto de la cuenta financiera, producto de la mayor salida de capitales de corto plazo y de la caída en el flujo de capitales del sector público, lo que originó una pérdida de Reservas Internacionales Netas de US\$ 567 millones en el cuarto trimestre del 2000. Sin embargo, en términos anuales las RIN sólo declinaron en US\$ 190 millones, puesto que en el primer trimestre del 2000 se produjo una significativa ganancia de US\$ 416 millones.

2. Perspectivas

Diferentes indicadores económicos publicados a la fecha hacen prever que el comportamiento negativo reportado por el PBI en enero continuará a lo largo del primer trimestre del año. Así por ejemplo, durante el mes de febrero continuó la caída en la producción de hidrocarburos, como el petróleo (-6.5%) y el gas (-47.0%). También se siguió registrando una contracción en los despachos de cemento (-15.9%), principal indicador del sector construcción. Asimismo, la recaudación tributaria, excluyendo los ingresos extraordinarios provenientes del programa de fraccionamiento, se redujo 6.2% en febrero.

Esta percepción de la evolución de la economía se puede apreciar más claramente de una forma intuitiva a través del análisis de los agregados macroeconómicos. Por el lado del sector público, es evidente el poco nivel de maniobra del gobierno para impulsar la demanda interna vía la aplicación de una política fiscal expansiva. Tal como explicamos en nuestro anterior reporte macroeconómico, esperamos un efecto reactivador muy limitado de las medidas tributarias aprobadas a fines del año pasado, incluyendo la libre disponibilidad del CTS. Por el lado del sector privado, la intención de gasto e inversión estará determinada por la evolución del proceso electoral. En la medida en que las expectativas de las familias y las empresas mejoren tras las elecciones se podrá esperar un aumento del consumo y la inversión privadas. Sin embargo, la eventual ocurrencia de una segunda vuelta electoral, que se realizaría a fines de mayo, y la falta de un debate profundo de las propuestas económicas de los principales candidatos, obligaría a los agentes privados a esperar la instalación del nuevo gobierno a fines de julio para reactivar sus decisiones de inversión. Finalmente, en cuanto a la demanda externa, esperamos que las exportaciones continúen creciendo a tasas similares a las actuales.

No obstante, **el frente externo presenta dos nuevos desafíos en el corto plazo: la desaceleración de la economía mundial y el agravamiento de la crisis de la economía argentina.** En los últimos días el FMI ha recortado sus proyecciones de crecimiento global desde el 4.2% estimado en setiembre del 2000 a 3.2%. De otro lado, los problemas políticos que viene atravesando Argentina a raíz de la propuesta gubernamental de recortar el gasto para disminuir el déficit fiscal, ha originado un enfrentamiento entre el Poder Ejecutivo y el Congreso. Actualmente el régimen de paridad del Peso con el Dólar se encuentra en debate tras diez años de aplicación. De no mejorar su situación fiscal rápidamente y tenerse obligada a devaluar, la situación en Argentina podría extenderse al resto de la región a través de un aumento importante de su percepción de riesgo.



Existen algunos factores que en el mediano plazo pueden contribuir a ir reactivando paulatinamente la actividad económica. En primer lugar, los sectores primarios mejorarán eventualmente su nivel de actividad, particularmente la Pesca y la Minería. En el caso de este último, cabe mencionar la entrada en actividad para mediados de año del proyecto Antamina. La producción industrial dirigida al mercado interno empezaría a recuperarse lentamente en tanto mejoren las expectativas de los consumidores, las que, a pesar de la ya comentada ocurrencia de una segunda vuelta electoral, deberían reaccionar antes que las expectativas empresariales y la inversión privada. Adicionalmente, tal como explicamos en la siguiente sección del presente reporte, los primeros resultados de los cambios efectuados a los programas de reestructuración empresarial FOPE y RFA empezarían a notarse, aunque muy moderadamente, en los próximos meses. De otra parte, la manufactura no primaria dirigida al mercado externo (p.e. textiles) debería continuar creciendo a tasas similares. Por su parte, si bien el sector Construcción seguiría mostrando resultados negativos durante los próximos meses, el mismo podría recibir algún alivio tanto por el lado de la demanda privada como por el lado de la demanda pública. Las modificaciones hechas recientemente al Programa Mivivienda deberían permitir un mayor financiamiento de la primera, siempre y cuando mejoren las expectativas. Adicionalmente, la reciente aprobación de la Carta de Intención con el FMI acelerará los flujos externos al sector público, lo que permitiría reiniciar ciertos proyectos de infraestructura, especialmente en el sector transportes. Finalmente, cabe mencionar que el PBI se verá beneficiado por un efecto estadístico favorable, puesto que el crecimiento registrado en el segundo trimestre del 2000 (5.1%) fue menor al del trimestre previo (6.3%). En cualquier caso, **dependerá ya de las medidas de política económica que se apliquen a partir del 28 de julio para que la reactivación que generarán todos estos factores sea realmente duradera y significativa.**

Por el lado del tipo de cambio, no se espera una mayor variación en las próximas semanas, desde el punto de vista económico. Si bien durante el primer bimestre se habría producido un ligero deterioro de los términos de intercambio, como consecuencia de la caída de la cotización de nuestros principales productos mineros de exportación y del café, la recesión que afronta actualmente la economía origina que la demanda real por importaciones permanezca débil. De otro lado, el tipo de cambio financiero cerraría el primer trimestre con una devaluación prácticamente nula, aunque en los primeros días de abril se incrementaría la volatilidad ante la inminencia de las elecciones. No obstante, no hay que perder de vista la evolución de la economía argentina, que como se ha explicado podría generar cierta inestabilidad en los mercados financieros de la región.

En cuanto a la inflación, **el IPC de marzo debería mostrar un incremento con respecto al 0.25% registrado en febrero.** A los mayores gastos estacionales asociados a la campaña escolar, que deberían incidir en el aumento del rubro Educación y Cultura, se suma el incremento en el precio de la gasolina y de los combustibles industriales dispuesto en la última semana de febrero. Esto último, sin embargo, sería parcialmente contrarrestado por la reducción del precio de la gasolina de menor octanaje dispuesto por las refineras en la tercera semana de marzo.

Con relación a las tasas de interés, éstas deberían seguir mostrando un comportamiento similar al actual. En tal sentido, se espera que las tasas de interés internacionales continúen reduciéndose, lo que debería reflejarse, al menos parcialmente, en las tasas preferenciales del sistema financiero local. Sin embargo, en la medida en que el componente más importante que determina actualmente las tasas para otros segmentos de mercado es el riesgo crediticio

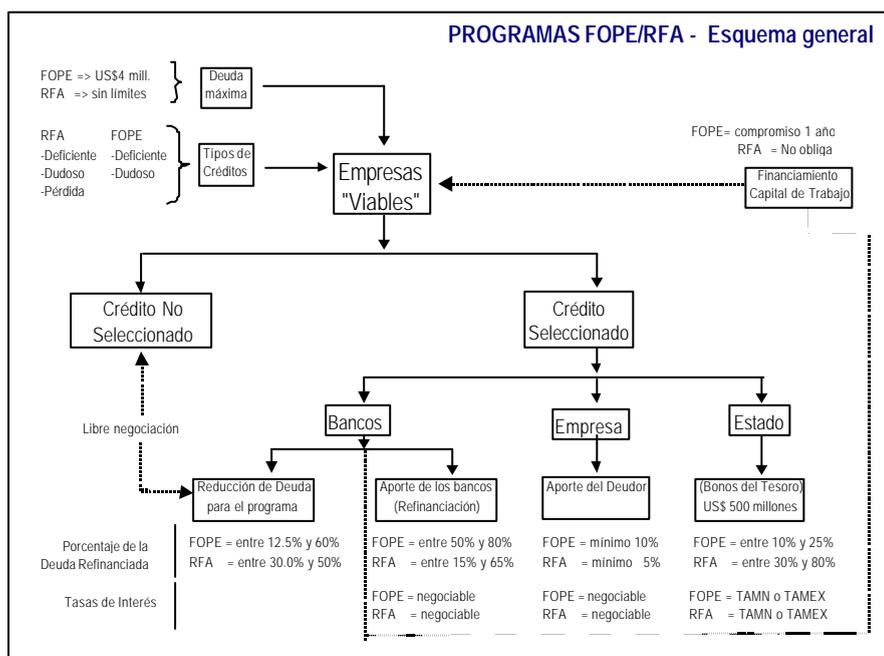


(cartera pesada), no se prevé que tal efecto sea generalizado. Eventualmente, en tanto el FOPE y el RFA empiecen a rendir frutos, la reducción de las tasas podría extenderse a las empresas beneficiadas.

En lo que respecta al sector fiscal, se espera una mejora, no sólo del superávit primario del gobierno central, sino también del resultado económico, con respecto al primer trimestre del 2000. Esto se explicaría por la reducción del gasto público iniciada en octubre y por el hecho de que las gratificaciones de escolaridad y los pagos de FONAPHU -una parte de las cuales está financiada con recursos del Tesoro Público- se realizarán recién en abril. Cabe anotar que, a pesar de los ingresos extraordinarios por S/.300 millones alcanzados en el programa de fraccionamiento tributario, los ingresos corrientes se reducirían en el primer trimestre. Por el lado del financiamiento del déficit, no existirían mayores problemas puesto que el acuerdo alcanzado con el FMI le permite al Estado Peruano acceder a recursos de aproximadamente US\$ 1,500 millones, con lo que se encuentra asegurado el pago del servicio de la deuda externa para el presente año. Asimismo, en el plano local, el Tesoro inició con éxito su programa de endeudamiento interno, colocando S/ 100 millones de bonos soberanos a una tasa efectiva de S/ 12.68%.

Finalmente, en lo que se refiere al sector externo, **mantenemos nuestra estimación de un deterioro de la Balanza Comercial durante el primer trimestre** como resultado de la baja en la cotización de los metales en el mercado internacional. Sin embargo, el comportamiento negativo de la Balanza Comercial podría revertirse hacia el segundo semestre, considerando la entrada en operación de Antamina, que impulsará el volumen de las exportaciones mineras.

3. Evaluación de los programas de reestructuración empresarial



En agosto de 2000 se anunció, entre otras medidas, el lanzamiento de dos programas de refinanciamiento de deudas empresariales: el Programa Financiero Agropecuario, conocido como "RFA", y el Programa de Fortalecimiento Patrimonial de Empresas No Agrarias o "FOPE". Ambos programas tenían por fin contribuir al restablecimiento de la cadena de pagos de la economía, al hacer que empresas económicamente viables vuelvan a ser sujetas de crédito bancario. Tras varios meses de resultados estériles, el ejecutivo ha realizado una serie de modificaciones a dichos programas, apuntalándolos, conjuntamente con el programa Mivivienda, como los principales instrumentos de reactivación económica de corto plazo. **En esta sección del reporte presentamos un análisis de las modificaciones realizadas a ambos programas de reestructuración y su eventual impacto en la economía.**



El diagrama de la página anterior resume el funcionamiento del FOPE y del RFA, tanto en función del tipo de empresa y créditos que son elegibles, los porcentajes de reducción de deuda, los porcentajes de deuda refinanciada, los aportes del deudor y el Estado, así como la obligación de otorgar capital de trabajo a la empresa refinanciada. En términos generales, **ambos programas funcionan de la siguiente manera:**

- Ante la solicitud de la empresa, el banco evalúa el caso en función de los criterios de elegibilidad del programa correspondiente y de su análisis de viabilidad.
- Las empresas seleccionadas negocian con el banco los créditos específicos que serán incluidos en el programa, así como las condiciones de refinanciamiento que no estén definidas por el reglamento.
- Para efectos de la refinanciación, se reduce la deuda en los porcentajes determinados según la clasificación de la misma.
- En forma simultánea:
 - El deudor cancela el porcentaje de la deuda restante (mín. 10% en FOPE y 5% en RFA).
 - COFIDE, a quien el banco le ha presentado el caso, emite y entrega a este último el bono de Tesoro que será intercambiado por parte de la deuda restante.
 - El banco refinancia el saldo de la deuda.
- El banco financia capital de trabajo durante el primer año como mínimo (FOPE), o según lo negociado con el deudor (RFA).
- Las cuotas de pago del crédito refinanciado cancelan simultáneamente la acreencia del banco y la del Tesoro.

3.1. Programa de Fortalecimiento Patrimonial (FOPE)

De acuerdo a las últimas modificaciones a este programa, llevadas a cabo en marzo del presente año, **los nuevos ejes centrales del mismo son:**

- El fortalecimiento patrimonial de las empresas viables es el objetivo común de las empresas, los bancos y el Estado. El término "viable" se refiere a aquellas empresas con problemas de acceso al crédito por un deterioro de su clasificación, pero que mantienen una estructura productiva y una posición de mercado favorable para su desarrollo en el largo plazo.
- Los beneficiarios serán aquellas empresas seleccionadas por los bancos como viables, con deuda bancaria de hasta US\$4 millones, y que se encuentren clasificadas bajo las categorías de "deficiente" o "dudoso" según la SBS del 30 de diciembre de 2000.
- La inclusión del capital e intereses devengados a la fecha de liquidación de la deuda.
- El establecimiento de una relación directa entre el aporte del deudor y el aporte del Estado.
- En el financiamiento de corto plazo para capital de trabajo se permite la utilización de mecanismos de crédito con control de medios de pago (ej: auto-liquidables), manteniendo un tratamiento diferenciado de provisiones, lo que es favorable para los nuevos créditos.
- En caso de insolvencia, se establece la igualdad entre los bancos y el Estado en el orden de prelación para el cobro de deudas.

3.1.1. La problemática inicial

El FOPE no obtuvo éxito alguno bajo su esquema inicial. Tras 7 meses de haber sido creado, no se logró concretar ninguna operación específica de refinanciamiento. La principal razón de los nulos resultados iniciales fue la generación de falsas expectativas en torno a la



posible condonación de deudas, las cuales fueron desvirtuadas al no ser viables. Como consecuencia de lo anterior, se anunció la introducción de cambios al programa, los mismos que se dilataron y mezclaron con un entorno de incertidumbre política y económica. Adicionalmente, **surgieron razones de orden técnico, entre las que cabe mencionar:**

- La escasa flexibilidad del programa original no permitía una adecuada negociación entre el acreedor y los bancos. Un ejemplo de ello fue la obligatoriedad de los bancos de otorgar financiamiento a corto plazo para capital de trabajo indefinidamente.
- La falta de incentivos para que los deudores maximicen su aporte en el refinanciamiento. Al mismo tiempo, la elevada cuota inicial, poco realista al tratarse de empresas que no cuentan con los recursos suficientes para cubrirla, encontrándose escasa predisposición de los bancos para asumir el financiamiento de la misma.
- Dificultades de carácter operativo. Por ejemplo, el criterio de elegibilidad en función a las ventas registradas de 1999 resultó complicado por la poca información disponible.

3.1.2. Las modificaciones recientes

- a) Empresas beneficiarias. - Se benefician las empresas con deuda bancaria hasta de US\$4 millones. La modificación del criterio de elegibilidad de aquel que estaba en función a las ventas no mayores a US\$10 millones durante 1999, al criterio de considerar deudas por hasta US\$4 millones, debe brindar un mayor espectro de posibles beneficiarios.
- b) Reducción de la deuda. - La reducción de deuda para el programa equivale ahora al nivel de provisiones requeridas para cada clasificación de riesgo, estando su tratamiento sujeto a libre negociación entre las partes. Una opción contemplada es la capitalización por parte de los bancos, los cuales según el reglamento respectivo deben tener en consideración lo siguiente:
- Un límite de capitalización de 30% del patrimonio efectivo, debiéndose reducir a 0% al 30 de junio del 2006. Dicho límite inicialmente fue de 15%.
 - La utilización del criterio de valor en libros de las acciones al momento del acuerdo, debiendo realizarse provisiones en caso la SBS considere que éste no refleja su valor real.
 - La incorporación bajo estos términos de empresas que se encuentren en procesos transitorios ante Indecopi.

Al 30 de diciembre de 2000 el patrimonio efectivo del sistema ascendió a US\$1,834 millones, lo que implica la posibilidad de una capitalización máxima de deudas por hasta US\$550 millones. Adicionalmente a este mecanismo, algunos bancos estarían optando por la subordinación de deudas.

- c) Relación creciente entre la emisión de bonos FOPE y el aporte del deudor. - Esta relación permite otorgar un incentivo al deudor a fin de maximizar su participación en la refinanciación. Para los primeros US\$200,000 de deuda, el aporte del FOPE podrá incrementarse en proporción al aporte del deudor de acuerdo a la tabla adjunta. Para el tramo superior a US\$200,000 el aporte del FOPE será igual al aporte del deudor, sin exceder los US\$410,000 por deudor o superar un máximo equivalente al 25% de la deuda refinanciada. Consideramos que, dada la condición de deterioro financiero y económico que presentan estas empresas, la cobertura del aporte inicial con recursos frescos es poco realista por lo que sería conveniente, al igual que lo contemplado en el caso del RFA, que la cuota inicial pueda ser cubierta también con la emisión de bonos del Tesoro.

Aporte del Deudor (AD) 1/	Aporte del FOPE
De 10% a 15%	100% del AD
De 15% a 20%	110% del AD
De 20% a más	125% del AD

1/: % de la deuda reducida



Reporte Macroeconómico

MODIFICACIONES AL FOPE		
	ORIGINAL	VIGENTE
Criterio de elegibilidad		
Beneficiarios	Ventas menores a US\$10 millones en 1999	Deudas menores a US\$4 millones al 31/agosto/2000
Deudas vigentes al		31-Ago-00
Tipo de créditos	Deficiente y dudoso al 31/agosto/2000	Deficiente y dudoso al 31/diciembre/2000
Plazo para acogerse	30-Jun-01	31-Jul-01
Refinanciación de la deuda		
Reducción de la deuda para el programa	Entre 20% y 60% en función de las garantías y la calificación del crédito.	Entre 12.5% y 60% en función a las provisiones requeridas, que dependen de la calificación del crédito y sus garantías.
Liquidación de deuda	No incluye intereses en suspenso	Incluye intereses en suspenso
Aporte del Deudor 1/	Mínimo 20%	Mínimo 10%
Aporte del Estado 1/	20%	Entre 10% y 25%, en relación directa al aporte del deudor.
Límites de aporte	Individual US\$ 200,000 Grupo US\$ 400,000	Hasta US\$ 410,000 sin exceder el 25% (1/)
Tasa de interés FOPE	Entre 8.5% y 8.75% en Dolares en función de la clasificación del crédito	TAMN para MN y TAMEX para ME
Monto: Bonos del Tesoro	US\$ 400 millones	
Refinanciación Bancos 1/	60%	Entre 50% y 80%
Tasa de interés	Sujeto a negociación	
Límite	Hasta 15% de colocaciones	
Moneda	Dolares	Soles o Dolares
Plazo máximo	15 años	Sujeto a negociación
Periodo de gracia	2 años	Sujeto a negociación
Capital de Trabajo	Obligatorio por todo el periodo, sujeto al cumplimiento de pagos	Obligatorio el primer año. En los años posteriores dependerá de la evolución de la empresa.
Caso de Insolvencia		
Prelación en el cobro de cuotas	Prioridad para bancos en el principal e igualdad en los intereses	Igualdad de condiciones tanto en principal como en intereses
Deuda no comprendida en el programa	Sujeto a negociación	

1/: Porcentaje de la deuda refinanciada
Fuente: D.U. N° 031-2001, D.S. N° 044-2001-EF y RM N° 089-2001-EF/10
Elaboración: Estudios Económicos - BWS

d) Aporte del deudor.- Se reduce la cuota inicial de 20% a 10% de la deuda refinanciada, lo que representaría un aporte real de entre 4.0% a 8.8% de la deuda inicial, dependiendo del porcentaje de reducción que se aplique en el programa.

e) Deudas incluidas en el programa y plazo de acogimiento.- Las calificadas como "deficiente" o "dudoso" de acuerdo a la última clasificación SBS. Esta modificación va incluso más allá de la propuesta de tomar como fecha de corte la calificación al 30/11/00, ampliando el criterio a la última calificación vigente (30/12/00). Por otro lado, se descarta la propuesta de incluir los créditos calificados como problema potencial ("CPP"), sustentándose en que sólo se incluyen a las empresas viables con problemas de financiamiento por deterioro de su clasificación crediticia. La propuesta de incluir los créditos "CPP" contemplaba la segmentación de los US\$400 millones que se dirigirían al FOPE, en US\$186 millones destinados a empresas con créditos "CPP", US\$155 millones a créditos "dudoso" y US\$59 millones a créditos "deficiente". De otro lado, cabe mencionar que se amplió el plazo para acogerse al programa por 30 días, hasta el 31 de julio del 2001.

f) Se incluye capital e intereses.- Se consideran como posibles beneficiarios las deudas bancarias registradas al 31 de agosto de 2000, incluyéndose los intereses totales devengados hasta la fecha de liquidación para la refinanciación.

g) Capital de trabajo.- Para apoyar la marcha operativa de las empresas se establece el financiamiento bancario del capital de trabajo de manera obligatoria para el primer año, y opcional para los siguientes años, dependiendo de la evolución de la empresa. Para la correcta utilización de los fondos se contempla la aplicación de créditos autoliquidables o desembolsos con control de uso de medios de pago. Las tasas de interés de dicho financiamiento serán fijadas bajo condiciones de mercado.

h) Aporte del Estado y prelación en el cobro.- Se amplía de un aporte individual de US\$200,000 y uno grupal de US\$400,000 a un único de US\$ 410,000, aumentándose el espectro de posibles beneficiarios y simplificándose en un solo criterio los montos máximos por deudor. Adicionalmente, se establece la igual prelación para el Estado y los bancos en el cobro de las cuotas, a diferencia del esquema anterior, en que el primero se subordinaba.

i) Reestructuración empresarial.- Entre los potenciales beneficiarios se incluye también a las empresas que se encuentren bajo cualquier proceso en Indecopi, pero que cumplan con los requisitos del programa.



3.1.3. Conclusiones

- Consideramos que **las modificaciones hechas al FOPE son adecuadas**, pues permiten una mayor flexibilidad en el proceso de negociación entre el deudor y los bancos, destacando el incentivo a los mayores aportes del deudor, la obligación de otorgar financiamiento para capital de trabajo sólo durante el primer año, la liberación de provisiones, entre otros.
- **La puesta en práctica del programa y posterior obtención de resultados tomará tiempo**, dado que se requiere de un proceso de evaluación y negociación caso por caso, por lo que las primeras operaciones se estarían concretando recién en algunas semanas.
- **Los mayores incentivos tanto para el deudor como para los bancos deberían permitir el funcionamiento del programa** tal y como se ha previsto. Para los bancos el programa representa la posibilidad de refinanciar deudas impagas y, al capitalizar deudas, liberar provisiones y reasignarlas dentro de su cartera. Para las empresas el beneficio consiste en refinanciar deudas a plazos más largos y acceder al financiamiento de corto plazo.
- Si bien el programa tiende a mejorar el perfil de la deuda, ello **no implicará necesariamente la disminución de la percepción de riesgo crediticio de las empresas** que se acogan al mismo. Finalmente dependerá de su propia recuperación económica para que retornen a ser plenos sujetos de crédito.
- Como sugerencia, **no debería considerarse un plazo máximo para acogerse al FOPE**, sino que éste debería continuar hasta que se agoten los recursos destinados al mismo.

3.2. Programa de Rescate Financiero Agropecuario (RFA)

3.2.1. La problemática inicial

El esquema original del RFA tuvo tan malos resultados como el del FOPE, siendo muchas de las razones de tal fracaso similares en ambos casos. Entre estas razones se encuentra la ya mencionada creación de falsas expectativas en torno a la posibilidad de una condonación de las deudas, así como la probablemente aún más reducida capacidad de los agricultores para realizar aportes de capital.

3.2.2. Las modificaciones

En febrero del presente año se aprobaron algunas modificaciones al programa, entre las que destacan:

- a) **Aporte inicial.**- Se redujo el aporte inicial del deudor de 10% a 5% de la deuda refinanciada, con la posibilidad de que el mismo pueda ser cubierto parcial o totalmente por el Estado mediante los bonos del Tesoro.
- b) **Aporte del Estado.**- Se amplió el aporte del Estado en función al tamaño de la deuda, hasta por US\$400,000 por deudor.
- c) **Tasas de interés del aporte del Estado.**- Se modificaron las tasas de interés cobradas al agricultor por la parte financiada con bonos del Tesoro, de tasas en función al VAC de acuerdo a la clasificación crediticia, a tasas TAMN o TAMEX, de acuerdo al tipo de moneda del crédito, siendo estas últimas más elevadas que las iniciales.



MODIFICACIONES AL RFA		
	ORIGINAL	VIGENTE
Criterio de Flexibilidad		
Beneficiarios	Todos los créditos	Deficiente, dudoso y pérdida
Deudas vigentes al	31-Ago-00	
Plazo para acogerse	30-Jun-01	31-Jul-01
Refinanciación de la Deuda		
Reducción de deuda para el programa	De 20% a 90% en función de las garantías y la calificación del crédito	De 30% a 50% en función a la calificación del crédito
Liquidación de deuda	No incluye intereses en suspenso	Incluye intereses en suspenso
Aporte del Deudor 1/	Mínimo 10%	5% con posibilidad de ser financiado con Bonos del Tesoro
Aporte del Estado 1/	30%	Hasta 80% si la deuda es menor a US\$100 mil, hasta 30% si la deuda es mayor a US\$100 mil
Limites de Aporte	Individual US\$200,000 Grupal US\$400,000	Individual US\$400,000 Bonos US\$400,000
Tasa de Interés	Entre VAC+4% y VAC+5% en función a la categoría de riesgo	TAMN para MN y TAMEX para ME
Monto: Bonos del Tesoro	US\$ 100 millones	
Refinanciación Bancos 1/	60%	Desde 15% hasta 65%
Tasa de interés	Entre VAC+11% y VAC+12% en función a la categoría de riesgo	Sujeto a negociación
Límite	hasta 15% de colocaciones	
Moneda	Nuevos Soles	Soles o Dolares
Plazo máximo	15 años	Sujeto a negociación
Periodo de gracia	2 años	Sujeto a negociación
Capital de Trabajo		
Financiamiento a corto plazo	obligatorio por todo el periodo de vigencia	No existe obligación de financiar
Caso de Insolvencia		
Prelación en el cobro de cuotas	Prioridad para los bancos en el capital, igualdad en los intereses	Igualdad de condiciones tanto en principal como en intereses
Deuda no comprendida en el programa	Sujeto a negociación	

1/ Porcentaje de la deuda refinanciada

Fuente: D.U. N° 033-2001, RM N° 064-2001-EF/77 y D.S. N° 023-2001-EF
Elaboración: Estudios Económicos - BWS

Clasificación del Crédito	% de reducción	Tasa de Interés	
		Bancos	RFA
Deficiente	30%	Negociable	TAMN o TAMEX
Dudoso	40%		TAMN o TAMEX
Pérdida	50%		TAMN o TAMEX

d) Tasas de interés del refinanciamiento bancario- Se eliminaron los parámetros referidos a tasas de interés tope, plazos de financiamiento y periodos de gracia para la parte refinanciada con los bancos, lo cual flexibiliza la negociación entre estos y los agricultores.

e) Beneficiarios- Se redujo el universo de beneficiarios, limitándose a créditos con calificación de "deficiente", "dudoso" y "pérdida".

El cuadro adjunto detalla comparativamente las modificaciones realizadas en el RFA con respecto a su esquema original. La más cuestionada de tales modificaciones ha sido el cambio de las tasas de interés que pagaría el agricultor por el financiamiento vía bonos del Tesoro a tasas TAMN o TAMEX de acuerdo a la moneda en que este expresado el crédito, correspondiendo a niveles de 25% y 13%, respectivamente. El cambio surgió como consecuencia del intento de adecuar dichas tasas a niveles de mercado para evitar subsidiarlas. En la práctica, dichas tasas son superiores a las originalmente fijadas, lo que ha llevado a que el Ministerio de Agricultura plantee nuevos cambios como:

- La reducción de las tasas en Soles a niveles de entre 15% y 17%.
- La eliminación del aporte inicial del 5% de la deuda refinanciada.
- La reducción de la deuda mediante castigo contable, con tasas de 12% para créditos "deficientes", 18% para "dudosos", y 30% para "pérdidas". Ello implica condonar la deuda en los porcentajes indicados, para a partir de ahí aplicar los nuevos niveles de provisiones.
- Ampliación del aporte del Estado de acuerdo al monto de la deuda a refinanciar. Así, el Estado asumiría el 100% de la deuda en el caso en que esta no supere los US\$20,000, el 80% si la deuda esta en el rango de US\$20,001 a US\$100,000 y el 50% si esta entre US\$100,001 y US\$200,000.

Si bien existen posiciones encontradas en el Ejecutivo respecto a estas propuestas del MINAG, aún no se han dado definiciones al respecto. Estas discusiones no afectarían el normal desarrollo del programa, por lo que de aprobarse mejoras al mismo se aplicarían a partir del cambio respectivo.



3.2.3. Conclusiones

- Al igual que en el caso del FOPE, **consideramos que las modificaciones hechas al RFA son pertinentes**, pues permiten una mayor flexibilidad en el proceso de negociación entre el deudor y los bancos, destacando además la mayor participación del Estado, la posibilidad de liberar provisiones, la reducción del aporte inicial del deudor de 10% a 5%, entre otros.
- A pesar de ello, **todavía surgen algunas dudas con respecto a su aplicación**, como por ejemplo el significativo diferencial de tasas entre aquellas que el programa RFA cobra al agricultor (TAMN o TAMEX) y la tasa de los bonos del Tesoro (8% nominal anual en dólares), así como el debate en torno a las propuestas planteadas por el MINAG.
- Respecto a las tasas de interés cobradas por el programa RFA, si bien estas corresponden a tasas de mercado, metodológicamente representan promedios ponderados que incluyen diferentes perfiles de riesgo y plazos, por lo que no son necesariamente adecuadas para asignarlas como costo del crédito al agricultor. En este sentido, **sería necesaria la reformulación de las tasas partiendo del costo de la emisión de los bonos del Tesoro más un *spread* que comprenda costos administrativos y operativos.**
- **La libre negociación del otorgamiento de líneas del capital de trabajo entre banco y empresa es positiva**, puesto que permitirá adecuar el financiamiento de la campaña agrícola a las posibilidades reales de cada agricultor.
- **El financiamiento de la cuota inicial con bonos del Tesoro es adecuado**, considerando el elevado nivel de descapitalización del sector.

3.3. Estimación del impacto del FOPE y el RFA en la economía

Nuestra estimación del impacto de los programas FOPE y RFA en la economía se ha realizado teniendo en consideración la información proporcionada en diversos medios por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), el Ministerio de Agricultura (MINAG) y la Asociación de Productores Agrarios (ASPA).

3.3.1. FOPE

Para el caso del FOPE, el análisis considera los créditos comerciales y de la microempresa vigentes al 31 de agosto de 2000. De ellos, se han seleccionado los créditos comerciales, industriales y de servicios no sociales como créditos objetivos del FOPE, excluyéndose los créditos de los sectores pesca y minería, dado que estos dos últimos, en su mayor parte, se encuentran al margen del programa (grandes empresas). Se han excluido, además, los créditos destinados al sector agropecuario por estar incluidos en el RFA. Asimismo, se ha considerado la clasificación de créditos y la estructura de garantías vigente al 31 de diciembre de 2000 para estimar el descuento promedio de las deudas incluidas en el programa. En el análisis se considera como créditos "viables" la primera estimación anunciada por el MEF de US\$158 millones. Respecto a las tasas de interés, se asume un costo promedio de 10% para la deuda bancaria y de 13% para el financiamiento vía bonos del Tesoro (FOPE) al considerar la tasa TAMEX. **El cuadro de la página siguiente resume los resultados de nuestro análisis.** En la columna de la izquierda se muestra una estimación de los montos a ser refinanciados de acuerdo a la estructura del programa y a las ya indicadas estimaciones del MEF. En la columna de la izquierda **se presentan diversas razones que muestran el impacto de la deuda refinanciada sobre diversos agregados**, como la cartera total calificada como deficiente y dudosa, el total de colocaciones, la producción, etc.



ESTIMACION DEL IMPACTO DEL PROGRAMA FOPE

Estructura del Refinanciamiento	US\$ MM	Análisis del impacto	Ratio
Total de Colocaciones Comerciales al 31/08/00	\$11,971.1	Tasas de interés promedio estimada	10.3% ^{5/}
Total de Colocaciones sectores objetivo	\$8,384.6 ^{1/}	Financiamiento FOPE / Créditos Deficiente y Dudoso	1%
Créditos: Deficiente + Dudoso al 31/12/00	\$1,409.9	% de ejecución esperado del programa FOPE	3%
Créditos considerados "viables" en una 1era etapa	\$158.0 ^{2/}	Descuento de deudas para el FOPE/capitalización posible	8% ^{6/}
Descuento de deudas para el programa	-\$40.5 ^{3/}	% créditos "viables" / Total de colocaciones comerciales	1%
Saldo de Deuda a Refinanciar	\$117.5	% créditos "viables" / Créditos Deficiente y Dudoso	11%
Cuota inicial mínima de 10%	\$11.8	% créditos "viables" / PBI no primario	0.4%
Aporte FOPE	\$11.8 ^{4/}		
Refinanciamiento Bancos	\$94.0	% créditos "viables" / PBI Total	0.3%

1/: Considera créditos comerciales, industriales y de servicios no sociales al 31 de agosto de 2000

2/: Según MEF

3/: Descuento estimado de 25.6% de acuerdo al rango de descuento de deudas para el programa según garantías preferidas y clasificación de riesgo al 31/12/00

4/: En función proporcional al aporte del deudor

5/: Considerando un costo de la deuda bancaria de 10% en promedio y de TAMEX para el financiamiento vía bonos del Tesoro

6/: El máximo posible es de 30% del patrimonio efectivo, según Reglamento de Capitalización de Acreencias.

Fuente: MINAG, MEF, estimados Estudios Económicos - BWS

De la revisión de los resultados presentados en el cuadro anterior se pueden destacar las siguientes deducciones. Nótese que las mismas parten del cruce de información oficial de diversas fuentes, incluyendo la SBS, con estimaciones preliminares del MEF y nuestros propios cálculos, por lo que no deberán ser tomadas como concluyentes. Consideramos, sin embargo, que tales resultados son útiles para dar una idea del orden de magnitud del aporte del FOPE en el restablecimiento de la cadena de pagos y la reactivación económica.

- Si bien corresponden a cifras preliminares, **los créditos "viables" estimados por el MEF (US\$158 millones) estarían subestimando el alcance potencial del programa**, al representar sólo el 11% de la cartera pesada objetivo.
- Sin embargo, considerando que el aporte del FOPE bajo dicho supuesto sería de solo US\$11.8 millones, no habría mayor problema en aumentar la cobertura del programa si se da una mayor demanda. En dicho caso, **es probable que la limitación se de por el lado de la capacidad de las empresas para cancelar sus correspondientes cuotas iniciales.**
- Sobre la base de un descuento de deudas para el programa de 26% en promedio, la cobertura de los recursos del FOPE, bajo el supuesto inicial del MEF, alcanzaría a sólo el 3% de lo programado. Asimismo, se estaría refinanciando el 1% de la cartera atrasada objetivo.
- Desde el punto de vista de cobertura, **la selección inicial de créditos viables comprende a 390 empresas**, con lo cual el crédito promedio por deudor alcanza a US\$ 405,000. En términos de cantidades, ello equivaldría al 0.4% del PBI no primario y al 0.3% del PBI total.

3.3.2. RFA

Para el caso del RFA, el análisis considera la oferta actual de crédito agropecuario según fuentes de financiamiento y rangos de deuda, lo que ha permitido realizar una estimación más fina de los aportes del RFA de acuerdo a lo estipulado por el programa. Para determinar el monto de los créditos "viables", se ha considerado, al igual que en el caso del FOPE, la primera estimación anunciada por el MEF de US\$152 millones. Respecto a las tasas de interés se asumen los mismos criterios que en el caso del FOPE. **El cuadro que se presenta en la página siguiente resume las conclusiones de nuestro análisis para el caso del RFA.**



ESTIMACION DEL IMPACTO DEL PROGRAMA RFA

Estructura del Refinanciamiento	US\$ MM	Análisis de impacto	Ratio
Deuda Total Agropecuaria del Sector Formal	\$490.5	Tasas de interés promedio estimado	11.5% 5/
Deuda Bancaria del sector Agropecuario	\$418.0	Financiamiento RFA / Cartera Pesada	24%
Cartera Pesada	\$191.2	% empresas beneficiadas/ unidades formales	23%
Créditos considerados "viables" en una 1era etapa	\$152.0 1/	% de ejecución esperado del programa RFA	46%
Descuento de deudas para el programa	-\$60.8 2/	% créditos "viables" / Deuda formal total	31%
Saldo de Deuda a Refinanciar	\$91.2	% créditos "viables" / Cartera Pesada	80%
Cuota inicial de 5% financiable con BT	\$4.6 3/	% créditos "viables" / PBI Agropecuario	3.2%
Aporte RFA	\$41.5 4/		
Refinanciamiento Bancos	\$45.1	% créditos "viables" / PBI Total	0.3%

1/: De acuerdo a estimados del MEF

2/: Se asume un descuento promedio del 40%. El rango oscila de 30% a 50% según clasificación del crédito

3/: Se asume que la cuota inicial se financia con bonos del tesoro

4/: Estimado considerando el criterio de participación según rangos de deuda

5/: Considerando un costo de la deuda bancaria de 10% en promedio y de TAMEX para el financiamiento vía bonos del Tesoro

el costo promedio ponderado oscilaría entre 12.6% y 11.1%, en función a la participación del RFA en cada rango de deuda

Fuente: MINAG, MEF, estimados Estudios Económicos - BWS

Merecen ser destacados algunos de los resultados de nuestro análisis, los que, sin embargo, tal como ocurría en el caso del FOPE y por las mismas razones, no deben ser tomados como conclusiones definitivas sino como aproximaciones a los órdenes de magnitud involucrados en el caso.

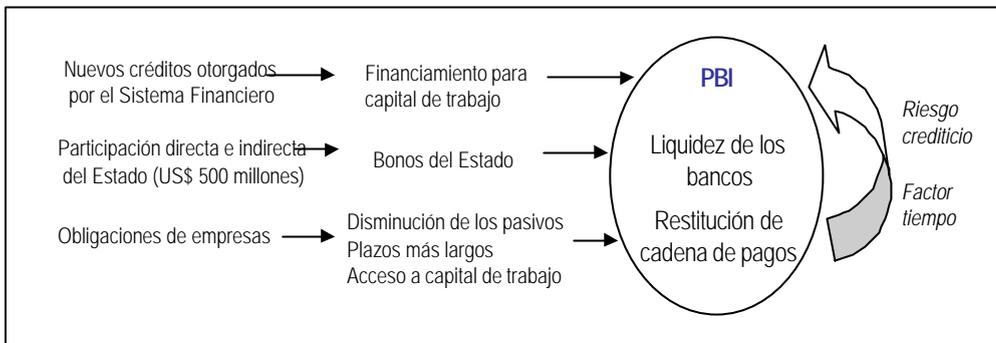
- A diferencia de lo que ocurría con el caso del FOPE, **los créditos "viables" iniciales estimados por el MEF parecen estar sobrestimados**, dado que representan el 80% de la cartera pesada del sector.
- Dado que el financiamiento con bonos del Tesoro puede cubrir también el financiamiento de la cuota inicial del deudor, y sobre la base de un descuento de deudas para el programa de 40% en promedio, **la cobertura de los recursos del RFA se ejecutaría sólo al 46% de lo programado**, incluso considerando el elevado monto de empresas viables consideradas. En este nivel, se estaría refinanciando el 24% de la cartera atrasada con los bancos.
- Desde el punto de vista de cobertura, **se alcanzaría al 23% de las unidades agropecuarias formales y al 5% de las unidades totales**. Ello es consecuencia del relativamente reducido número de unidades agropecuarias que cuentan con créditos bancarios. En términos globales, los créditos viables representarían el 31% de los créditos formales del sector y equivaldrían al 3.2% del PBI agropecuario y al 0.3% del PBI total.
- Al igual que en el caso del FOPE, el otorgamiento de financiamiento de corto plazo para la campaña agrícola será el factor que permitiría un mayor dinamismo de la actividad productiva. Sin embargo, este financiamiento depende desde el primer año, en este caso, de la negociación entre banco y empresa.
- La refinanciación de deudas, liberalización de provisiones y reducción de morosidad deberían reflejarse paulatinamente en **menores niveles de tasas de interés en Soles y Dólares**.

3.3.3. Consideraciones finales sobre el impacto del FOPE y el RFA en la actividad económica

El impacto que los programas de reestructuración financiera analizados puedan tener sobre el nivel de actividad de la economía es indirecto. En otras palabras, para que tengan un reflejo en la reactivación de la economía, las empresas que logren el refinanciamiento de sus pasivos bancarios mediante ambos programas deberán aumentar su propia producción o la de sus



Reporte Macroeconómico



proveedores, al cancelar, a su vez, deudas pendientes con ellos. Es decir, al restablecer la cadena de pagos de la economía. **El gráfico adjunto muestra los canales a través de los cuales se transmitirían los efectos favorables del FOPE y el RFA en la reactivación.** Al respecto se puede mencionar lo siguiente:

- Los programas FOPE/RFA constituyen **condiciones necesarias más no son suficientes** para garantizar la reactivación económica.
- **El financiamiento de corto plazo para capital de trabajo es el factor que permitiría impulsar la actividad productiva de forma más directa**, particularmente en el caso de aquellas empresas que enfrentan dificultades serias para mantener sus niveles de producción normales debido a una restricción del mismo.
- La mayor liquidez de los bancos y la restitución de la cadena de créditos como consecuencia respectivamente de la utilización de bonos del Tesoro y del refinanciamiento de deudas, **contribuirán a impulsar en PBI en la medida en que mejore el perfil de riesgo crediticio de los deudores.** En dicho caso, aumentará la oferta de créditos y disminuirán las tasas de interés.
- Lo indirecto de los efectos mencionados, así como la complejidad misma de los procesos de reestructuración, que suponen negociaciones bilaterales, hará que **el impacto de los mismos sea gradual.**

Nota: Este reporte se basa en información de fuentes que se consideran confiables, habiéndose hecho todos los esfuerzos posibles y razonables para confirmar su exactitud, a pesar de lo cual el autor no se hace responsable por la misma. Las opiniones vertidas en este reporte se han hecho en función al criterio del autor, pudiendo estar erradas. En tal sentido, cualquier decisión de gestión empresarial o inversión que pueda tomar el lector de este reporte deberá basarse en su propio criterio y será de su exclusiva responsabilidad. Finalmente, este reporte no es, ni debe ser tomado, como una cotización o solicitud para realizar operaciones.

Banco Wiese Sudameris

Estudios Económicos

Juan Carlos García Vizcalno	
Pablo Nano Cortez	<i>Macro Real</i>
Mario Guerrero Corzo	<i>Macro Monetaria</i>
Carlos Correa	<i>Agricultura/Pesca</i>
Luis Fernando Miranda	<i>Minería/Hidrocarburos</i>
Guillermo Kaelin	<i>Manufactura/Comercio</i>
Andrés Robles	<i>Construcción/Inmobiliario</i>
Elio Tubino	<i>Energía/Telecom</i>

Mesa de Tesorería

Luis Bravo Muñoz		211-6247
Pablo León-Prado	<i>Cambios</i>	440-4401
Alfredo García Calderón	<i>Cambios</i>	440-4401
Elbia Castillo	<i>Renta Fija/Renta Variable</i>	440-6460
Guillermo Ingoyen	<i>Renta Fija/Renta Variable</i>	440-6460
Gina Consigliere	<i>Money Market</i>	440-9001
Michel Mesia	<i>Money Market</i>	440-9001
Gladys Huamán	<i>Money Market</i>	440-9001

Wiese Sudameris Fondos

Carlos Farro	<i>Gerente de Inversiones</i>	221-3828
Victor Diaz	<i>Analista de Inversiones</i>	441-2129

Wiese Sudameris S.A.B.

Aurelio Díaz Pro	<i>Head Trader Renta Variable</i>	442-9794
Bruno Calle	<i>Head Trader Renta Fija</i>	421-0940
Jaime Blanco	<i>Trader Renta Variable</i>	442-9965
Franklin Cieza	<i>Trader Renta Variable</i>	441-2026
Julio Mavila	<i>Trader Renta Variable</i>	441-2788