



REVISIÓN DE PROYECCIONES 2001

Un escenario político más complejo,
un ajuste fiscal más severo,
y un entorno internacional menos favorable
que lo inicialmente previsto sustentan
la revisión de nuestros estimados
macroeconómicos.

	2000		2001	
			original	revisado
SECTOR REAL				
Producto Bruto Interno (var% real)	3.6	2.3	0.8	
Producto Bruto Interno (millones de US\$)	53,959	57,278	54,114	
Demanda Interna (var% real)	2.8	1.8	0.1	
SECTOR PUBLICO				
Presión Tributaria (% del PBI)	12.0	12.1	12.0	
Resultado Primario (% del PBI)	-0.8	0.6	0.3	
Servicio de la Deuda Externa (% del PBI)	4.0	3.9	3.8	
Déficit Fiscal (% del PBI)	-3.0	-1.9	-2.0	
SECTOR EXTERNO				
Exportaciones (en millones de US\$)	7001	7254	7009	
Balanza Comercial (en millones US\$)	-332	-85	-365	
Balanza en Cuenta Corriente (% del PBI)	-3.0	-2.9	-3.1	
RIN (millones de US\$)	8,141	8,373	7,881	
SECTOR MONETARIO				
Inflación (anual)	3.7	3.0	3.0	
Devaluación (anual)	0.5	2.3	4.1	
TAMEX	13.7%	11.9%	12.7%	
TAMIN	30.8%	24.1%	24.4%	

- Los sectores vinculados a la demanda interna, como Construcción y Manufactura, son los más afectados en la revisión de estimados, aunque los sectores primarios tendrían también un crecimiento más bajo que el inicialmente previsto debido al menor dinamismo de la producción minera y agrícola.
- El estimado de crecimiento de la demanda interna cae de un nivel moderado a uno prácticamente nulo, puesto que la caída en el gasto público y la inversión excederán el moderado incremento del consumo privado. En otras palabras, el crecimiento de este año, aunque bajo, será impulsado básicamente por las exportaciones.
- La brecha de la Balanza Comercial será mayor a la inicialmente estimada debido fundamentalmente a la caída en la cotización de nuestros principales productos de exportación tradicional, como los metales y el café. De otra parte, el estimado de las importaciones se mantiene prácticamente sin variación.
- A pesar de los esfuerzos en el control del gasto público y los logros en el financiamiento del déficit, el tema fiscal continuará siendo un factor crítico este año. El menor crecimiento esperado y el efecto neto moderadamente negativo de las medidas fiscales adoptadas por el gobierno conspiran contra la obtención de la meta de déficit de 1.5% del PBI.
- La mayor brecha comercial y los menores flujos de capital, producto del deterioro de los términos de intercambio y el aumento de la incertidumbre política, respectivamente, provocarían una devaluación mayor a la originalmente prevista. El movimiento esperado de las RIN pasa de un incremento a una reducción moderada.
- Las expectativas de inflación continúan siendo baja. Las presiones alcistas de los precios transables por el incremento del tipo de cambio serían compensadas por la tendencia descendente en los precios de los combustibles.
- Las tasas de interés disminuirían en menor proporción que la prevista inicialmente. Las tasas internacionales caerían algo más que lo previsto, pero esto sería más que compensado por un incremento en el nivel de riesgo local y regional.

**PRODUCTO BRUTO INTERNO**

(Variación porcentual)

	1999	2000	2001 (e)
Agropecuario	12.0	6.4	2.1
Pesca	28.9	8.1	-5.0
Minería	11.8	2.4	2.8
Manufactura	0.3	6.5	0.4
Construcción	-10.8	-4.5	-1.7
Comercio	-1.6	5.3	0.5
Otros	-1.2	2.8	0.9
PBI	1.4	3.6	0.8
Primario	13.0	5.7	1.9
No Primario	-0.9	3.1	0.6

ELABORACIÓN: SIEE - Banco Wiese Sudameris

1. Consideraciones generales

Este reporte contiene una revisión de nuestras proyecciones macroeconómicas para el presente año, originalmente presentadas en noviembre pasado. Tal como se explicará más adelante, habiéndose reportado ya la mayor parte de la estadística macroeconómica al primer trimestre del año, y habiendo evolucionado el entorno de la economía de forma distinta a los escenarios originalmente supuestos, **la corrección a la baja de la mayoría de nuestros estimados se hacía evidente.**

Previamente, sin embargo, resulta conveniente hacer una digresión para revisar brevemente el marco metodológico que sustenta nuestras proyecciones. Tal como se ha explicado en anteriores ocasiones, las mismas se basan en un modelo cuantitativo de equilibrio general, el cual relaciona los diversos agregados macroeconómicos. Consecuentemente, los distintos sectores incorporados al modelo interactúan entre sí, presentando, por lo tanto, resultados consistentes. Estos sectores son el real, el externo, el fiscal y el monetario, que a su vez se retroalimentan con los resultados arrojados a nivel de oferta y demanda global. Por el lado de los precios, el modelo interactúa con la inflación, tipo de cambio y tasas de interés. De otro lado, a nivel de supuestos, el modelo admite diversas variables exógenas, dentro de las cuales se pueden destacar como referencia el aumento de la capacidad instalada debido a la maduración de proyectos en la oferta real de los sectores primarios, la variación de los términos de intercambio en el sector externo, la variación de las tasas de interés internacionales en el sector monetario, entre otros.

Pasemos, ahora sí, a presentar con mayor detalle **los factores principales que explican la revisión de nuestras proyecciones macroeconómicas para el presente año:**

1.1. Contracción de la economía mayor a la esperada durante el IT01

El Producto Bruto Interno (PBI) registró una contracción de 2.6% durante el IT01, por debajo de la meta oficial de crecimiento de 0.5%, y mayor a la caída de 1% esperada por nosotros. En tal sentido, incluso si el crecimiento de los siguientes trimestres se ajusta a nuestros estimados, el resultado acumulado para el año sería menor a lo originalmente proyectado. **Es importante tener en cuenta qué factores explicaron la desviación de nuestras proyecciones para establecer si los mismos seguirán afectando el comportamiento de la economía en lo que resta del año.**

El principal de estos factores fue el sobre ajuste fiscal registrado a lo largo del IT01, que no fue previsto por nuestros estimados y que afectó negativamente la evolución de la demanda interna. De acuerdo a cifras del MEF, durante el IT01 se obtuvo un superávit fiscal equivalente a 0.5% del PBI, cuando la meta programada era un déficit de 1.0%. El rubro más afectado fue la inversión pública, que habría mostrado una caída mayor al 30%, mientras que el gasto no financiero en general -que incluye el consumo público- registró una caída superior al 10%. Si bien normalmente por factores estacionales la ejecución del gasto público se retrasa durante el primer trimestre, la situación se habría agravado por el cambio de funcionarios a inicios del año. Otro factor adicional que habría restringido el gasto se relaciona a los egresos no anticipados



que ha tenido que afrontar el Tesoro debido al retraso en la devolución de impuestos a los exportadores por S/. 400 millones, la mitad de los cuales fueron financiados con los recursos obtenidos por la colocación de bonos soberanos.

Por otra parte, la inversión privada se ha visto afectada por un escenario político más complicado que lo esperado. Si bien era previsible la ocurrencia de una segunda vuelta electoral, la incertidumbre sobre quienes finalmente pasarían a dicha etapa del proceso, y sobre las políticas económicas que propondrían, exacerbó el usual recelo de los inversionistas en períodos como éste. Esto se refleja en la caída de la producción de bienes de capital y en la severa contracción del sector Construcción, también afectado por el ya explicado ajuste fiscal. Asimismo, si bien la importación de bienes de capital habría mostrado un ligero crecimiento en el IT01, esto se debería puntualmente a la importación de equipos de telecomunicaciones, puesto que los demás rubros experimentaron significativas caídas. De otro lado, la acumulación de inventarios durante el cuarto trimestre del 2000 habría obligado también a "redimensionar" los niveles de producción, principalmente del sector industrial, con la consiguiente menor inversión en inventarios.

En lo que se refiere al consumo privado, éste no necesariamente se habría desacelerado más de lo que habíamos previsto. Si bien no hay datos concluyentes, algunos indicadores nos permiten inferir dicho comportamiento. Así, la importación de bienes de consumo se incrementó por encima de 5% durante el IT01, mientras que algunas ramas industriales productoras de dichos bienes de consumo masivo sufrieron menos la contracción reportada en el sector durante el mismo período. Asimismo, el Índice de Confianza de Apoyo (CA) ha mostrado una variación positiva durante el IT01, mientras que la libre disponibilidad del CTS, vigente a partir de enero, habría contribuido, aunque de forma marginal, al consumo.

Finalmente, completando el análisis de la demanda global, el volumen de las exportaciones habría registrado una ligera caída respecto a nuestras proyecciones. Este comportamiento se debería principalmente a los menores embarques de oro, como consecuencia de la caída en la producción registrada principalmente por las grandes empresas mineras.

Por el lado de la oferta agregada, además de una contracción del PBI mayor a la esperada, se ha observado también un incremento en el volumen de importaciones ligeramente por encima de lo previsto, debido, como ya lo mencionamos, a las mayores compras de bienes de capital para el sector telecomunicaciones. En este sentido, una mayor proporción de la demanda global habría sido satisfecha mediante importaciones durante el IT01.

1.2. Escenario político más complejo a lo esperado

Este factor ha sido tocado en el punto anterior. Sin embargo, aquí nos referimos al mismo en tanto creemos que afectará la evolución de la economía de forma distinta a la que habíamos previsto originalmente para los próximos trimestres. **El inesperado resultado de las elecciones prolonga la incertidumbre política** al no haber un resultado claro de cara a la segunda vuelta. En ese sentido, la campaña electoral se ha caracterizado por centrarse en temas políticos y por la ausencia de debates profundos sobre los programas económicos. Asimismo, el estrecho resultado de las elecciones en primera vuelta aumenta la probabilidad de

**PRODUCCION MUNDIAL**

(Variación porcentual)

	2000	2001 (1/)	2001 (2/)
Economías Desarrolladas	4.1	3.2	1.9
Estados Unidos	5.0	3.2	1.5
Japón	1.7	1.8	0.6
Unión Europea	3.4	3.4	2.4
Economías en Desarrollo	5.8	5.7	5.0
Africa	3.0	4.4	4.2
Asia	6.9	6.6	5.9
Medio Oriente	5.4	4.1	2.9
Hemisferio Occidental	4.1	4.5	3.7
Economías en Transición	5.8	4.1	4.0
ECONOMIA MUNDIAL	4.8	4.2	3.2

1/ Proyecciones Octubre de 2000

2/ Proyecciones Mayo de 2001

FUENTE : World Economic Outlook May 2001 - FMI

ELABORACION : SIEE - Banco Wiese Sudameris

que se realicen propuestas económicas con un enfoque puramente electoral, dejándose de lado el análisis estrictamente técnico de las mismas. Esto podría verse reflejado en un mayor retraimiento de la inversión y en una presión adicional para el próximo gobierno, en el marco de una situación fiscal austera y una desaceleración de la economía global.

1.3. Entorno internacional menos favorable

El escenario internacional favorable que preveíamos a fines del 2000 ha cambiado de manera importante en los últimos meses como consecuencia del virtual "hard landing" de la economía norteamericana, la desaceleración de la economía europea y de la trunca recuperación de la economía japonesa. De acuerdo a las últimas proyecciones del FMI, durante el año 2001 la economía mundial crecerá en 3.2%, por debajo del 4.8% registrado en el 2000 y del 4.2% estimado por él mismo en octubre del año anterior.

Este escenario supone una menor demanda mundial que se traducirá en la caída de la cotización de diversos bienes estandarizados ("commodities"), en particular metales, lo que afectará la evolución de las exportaciones tradicionales. Esto sería ligeramente atenuado por el menor precio esperado del petróleo, aunque el efecto neto sería un deterioro de la Balanza Comercial mayor al estimado inicialmente.

Finalmente, **un aspecto positivo de la desaceleración económica mundial ha sido la baja de 150 puntos básicos (pbs) en las tasas de interés referenciales del FED**, hecha gradual y sucesivamente con el fin de impulsar la reactivación de la economía norteamericana. Si bien esta caída no ha podido ser asimilada plenamente por las economías latinoamericanas debido al incremento de la percepción de riesgo de la región ante los problemas que eventualmente podría enfrentar Argentina para el pago de su deuda externa, se estima una tendencia a la baja en las tasas de interés en el mediano plazo en la medida en que se supere la actual coyuntura regional. En ese sentido, el anuncio de un importante intercambio ("swap") de deuda por parte del gobierno argentino permitiría reducir significativamente las posibilidades de una moratoria y, por ende, una mejora en la percepción de riesgo de los inversionistas extranjeros hacia América Latina.

2. Proyecciones macroeconómicas revisadas

Habiendo explicado los factores que sustentan la revisión de nuestras proyecciones macroeconómicas para el presente año, **presentamos a continuación los resultados de los ajustes hechos a nuestro modelo de estimaciones:**

**OFERTA Y DEMANDA GLOBAL**

(Variaciones porcentuales reales)

	1999	2000	2001 (e)
OFERTA GLOBAL	-1.6	3.7	0.7
PBI	1.4	3.6	0.8
IMPORTACIONES	-17.1	4.2	-0.1
DEMANDA GLOBAL	-1.6	3.7	0.7
DEMANDA INTERNA	-2.6	2.8	0.1
Consumo privado	-0.2	4.1	2.2
Consumo público	3.6	5.6	-8.6
Inversión Bruta Interna	-11.8	-2.5	-2.8
Privada	-16.3	1.8	0.5
Pública	7.2	-16.8	-7.5
EXPORTACIONES	5.4	9.2	4.1

Elaboración: SIEE - Banco Wiese Sudameris

2.1. Oferta y Demanda Global

La demanda global crecería 0.7% en el 2001, menos que el 2.0% estimado originalmente. La demanda interna se mantendría prácticamente estancada (+0.1%), debido fundamentalmente a una caída mayor a la esperada de la inversión bruta interna (-2.8%). Esto último obedece a un recorte mayor de la inversión pública -a pesar de que el gobierno ha anunciado un mayor ritmo de ejecución a partir del IIT01-, y al muy probable estancamiento de la inversión privada en la medida que prevalezca la incertidumbre en el plano político. Por su parte, el consumo privado crecerá en sólo 2.2%, por debajo del 4.1% del año 2000 y del 3.2% estimado inicialmente, puesto que las expectativas económicas de las familias continuarán deprimidas, lo que afectará principalmente el consumo de bienes duraderos. En dicho sentido, **serán las exportaciones (+4.1%) las que impulsarán el crecimiento de la demanda global**, debido principalmente a que consideramos un mayor volumen exportado de productos no tradicionales respecto a nuestro estimado anterior.

2.2. Producto Bruto Interno

Hemos revisado a la baja nuestro estimado de crecimiento del PBI para el 2001, del 2.3% calculado en noviembre del año pasado, a 0.8%. El menor crecimiento vendrá principalmente por la evolución de los sectores vinculados a la demanda interna, en particular Construcción, así como por la menor tasa de crecimiento de los sectores primarios, en especial la Minería. A nivel sectorial, la revisión del crecimiento del PBI se descompone de la siguiente manera:

2.2.1. Sector Agropecuario

Hemos reducido la proyección de crecimiento del sector de 2.9% a 2.1% debido a que **esperamos un menor dinamismo del subsector agrario (+1.2%) respecto a nuestro estimado previo (+2.8%)**, sustentado principalmente en los siguientes factores:

- Condiciones climáticas anormales que han afectado la costa norte y la sierra sur originando la pérdida de un 2% de las áreas sembradas y que un 10% más se hayan visto afectadas como consecuencia de las fuertes lluvias y del desborde de los ríos.
- Reducción de cerca de 5% en las áreas sembradas respecto a la campaña anterior como resultado del menor financiamiento al agro y de la sobreproducción registrada el año anterior en algunos cultivos, en particular en el caso de la papa. Inicialmente esperábamos un estancamiento de las áreas sembradas.

Por su parte, el subsector pecuario mantendría la tasa de crecimiento proyectada inicialmente (+3.4%) debido al crecimiento de la producción avícola (+4.0%), la de mayor ponderación dentro del subsector, así como de la producción de leche.



2.2.2. Sector Pesca

Mantenemos nuestros estimados iniciales de una caída de 5% del sector, debido principalmente al extraordinario nivel de desembarque de anchoveta principal insumo de la industria de harina de pescado- registrado durante el año 2000 (9.7 millones de T.M.), que se situó muy cerca del récord de 9.8 millones de T.M. alcanzado en 1994. En ese sentido, es lógico suponer una caída en la extracción de esta especie luego del importante esfuerzo pesquero del año anterior, lo que sería parcialmente contrarrestado por el esperado incremento en la captura de especies destinadas a la industria de congelado (pota y merluza) y al consumo en estado fresco.

2.2.3. Sector Minería e hidrocarburos

Hemos reducido de manera importante la proyección de crecimiento de este sector, de un 6.9% inicial a sólo 2.8%. Esto se debe fundamentalmente a la baja en el estimado de la producción minera, de 7.9% a 3.5%, en particular del cobre, como consecuencia del inicio de las operaciones del megaproyecto minero Antamina en septiembre próximo, y no en julio como habíamos estimado inicialmente. Cabe anotar que Antamina estará en capacidad de producir anualmente 880,000 T.M. de concentrados de cobre con una ley de 30% y 330,000 T.M. de concentrados de zinc con una ley de 55%. El valor bruto de producción del proyecto será de aproximadamente US\$ 950 millones, equivalente a alrededor de 1.8% del PBI peruano. Otro factor que hemos considerado para reducir nuestras proyecciones es la menor producción esperada de oro, que durante el IT01 ha venido cayendo por debajo de lo previsto. La menor producción se debe principalmente a la gran minería, cuyas operaciones se vieron afectadas por las lluvias y por una reducción en las leyes del mineral.

En lo que se refiere a la producción de hidrocarburos, también hemos revisado nuestras proyecciones a la baja, de una caída estimada de 3.1% a una de 4.6%. El sustento se encuentra en una contracción en la producción de petróleo mayor a la esperada durante el IT01. Cabe señalar que la producción de petróleo ha venido manteniendo una tendencia descendente desde 1994, año en que se registró una producción de 46.5 millones de barriles, hasta los 36.3 millones de barriles registrados en el año 2000, como resultado del agotamiento de los pozos existentes y la falta de hallazgos importantes en los últimos años.

2.2.4. Sector Construcción

Este sector es el único en el que prevemos un cambio de tendencia con relación al estimado inicial de crecimiento. Así, **la severa contracción de la inversión pública durante el IT01 y un escenario político menos propicio al inicialmente previsto, ambos factores ya explicados, nos llevan a estimar una caída de 1.7% del sector durante el 2001**, cuando originalmente habíamos previsto un crecimiento de 1.8%. Lo anterior se sustenta a una caída de 16.4% del sector construcción durante el IT01 del año como consecuencia de la prácticamente nula inversión pública en el programa de construcción y rehabilitación de carreteras, aunado a la caída de 14.3% en el consumo interno de cemento. Si bien el gobierno ha anunciado un incremento en la ejecución del gasto público y ha iniciado la licitación para el mantenimiento y rehabilitación de infraestructura vial que empezará a inicios del segundo semestre, el incremento de la incertidumbre en el plano local asociado al proceso electoral, originará una postergación de las inversiones privadas hasta que quede claro la política económica del nuevo gobierno.

PRODUCCION MINERA (Variación porcentual) 2001e

Cobre	8.2
Oro	-2.7
Plata	6.0
Plomo	1.6
Zinc	7.4
Estaño	0.0
Hierro	4.0

ELABORACIÓN : SIEE - BWS



2.2.5. Sector Manufactura

PRODUCCIÓN MANUFACTURERA

(Variación porcentual)

2001e

SECTOR FABRIL TOTAL	0.4
MANUFACTURA PRIMARIA	1.0
MANUFACTURA NO PRIMARIA	0.2
RAMAS INDUSTRIALES	
Productos Alimenticios	0.1
Bebidas y Tabaco	-3.0
Textil y Cuero	2.2
Papel y Productos de Papel	1.0
Industria Química	0.8
Minerales No Metálicos	-2.8
Industria Metálica Básica	3.4
Productos Metálicos	-0.5
Otros Productos Manufacturados	-3.0

Elaboración : Estudios Económicos - BWS

Hemos revisado nuestras proyecciones del sector a la baja, de 1.3% a 0.4%, debido básicamente a la menor expectativa de crecimiento de la **Manufactura No Primaria** (0.2% versus 1.3%), lo que estaría vinculado a una caída mayor a la esperada de la demanda interna, particularmente de la inversión. Así, hemos corregido a la baja las variaciones de las ramas vinculadas a ésta, como Productos Metálicos, Industria Metálica Básica y Minerales No Metálicos. En el caso de las industrias que dependen básicamente del consumo privado, como Productos Alimenticios y Bebidas y Tabaco, no hemos modificado significativamente sus tasas de crecimiento, pues consideramos que este componente de la demanda interna será el menos afectado. Finalmente, cabe anotar que la reducción en las estimaciones de la rama de Textil y Cuero obedece principalmente a menores tasas de crecimiento de las industrias de cuero y calzado y de hilados, aunque en este último caso sólo la porción dirigida al mercado local.

En lo que se refiere a la Manufactura Primaria, la tasa de crecimiento se mantiene prácticamente sin variación (1.0%), puesto que sólo se ha realizado una reducción poco significativa a la industria de refinación de petróleo, en vista del previsible menor dinamismo de la actividad económica.

2.3. Sector público

2.3.1. Déficit fiscal

Con posterioridad a la estimación de nuestras proyecciones originales, **el gobierno emitió una serie de medidas fiscales destinadas a reactivar la economía y, al mismo tiempo, a cerrar la creciente brecha fiscal** que se había generado desde meses atrás. Estas medidas han arrojado cambios significativos en nuestras proyecciones, aunque, tal como veremos más adelante, en términos netos el balance de las cuentas fiscales que esperamos es similar al anterior. Algunas de las medidas a las que hacemos referencia son las siguientes:

- Reincorporación de productos como el arroz y la harina de pescado al régimen general del IGV.
- Eliminación de documentos cancelatorios relacionados a compras de combustibles por las Fuerzas Armadas
- Eliminación de la exoneración al IGV a los alimentos perecibles utilizados como insumos.
- Reajuste del ISC a los combustibles, bebidas alcohólicas, cigarrillos y agua envasada.
- Prórroga del Impuesto Extraordinario de Solidaridad (IES).
- Modificaciones al impuesto a la renta de 4ta categoría.
- Modificación del régimen de devolución de impuestos, ampliando el espectro de empresas participantes.
- Mejora de la administración tributaria: sistemas de auditoría, reducción de morosidad, fiscalización, sistema de retenciones de impuestos, nuevo sistema de pago de obligaciones tributarias con el gobierno central.



- Eliminación de la competencia desleal: no-participación de empresas estatales en licitaciones públicas.
- Reducción de aranceles a la importación de insumos piezas y partes, así como de sobretasas a productos cárnicos.

Las medidas listadas arriba tendrán un ligero efecto neto negativo sobre la presión tributaria, a lo que se agregará la reducción en la recaudación debido a la menor actividad económica esperada. Así, nuestro nuevo estimado de ingresos tributarios se ha reducido en 2.7% con relación a nuestra proyección previa. Dado que ahora consideramos un PBI menor para este año, la razón de presión tributaria cae solamente del 12.1% calculado previamente a 12.0%.

Tal como se ha indicado, el efecto neto de las medidas fiscales presentadas es negativo. Sin embargo, algunas de ellas han resultado ser muy favorables en términos de recaudación. Así por ejemplo, al IT01 los programas de fraccionamiento tributario han logrado resultados muy por encima de lo programado. Asimismo, las modificaciones al impuesto a la renta (IR) de 4ta categoría han aumentado significativamente la recaudación procedente de profesionales independientes. Adicionalmente, la regularización por IR ha alcanzado niveles mayores a los previstos.

Por otro lado, respecto a la recaudación por concepto de IGV/ISC, ésta caería debido a la desaceleración de la economía. Sin embargo, este efecto sería compensado en parte, para el caso del IGV, con los recursos obtenidos por la eliminación de las exoneraciones tributarias antes mencionadas, así como por la eliminación del uso de documentos cancelatorios para el consumo de combustibles por las FF.AA.. Con respecto a las exoneraciones, sin embargo, las mejoras en la recaudación serán lamentablemente mucho menores a las inicialmente previstas cuando el Ejecutivo obtuvo facultades del Congreso para tales efectos. Como se recordará, se había fijado una meta de S/. 300 millones, pero consideraciones políticas han hecho que la misma se reduzca a sólo S/.40 millones. En el caso del ISC, se considera el incremento de dicho impuesto a los combustibles, cervezas y cigarrillos, lo que compensaría en parte la tendencia descendente inicialmente prevista.

SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

OPERACIONES	Millones de S/.			% del PBI			Var. %	
	1999	2000	2001e	1999	2000	2001e	00/99	01/00
1.- AHORRO EN CTA CTE	3.109	1.633	2.978	1.8	0.9	1.5		
A.- Gobierno Central								
Presión Fiscal	25.334	27.473	27.867	14.4	14.5	14.2		Meta 15%
Presión Tributaria	21.874	22.647	23.498	12.4	12.0	12.0		Meta 14%
IGV	11.029	12.003	12.579	6.3	6.4	6.4	4.9%	1.7%
Gasto No Financiero	27.697	28.845	29.267	15.8	15.3	14.9		Meta 13.9%
Intereses deuda externa	3.436	3.532	3.814	2.0	1.9	1.9	6.9%	4.8%
B.- Otras entidades	3.247	1.951	4.561	1.8	1.0	2.3		
2.- RESULTADO PRIMARIO	-1.668	-1.507	558	-0.9	-0.8	0.3		
3.- INTERESES	3.807	4.226	4.551	2.2	2.2	2.3	11.0%	7.7%
4.- DEFICIT FISCAL	-5.475	-5.733	-3.993	-3.1	-3.0	-2.0		
	-\$1.608	-\$1.644	-\$1.105					
FINANCIAMIENTO								
				% del déficit				
1.- Endeudamiento Externo 1/	-111	2.279	2.095	-2%	40%	52%		
2.- Endeudamiento Interno 1/	4.268	2.027	992	78%	35%	25%		
3.- Privatización	1.318	1.427	905	24%	25%	23%		

1/: En términos netos.

Elaboración: SIEE - Banco Wiese Sudameris



En cuanto a los impuestos a las importaciones, nuestros estimados revisados incorporan el efecto de la reciente reducción de aranceles, que tendría un costo de aproximadamente S/.130 millones sobre la recaudación, de acuerdo a estimados del ministerio de economía (MEF).

Finalmente, cabe mencionar que la cuenta de "documentos valorados", que se incluye restando de los ingresos tributarios y que corresponde, entre otras cosas, a las devoluciones de impuestos, ha reportado un significativo aumento con respecto a nuestros estimados anteriores debido, entre otras cosas, a la mayor devolución de pagos devengados en el año 2000 y a las recientes modificaciones a los límites fijados para el "draw back" a las exportaciones.

Con relación a los ingresos no tributarios, hemos realizado un ligero aumento de nuestras proyecciones de los mismos debido a la reciente transferencia de recursos por S/.296 millones del Fondo Mivivienda al gobierno central. El incremento supuesto por tal transferencia sería parcialmente contrarrestado por la menor recaudación por transferencias de empresas públicas, regalías y utilidades de Petroperú, que se dieron en el año 2000 y que difícilmente se repetirían en el presente año. En tal sentido, **nuestro estimado de presión fiscal cae de 14.3% a 14.2% del PBI, aunque, tal como se ha explicado, considerando un PBI menor al previamente proyectado.** Así pues, no creemos que se logre alcanzar la meta de presión fiscal de 15% del PBI, al menos a corto plazo, hasta que existan evidencias de una sostenida recuperación de la demanda interna y de una expansión de la base tributaria. Nótese, adicionalmente, que si bien no hemos previsto una caída importante de la presión fiscal (en términos relativos a un menor PBI), una buena parte de los mayores ingresos que se logran en ciertos rubros se deben a factores no recurrentes.

Con respecto al gasto público, hemos realizado dos ajustes a nuestras proyecciones. En primer lugar, y de acuerdo a la Ley de Racionalidad y Límites en el Gasto Público, **se ha aprobado un recorte al presupuesto de S/.1,276 millones, mayor en S/.49 millones al inicialmente previsto.** Como se recordará, en un primer momento la administración anterior realizó una reducción del presupuesto de S/.1,227, la que fue ampliada hasta la suma indicada líneas arriba por el gobierno de transición. Adicionalmente, **hemos ajustado el monto previsto de pago de intereses de la deuda para el presente año** en función a la nueva programación que ha sido publicada en el Portal de Transparencia del MEF, y que consigna un monto menor en S/.416 millones al presentado previamente en el Marco Macroeconómico Multianual. Estos dos ajustes hacen que el gasto total previsto para el presente año se reduzca en S/. 465 millones en comparación a nuestros estimados iniciales.

Comparando los ajustes hechos al sector fiscal consolidado por el lado de ingresos y gastos, el monto del déficit estimado para el presente año se eleva en S/.97 millones. Si a esta suma adicional le agregamos el efecto de un PBI menor al estimado previamente, **nuestra proyección de déficit fiscal consolidado aumenta de 1.9% a 2.0% del PBI.** Así pues, si bien se han obtenido resultados favorables de recaudación y control del gasto durante el IT01, creemos que el balance hacia el final del año todavía continuará estando lejos de la meta de 1.5% del PBI acordada con el FMI. Contra la obtención de dicha meta conspiran un crecimiento económico menor al previsto por el gobierno y la introducción de una serie de medidas que, en el neto y tomando en cuenta un análisis estático, tendrán un efecto moderadamente negativo sobre la recaudación.



2.3.2. Financiamiento del déficit

Uno de los primeros y principales objetivos asumidos por el actual gobierno de transición fue asegurar el financiamiento del déficit fiscal y de los requerimientos de caja para el servicio de la deuda pública. Nuestros estimados iniciales apuntaban a que, en conjunto, dicho saldo a financiar ascendería a US\$2,029 millones. **Nuestro pronóstico revisado apunta a un saldo a financiar de US\$2,000 millones.** La reducción de las necesidades de financiamiento en 1.4%, a pesar del déficit fiscal ligeramente mayor, es consecuencia de la actualización de los montos programados por el MEF para el pago de amortizaciones de deuda para el presente año. Dicho monto sería equivalente al 3.4% del PBI, ligeramente inferior al 3.6% inicialmente previsto.

Para dicho financiamiento se tienen identificados desembolsos externos totales por US\$1,475 millones que corresponden a US\$500 millones destinados a proyectos de inversión, y el saldo de US\$975 millones, a fondos fungibles o de libre disponibilidad. En este último caso, los fondos provienen del BID (US\$275 millones), del Banco Mundial (US\$300 millones), de la CAF (US\$100 millones), y otros (US\$300 millones). Hasta el mes de marzo ya se tienen completamente cerrados US\$275 millones, quedando un saldo de US\$700 millones por formalizar. No creemos que existan dificultades importantes para culminar de concertar este financiamiento. Cabe destacar que en nuestra proyección inicial consideramos recursos pactados por sólo US\$764 millones. Asimismo, los desembolsos externos señalados serían los más elevados obtenidos por el país hasta el momento, aunque queda aún un remanente de US\$25 millones para alcanzar el límite máximo de acuerdo a la Ley de Endeudamiento Externo para el presente año.

Con respecto a los ingresos por privatización, el objetivo gubernamental es captar recursos por US\$500 millones. Nuestras proyecciones iniciales apuntaban a que sólo se alcance alrededor de US\$330 millones de dicha meta. Debido a la coyuntura política, y a la falta de señales claras sobre el tema, **hemos reducido dicho estimado a sólo US\$250 millones,** la

mitad de la meta trazada por el gobierno, que incluiría la posibilidad de vender durante el presente año las acciones remanentes del Estado en empresas como, Edelnor, Relapasa, y el otorgamiento de algunas concesiones mineras y de telecomunicaciones.

Si consideramos la utilización del total de los desembolsos externos y las proyecciones de privatización revisadas, **existiría un saldo por financiar de aproximadamente US\$275 millones,** la cual se realizaría vía financiamiento interno. Dicha brecha es algo mayor a los US\$195 millones inicialmente previstos. Al respecto, el gobierno ha anunciado las **transferencias de los intereses del Fondo Mivivienda por S/.296 millones (US\$82 millones)** al Gobierno Central, los cuales permitirán financiar la reducción de aranceles a los insumos (S/.130 millones), programas de carreteras (S/.154 millones), y promoción turística (S/.12 millones).

FINANCIAMIENTO DEFICIT FISCAL SPNF 2001(e)

	mill S/	mill \$	%	% del PBI
DEFICIT FISCAL SPNF	-3.993	-\$1.105		-2.0%
Superávit Primario	558	\$155		0.3%
Servicio de Deuda Externa 1/	-7.784	-\$2.155		-4.0%
TOTAL A FINANCIAR	-7.225	-\$2.000	100%	-3.7%
Financiamiento Estimado	2.711	\$751		
Desembolsos externos 2/	1.806	\$500	25%	0.9%
Privatizaciones	905	\$251	13%	0.5%
Saldo a Financiar	-4.514	-\$1.250	62%	-2.3%
Viabilidad del financiamiento				
Financiamiento externo	3.522	\$975	49%	1.8%
Financiamiento interno neto	992	\$275	14%	0.5%

1/: Incluye servicio de deuda de COFIDE

2/: Financiamiento concertado para proyectos de inversión

3/: Concertado como recursos fungibles o de libre disponibilidad con BID, BM y CAF

Elaboración: SIEE - Banco Wiese Sudameris



El saldo podría ser financiado internamente mediante, por ejemplo, la emisión de bonos del Tesoro. A este respecto, recuérdese que queda un saldo por emitir de S/.300 millones en este tipo de papeles. Asimismo, se han emitido otros bonos del Tesoro para respaldar las obligaciones del Estado con la Oficina Nacional de Pensiones (ONP) y para garantizar el proceso de consolidación patrimonial del sistema financiero. De acuerdo a la Ley de Endeudamiento interno para el presente año, existe un límite de hasta S/.3,500 millones para la emisión de bonos así como de hasta S/.300 millones para la obtención de crédito interno.

Adicionalmente, **el financiamiento vía retiro de depósitos del Sector Público constituiría otra alternativa** marginal a tener en cuenta. Al respecto, los fondos depositados por el SPNF ascendieron al cierre del año 2000 a S/.19,645 millones, S/.2,493 millones menor al saldo de 1999. Si bien de este total sólo una parte es de inmediata disponibilidad (25% aproximadamente), esta opción fue ampliamente explotada durante los años 1999 y 2000, llegando a representar el 78% y 35% del financiamiento del déficit.

2.4. Sector externo

Como ya ha sido explicado, la desaceleración de la economía mundial ha tenido un impacto importante en la cotización de nuestros principales "commodities", lo que afectará la evolución de las exportaciones tradicionales. En lo que se refiere a las no tradicionales, el impacto sería menor, y vendría básicamente por la esperada reducción de las exportaciones agroindustriales y sidero-metalúrgicas. La combinación de estos factores, ligeramente atenuados por el menor precio esperado del petróleo respecto al año 2000, originará un deterioro de la Balanza Comercial mayor al inicialmente estimado.

2.4.1. Exportaciones

EXPORTACIONES TRADICIONALES

(En millones de US\$)

	1999	2000	2001 (e)
Total Tradicionales	4,141.8	4,798.4	4,704.2
Mineros	3,008.0	3,212.4	3,205.3
Petróleo y derivados	251.3	383.3	326.2
Agrícolas	281.9	248.8	193.9
Pesqueros	600.6	953.9	978.9

Elaboración: SIEE - Banco Wiese Sudameris

Las exportaciones alcanzarían un monto de US\$ 7,009 millones, monto similar a los US\$ 7,002 millones obtenidos en el año 2000, y 3.4% menores a los US\$ 7,254 millones estimados inicialmente. Este comportamiento se explicaría principalmente por la caída de 2% de las exportaciones tradicionales (US\$ 4,704 millones) respecto al año 2000, y de 5.2% respecto a nuestro estimado previo. De otro lado, las exportaciones no tradicionales se mantendrían prácticamente sin variación, US\$ 2,147 millones frente a los US\$ 2,129 millones estimados inicialmente. **Los principales argumentos que sustentan estas modificaciones respecto a nuestros estimados iniciales son:**

- **La caída en la cotización de los principales "commodities"** de exportación, principalmente los metales básicos (cobre y zinc) y el café. Los primeros se verán afectados por una desaceleración de la economía global mayor a la prevista originalmente, mientras que el segundo se ha visto afectado por una sobreproducción mundial proveniente principalmente del Asia.



EXPORTACIONES NO TRADICIONALES

(En millones de US\$)

	1999	2000	2001 (e)
Total No Tradicionales	1,874.2	2,045.8	2,146.9
Agropecuarios	405.4	392.2	397.0
Textiles	574.9	700.2	762.3
Pesqueros	190.2	186.5	195.2
Metal-mecánicos	75.1	91.7	93.9
Químicos	194.4	211.5	230.7
Sidero-metalúrgicos	198.0	215.1	210.5
Minerales no metálicos	51.3	46.6	51.2
Varios	184.9	202.1	206.1

Elaboración: SIEE - Banco Wiese Sudameris

- **Los menores volúmenes embarcados de cobre y zinc** con respecto a lo estimado inicialmente, puesto que Antamina iniciará sus operaciones en setiembre, y no en julio, como originalmente habíamos previsto. Asimismo, el menor ritmo de extracción aurífera -que sería producto de una caída en las leyes del mineral y problemas operativos- afectaría las ventas de este sector.
- **Un factor que atenuaría lo resaltado en los dos puntos anteriores sería el mayor volumen exportado de harina y aceite de pescado**, puesto que si bien la evolución de la extracción de anchoveta ha estado de acuerdo a nuestros estimados, se ha incrementado la captura de otras especies destinadas a esta industria como el jurel y la caballa.
- Con respecto a las exportaciones no tradicionales, si bien prevemos una **menor tasa de crecimiento de las exportaciones agroindustriales y sidero-metalúrgicas**, las demás exportaciones industriales podrían mostrar un comportamiento mejor a lo inicialmente previsto.
- Lo anterior se sustenta en las **recientes medidas dadas por el gobierno para promover las exportaciones no tradicionales**, como la modificación del régimen de devolución de impuestos y la rebaja de los aranceles para la importación de insumos, partes y piezas. Esta última medida beneficiará principalmente a las exportaciones químicas, dado que los insumos de las industrias de caucho, plástico y farmacéutica se encuentran dentro de las partidas arancelarias que se han visto favorecidas con la reducción.
- **Las exportaciones agroindustriales se verán afectadas por la tendencia decreciente en el precio del espárrago**, uno de los más importantes productos del sector. Una situación similar se presentaría en las exportaciones sidero-metalúrgicas debido a la previsible caída en el precio de los productos manufacturados derivados del zinc y del cobre.
- **Las exportaciones textiles liderarían el crecimiento del sector no tradicional** debido principalmente al dinamismo de las confecciones. Si bien es cierto que el principal mercado de exportación, EE.UU., tendrá un crecimiento menor al año 2000, los productos peruanos se dirigen a un segmento de mercado en donde prevalece la calidad y no el precio, por lo que no se verían afectados de forma importante por la esperada caída de precios ante la probable disminución de la demanda.

2.4.2. Importaciones

Las importaciones ascenderían a US\$ 7,373 millones, lo que representaría un crecimiento marginal de 0.5% respecto al 2000. En este caso, no hemos modificado significativamente nuestros estimados debido a los siguientes factores:

- **Las importaciones de bienes de consumo (US\$ 1,481 millones) tendrían una tasa de crecimiento de 2.5%, menor al 3.7% estimado originalmente, debido a una caída de la demanda interna mayor a la esperada.** Asimismo, a diferencia de nuestro estimado anterior, prevemos que el rubro más dinámico será el de bienes de consumo no duradero,

**IMPORTACIONES**

(En millones de US\$)

	1999	2000	2001 (e)
Bienes de Consumo	1.438.4	1.444.7	1.480.7
No Duraderos	932.3	858.7	879.5
Duraderos	506.1	586.0	601.2
Insumos	3.015.4	3.652.2	3.666.3
Combustibles	640.6	1.083.6	1.022.1
Materias Primas Agro	185.1	213.5	219.2
Materias Primas Industria	2.189.7	2.355.1	2.425.0
Bienes de Capital	2.139.5	2.107.7	2.102.2
Materiales de construcción	198.8	211.5	199.2
Para la agricultura	65.6	30.4	25.2
Para la industria	1.396.6	1.425.8	1.472.8
Equipos de transporte	478.5	440.1	405.0
Otros	135.6	129.2	123.8
TOTAL IMPORTACIONES	6.728.9	7.333.8	7.373.1

Elaboración: SIEE - Banco Wiese Sudameris

liderado por las mayores importaciones de alimentos. De otro lado, la demanda de bienes de consumo duradero se verá afectada por el menor ritmo de crecimiento del consumo privado y el deterioro de las expectativas futuras como resultado de la coyuntura política.

- La importación de insumos (US\$ 3,666 millones) se mantendría en un nivel similar al del año anterior y al del nuestro estimado previo, aunque al interior del grupo hemos modificado las variaciones. Así, **las importaciones de combustibles bajarían en sólo 5.7%** a US\$ 1,022 millones, por debajo de la caída de 7.9% prevista inicialmente. Estimamos que la cotización promedio del petróleo se sitúe en US\$ 28.25 por barril durante el 2001, por debajo del US\$ 30.12 registrado en promedio durante el año anterior. De otro lado, la importación de insumos crecería en 3%, puesto que si bien es previsible una desaceleración en la demanda proveniente de empresas que producen para el mercado interno, las recientes modificaciones arancelarias podrían favorecer la demanda de las industrias de exportación.

- **Las importaciones de bienes de capital sí registran un recorte en nuestras proyecciones** (US\$ 2,102 millones). Originalmente esperábamos un crecimiento de 4.2%, pero ahora estimamos una caída de 0.3%. Si bien este nivel de importaciones

es similar al registrado al año 2000, el mismo fue el más bajo desde 1994. A nivel desagregado, esperamos una caída de los bienes de capital para la agricultura, materiales de construcción y equipos de transporte. Sólo la importación de bienes de capital para la industria registraría un crecimiento marginal, debido principalmente al elevado nivel mostrado durante el IT01, lo que fue explicado básicamente por la mayor demanda puntual del sector telecomunicaciones.

2.4.3. Balanza en Cuenta Corriente y Balanza de Pagos

En función a la nueva estimación de la balanza comercial, y de la información pertinente aparecida desde la publicación de nuestras anteriores proyecciones, hemos revisado también nuestros estimados sobre el financiamiento de la Cuenta Corriente y la Balanza de Pagos, lo cual considera los siguientes escenarios:

En el caso del Sector Público, los desembolsos externos alcanzarían a US\$1,663 millones, monto similar a los US\$1,700 millones considerados previamente. **En términos netos de amortizaciones, con los recursos externos pactados, el sector público obtendría un financiamiento externo de US\$745 millones**, nivel inferior a los US\$905 millones señalados en nuestras proyecciones iniciales, y que permitiría financiar el 52% del déficit.

Por el lado del sector privado, el desfavorable entorno regional, la crisis política interna y las bajas expectativas de crecimiento económico reducirían el ritmo de inversiones inicialmente proyectado. Debido a la sensibilidad que caracteriza a las inversiones respecto a las expectativas de la economía y al incremento del costo financiero asociado al mayor riesgo-país, hemos reducido sustancialmente nuestros estimados de inversión, principalmente en aquella correspondiente al corto y mediano plazo. En este sentido, la inversión extranjera



directa (IED) neta de amortizaciones alcanzaría a sólo US\$536 millones, nivel significativamente inferior a los US\$1,274 millones estimados previamente. Esta proyección incluye la ejecución de inversiones relacionadas a grandes proyectos mineros y energéticos, como Antamina (US\$495 millones) y Camisea (US\$104 millones), así como inversiones en telecomunicaciones (ej: AT&T y TIM). Con respecto a los flujos de capitales de corto plazo, los fundamentos señalados en nuestro anterior escenario se mantienen, no habiendo mayor expectativa sobre una recuperación sostenida del mercado bursátil a corto plazo. Con respecto a los ingresos por privatización, consideramos que debido a la percepción de inestabilidad política, la participación extranjera en dicho proceso disminuirá de 80% a 56% del total.

Sobre la base de la revisión de los estimados de Balanza de Pagos podemos concluir que:

- La obtención del financiamiento externo para el déficit fiscal permitiría también la entrada de capitales para contrarrestar los pagos por amortización de la deuda.
- **La ganancia de reservas internacionales estará ahora principalmente en función de la recuperación de la confianza en la economía.** Factores como el deterioro de la imagen del país, a raíz del prolongado proceso electoral, ha retrasado la llegada de nuevos flujos de inversión y la obtención de mayores ingresos por privatización.
- Adicionalmente, si al análisis previo agregamos un mayor deterioro de los términos de intercambio (4.4% versus 1.1%), creemos que **es menos probable alcanzar la meta ganancia de reservas de US\$215 millones para este año.**

2.5. Tipo de cambio

Una de las variables más sensibles al cambio de escenario político y económico es el tipo de cambio. En efecto, **el deterioro de los términos de intercambio y, en menor medida, los diferentes flujos de capitales esperados, nos llevan a revisar al alza nuestra estimación de devaluación para el año, del 2.3% inicial a 4.1%.** Con esta variación, nuestras proyecciones apuntan a un tipo de cambio de S/. 3.67 para fines del 2001, mayor al S/.3.61 originalmente previsto. Reiteramos que nuestros estimados son consistentes con las proyecciones de inflación interna y externa, la variación de los términos de intercambio y los movimientos del mercado monetario. Bajo nuestro modelo de proyecciones, el tipo de cambio nominal es consecuencia de la variación de los términos de intercambio y del impacto de los flujos de capitales esperados.

TIPO DE CAMBIO

	1999	2000	2001 (e)
FIN DE PERIODO	S/3.51	S/3.53	S/3.67
PROMEDIO DE PERIODO	S/3.40	S/3.49	S/3.61
DEVALUACION ANUAL	11.7%	0.5%	4.1%
DEVALUACION PROMEDIO	16.3%	2.5%	3.6%

Elaboración: SIEE - Banco Wiese Sudameris

En cuanto a los términos de intercambio, esperamos un deterioro de los mismos de 4.4%. Por el lado de los precios de exportaciones, tal como se ha mencionado, los precios futuros de los "commodities", principalmente mineros y agrícolas, registran un comportamiento descendente debido a la menor demanda mundial, por lo que en promedio esperamos que caigan en 3.6% durante el presente año. Ello es contrario a lo inicialmente esperado, cuando preveíamos un incremento de 1.4% siguiendo las expectativas de una recuperación de los precios de los metales y la harina de pescado. Con respecto a los precios de las importaciones, hemos moderado la recuperación de los mismos, consistentemente con la disminución esperada en los precios de la soya, el arroz, y el petróleo.



En cuanto a los flujos de capital, tal como ya hemos mencionado, la variable que incidirá en el comportamiento de los mismos serán el retorno de la confianza a la economía y la estabilidad en el contexto regional. Nótese, en todo caso, que nuestras proyecciones se ubican en un escenario moderado, descartándose, de un lado, una recuperación substancial en la entrada de fondos del exterior inmediatamente después del proceso electoral y, de otro, una salida de capitales debido a un deterioro del entorno interno o regional.

2.6. Inflación

En materia de inflación **mantenemos nuestro estimado inicial de 3% para el presente año**. Ello obedece a que el descenso esperado en el precio de los combustibles sería compensado por los mayores precios de los bienes transables, cuya formación de precios depende del tipo

de cambio. De igual forma, la debilidad de la demanda interna contribuiría a que la inflación se mantenga en niveles bajos, neutralizando en parte el efecto de la depreciación cambiaria sobre los precios. Cabe destacar que nuestro estimado de inflación se mantiene dentro del rango objetivo de entre 2.5% y 3.5% establecido en el Programa Monetario para el año 2001.

PROYECCION DE INFLACION ACUMULADA

(Variación porcentual)

	1999	2000	2001 (e)
INDICE GENERAL	3.7	3.7	3.0
PRODUCTOS TRANSABLES	4.1	4.4	3.3
PRODUCTOS NO TRANSABLES	3.5	3.1	2.9
Total Alimentos	-3.2	0.2	1.5
SUBYACENTE 1/	4.4	3.3	4.0

1/ Sin alimentos no transables, combustibles, ni transporte

Elaboración: SIEE - Banco Wiese Sudameris

De otro lado, en cuanto a la inflación subyacente se refiere, es decir aquella que aísla los efectos de las variaciones de precios de los alimentos no transables, combustibles y servicios de transporte, mantenemos también nuestra proyección en niveles próximos al 4%. En conclusión, no consideramos que la inflación constituya una variable de riesgo para la economía peruana en el presente año.

2.7. Sector monetario

2.7.1. Política monetaria

Considerando las nuevas proyecciones de crecimiento del PBI de 0.8% y de devaluación de 4.1%, así como el mantenimiento del estimado de inflación de 3.0%, nuestro modelo de proyecciones apunta a **una expansión de la liquidez en 0.9% en el año, menor al crecimiento de 4.9% proyectado anteriormente**. Desde el punto de vista de la demanda de circulante, la estabilidad de la inflación se ha visto perturbada por una mayor volatilidad del tipo de cambio, lo cual conlleva a proyectar una mayor velocidad de circulación del dinero, variable que representa la capacidad de rotación de los Soles y que constituye la piedra angular de la estimación de la política monetaria. Consideramos que el Banco Central utilizará todos los instrumentos disponibles para asegurar el objetivo de inflación anual. De otra parte, desde el lado de la oferta de dinero, asumimos un leve aumento del multiplicador bancario, asociado a las menores tasas de encaje medio. Como resultado de lo anterior, el sistema bancario tendría una mayor holgura en la creación de dinero giral. Por lo tanto, la liquidez no sería un mayor problema para la reactivación del crédito.

Al nivel de la meta intermedia o emisión primaria, consideramos que **los principales**



supuestos que sustentaban un crecimiento de la emisión de alrededor de 4% han quedado desactualizados. Por un lado, se espera un mayor multiplicador producto de la menor tasa de encaje medio, efecto que sería contrarrestado con el lento dinamismo de los depósitos, con lo cual, bajo una proyección pasiva, la emisión primaria disminuiría en 1%.

En cuanto a las fuentes de variación de la emisión primaria, consideramos que el Banco Central de Reserva (BCR) continuará regulando la liquidez del sistema a través de operaciones de mercado abierto principalmente, utilizando los instrumentos monetarios disponibles para tales efectos. De esta manera, hemos elevado nuestro estimado de operaciones de inyección de liquidez, principalmente a través de "repos", de un flujo neto anual de S/. 440 millones a S/. 718 millones. Con respecto a las operaciones de retiro de liquidez, principalmente colocaciones de CDBCR, estas alcanzarían un flujo neto anual de S/.409 millones, nivel superior a los S/. 270 millones estimados previamente. De otra parte, en cuanto las fuentes de emisión por origen externo, consideramos que el BCR continuará ejerciendo cierta discrecionalidad, a través de la política cambiaria de flotación sucia, con el fin de controlar una volatilidad excesiva del tipo de cambio.

Debido a la menor expansión de la liquidez, explicada por un crecimiento del PBI de sólo 0.8% y por la elevación de la velocidad de circulación del dinero, **la meta operativa promedio, reflejada a través del saldo de la Cuenta Corriente de la banca en el BCR, estaría próxima a S/.130 millones**, lo que representaría una contracción de 13% respecto al saldo inicialmente previsto.

LIQUIDEZ INTERNACIONAL DEL

	1999	2000	2001 (e)
RESERVAS INTERNACIONALES (en millones de US\$)			
Flujo RIN 1/	-780	-263	-260
Saldo RIN	8.404	8.141	7.881
Posición de Cambio	2.538	2.624	2.630
Depósitos de la banca	2.904	2.885	2.606
Depósitos Sector Público	2.962	2.632	2.644

CAPACIDAD DE INTERVENCIÓN DEL BCR

(relación RIN con respecto a..)

Meses de Importaciones	15.0	13.3	12.8
Base Monetaria	5.3	4.8	4.5
Encaje Medio	3.3	3.4	3.8
Servicio de deuda externa	4.1	3.7	3.8
Liquidez en MN (M3)	1.9	1.7	1.6
Liquidez Total (M4)	0.6	0.6	0.6

1/: No incluye financiamiento externo adicional del déficit fiscal

Elaboración: SIEE - Banco Wiese Sudameris

En conclusión, si bien no se consideran mayores cambios sobre el nivel promedio de liquidez del sistema, el incremento de la velocidad de circulación de los Soles, asociado a las mayores expectativas devaluatorias, puede reflejarse en una mayor volatilidad de las tasas de interés. Asimismo, consideramos que el Banco Central tendrá que adecuar sus metas de emisión primaria a fin de alcanzar el objetivo de inflación trazado, pues los supuestos bajo los cuales se elaboró el Programa Monetario para el presente año, habrían quedado, en nuestro concepto, desfasados. En todo caso, se registraría una combinación de políticas de regulación de liquidez e intervención cambiaria que, acompañadas de una política fiscal austera, puedan mantener el equilibrio de los principales agregados monetarios en un contexto de mayor volatilidad de los mercados locales e internacionales.

2.7.2. Reservas internacionales netas

Con respecto a la liquidez internacional del Banco Central (BCRP), **el leve descenso esperado en el flujo de reservas (RIN) no implicaría un deterioro importante en la capacidad de intervención del Banco Central, reflejada por la cobertura de reservas sobre las variables monetarias.** Al interior de su composición, el financiamiento asegurado de las cuentas fiscales aliviaría la presión sobre un retiro importante de depósitos públicos. Por el contrario, el déficit comercial y los menores flujos



de capital se reflejarían en un descenso de los depósitos de la banca en el BCR. Para alcanzar el objetivo de un incremento de US\$250 millones en el saldo de RIN, se requeriría de un financiamiento externo adicional de aproximadamente US\$500 millones.

Entre los indicadores de cobertura merece destacar que el de vulnerabilidad externa, reflejado por el número de meses de importaciones que cubren las reservas, bajaría ligeramente de 13.7 a 12.9 meses. Por su parte, el indicador de vulnerabilidad monetaria, que refleja la cobertura de reservas sobre la liquidez en Soles, se mantendría en 1.6 veces. **Así pues, en términos generales, la posición de liquidez del BCRP se mantendría en niveles adecuados** a lo largo del año. Sólo una continuidad en los retiros de depósitos y presiones especulativas de corto plazo podrían condicionar una actitud de estrechez de liquidez por parte del Banco Central.

2.7.3. Sector bancario

Como consecuencia del menor crecimiento esperado para la economía, se han reducido nuestras proyecciones de crecimiento del sistema bancario. Respecto a la expansión de los depósitos, hemos reducido nuestro estimado de 4.8% a 3.3%, tasa que se encuentra en función del crecimiento real de la economía así como del ritmo inflacionario. En términos de dólares, la tasa de expansión de los depósitos del sistema disminuiría de 2.5% a -0.8%, debido principalmente a la mayor depreciación esperada. En otras palabras, si bien no esperamos una contracción o retiro significativo de depósitos, tampoco creemos en un rápido crecimiento de los mismos.

SISTEMA BANCARIO

	1999	2000	2001 (e)	Var% 00	Var% 01
Depositos					
(en millones de NS/.)	44.196	44.629	46.096	0.98%	3.29%
(en millones de US\$)	\$12.599	\$12.661	\$12.564		
Colocaciones Brutas					
(en millones de NS/.)	41.781	41.323	42.906	-1.10%	3.83%
(en millones de US\$)	\$11.910	\$11.723	\$11.694		
TAMEX	16.54%	13.69%	12.72%	-2.85%	-0.96%
TIPMEX	5.10%	4.70%	3.96%	-0.40%	-0.74%
Spread	11.44%	8.99%	8.76%	-2.45%	-0.22%
TAMN	35.58%	30.77%	24.37%	-4.81%	-6.40%
TIPMN	11.79%	9.78%	8.26%	-2.00%	-1.53%
Spread	23.79%	20.98%	16.11%	-2.80%	-4.88%
Otros indicadores asumidos					
Libor (3M)	5.40%	6.50%	4.96%	1.10%	-1.54%
Morosidad Bancaria	9.46%	10.11%	10.74%	0.64%	0.64%
Stripped Spread (bps)	584	857	728	273	-129
Inflación	3.7%	3.7%	3.0%	-0.1%	-0.6%

Elaboración: SIEE - Banco Wiese Sudameris

Con respecto a las colocaciones, nuestra tasa de crecimiento disminuye de 5.4% a 3.8% en términos nominales, y de 3.1% a -0.2% en términos de dólares. La menor actividad económica, los elevados niveles de morosidad, cuyo estimado mantenemos en 10.7%, y la lentitud de los procesos de reestructuración tanto en Indecopi, como de los programas de Rescate Financiero Agrario (RFA), de Fortalecimiento Patrimonial (FOPE) y el Programa Mivivienda, han jugado un rol decisivo en la revisión de estas proyecciones.

Con respecto al comportamiento de las tasas de interés en moneda extranjera, hemos realizado un ajuste elevando nuestro pronóstico de tasa TAMEX de 11.9% a 12.7%, en función a los siguientes factores: (i) el comportamiento descendente de las tasas internacionales ha sido mayor al inicialmente previsto como consecuencia de la agresiva política de reducción de tasas de la Reserva Federal norteamericana y, (ii) contrariamente, la



mayor percepción de riesgo regional como consecuencia del agravamiento de los problemas fiscales en Argentina, incrementan substancialmente el castigo del país para el presente año. Ello se ha reflejado en el reciente recorte de la clasificación de riesgo de "BB" a "BB-" por parte de la clasificadora Fitch. En función a esto, hemos elevado el "spread" promedio local de 650pbs a 728pbs.

Lo explicado en el párrafo anterior también incidiría sobre el comportamiento de las tasas en Soles. Adicionalmente, esperamos una mayor volatilidad, asociada, por el lado económico, al incremento de la velocidad de circulación del dinero (por los motivos explicados), y, por el lado político, a la incertidumbre que produciría el prolongado proceso electoral. Debido a ello, la TAMN también ha sido revisada al alza pasando de 24.0% a 24.4%. Respecto a los factores de orden interno que incidirían sobre las tasas de interés, mantenemos nuestros supuestos de política de encaje, dado que: (i) no existe certeza sobre la realización de modificaciones en este sentido, a pesar de que los candidatos presidenciales han dado a conocer sus intenciones de reducirlo, y, (ii) el principal problema no es la falta de liquidez, sino la percepción de riesgo crediticio, por lo que su influencia sobre las tasas sería, en este contexto, de carácter marginal.

En conclusión, nuestras expectativas para el sistema bancario, como para el resto de sectores de la economía, son más conservadoras que las inicialmente previstas, sin que ello signifique un deterioro substancial de los fundamentos de la economía peruana. Consideramos que la prolongación del proceso electoral postergará por algunos meses más el proceso de reactivación, aunque la magnitud de dicho impulso dependerá de la eficacia de las políticas aplicadas por el próximo gobierno y del "shock de confianza" que éste pueda generar sobre los agentes económicos.

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 Vizcaino	
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

Guillermo Telge		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