



### ¿Qué está pasando en la economía?

La inestabilidad regional asociada a los problemas financieros que atravesó Argentina, y el incremento de la incertidumbre política derivada del proceso electoral, condicionaron el desenvolvimiento de las variables económicas en los últimos meses. Así, el tipo de cambio y las tasas de interés mostraron una inusual volatilidad, aunque sus efectos negativos no se llegaron a trasladar a la inflación. Por su parte, el PBI mostró una recuperación basada en el crecimiento de los sectores primarios, dado que los sectores vinculados a la demanda interna continuaron estancados.

En el corto plazo esperamos una mejora en el desempeño de los mercados financieros, tras superarse el período de incertidumbre política y abrirse un entorno regional más propicio luego del exitoso megacanje de deuda soberana argentina. Con relación al PBI, éste mostraría una ligera recuperación en junio, aunque no sería suficiente para contrarrestar la caída registrada en abril y la prevista para mayo. Sin embargo, para el segundo semestre esperamos se inicie una moderada tendencia positiva, sustentada en una mayor confianza de los consumidores y en la predisposición a retomar los planes de inversión postergados por la coyuntura política. En el lado público, es de esperar una política de gasto algo menos restrictiva, congruente con los primeros anuncios del nuevo equipo económico.

### **Balance de las medidas económicas del Gobierno de Transición**

Cuando el Gobierno de Transición asumió el mando en noviembre del año pasado tuvo que enfrentar simultáneamente dos problemas de gran urgencia e importancia: (i) el creciente déficit fiscal, que ponía en serio peligro la estabilidad de la economía, y (ii) la recesión, que se prolongaba ya por varios años debido a una combinación de factores internos y externos, incluyendo la crisis política. En este reporte presentamos un balance de las principales medidas implementadas por el gobierno en un intento de solucionar los dos problemas indicados. El análisis pone especial énfasis en evaluar sus reales efectos sobre la economía, intentando valorar al mismo tiempo el nivel de eficacia que, en términos generales, tiene cada tipo de medida como instrumento de política económica. Esto último permite, además, obtener algunas conclusiones con respecto a la pertinencia de algunas de las propuestas de política económica hechas por el gobierno entrante.

Finalmente, se analiza la consistencia de las medidas adoptadas con lo establecido en el Marco Macroeconómico Multianual (MMM) para el período 2002-2004 recientemente publicado, documento que debería fijar los lineamientos de la política económica en el mediano plazo. Sin embargo, tal como se ha constatado, no todas las medidas de corto plazo están necesariamente de acuerdo con las estrategias y objetivos finales en materia económica.



## 1. ¿Qué está pasando en la economía?

Un panorama regional inestable debido a los problemas financieros que atraviesa Argentina y el incremento de la percepción de riesgo país como consecuencia de la segunda vuelta electoral, fue el marco en el que se desarrolló la economía peruana en los últimos meses. A diferencia del primer trimestre, cuando las principales variables económicas mostraron estabilidad, en mayo el tipo de cambio y las tasas de interés registraron una inusual volatilidad, aunque sólo temporalmente y sin trasladarse a la inflación. En el plano real, el PBI mostró una recuperación basada en el crecimiento de los sectores primarios, dado que los sectores vinculados a la demanda interna continuaron estancados. En el corto plazo esperamos una ligera reactivación de la actividad económica, sustentada en la mejora en la confianza de los consumidores y de las expectativas empresariales tras haberse disipado la incertidumbre electoral.

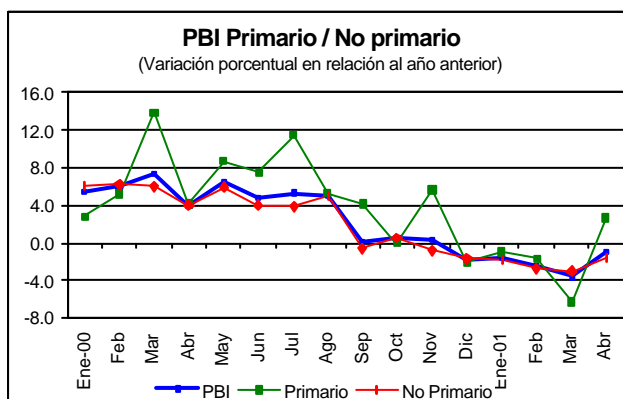
### 1.1. Producto Bruto Interno (PBI)

**El PBI registró en abril una caída de 0.9%, acumulando una contracción de 2.2% al cuarto mes del año.** Cabe señalar que el declive mostrado en abril es significativamente menor a la caída de 2.6% experimentada en el IT01, lo que se explica por la recuperación de los sectores primarios y por un efecto estadístico favorable, puesto que la expansión de abril de 2000 (4.0%) fue menor a la del IT00 (6.3%). **Los sectores primarios crecieron 1.8% en abril, aunque mostraron un comportamiento heterogéneo. Por su parte, los sectores no primarios continuaron deprimidos como respuesta a la reducción del gasto público y a la caída de la inversión privada** ante la proximidad del proceso electoral. No obstante, la contracción experimentada por estos sectores en abril (-1.5%) fue la menor en lo que va del año, lo que se relaciona a la recuperación de la producción de bienes de consumo, en línea con la expansión del consumo privado durante el IT01.

#### 1.1.1. Sectores primarios

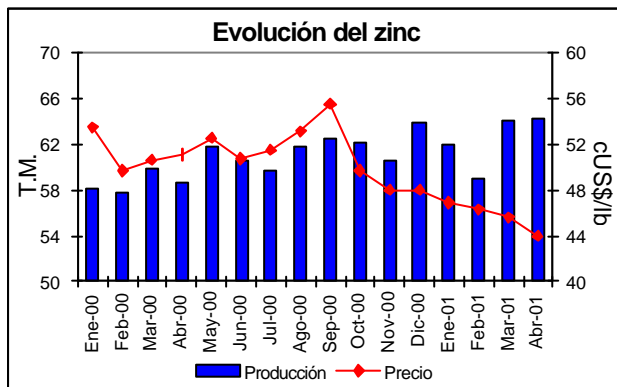
**El sector agropecuario reportó por tercer mes consecutivo una caída**, ésta vez de 5.4%, debido principalmente a la contracción de 8.7% de la producción agrícola, contrarrestada parcialmente por el crecimiento de 1.1% de la producción pecuaria. Los resultados de la campaña agrícola 2000-2001 vienen siendo menores a los de la campaña anterior debido a la reducción de las áreas sembradas, lo que a su vez es consecuencia de los bajos precios en

chacra, del encarecimiento de los fertilizantes y de las restricciones crediticias que afronta el sector. Los productos que más contribuyeron a la caída de la producción agrícola fueron la papa (-31.1%) y el algodón (-51.2%). En el primer caso, a la caída de las áreas sembradas se sumó la pérdida de parte de dichas áreas y la baja de los rendimientos en la sierra sur debido al exceso de lluvias. En el segundo caso, la reducción se explica por la sustitución de las siembras de algodón por caña de azúcar en la costa norte. De otro lado, **el incremento de la producción pecuaria en abril se explica casi exclusivamente por el aumento de 9.4% en la producción de leche** como resultado de la mayor disponibilidad de pastos y el mayor consumo de alimentos balanceados. Cabe anotar que en los últimos tres años la producción lechera ha tenido una sostenida tendencia ascendente gracias a la sustitución de importaciones.





El sector pesca mostró un crecimiento de 46.5% en abril debido principalmente a las mayores capturas de especies destinadas al procesamiento de harina y aceite de pescado, en particular la anchoveta (1.52 millones de T.M.), que mostró un aumento de 68.8%. Cabe resaltar que en abril del 2000 el sector cayó en 15.2%, por lo que parte del incremento está explicado por un efecto estadístico favorable. El desembarque total de recursos pesqueros alcanzó 1.61 millones de TM, lo que representó aumentos de 69.0% y 49.7% con relación a abril del 2000 y a marzo del 2001, respectivamente. En lo que se refiere al desembarque de especies destinadas al consumo humano directo, continuó la tendencia positiva de las dirigidas a la industria de congelado (+68.4%), en particular la merluza y la pota. Adicionalmente, se reportó una recuperación en las destinadas a la industria de conservas (+75.0%), gracias a las mayores capturas de jurel y sardina.



El sector minería, por su parte, creció por segundo mes consecutivo, esta vez en 0.4%. Contribuyeron a este resultado tanto la expansión del subsector minero metálico (+0.5%) como el menor ritmo de caída en el subsector hidrocarburos (-1.2%). La producción minera fue impulsada por la mayor extracción de metales básicos como zinc (+9.5%), plomo (+4.5%), estaño (+10.7%) y hierro (+38.8%), a los que se sumó el favorable desempeño de la plata (+5.2%), los que contrarrestaron la caída del oro (-5.6%) y del cobre (-3.9%), los minerales con mayor ponderación dentro del sector. Por su parte, la producción de hidrocarburos reportó una caída de 1.2%, producto de la importante contracción de 40.8% en la producción de gas, dado que la producción de petróleo creció en 0.2% - por primera vez en más de dos años- debido a un efecto estadístico favorable. Cabe anotar al respecto que el promedio diario de producción en abril del 2000 (97,599 barriles) fue el más bajo de dicho año.

Finalmente, la manufactura procesadora de recursos primarios creció 20.4% en abril, impulsada básicamente por la mayor producción de harina de pescado (+66.5%) y el incremento de la refinación de metales no ferrosos ante la mayor disponibilidad de materias primas. Tal crecimiento permitió al sector manufacturero total crecer 2.4% en abril.

### 1.1.2. Sectores no primarios

El sector construcción experimentó en abril una caída de 7.8%, acumulando ocho meses consecutivos en rojo y registrando su nivel mensual más bajo de los últimos siete años. El consumo interno de cemento registró una caída de 9.9% debido al menor nivel de actividad de la autoconstrucción y a la postergación de las inversiones privadas, afectadas ambas por la coyuntura política. Por el contrario, el sector obtuvo cierto alivio por el lado del gasto público. Así, luego de que durante el IT01 la inversión pública se redujera 30.7% producto del sobreajuste fiscal, el moderado aumento del gasto en el presente trimestre propició una recuperación del índice de avance de obras físicas en 54.9%.

Por su parte, la manufactura no primaria, asociada a la demanda interna, continuó deprimida, reportando una caída de 3.0% en abril. Sólo las industrias textil (+6.3%), de productos de caucho y plásticos (+4.4%) y la de alimentos y bebidas y tabaco (+4.1%) mostraron un crecimiento importante. Sin embargo, las industrias vinculadas a la inversión o al

**PRODUCCIÓN MANUFACTURERA**

(Variaciones porcentuales)

	Abril	Ene-Abr
<b>SECTOR FABRIL TOTAL</b>	<b>2.4</b>	<b>-2.1</b>
MANUF. PRIMARIA	20.5	0.7
MANUF. NO PRIMARIA	-2.6	-2.9
<b>RAMAS INDUSTRIALES</b>		
Alimentos y bebidas	13.6	0.0
Tabaco	-17.8	4.9
Productos textiles	6.3	-2.8
Prendas de vestir	-8.3	-1.6
Cuero y calzado	-22.4	-24.6
Papel	1.2	-7.2
Productos químicos	-2.5	-4.4
Caucho y plástico	4.4	5.7
Minerales no metálicos	-8.2	-4.7
Indus. básica de hierro/acero	-12.4	1.2
Productos metálicos	-3.0	-4.7
Maquinaria y equipo	-23.2	-29.5

Fuente: BCR / Elaboración: Estudios Económicos BWS

consumo duradero, como maquinaria y equipo (-23.2%), maquinaria eléctrica (-27.6%) y vehículos automotores (-22.1%), continuaron con su tendencia negativa. Asimismo, continuó, por segundo mes consecutivo la caída de la industria de confecciones (-8.3%), dado que a las deprimidas ventas en el mercado interno se habría sumado una mayor dificultad para colocar la producción en el exterior debido a la desaceleración de la economía mundial, en particular la de su principal mercado, EE.UU.

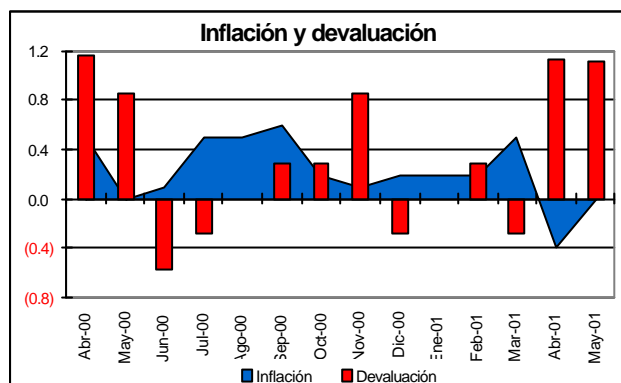
## 1.2 Sector monetario

**Después del comportamiento estable registrado en el IT01 en términos de inflación y devaluación, durante el IIT01 un conjunto de acontecimientos internos y externos provocaron una mayor volatilidad de las principales variables monetarias.** Estos hechos fueron, en el plano local, el sorpresivo resultado de la primera vuelta electoral y la incertidumbre previa a la elección final, y, en el plano externo, el aumento de la percepción de riesgo en la región por los temores de un probable incumplimiento del servicio de la deuda argentina.

Estos factores presionaron para que el tipo de cambio experimente un importante "rally" en abril, elevándose de S/.3.525 hasta S/.3.605, nivel donde alcanzó cierta estabilidad al mejorar en algo el escenario externo gracias a las favorables noticias sobre la preparación de un "mega-canje" de deuda soberana en Argentina para extender el vencimiento de sus obligaciones a un mayor plazo. Posteriormente, en la víspera de la segunda vuelta electoral, la incertidumbre provocada por los rumores sobre un acortamiento de la brecha entre los candidatos generó una demanda especulativa de dólares que elevó al tipo de cambio a nuevos máximos de S/.3.633. **La volatilidad reportada entre abril y mayo se reflejó también en un aumento significativo de las expectativas devaluatorias de corto plazo,** medidas como el diferencial de tasas en moneda nacional y extranjera, que alcanzaron niveles máximos de hasta 75%.

El Banco Central no fue ajeno al comportamiento del tipo de cambio. Debido a la coyuntura reseñada, y haciendo uso de su facultad de intervención bajo la política cambiaria de "flotación sucia", participó directamente en el mercado cambiario en cinco oportunidades, realizando ventas de dólares por un monto acumulado de US\$58.5 millones a un tipo de cambio comprendido entre S/. 3.5904 y S/.3.6202. **El comportamiento volátil del mercado cambiario repercutió también sobre la liquidez en Soles, debido a la creciente demanda de moneda local para la compra de Dólares.** Este efecto fue más notorio en abril, un mes de escasa liquidez estacional debido al retiro adicional de Soles del sistema por el periodo de regularización de impuesto a la renta. Ello incluso obligó al Banco Central a adoptar una postura estricta al reducir la meta operativa de liquidez de un rango inicial de S/.130 a S/.140 millones a un rango menor comprendido entre S/.120 a S/.130 millones.

**En lo que respecta a la inflación, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) anotó una caída de 0.42% en abril y un ligero incremento de 0.02% en mayo,** nivel que no se registraba desde octubre de 1999. De esta manera, a mayo se acumuló una variación de 0.56%, alcanzándose una tasa anualizada de 2.6%, nivel próximo a nuestro estimado de 3%. El principal factor que explicó este comportamiento fue el descenso sostenido en el precio de los alimentos, motivado por el efecto combinado de un exceso de oferta por el inicio del periodo de cosecha grande, y por una débil demanda interna. En segundo lugar, también ejercieron cierta influencia los menores precios del kerosene, no reportándose mayores variaciones en el resto de rubros.



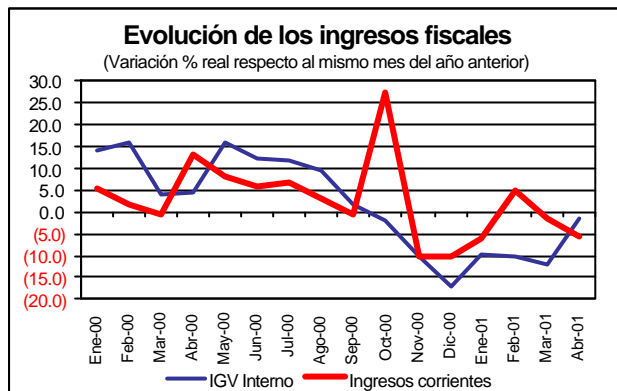
Finalmente, en lo que se refiere a las tasas de interés en Soles, durante los meses de abril y mayo éstas registraron una mayor volatilidad como consecuencia de la ya comentada inestabilidad de los mercados monetario y cambiario. En efecto, **después de mantenerse en un rango comprendido entre 10% y 12% durante el IT01, las tasas de interés fluctuaron entre 12% y 16% a lo largo de abril. Esta volatilidad se diluyó durante la primera quincena de mayo**, cuando las tasas volvieron a niveles de 10%, para posteriormente, en vísperas de la segunda vuelta, reportar una inusitada volatilidad que las llevó hasta niveles récord de 85%. En este contexto, el Banco Central tuvo un estrecho margen de maniobra para estabilizar simultáneamente las tasas de interés y el tipo de cambio, aplicando una política monetaria restrictiva en el corto plazo. Al nivel del sistema bancario, la tasa TAMN se elevó de un promedio de 25.3% durante el IT01 a 25.6% entre abril y mayo. Por el contrario, la tasa TAMEX disminuyó de 12.9% en el IT01 a 12.4% en los dos primeros meses del IIT01. Cabe anotar que la caída de las tasas en moneda extranjera estuvo influida por la reducción de 100 puntos básicos de las tasas de interés referenciales en EE.UU., realizada en los primeros quince días de abril y mayo. Este efecto fue contrarrestado por los mayores niveles de morosidad que registró el sistema bancario, los que se elevaron de 10.2% en diciembre pasado a 12.15% al 15 de mayo, obligando a los bancos a mantener elevados niveles de provisiones y, por consiguiente, a encarecer el costo de los préstamos.

### 1.3. Sector fiscal

En lo que se refiere a la evolución de las operaciones del gobierno central, **en abril se obtuvo un superávit primario de S/.88 millones, gracias fundamentalmente a la contracción de la inversión pública en 39%**. De esta manera, entre enero y abril el superávit primario alcanzó los S/.818 millones, como resultado del mayor ritmo de caída de los gastos no financieros (-12.3%) en comparación a los ingresos corrientes (-3.7%). El resultado económico de abril reportó un déficit de S/.65 millones, con lo cual al primer cuatrimestre se acumula un déficit de S/.330 millones, equivalente a sólo el 31% del reportado en similar periodo del 2000.

**Los ingresos corrientes en abril registraron una contracción real de 5.6%**, acumulando en el año una caída de 3.7%. Esta contracción se explica porque en abril del presente año no se registraron transferencias de utilidades de empresas estatales, a diferencia de abril del 2000, cuando éstas representaron S/.227 millones de ingresos adicionales para el Tesoro Público. Al igual que lo reportado durante el IT01, los tributos vinculados a la demanda interna (IGV e ISC) continuaron reportando variaciones negativas. Así, de acuerdo a información del BCR, la recaudación por IGV registró en abril una contracción de 1.0%, mientras que en mayo la caída habría sido de 1.6%, según cifras preliminares de SUNAT. De confirmarse este resultado, se obtendría una variación negativa por séptimo mes consecutivo, aunque las tasas reportadas en abril y mayo son inferiores a las del IT01. Por su parte, la recaudación por ISC reportó en abril una caída de 11.4% debido al menor valor de las importaciones de combustibles (-18%) y los menores pagos por regularización de las empresas del sector hidrocarburos. A ello se agregan la menor recaudación por ISC a la cerveza, debido a la continua caída de las ventas del sector ante la débil demanda interna, y la mayor base de comparación respecto a abril del 2000, mes en el cual se obtuvo la mayor recaudación por ISC en ese año. Cabe destacar que, por el





contrario, los ingresos tributarios totales se incrementaron 4% en abril debido al mayor monto recaudado por concepto de regularización del impuesto a la renta. Los ingresos tributarios totales habrían continuado creciendo en mayo, aunque a una tasa de sólo 2%.

De otra parte, el gasto público reportó una recuperación de +2.6% en abril, principalmente por el mayor gasto corriente asociado al pago de las bonificaciones por escolaridad y por el FONAHPU, que durante el año 2000 se realizó en marzo, así como por la transferencia de bonos del Tesoro Público a la Caja de Pensiones Militar-Policial a manera de cancelación de deudas que el Estado mantenía con esta institución<sup>1</sup>. Cabe destacar que durante el IT01 los recortes presupuestales en la inversión pública y los problemas operativos en la ejecución de las

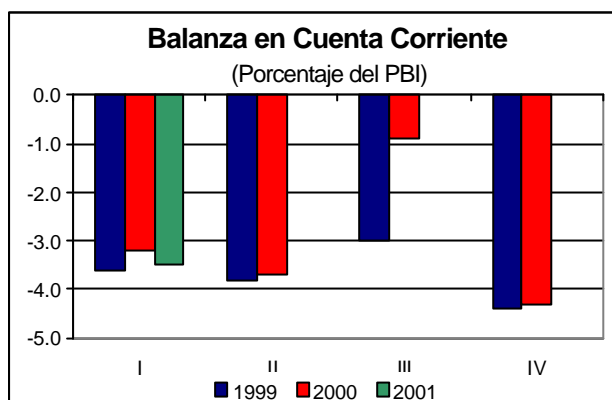
partidas asignadas provocaron una contracción del gasto mayor a la esperada. De esta manera, entre enero y abril los gastos no financieros alcanzaron a S/.8,534 millones, nivel 12.3% inferior en términos reales respecto a similar periodo del 2000. Esta contracción fue resultado de la reducción en 35.2% en los gastos de capital, y de la caída en 7.5% de los gastos corrientes. Con respecto a las devoluciones de impuestos a los exportadores y a las empresas que gozan del beneficio de recuperación anticipada del IGV, al mes de abril el saldo pendiente ascendía a S/.220 millones, nivel que, según estimaciones de SUNAT, corresponde al costo mensual de las devoluciones del IGV. Cabe destacar que el financiamiento de estas devoluciones se ha realizado a través e la colocación de Bonos del Tesoro por S/.200 millones.

#### 1.4. Sector externo

La Balanza Comercial registró en abril un déficit de US\$ 36 millones, de acuerdo a estadísticas oficiales del BCR. Este resultado sería menor en 41.2% al obtenido en el mismo mes del año anterior (US\$ 60 millones). Por segundo mes consecutivo se observa una reducción de la brecha comercial, como resultado de un ritmo de crecimiento de las exportaciones (+7.8%) mayor al de las importaciones (+2.5%).

El incremento de las exportaciones en abril se explica por la recuperación de 6.8% de los productos tradicionales (US\$ 367 millones), que lograron revertir la caída de 7.4% registrada durante el IT01. Este comportamiento estuvo impulsado por el crecimiento de 143.4% de las exportaciones petroleras (US\$ 49 millones), debido principalmente a las mayores ventas al exterior de derivados (lubricantes). De otro lado, las exportaciones mineras (US\$ 235 millones) mostraron una caída de 2.4%, algo menor al 9.0% reportado en el IT01, como resultado de la recuperación de las exportaciones de cobre y plomo, que contrarrestaron parcialmente la caída de las ventas al exterior de oro, zinc y plata. Cabe anotar que en el caso del oro la caída obedecería principalmente a los menores volúmenes embarcados, mientras que en el caso del zinc y la plata, la reducción se sustentaría en el descenso de los precios en el mercado internacional debido a la desaceleración de la economía mundial.

<sup>1</sup> De acuerdo al D.U. N°030-2001 y al D.U. N°038-2001 se autorizó al Ministerio de Economía la emisión de Bonos del Tesoro Público por el equivalente a S/.119'225,380.05 para ser entregados a la Caja de Pensiones Militar -Policial para cancelar las deudas que los Ministerios del Interior y Defensa mantenían con esta institución. Esta transferencia ha sido descontada en su integridad como gastos corrientes en el mes de abril según información del Banco Central de Reserva.



Por su parte, las exportaciones no tradicionales continuaron creciendo, llegando a US\$ 165 millones en abril, 9.0% más que un año atrás. A nivel desagregado, destacó el crecimiento de las exportaciones de minerales no metálicos (+68.2%), productos siderometalúrgicos (+37.7%), químicos (+23.4%) y pesqueros (+28.5%). En el primer caso, el aumento se explica por la exportación de 25,864 TM de cemento efectuada por Cementos Lima al mercado estadounidense. En los dos casos siguientes, el incremento se debe a las mayores exportaciones a Chile y Brasil, respectivamente, sus principales mercados de destino. Finalmente, en el último caso el aumento se explica por las mayores exportaciones de productos congelados (pota y merluza). Sin embargo, llamó la atención la caída de 3.3% de las exportaciones textiles y de confecciones, lo que obedecería al menor ritmo de crecimiento de la economía norteamericana respecto al año 2000 y, en menor medida, a la mayor competencia de productores centroamericanos.

De otro lado, **las importaciones alcanzaron un monto de US\$ 577 millones en abril, mostrando un crecimiento de 2.5% respecto al mismo mes del año anterior**, de acuerdo a cifras preliminares de Aduanas. Cabe anotar que esta variación incorpora un efecto estadístico positivo, puesto que las importaciones de abril del 2000 fueron las segundas más bajas de dicho año. A nivel desagregado destacó el incremento de 5.1% en las importaciones de insumos (US\$ 296 millones), a pesar de la caída de 18.3% en las compras de combustibles (US\$ 78 millones). Por su parte, las importaciones de bienes de consumo (US\$ 130 millones) aumentaron en 13.8%, debido principalmente a las mayores compras de bienes de consumo no duradero, en particular las realizadas por las cadenas de tiendas por departamentos, como Saga y Ripley. Finalmente, las importaciones de bienes de capital (US\$ 146 millones) registraron una caída de 6.2% en abril, aunque el comportamiento al interior de este grupo no fue homogéneo, puesto que mientras las importaciones de bienes de capital destinadas a los sectores agrícola, construcción y transporte reportaron caídas significativas, las compras al exterior de bienes de capital para la industria aumentaron en 6.9%.

**En lo concerniente a la Balanza de Pagos, durante el IT01 del 2001 el déficit en cuenta corriente ascendió a US\$459 millones, equivalente a 3.5% del PBI.** Este déficit estuvo asociado directamente a la mayor brecha comercial, que a nivel trimestral reportó el monto más elevado desde el IVT99. Al margen de este factor, los menores flujos por transferencias corrientes estuvieron compensados por el menor déficit en el saldo de Renta de Factores y por un comportamiento estable en la Balanza de Servicios. Cabe destacar que el déficit en cuenta corriente del IT01 fue superior al del IT00 (3.2% del PBI), pero, por razones estacionales, significativamente inferior al 4.3% registrado durante el IVT00.

**En cuanto al financiamiento del déficit, se observó un menor flujo neto de la cuenta financiera respecto al IT00, producto principalmente de los menores flujos de capital hacia el sector privado.** Esto fue consecuencia directa de la mayor percepción de riesgo país y de la menor actividad económica. Asimismo, se registraron menores flujos hacia el sector público debido a que la mayoría de los préstamos internacionales se encontraban en proceso de negociación. Estos efectos fueron parcialmente compensados por las menores salidas de capitales de corto plazo, con lo cual se obtuvo una pérdida de Reservas Internacionales Netas (RIN) de sólo US\$68 millones.



## 2. Perspectivas

La economía peruana cayó 2.6% durante el IIT01, más de lo que se había estimado. En abril el PBI continuó descendiendo, aunque a tasas algo menores (-0.9%). **Los primeros indicadores publicados para el mes de mayo sugieren que durante dicho mes la economía habría tenido un comportamiento similar al de abril.** Así por ejemplo, las importaciones de bienes de consumo reportaron en mayo un incremento de 8%, manteniendo la tendencia registrada desde meses atrás. Por su parte, la recaudación por concepto de IGV interno registró en mayo una caída de 1.6% en términos reales, algo mayor que la reportada en abril, que fue de -1.3%, aunque de menor magnitud que las contracciones registradas en los tres primeros meses del año.

En resumen, **se espera que el crecimiento del IIT01 sea cercano a 0%, algo menos que el 0.4% considerado en nuestras proyecciones, pero dentro de la tendencia de recuperación moderada que se acentuaría a lo largo del segundo semestre del año.** Desde el punto de vista de la demanda agregada, esta tendencia hacia la recuperación moderada se basa tanto en el sector privado como en el sector público. En el primer caso, es razonable esperar que la confianza de los consumidores reaccione favorablemente al fin del ciclo electoral. Asimismo, también es posible esperar al menos una mayor predisposición a retomar los planes de inversión postergados por la coyuntura política. En el lado público, tal como lo hemos mencionado desde hace algunos reportes atrás, es de esperar una política de gasto algo menos restrictiva. Al respecto, las declaraciones del jefe de equipo económico del nuevo régimen, Pedro Pablo Kuczynski, acerca de que sería razonable alcanzar un déficit fiscal cercano al 2% del PBI al cierre del año, indican que se estaría considerando la posibilidad de cierta expansión del gasto en el segundo semestre. En el frente externo, el panorama es ahora menos pesimista, dado que las reducciones de las tasas de interés internacionales dejan abierta la posibilidad de que la desaceleración económica mundial se transforme en una inicial estabilidad y posterior reactivación. Asimismo al nivel regional, la importante acogida que ha recibido la propuesta del mega-canje de deuda argentino ha mejorado la percepción de riesgo de la región, al menos en el corto plazo.

En lo que se refiere a la actividad económica por sectores, dentro de las industrias primarias la producción de petróleo creció, luego de varios años, 3.6% en mayo. Si bien esto no necesariamente implica un punto de inflexión, sí podría suponer al menos una estabilización de los niveles de producción de hidrocarburos. Asimismo, **la producción minera debería incrementarse a partir de junio, aunque todavía en forma marginal, por el inicio del período de prueba del megaproyecto de Antamina.** Finalmente, la producción agropecuaria continuaría con su tendencia negativa debido a la prevista caída del subsector agrario, que a su vez estaría vinculada a la reducción de las áreas sembradas de productos con importante ponderación dentro del PBI sectorial, como la papa, el café y el algodón. Lo anterior sería parcialmente contrarrestado por las mayores cosechas de arroz, caña de azúcar y maíz amarillo duro, este último ante la mayor demanda de la industria avícola, que a su vez sustentaría el crecimiento del subsector pecuario.

Por su parte, **los sectores no primarios continuarían mostrando tasas negativas en mayo, en especial la construcción,** que se habría visto afectada por el deterioro de las expectativas de largo plazo de los agentes económicos ante el inesperado resultado de la primera vuelta electoral. Este efecto, sin embargo, revertiría a partir del mes de junio. De otro lado, la





manufactura no primaria reportaría una caída similar a la de abril debido a que la demanda interna recién empezaría a recuperarse en junio. Adicionalmente, se habría registrado un efecto estadístico negativo, puesto que el nivel de producción de mayo del 2000 fue el más alto del año anterior. **Sin embargo, a partir de julio se podría apreciar cierta recuperación**, no sólo por el esperado quiebre de expectativas, sino también por el impacto de las modificaciones arancelarias y tributarias dadas por el gobierno a fines de abril y que tienen por objetivo reactivar el sector industrial.

En cuanto al frente externo se refiere, esperamos que durante el IIT01 continúen deprimidos los precios de los metales. Si bien las políticas monetarias expansivas que se están llevando a cabo en las economías desarrolladas deberían contribuir a la recuperación de las mismas, esto se empezaría a traducir en una mayor demanda en los mercados de commodities recién a partir del último trimestre del año. No obstante, esperamos un incremento de las exportaciones pesqueras, como es sugerido por el aumento de los desembarques en abril y mayo. Las exportaciones de petróleo también aumentarían siguiendo la mayor producción de crudo. En lo que respecta a las exportaciones no tradicionales, se espera un crecimiento impulsado por las de productos químicos, beneficiados por la reducción de los aranceles de importación a sus insumos, y los siderometalúrgicos, como consecuencia de las mayores exportaciones a Chile. Por otro lado, las importaciones mostrarían un nivel similar a las del IT01 debido a la caída en las importaciones de bienes de capital, las que serían parcialmente compensadas por las mayores importaciones de insumos. Al respecto, las importaciones de este rubro en mayo (US\$ 341 millones) registraron un incremento de 10.9%, probablemente como consecuencia de la rebaja de aranceles de 12% a 4% dispuesta a fines de abril. En conclusión, **estimamos un déficit comercial de US\$ 77 millones para el IIT01, menor a los US\$ 180 millones registrados en el IT01 y a los US\$ 154 millones del IIT00.**

**En lo que respecta al sector fiscal, se espera una lenta recuperación de la recaudación tributaria**, principalmente por la desaceleración en la caída de los ingresos por IGVA así como por la entrada en vigencia a partir de mayo del Impuesto a las Acciones del Estado (AE). Asimismo, por el lado del gasto público, el aumento de los egresos registrado en abril debido a los pagos de las bonificaciones de escolaridad y FONAHPU debería ser continuado por la ejecución de parte de la inversión pública que se dejó de implementar durante el IT01. Por el lado del financiamiento del déficit, no se presentan mayores problemas. Recientemente se concretó con el BID un financiamiento por US\$250 millones acordados durante el IT01. Asimismo, en el plano local, el MEF continuaría con el programa de endeudamiento interno vía colocación de Bonos del Tesoro por el saldo remanente de S/.300 millones. **En conjunto, si bien las cuentas fiscales no presentan problemas urgentes, se mantendría un estrecho margen de maniobra mientras no se produzcan señales más claras de reactivación.**

Con relación al sector monetario, una vez pasada la incertidumbre en el plano electoral, las tasas de interés deberían estabilizarse en niveles similares a los registrados durante el IT01, de manera acorde a la política monetaria y a las menores expectativas devaluatorias, tal como se explica más adelante. A nivel internacional, las tasas ya se han reducido significativamente, esperándose sólo reducciones menores en lo que resta del año. Ello, conjuntamente con la mejora de la percepción de riesgo región y del riesgo país, debería presionar al descenso a las tasas de interés del sistema financiero local. Sin embargo, **en la medida en que el riesgo crediticio (cartera pesada) se mantenga elevado y no se observe una tendencia a la baja en los niveles de morosidad, no se puede concluir que la caída de las tasas sea generalizada.**



Por el lado del tipo de cambio, la mejora de las expectativas post-electorales y el vencimiento de montos significativos de forwards de corto plazo generaron una sobreacción del tipo de cambio al resultado de la segunda vuelta, que cayó desde S/3.636 hasta un mínimo de S/3.509. Consideramos que este nivel es un importante “piso” de mediano plazo, por lo que a partir de ahí **esperamos un comportamiento estable del dólar en un rango comprendido entre S/3.52 y S/3.54**. De otra parte, teniendo en cuenta los fundamentos económicos, durante el IT01 se produjo un ligero deterioro de los términos de intercambio (-0.6%), situación que se extendería también durante el IIT01 debido a los menores precios de productos como cobre, zinc y harina de pescado, que parcialmente estarían siendo compensados por los mayores precios del oro y del café. Al margen de esto, la entrada en operaciones de Antamina compensará el menor flujo de entrada de moneda extranjera por el lado del sector comercial. En cuanto a la demanda real de dólares, si bien hasta mayo el valor de las importaciones reporta un crecimiento de 2.4%, un componente importante de las mismas ha tenido un financiamiento externo, por ejemplo equipos de telecomunicaciones. Si se excluye esto, las importaciones habrían crecido en sólo 0.3%. En función de ello, consideramos que a corto plazo la demanda real se mantendrá débil, con perspectivas de mejorar durante el segundo semestre.

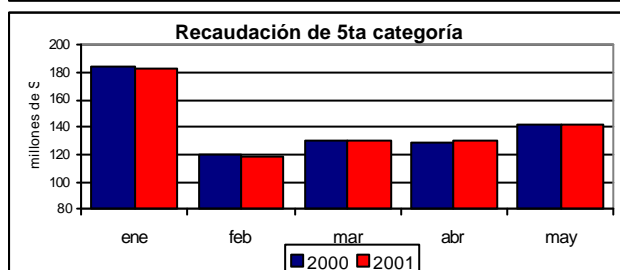
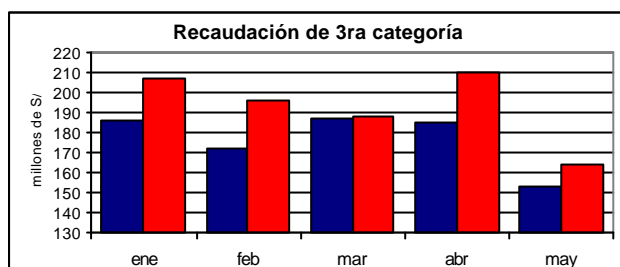
Finalmente, en cuanto a la inflación, **el IPC de junio debería mostrar un incremento respecto a los niveles registrados en mayo (0.02%) y abril (-0.42%), principalmente por la recuperación en el precio de algunos alimentos**. Esto se relacionaría a una menor oferta, producto de las menores áreas sembradas, así como a la recuperación de las expectativas de consumo, que deberían empezar a reflejarse en los precios. Por otro lado, la elevación del precio de los combustibles a fines de mayo debería repercutir también como un efecto estadístico. Cabe destacar que al nivel de inflación subyacente la tasa de variación anualizada bordea el 3%, en línea con nuestra estimación para el presente año.

### 3. Balance de las medidas económicas del Gobierno de Transición

Cuando el Gobierno de Transición asumió el mando en noviembre del año pasado tuvo que enfrentar dos problemas de gran urgencia e importancia simultáneamente: (i) el creciente déficit fiscal, que ponía en serio peligro la estabilidad de la economía, y (ii) la recesión, que se prolongaba ya por varios años debido a una combinación de factores internos y externos, incluyendo la crisis política. A continuación presentamos un balance de las principales medidas implementadas por el gobierno en un intento de solucionar los dos problemas indicados. El análisis pone especial énfasis en evaluar sus reales efectos sobre la economía, intentando valorar al mismo tiempo el nivel de eficacia que, en términos generales, tiene cada tipo de medida como instrumento de política económica. Esto último permite, además, obtener algunas conclusiones con respecto a la pertinencia de algunas de las propuestas de política económica hechas por el gobierno entrante. Finalmente, se analiza la consistencia de las medidas adoptadas con lo establecido en el Marco Macroeconómico Multianual (MMM), documento que debería fijar los lineamientos de la política económica en el mediano plazo.

### 3.1. Medidas orientadas a reactivar la economía

#### 3.1.1. De carácter fiscal



a) El fomento a la inversión y al consumo, a través de la reducción de la tasa del Impuesto a la Renta (IR) de tercera y quinta categoría de 30% a 20%. En el primer caso, se aplica a la fracción de la utilidad reinvertida generada a partir del año 2001. Si bien, de acuerdo a nuestros cálculos, los ingresos por tercera categoría ya habrían reportado un incremento real de 5.7% al mes de mayo, sus efectos sobre la recaudación se reflejarían principalmente durante el próximo año debido a la metodología de pago del IR. Cabe mencionar que el MEF ha estimado tal efecto en S/.813 millones. De otra parte, con respecto a la quinta categoría, la tasa reducida al 20% grava el exceso de los ingresos superiores a 54 UIT (equivalente a S/.162,000). Si bien la recaudación por este concepto a mayo habría disminuido en 3.4%, ello no estaría traduciéndose en el objetivo de un mayor nivel de consumo, pues el mismo disminuyó su ritmo de crecimiento de 3.0% en el IVT00 a 1.6% en el IT01. Este resultado se puede explicar por la escasa magnitud de esta medida. Así, su costo fiscal estimado es de S/.99 millones, nivel que representa apenas el 0.08% del consumo privado registrado en el 2000.

En tal sentido, consideramos que **este tipo de medidas no ha sido adecuado en el entorno de alta incertidumbre en que se aplicaron**. En el caso de las empresas, las decisiones de inversión siguieron postergadas al margen de los incentivos tributarios otorgados, puesto que pesó más, tal como era previsible, la incertidumbre causada por el proceso electoral. En el caso de los consumidores, las expectativas negativas habrían hecho que los ingresos adicionales se destinen al ahorro y no al gasto.

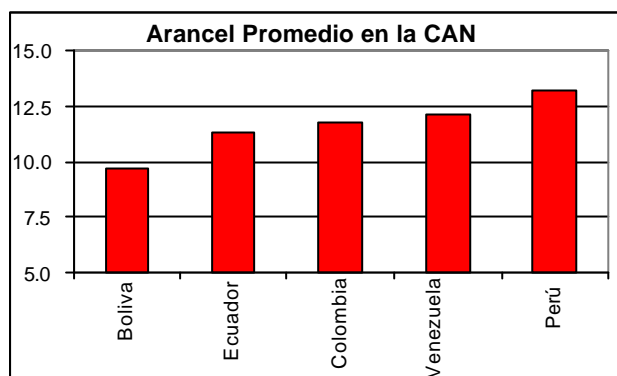
b) **La flexibilización de la carga tributaria para empresas con problemas de liquidez, para lo cual se modificó el Régimen Especial del Fraccionamiento Tributario (REFT)** ampliándose su plazo, eliminándose la necesidad de presentar garantías y reduciéndose las cuotas. Estas medidas fueron perfeccionadas con la reducción de las tasas de interés moratorias y con la aplicación de un nuevo sistema de actualización de deudas. La efectividad de estos cambios permitió que entre enero y mayo la recaudación por este concepto alcance a S/.500 millones, monto significativamente superior a la estimación oficial de S/.100 millones, y que compensa el costo fiscal (S/.13 millones) que habría sido producido por las menores cuotas y los mayores descuentos. Desde que se implementó este programa en octubre del 2000, la recaudación se ha incrementado en S/.690 millones aproximadamente.

Así pues, en función a lo explicado en el párrafo anterior, **la modificación del REFT ha dado resultados muy satisfactorios**. En términos generales, consideramos que este tipo de programas es adecuado, puesto que tienen un doble efecto: incrementan la recaudación y proporcionan alivio financiero a las empresas, permitiendo que las mismas cumplan con sus obligaciones tributarias sin afectar su proceso productivo. Adicionalmente, minimizan en lo posible el "riesgo moral", al evitar condonaciones, subsidios o el uso de recursos públicos para el rescate de empresas.



- c) **El restablecimiento de la cadena de pagos, acelerando la devolución de impuestos** tanto a exportadores como a contribuyentes del régimen anticipado del IGV, y efectuando el pago de atrasos a los proveedores del Estado. Como resultado de ello, entre enero y mayo se realizaron devoluciones por S/.1,240 millones, de las cuales el 50% correspondió al pago total de los atrasos acumulados desde el año 2000. El financiamiento de estos pagos se efectuó en parte con un programa de instrumentos de corto plazo (Bonos del Tesoro) por hasta S/.500 millones, de los que a la fecha se han colocado S/.200 millones. **Consideramos que la utilización del mercado de capitales ha abierto una nueva fuente de financiamiento para las actividades operativas del Estado, en sustitución de atrasos con proveedores y contribuyentes, y de sobregiros con el Banco de la Nación.**
- d) **Fomento a las exportaciones, mediante la modificación del régimen de devolución de impuestos.** Complementando lo explicado en el punto anterior, el 25 de abril se publicó un Decreto Supremo que modifica el régimen de devolución de impuestos (drawback) a las exportaciones, ampliándose el mismo a un mayor número de empresas. La norma señala que, manteniendo la tasa de 5% del valor FOB de exportación como monto de devolución de impuestos, se podrán acoger a dicho beneficio los productos cuyas exportaciones por partida arancelaria y por empresa exportadora no hayan superado los US\$ 20 millones durante el año 2000. Cabe anotar que el régimen anterior aplicaba dicho tope por partida arancelaria, por lo que muchas empresas no accedían a dicho beneficio una vez que se superaba tal límite. De esta manera, el MEF busca promover las exportaciones no tradicionales al ampliar el incentivo tributario y permitir una mejor programación de las ventas de las empresas exportadoras. **En cuanto al impacto fiscal, el MEF estima que podría ser de S/. 200 millones anuales**, puesto que el monto de las devoluciones actuales se duplicaría a S/. 400 millones. **Por otro lado, esta medida permitirá un incremento de las exportaciones no tradicionales**, puesto que aumentarán las ventas al exterior de los productos cuya partida arancelaria esta cerca del tope o aquellos que ya habían perdido dicho incentivo. Dentro de los principales productos que se beneficiarían de esta medida están cultivos agroindustriales como espárragos, menestras y palmito, así como algunas partidas del rubro confecciones.
- e) **Aumentando la competitividad de la industria local, a través de la reducción de aranceles a los insumos.** El 26 de abril el Poder Ejecutivo promulgó un Decreto Supremo mediante el cual se modificó, de 12% a 4%, la tasa por derechos arancelarios ad valorem CIF a la importación de insumos, partes y piezas no producidas en el país, agrupadas en 1,390 partidas. La norma tiene como principales objetivos elevar la competitividad de la industria nacional, desarrollar productos con mayor valor agregado destinados al mercado externo y promover el desarrollo industrial. De acuerdo a cálculos del MEF la citada reducción arancelaria tendrá un costo fiscal de aproximadamente S/. 130 millones y será financiada con la transferencia de parte de los intereses del Fondo Mivivienda al MITINCI.

**La mencionada medida beneficiará principalmente a las industrias química, plásticos, caucho, farmacéutica, sidero-metalúrgica, metal-mecánica, agropecuaria y agroindustria.** En menor medida serán beneficiadas también la industria textil, alimentos, madera, papel y minería no metálica. De acuerdo a una análisis de ADEX, el monto de las importaciones de las partidas consideradas en la reducción arancelaria ascendió a US\$ 1,090 millones en el año 2000. Considerando la rebaja anunciada, el beneficio arancelario ascendería a US\$ 59.4 millones, concentrando las ramas industriales química y sidero-metalúrgica, así como el sector agropecuario y la agroindustria, el 84% de dicho beneficio.



Cabe anotar que, al margen del objetivo de reactivación, la rebaja de aranceles a los insumos exclusivamente se ha constituido un cambio estructural en la política comercial, puesto que la tendencia que se había seguido era la de ir hacia un arancel plano. En la práctica tendremos varios niveles arancelarios: 20% para algunos productos finales como textiles, calzado y algunos alimentos, 12% para la mayor proporción de los bienes finales, 4% para los insumos no producidos en el país y 0% para algunos productos negociados en el marco de la Comunidad Andina y de los acuerdos comerciales con países como Chile. Adicionalmente, existen sobretasas temporales de cinco puntos porcentuales al arancel para 353 productos agrícolas. En síntesis, el arancel promedio bajará de 13.1% a 11.8%, pero la dispersión arancelaria aumentará.

**En cuanto al incremento de la competitividad, la incidencia en la reducción de costos dependerá del grado de utilización de los insumos importados.** Así por ejemplo, en términos gruesos, una industria en la que dichos insumos representen el 50% del costo total (CIF), obtendrá una reducción de costos de 3.6% con la caída de aranceles. De otro lado, una industria en la que los insumos importados representen 10% del costo total obtendrá una reducción en dichos costos de solo 0.7%.

Si bien aún es prematuro evaluar de manera cuantitativa el efecto de la medida vigente desde fines de abril, de acuerdo a cifras preliminares de Aduanas, las importaciones de insumos en mayo ascendieron a US\$ 340.8 millones, lo que representa un incremento de 15.1% respecto al mes anterior. Cabe anotar que las 1,390 partidas que han sido incluidas en la reducción arancelaria representan el 30% del valor de las importaciones de insumos. Por otra parte, desde el punto de vista cualitativo, es cuestionable que una rebaja de aranceles contribuya a la reactivación de la economía en general, aunque sí se podría observar una recuperación en los niveles de actividad de las industrias beneficiadas, más aún en algunas como en la de plásticos, cuyo índice de volumen físico se mide a partir del consumo de los insumos. **Paradójicamente, las industrias más beneficiadas por esta medida serán aquellas que incorporen menor valor agregado al producto, es decir las que tengan dentro del el costo total un mayor componente de insumos importados.** Al margen de esto, es evidente que, junto con la ampliación del beneficio del "drawback", las industrias beneficiadas elevarán la competitividad de sus exportaciones.

### 3.1.2. Programas de reactivación

- a) **El aumento del ingreso disponible como medio para reactivar la demanda interna**, a través de (i) la modificación de la periodicidad de los depósitos por **CTS**, realizándose el abono de manera mensual entre enero y octubre del presente año, y (ii) la libre disponibilidad de los mismos. De acuerdo a nuestros estimados (ver Reporte Macroeconómico de 26/1/2001), esta medida podría haber liberado recursos por S/.97 millones mensuales. Sin embargo, **la medida no parece haber generado repercusiones significativas**, puesto que, tal como ya ha sido mencionado, el consumo privado ha desacelerado su crecimiento de 3.0% en el IVT00 a 1.6% en el IT01. Ello estaría explicado por diversos factores: (i) concentración del mayor monto del CTS en el estrato de ingresos más elevados, que no utiliza necesariamente la disponibilidad del mismo, (ii) uso de la liquidez adicional en cancelación de deudas y no en consumo adicional.





En resumen, al igual que en el caso de la modificación al IR de quinta categoría, la utilización de los depósitos por CTS como un elemento reactivador ha resultado ser un intento fallido. **Generalmente, los incrementos de ingresos cuando las expectativas no son favorables no repercuten sobre el consumo**, más cuando tales incrementos son poco significativos. A pesar de esto, el costo político que implicaría ratificar el vencimiento de esta medida en octubre de este año podría implicar su extensión ilimitada.

- b) **El rescate financiero de las empresas, a través de la implementación de los programas FOPE y RFA.** Tras varios meses de resultados estériles, el gobierno flexibilizó las condiciones de pago bajo un esquema que en su oportunidad calificamos como adecuado (ver Reporte Macroeconómico del 26/1/2001), advirtiendo que su puesta en marcha, así como sus resultados tomarían algún tiempo debido al proceso de evaluación y negociación caso por caso. A ello se agregó el desfavorable clima político y, sobre todo, expectativas sobre cambios adicionales a los programas, lo que se ha confirmado recientemente en el caso del RFA. Todo esto ha hecho que los resultados de ambos programas sean muy limitados. Así, de acuerdo a COFIDE, al mes de junio se habían realizado 198 operaciones de refinanciación bajo el esquema del RFA, involucrando obligaciones por un total de US\$16.3 millones respaldadas por la emisión de US\$6.8 millones de Bonos del Tesoro. Esto representa la utilización de sólo el 6.8% de los recursos del programa. En el caso del FOPE, la situación es aún más crítica, pues no se ha reportado ninguna solicitud de refinanciación ante COFIDE.

Bajo el análisis realizado, factores como un escenario político más favorable, e inclusive modificaciones adicionales, como la flexibilización de las tasas de interés para el RFA y la reciente extensión de los plazos, harían posible que estos programas generen los efectos inicialmente esperados. Cabe advertir nuevamente que, tal como ya hemos mencionado en anteriores reportes, **si bien es posible mejorar el perfil de la deuda de las empresas, ello no implica necesariamente la disminución de su percepción de riesgo crediticio ni la recuperación inmediata de la actividad económica**, dado que el efecto sobre la misma es indirecto, en el sentido que constituyen condiciones necesarias más no suficientes para garantizar la reactivación. Por ello, consideramos que el financiamiento de capital de trabajo a corto plazo representa uno de los factores más importantes para la marcha sostenida de estos programas.

- c) **La reactivación del sector Construcción, a través de medidas tributarias** como la exoneración del pago del IGV a la venta de viviendas por un valor menor a 35 UIT, y la exclusión del valor del terreno en la determinación de la base gravable, lo que supone en la práctica un 50% de reducción del IGV en los casos en que dicho impuesto aún se aplique. Hasta la fecha, indicadores como la evolución del PBI construcción o el otorgamiento de préstamos con recursos del Fondo Mivivienda, no brindan señales de algún impacto positivo. De acuerdo a nuestro análisis **el problema más que de carácter tributario tendría un origen crediticio vinculado a las elevadas tasas de morosidad, a la falta de financiamiento de largo plazo y a la ausencia de un mercado secundario de hipotecas.** Adicionalmente, es evidente que la coyuntura política ha hecho que la demanda por viviendas, especialmente bajo este esquema, se contraiga, puesto que se hacen posibles nuevas modificaciones al mismo por parte del nuevo gobierno. Sin embargo, el Programa Mivivienda, comparativamente con los programas FOPE y RFA ha arrojado un resultado algo más favorable, habiéndose realizado hasta marzo 650 operaciones por US\$11.7



millones, de los cuales el 7% corresponde al presente año. Si bien este nivel se encuentra en línea con la meta de incrementar en US\$2.2 millones las colocaciones durante el IS01, ello dista significativamente del potencial del programa. En este sentido, su lento avance ha dado paso a que el Tesoro Público encuentre en el Fondo una nueva alternativa de financiamiento, desvirtuándose el uso para el cual fue concebido.

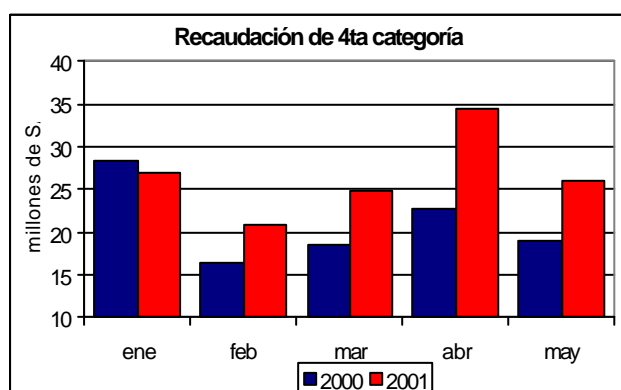
**Tanto en el caso del FOPE/RFA como en Mivivienda se observa un problema común: la dificultad de alcanzar un esquema definitivo debido a errores iniciales en su implementación.** Esto genera un círculo vicioso: la espera de modificaciones a los programas por parte de los agentes económicos hace que sus esquemas vigentes no tengan éxito, lo que a su vez fuerza la introducción de nuevas modificaciones. Así pues, es importante que la nueva administración adopte un esquema definitivo, que sea mantenido en el largo plazo sin cambiar las reglas de juego constantemente.

### 3.2. Medidas orientadas a reducir el déficit fiscal

- a) **El aumento de la recaudación, a través de iniciativas para modificar la Ley del Impuesto a la Renta de los contribuyentes de cuarta categoría.** El paquete comprendía la reanudación de los pagos de retenciones y el recorte de las deducciones para el cálculo del impuesto, estimándose un incremento de la recaudación de S/.1,015 millones<sup>2</sup>. Estas iniciativas sufrieron algunas modificaciones en el Congreso, estableciéndose finalmente los siguientes criterios de aplicación del IR y el IES: (i) en el caso del IR se considera el pago si los ingresos conjuntos de cuarta y quinta categoría superan los S/.2,216 mensuales, (ii) en el caso del IES cuando superen los S/.1,750 mensuales. Asimismo, (iii) se exoneran de retenciones del IR e IES por recibos de honorarios que no superen los S/.700, y (iv) se establece una tasa de 15%<sup>3</sup> si los ingresos superan los S/.1,500 con un único empleador o S/.2,333 con varios empleadores.

**Los resultados demuestran que las medidas referentes a los ingresos de cuarta categoría han tenido un efecto positivo** al explicar en parte el incremento de 23% en

términos reales que habría registrado la recaudación por este impuesto entre enero y mayo. Sin embargo, este efecto no estaría siendo replicado en el caso del IES, el cual, según nuestros estimados, estaría reportando una contracción de 10% en el mismo periodo, debido a los menores pagos a cuenta provenientes del segmento de quinta categoría. Como consecuencia, la recaudación de ambos impuestos se habría contraído en 4.3%. A la postre, estos intentos habrían permitido a SUNAT detectar un importante segmento de evasión, estimado en S/.600 millones, en el nivel de cuarta categoría. Esta experiencia refleja que las medidas destinadas a mejorar los procedimientos de administración tributaria y fiscalización pueden dar buenos resultados, siendo recomendable su profundización a efectos de ampliar la base tributaria. Esto, evidentemente, debería formar parte de una reforma tributaria de mayor alcance.



<sup>2</sup> De acuerdo a estimaciones del Ministerio de Economía la recaudación se hubiese incrementado en S/.1,015 millones, desagregados en S/.580 millones y S/.290 millones por retenciones y pagos a cuenta del IR y del IES respectivamente, y S/.145 millones por recorte de deducciones.

<sup>3</sup> 10% por Impuesto a la Renta (IR) y 5% por Impuesto Extraordinario de Solidaridad (IES).



**PRINCIPALES EXONERACIONES FISCALES**

Sector beneficiado	Impuestos exonerados	Costo estimado 1/ Millones S/.	%
<b>De posible impacto reactivador</b>			
Agricultura	IGV / IR	578	24%
Hydrocarburos	IGV / ISC / IR	171	7%
Minería	IR / IGV / ISC	815	34%
Turismo	IR	34	1%
Educación	IR	2	0%
Construcción	IGV	n.d.	n.d.
<b>Con impacto social elevado</b>			
Amazonia	IGV / ISC / IR	549	23%
Saneamiento	IGV	n.d.	n.d.
<b>Con posibilidad de ser sujetas a revisión</b>			
Céticos	IR / IGV / ISC		
Transporte	IGV		
Energía	ISC		
Exportaciones	IGV		
<b>Con escasa viabilidad de ser reducidas</b>			
Concesiones	IGV		
Financiero	IGV / IR		
BCR	IGV	215	9.1%
Misiones diplomáticas	ISC		
Minusválidos	ISC		
Entidades religiosas	IGV - ISC		
Sector Público	IR / ISC		
Varios	IGV / IR		
<b>TOTAL COSTO FISCAL</b>		<b>2,364</b>	<b>100%</b>
		<b>1,34% del PBI</b>	
<b>Según tipo de Impuesto</b>			
	<b>Costo 2/</b>	<b>Casos</b>	
IR	1,400	50	
IGV	590	60	
ISC		10	
IES	374	5	
Aranceles		35	
<b>TOTAL</b>	<b>2,364</b>	<b>160</b>	

b) La eliminación de distorsiones en el esquema tributario, a través de la reducción de las exoneraciones tributarias vigentes. Para implementar esta medida, el Congreso otorgó al Ejecutivo facultades extraordinarias en materia tributaria. A pesar de esta oportunidad, y habiendo concluido recientemente el plazo de dichas facultades, es muy poco lo que se ha avanzado debido a los siguientes factores: (i) indecisiones y falta de consideraciones técnicas, (ii) coyuntura electoral que no contribuyó a un escenario adecuado para realizar los cambios, (iii) presiones de gremios involucrados, y finalmente, (iv) falta de tiempo para realizar las consultas ciudadanas. De esta manera, sólo se eliminaron las siguientes exoneraciones: (i) se eliminó el Impuesto Especial a las Ventas (IEV) aplicado al arroz, retornando al régimen general del IGV y (ii) se aprobó el canje de documentos cancelatorios por entrega en efectivo para adquisiciones de combustible de las Fuerzas Armadas. Por el contrario, (i) se tomó finalmente la decisión política de prorrogar las exoneraciones tributarias para la selva, debido a que las iniciativas del poder ejecutivo fueron dejadas sin efecto por el Congreso, (ii) se revirtió la inclusión de algunos productos agrícolas como el café, té, cacao y tabaco en el régimen del IGV, (iii) se asumió a través de documentos cancelatorios el pago de tributos por la importación y venta de fertilizantes, y finalmente (iv), por iniciativa del Congreso se exoneró del IGV y de derechos arancelarios a los medicamentos oncológicos y del SIDA.

El detalle de los sectores más beneficiados por las exoneraciones, así como el costo fiscal de las mismas se puede observar en el cuadro adjunto. **Si bien se trazó como meta de la reducción de exoneraciones el recuperar entre S/300 y S/400 millones, en principio sólo sería posible alcanzar unos S/45 millones** de aumento de la recaudación para el presente año. Así pues, este tema ha quedado desafortunada e innecesariamente en la agenda de pendientes que recibirá el gobierno entrante.

c) **Las modificaciones del ISC a los licores, cervezas y combustibles.** En el primer caso, en enero se incrementó la tasa impositiva de 20% a 40% a los licores de alto contenido alcohólico. Este aumento causó la protesta de los industriales del sector, pues en 1999 ya se había elevado de 10% a 20% provocando un significativo descenso de las ventas formales. Como consecuencia de ello, en abril se corrigió esta situación rebajando la tasa impositiva al 20%. De acuerdo a nuestro análisis, el incremento del impuesto durante el IT01 compensaría sólo en parte la caída de las ventas formales y los efectos del contrabando, por lo que el efecto neto sería una menor recaudación por este concepto de 39% en términos reales, aunque, debido al bajo monto que representa dicha caída no sería significativa sobre la recaudación total. En el caso de las cervezas, se reemplazó la tasa de 75% por un impuesto ad-valorem de S/.1.49 por litro que luego fue redondeado a S/.1.50 por litro, equivalente a una tasa de 70%. Nuestro estimados apuntan a que el incremento promedio del impuesto<sup>4</sup> permitiría compensar la caída de las ventas de cerveza estimada en 9% para el año. En el caso de los combustibles, se han realizado reajustes en dos oportunidades, principalmente en el caso del diesel, cuyo impuesto se ha incrementado en 28%. Consideramos que esta medida, a diferencia de las anteriores, tendría un efecto real al incrementar la recaudación en S/341 millones, 16% más que lo recaudado por ISC combustibles en el año 2000. Nótese que el mayor impuesto no tendría una mayor

<sup>4</sup> De enero a octubre del 2000 el impuesto ad-valorem fue de S/.1.41 por litro, equivalente a una tasa de 60%. Con la elevación de la tasa a 75% a partir de octubre, el impuesto promedio en el 2000 fue de 64%. En lo que va del presente año, la tasa impositiva promedio es de 70%, superior al promedio del año anterior.



incidencia inflacionaria sobre los precios de venta de los combustibles, al ser compensados en parte con las reducciones de precios por parte de las refinerías. Finalmente, **cabe destacar la elevada dependencia de los tributos aplicados a la cerveza y los combustibles, lo que no se relaciona al objetivo teórico de reorientar el consumo para evitar externalidades negativas (proteger la salud o proteger el medioambiente), sino simplemente por ser más fáciles de recaudar y controlar.** Por ello es muy importante reducir la dependencia del ISC, diversificando la estructura del impuesto y haciéndolo lo más neutro posible.

### 3.3. Consistencia del MMM con políticas económicas aplicadas

El 4 de junio pasado se publicó oficialmente el Marco Macroeconómico Multianual (MMM) para el período 2002-2004, elaborado por el MEF, así como los comentarios del BCR a dicho marco. Como se sabe, este documento constituye el marco dentro del cual se debe definir la política económica en el mediano plazo, y debe concordar con lo establecido en la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal y el Presupuesto Público. En tal sentido, **lo establecido por el MMM debería ser consistente con las medidas de política económica que se tomen en el corto plazo.** En función a esto, hemos hecho una breve comparación de lo establecido en el MMM y las medidas del Gobierno de Transición analizadas en la sección anterior.

El MMM establece una serie de objetivos económicos de mediano plazo. Para alcanzar dichos objetivos se requiere de una política tributaria basada en los principios de neutralidad, simplicidad y equidad, una política fiscal prudente que busque alcanzar el equilibrio, elemento este último consistente con el objetivo de política monetaria de mantener un aumento de la emisión primaria similar al incremento del PBI nominal y alcanzar tasas de inflación similares a la de los países desarrollados. Asimismo, una política cambiaria que mantenga el régimen de flotación del tipo de cambio a fin de atenuar el impacto de eventuales choques externos y sustente la viabilidad de la Balanza de Pagos, una política comercial orientada a lograr una mayor apertura de nuestra economía a los mercados internacionales y una política arancelaria que tienda a una reducción de los aranceles, teniendo en consideración los acuerdos de integración en los que participa el país y que fomente la competitividad de nuestra economía.

#### 3.3.1. Medidas Fiscales orientadas a reactivar la economía

**De acuerdo al MMM las medidas tributarias de fomento a la inversión y al consumo deberían tener efecto en el año 2002, contribuyendo a impulsar el PBI en 5%.** En el primer caso, la menor tasa impositiva a la reinversión de utilidades impulsaría la inversión privada en 9.7% en el próximo año. En el caso del consumo privado, si bien al IT01 no se han reportado resultados favorables, se espera un efecto positivo durante el IIS01, aunque ello no sería suficiente para alcanzar un consumo mayor que el del año 2000. Para el 2002 se proyecta que el consumo tendría un ritmo de crecimiento similar al del PBI. En ambos casos consideramos que **estas expectativas son optimistas**, pues será necesario un entorno más favorable y una política integral de promoción de inversiones -no sólo incentivos tributarios- para alcanzar tales objetivos<sup>5</sup>. Por el lado fiscal, si bien se asume para el 2001 un incremento real de la

<sup>5</sup> Esta política integral de fomento a las inversiones debería incluir, entre otras cosas, una reforma estructural del Estado, confirmando su rol en el mercado, asegurando la independencia y eficacia de la administración de justicia, impulsando el proceso de privatizaciones y concesiones para garantizar la competitividad de los servicios públicos y de infraestructura, etc.



## MARCO MACROECONOMICO 2002 - 2004

## SUPUESTOS MACROECONOMICOS

	2001	2002	2003	2004
<b>Producto Bruto Interno</b>				
Var. % anual real	1.50%	5.00%	5.50%	6.00%
Miles de mill. S/. corrientes	196.9	211.0	227.5	246.4
Miles de mill. US\$ corrientes	55.0	57.7	61.8	66.6
<b>Tipo de Cambio Supuesto (S/.)</b>				
Promedio	3.58	3.66	3.68	3.70
Fin de Periodo	3.63	3.67	3.69	3.71
<b>Inflación</b>				
Promedio	3.0%	2.7%	2.0%	2.0%
Acumulada	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>Balanza Comercial (mill US\$)</b>				
Exportaciones	7,594	8,444	9,271	10,289
Importaciones	7,594	8,201	8,995	9,779

Fuente: Marco Macroeconómico Multianual 2002- 2004

Elaboración: SIEE - BWS

recaudación por IR de 7.3%, explicado por el éxito en el proceso de regularización del IR, para el año 2002 se considera que la recaudación se contraería en S/.500 millones. Este nivel, que es inferior al estimado por el MEF (S/.912 millones), incluiría el efecto positivo de las disposiciones sobre retenciones en la cuarta categoría y un mejor control de las deducciones en la tercera categoría.

**Respecto a la política de aumentar el ingreso disponible, el MMM no considera mayores cambios en el régimen de CTS.** Ello se explicaría por los magros resultados evaluados en la sección correspondiente de este reporte. **En sustitución a ello, contempla la reducción del IES** de 5% a 3% durante el 2003 y su total eliminación en el 2004. Ello representaría para la caja fiscal una menor recaudación de S/.1,100 millones, equivalente al 0.5% del PBI. Sin embargo, consideramos que esta medida podría tener un importante impacto reactivador al presentar un doble efecto: incrementar el consumo si el contexto de expectativas es favorable y reducir significativamente los sobrecostos laborales, lo cual tendría a su vez un efecto positivo sobre el nivel de empleo. Respecto al fraccionamiento

tributario, si bien el MMM no hace mayor mención sobre este mecanismo, nuestra conclusión es que este tipo de programas funciona y permite que las empresas cumplan con sus obligaciones tributarias sin afectar su proceso productivo.

**En lo que respecta al restablecimiento de la cadena de pagos, se considera que el mercado de capitales debería continuar siendo utilizado por el Estado como una fuente de financiamiento para sus actividades operativas de corto plazo.** De esta manera, se considera la emisión de Bonos del Tesoro por US\$150 millones para el 2002, US\$450 millones para el 2003 y US\$500 millones para el 2004. Cabe destacar que para el presente año la emisión programada es de S/.500 millones (US\$140 millones). La emisión de obligaciones, que de acuerdo al marco estarían acompañadas de una progresiva reducción del déficit fiscal, permitiría recomponer las fuentes de financiamiento del déficit a través de una mayor flexibilidad en la obtención de los fondos y condiciones de mercado para las tasas de interés.

Sobre los programas FOPE y RFA no se realizan menciones explícitas. A grandes líneas se considera el establecimiento de mecanismos privados de financiamiento y seguros especializados, sin subsidios, dejando constancia su intención de no-intervención en los programas de reestructuración patrimonial a fin de evitar rescates con fondos públicos. En el caso de Mivivienda, se consideran modificaciones como el otorgamiento de créditos hipotecarios en moneda nacional libre de indexaciones, la mayor participación del Banco de Materiales, y el impulso a tanto a la creación del mercado secundario de hipotecas como a los procesos de titulización. Recientemente, incluso se ha especulado sobre la posibilidad de convertir el programa en un seguro hipotecario. En todo caso, como lo hemos mencionado, el éxito de estos programas dependerá de la definición de esquemas que aseguren la sostenibilidad de las condiciones en su periodo de vigencia.

La reducción de los aranceles para insumos no producidos en el país se enmarca dentro de la política arancelaria contenida en el MMM de tender a un menor nivel arancelario promedio tomando en cuenta que es uno de los más elevados de América Latina y considerando los acuerdos de integración comercial en los que participa el país.





Al respecto, el Perú es miembro de la Comunidad Andina de Naciones (CAN) y del Acuerdo de Libre Comercio de las Américas (ALCA), tratado este último que prevé un arancel cero para el 2005. **Sin embargo, el hecho de haber bajado el arancel sólo a los insumos ha incrementado la dispersión arancelaria y aumentado la protección efectiva a algunas industrias, lo que contrasta con los comentarios hechos por el BCR al MMM, en donde expresamente señala que la reducción de los aranceles "debe efectuarse de manera transparente, para evitar la inseguridad de cambios en la rentabilidad de los distintos sectores económicos y minimizar la dispersión en las protecciones efectivas arancelarias entre sectores económicos".**

### 3.3.2. Medidas orientadas a disminuir el déficit fiscal

El MMM considera que el aumento de los ingresos públicos estaría explicado principalmente por la mayor recaudación por impuestos a la producción (GV-ISC). Así, se considera que la reducción de las exoneraciones tributarias incrementaría los ingresos en S/.800 millones a través de la eliminación de estos impuestos a la importación y venta de combustibles tanto en la amazonía como para las empresas eléctricas, al aumento del ISC a 10% a los autos usados transformados en los CETICOS y la racionalización del IGV. Así pues, tal como indicamos, **el poco avance que finalmente se alcanzó en el tema de la racionalización de exoneraciones tributarias no ha sido consistente con lo establecido como meta de mediano plazo por el MMM.** En el futuro se deberán realizar los máximos esfuerzos, pues de ello depende la viabilidad de la caja fiscal para los próximos años. Adicionalmente a la racionalización de los beneficios tributarios, se considera que las mejoras en la administración tributaria permitirían incrementar la recaudación en S/.211 millones (0.1% del PBI), sobre lo que, tal como explicamos, sí se lograron avances en la actual administración.

**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  
Mario Guerrero Corzo  
Anibal Corvetto  
Luis Fernando Miranda  
Guillermo Kaelin  
Andrés Robles  
Elio Tubino

*Macro Real*  
*Macro Monetaria*  
*Agricultura/Pesca*  
*Minería/Hidrocarburos*  
*Manufactura/Comercio*  
*Construcción/Inmobiliario*  
*Energía/Telecom*

#### Mesa de Tesorería

Guillermo Telge 211-6247  
Pablo León-Prado *Cambios* 440-4401  
Alfredo García Calderón *Cambios* 440-4401  
Elbia Castillo *Renta Fija/Renta Variable* 440-6460  
Guillermo Ingoyen *Renta Fija/Renta Variable* 440-6460  
Gina Consigliere *Money Market* 440-9001  
Michel Mesia *Money Market* 440-9001  
Gladys Huamán *Money Market* 440-9001

#### Wiese Sudameris Fondos

Carlos Farro *Gerente de Inversiones* 221-3828  
Victor Diaz *Analista de Inversiones* 441-2129

#### Wiese Sudameris S.A.B.

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