



Reporte Macroeconomico

¿Qué está pasando en la economía?

Durante el IVT02 el PBI continuó expandiéndose por encima del 5.0% impulsado por el sostenido crecimiento de los sectores vinculados a la demanda interna, en particular Manufactura y Comercio, lo que se ha visto también reflejado en el incremento de la recaudación tributaria. La tendencia creciente de la actividad económica obedece principalmente al dinamismo del consumo privado, aunque en los últimos meses se observa, también, una recuperación de la inversión privada. De otro lado, el Nuevo Sol registró en enero una moderada apreciación con respecto al Dólar, por cuarto mes consecutivo. Esto último permitió también compensar los mayores precios de algunos alimentos y la subida en los precios de los combustibles ante la elevación del precio internacional del petróleo como consecuencia de la tensión imperante en el Medio Oriente

Para el IT03 estimamos un crecimiento del PBI de 5.2%, que continuaría sustentado en la expansión de los sectores no primarios. En ese sentido, al margen de un efecto estadístico, esperamos que continúe el dinamismo en el consumo, y que se acentúe la recuperación de la inversión, más aún si durante el 2003 se efectuarán los desembolsos más importantes para poner en marcha el proyecto del gas de Camisea. Asimismo, nuestras perspectivas apuntan a que el tipo de cambio oscilaría en un rango comprendido entre S/.3.48 y S/.3.52 durante el IT03, considerando las perspectivas favorables en torno a los fundamentos económicos y un contexto regional más estable.

Un análisis de Sostenibilidad Fiscal de la Economía Peruana

Las recientes emisiones de bonos globales en los mercados internacionales, han reavivado la discusión en torno a la sostenibilidad fiscal de la economía peruana en el mediano plazo, dado que, para algunos, se estaría optando por financiar una brecha fiscal excesiva, intentando gastar por encima de las posibilidades de la economía. En el análisis que sigue a continuación, hemos realizado una evaluación del tema, incidiendo en la evolución de indicadores de endeudamiento, bajo escenarios alternativos de stress fiscal y situaciones de desempeño de la economía nacional.

La principal conclusión es que se requiere de un ajuste fiscal significativo, para evitar que se genere una trayectoria insostenible de la deuda pública en el mediano plazo. Este ajuste de la brecha fiscal, debido a su magnitud, requiere tanto de un incremento sostenido de los ingresos fiscales, como de un control estricto de los gastos no financieros. El problema se haría evidente recién en el mediano plazo, pero de las acciones que tomemos hoy, dependerá la situación futura.



1. ¿Qué está pasando en la economía?

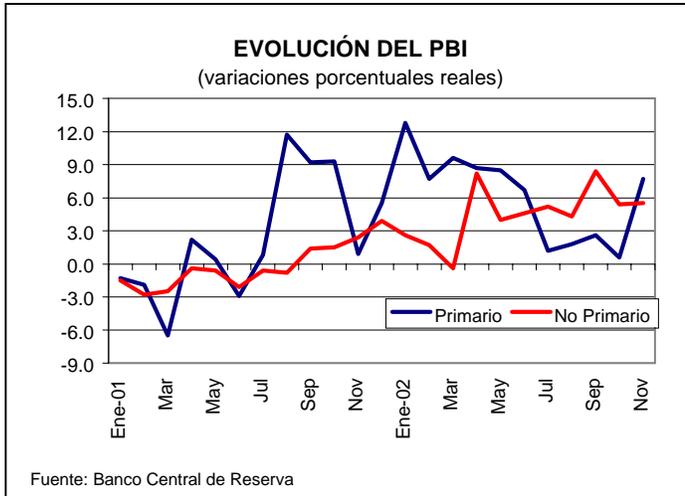
Durante el IVT02 el PBI continuó expandiéndose por encima del 5.0% impulsado por el sostenido crecimiento de los sectores no primarios vinculados a la demanda interna.

Cabe resaltar que si bien la mayor parte de ese dinamismo se sustenta en el consumo privado, desde el IIIT02 también se observa una recuperación de la inversión privada, acentuada durante los últimos meses. Por otro lado, el mayor volumen de las exportaciones no tradicionales, aunado a la recuperación de los precios de nuestros principales productos de exportación no logró contrarrestar la significativa recuperación de las importaciones, por lo que la Balanza Comercial habría cerrado con un ligero déficit durante el IVT02. No obstante, el balance del año arroja una Balanza Comercial superavitaria, por primera vez en doce años.

Cabe anotar que **la recuperación de la inversión privada encierra un importante factor estadístico luego de la caída de 23.5% en términos reales acumulada entre 1998 y el 2001**, como consecuencia primero de la crisis financiera internacional y, luego, por la difícil coyuntura política por la que atravesó nuestro país. En ese sentido, al margen de los megaproyectos concentrados en los sectores primarios como Antamina, en su momento, y ahora Camisea, necesitamos mantener las condiciones necesarias para seguir atrayendo más inversión. Por lo tanto, es necesario superar el ruido político generado por el debate del capítulo económico de la nueva Constitución, manteniendo el principio del rol subsidiario de la actividad empresarial del Estado y ratificando el precepto de que los contratos de estabilidad jurídica no pueden ser modificados por leyes posteriores. Así, propiciaremos reglas de juego claras y estables, que aunadas a los sólidos fundamentos que presenta nuestra economía, crearán las condiciones necesarias para el sostenido crecimiento de la inversión y, por ende, de la actividad económica.

Con respecto al sector monetario, **el Nuevo Sol registró en enero una moderada apreciación con respecto al Dólar, por cuarto mes consecutivo.** El mejor panorama regional y el favorable desempeño de la economía local contribuyeron a la estabilidad de la moneda nacional, lo que se reflejó en las bajas expectativas devaluatorias. Esta situación repercutió sobre la negociación de forwards, dado que los contratos vencidos sólo fueron renovados parcialmente. **El comportamiento estable del Dólar permitió también compensar los precios de algunos alimentos**, que reaccionaron al alza ante la menor oferta agrícola, y la subida en los precios de los combustibles producto del reajuste efectuado por las refineras ante la elevación del precio internacional del petróleo. No obstante, en términos anuales la inflación mantiene el ritmo previsto en el programa monetario. Por su parte, el BCR mantuvo sin cambios sus tasas de interés referenciales, ante la estabilidad de las tasas interbancarias y los saldos holgados de liquidez que registró el sistema. Tal comportamiento se trasladó también a las tasas crediticias en soles, mientras que la estabilidad de las tasas internacionales contribuyó a un comportamiento similar de las tasas locales en moneda extranjera.

La percepción de riesgo país se mantuvo relativamente elevada por la mayor incertidumbre en los mercados financieros mundiales, ante el riesgo latente de un conflicto bélico en el Medio Oriente. Si bien ello no fue obstáculo para que el Perú logre colocar bonos globales por US\$500 millones en el mercado internacional, aliviando parcialmente la presión sobre el financiamiento del presupuesto público, el encarecimiento del costo de financiamiento del nuevo endeudamiento podría comprometer en un futuro cercano el desempeño de las cuentas fiscales. Sobre esta base, **en la segunda parte de este reporte presentamos un análisis de sostenibilidad que trata de cuantificar el esfuerzo fiscal necesario para evitar una crisis futura por exceso de endeudamiento.**

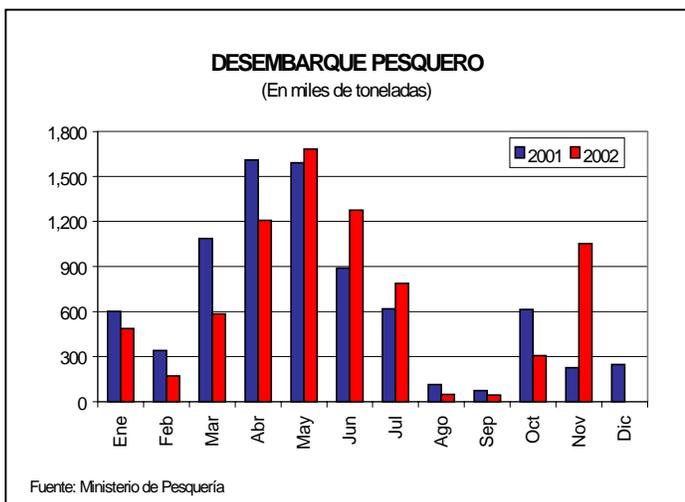


1.1. Producto Bruto Interno (PBI)

El PBI creció 5.9% en noviembre impulsado por el sostenido crecimiento de los sectores vinculados a la demanda interna (+5.5%), en particular manufactura y comercio, y por la recuperación de los sectores primarios (+7.7%). Cabe destacar que los sectores no primarios vienen creciendo a una tasa promedio mensual superior al 5.0% desde el pasado mes de abril, lo que se sustenta básicamente en la reactivación de la demanda interna. Por su parte, la recuperación de los sectores extractivos se explica principalmente por la mayor producción pesquera y agrícola, sectores que no se vieron afectados por la presencia del Fenómeno de El Niño, el cual, tal como se anticipaba, viene teniendo una intensidad de débil a moderada.

1.1.1. Sectores primarios

El sector agropecuario creció 6.2% en noviembre, consolidando la recuperación que viene mostrando desde setiembre del 2002. La producción agrícola se expandió en 8.0% gracias a las mayores cosechas de papa (+37.4%), algodón rama (+38.4%) y caña de azúcar (+6.4%). Cabe anotar que el aumento se sustenta principalmente en la presencia de condiciones climatológicas favorables (el anunciado fenómeno de El Niño aún no se presenta). La mayor producción de papa se debió básicamente a una mayor productividad, puesto que las áreas sembradas han disminuido en forma importante luego de la sobreproducción registrada entre abril y mayo. El incremento de la producción de algodón no tiene mayor relevancia (corresponde sólo a una mayor cosecha en la zona de selva) puesto que la cosecha más importante se concentra en la costa central entre los meses de abril y junio, esperándose una menor producción debido a la pérdida de áreas sembradas ante los magros precios obtenidos en la campaña 2001-02. Por otra parte, continúa el dinamismo en la



producción de caña de azúcar como consecuencia de los mayores rendimientos que vienen obteniendo las ex-cooperativas azucareras que cuentan con operadores privados. De otro lado, la producción pecuaria creció 4.4% en noviembre sustentado en el incremento de la producción avícola (+8.0%) y lechera (+11.2%). En el primer caso, el aumento obedece a la mayor demanda y a la escasez de productos sustitutos como el pescado, y en el segundo, al mayor número de vacas en ordeño y a la adecuada disponibilidad de pastos.

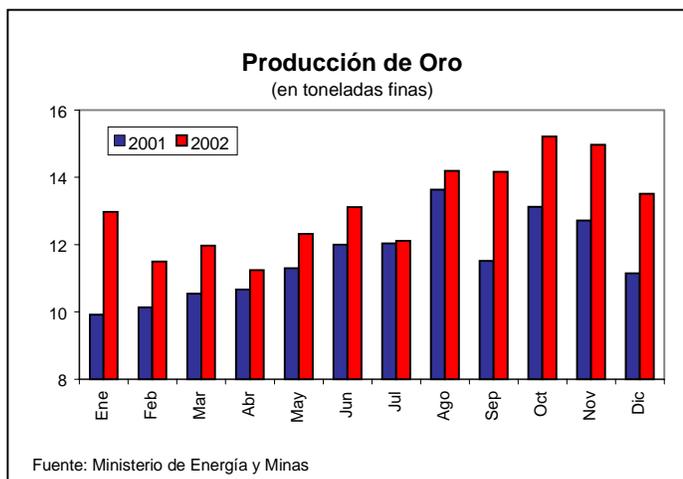
El sector Pesca mostró un significativo crecimiento en noviembre debido principalmente al mayor desembarque de anchoveta, luego que el ministerio levantara la veda de dicha especie el pasado 4 de noviembre. Así, en noviembre, el sector creció 57.7% producto del desembarque de un millón de TM de anchoveta en comparación a las 123 mil TM de noviembre del



2001. Cabe recordar que durante el cuarto trimestre del 2001 el sector Pesca cayó 34.7% como consecuencia de las adversas condiciones oceanográficas registradas. Así, a pesar que la cuota de pesca de anchoveta para la temporada octubre'01-enero'02 era de 3 millones de toneladas, sólo se capturaron alrededor de 700,000. A diferencia de lo anterior, **durante la presente temporada pesquera (oct '02-ene '03) se estableció una cuota de pesca de 2 millones de TM de anchoveta, la cual fue alcanzada durante la segunda quincena de diciembre**, por lo que se dispuso la aplicación de una nueva veda a partir del 23 de diciembre. En lo que se refiere a la pesca para consumo humano directo, continuaron los bajos niveles de captura, en particular en las especies dirigidas a la industria de enlatado (jurel y caballa) y al consumo en estado fresco (liza y perico).

El sector Minería e Hidrocarburos registró un incremento de 2.6% en noviembre, liderado por el aumento de 2.8% en el subsector minero, puesto que el subsector hidrocarburos creció en sólo 0.6%. **El crecimiento de la producción minera estuvo sustentado en la mayor producción de oro (+17.7%) y cobre (+20.1%)**, lo que fue contrarrestado parcialmente por la caída en la

producción de zinc (-24.5%). En el caso del oro, la mayor producción obedece al incremento de la extracción del principal productor, Minera Yanacocha (+27.9%) y de medianas mineras como Buenaventura (+31.7%), Poderosa (+19.6%) e Inversiones Mineras del Sur (+26.1%). En el cobre, destaca el aumento de la producción de Antamina (+122.2%) y Cerro Verde (+5.2%), que logró contrarrestar la caída de 64.8% en el cuarto productor, BHP Tintaya (continúa cerrada su planta de sulfuros) y de 4.3% en Southern Peru (debido a la huelga realizada a inicios de noviembre por los trabajadores de su unidad Toquepala). En el caso del zinc, la contracción está explicada fundamentalmente, por la menor producción de las dos principales empresas Volcan (-22.7%) y Antamina (-67.4%). En este último caso, cabe anotar que la empresa explotó zonas con una ley de cobre por encima del promedio, sucediendo lo opuesto con el zinc.



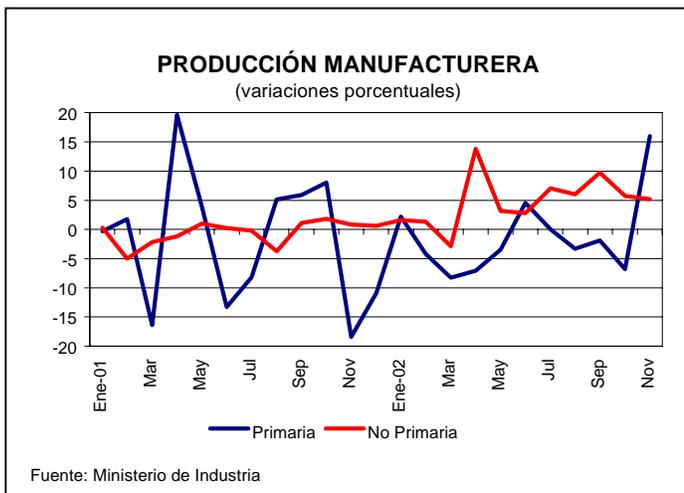
Finalmente, **la Manufactura Primaria mostró una significativa recuperación en noviembre (+16.0%)** luego de tres meses consecutivos de caída. **En este comportamiento incidió el incremento en la producción de harina y aceite de pescado (+425.0%)** ante la mayor disponibilidad de anchoveta, principal insumo de la industria reductora. Asimismo, continuó la tendencia ascendente en la producción de azúcar refinada (+10.9%) ante el mayor suministro de materia prima (caña) y la mejora en los índices de molienda, producto de la inversión efectuada en los ingenios que cuentan con operadores privados. Sin embargo, prosiguió la caída en la industria de conservas y congelados de pescado (-33.7%) ante la escasa disponibilidad de jurel y merluza, respectivamente. Asimismo, la refinación de metales no ferrosos se contrajo por séptimo mes consecutivo. Cabe recordar que entre junio y agosto dicha reducción estuvo explicada por el cierre de la Refinería de Zinc de Cajamarquilla, mientras que a partir de setiembre la caída se explica por la menor producción de cobre blister y refinado.



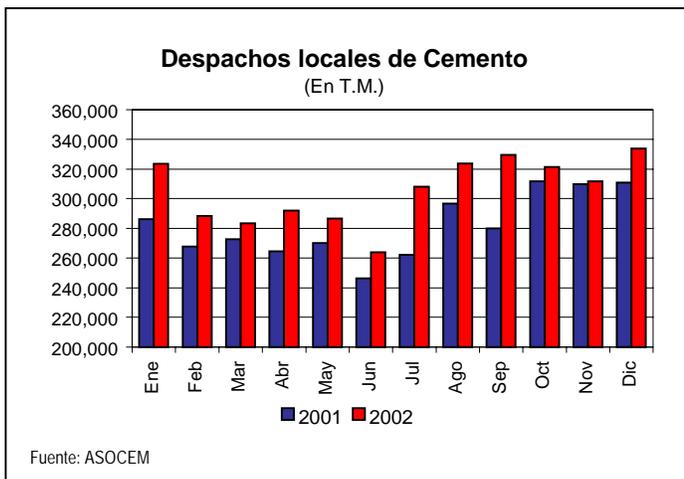
1.1.2. Sectores no primarios

La Manufactura No Primaria creció 5.2% en noviembre, completando cinco meses consecutivos con una tasa de expansión superior al cinco por ciento. Este comportamiento se debe principalmente a la sostenida recuperación de la demanda interna, la cual creció en 5.5% durante noviembre. A nivel desagregado, las industrias que mostraron mayor dinamismo fueron las de producción de cerveza (+14.8%), tabaco (+15.0%) y textil (+21.0%), impulsadas por el dinamismo del consumo privado -el elemento más dinámico dentro de la demanda interna- y además, en el último rubro, por el incremento de la demanda del mercado norteamericano gracias a los beneficios arancelarios que se gozan desde el 1° de octubre en el marco del ATPDEA. Otras industrias que reportaron un crecimiento por encima del promedio fueron las de sustancias químicas básicas (+27.6%), productos farmacéuticos (+10.1%) y vidrio (+19.0%). En el primer caso se debió a las mayores exportaciones de gases industriales, en el segundo a la recuperación de las ventas en el mercado interno, y en el tercero a la mayor demanda de botellas para de la industria de bebidas gaseosas y de envases para alimentos. Finalmente, la industria de bienes de capital continuó con su comportamiento negativo, en particular fabricación de motores eléctricos (-48.7%), aparatos de uso doméstico (-12.8%) y fabricación de maquinaria para la minería y construcción (-36.6%). Cabe anotar que recién a partir del III T02 se ha observado una recuperación de la inversión privada, lo que junto a Camisea, debería contribuir a reactivar este segmento en los próximos meses.

El sector construcción experimentó una ligera contracción de 0.3% en noviembre, que sigue al menor ritmo de crecimiento registrado en octubre. Sin embargo, esta desaceleración mostrada durante el IV T02 no responde a un punto de inflexión dentro de la tendencia positiva del sector construcción, sino responde más bien a un efecto estadístico, dadas las altas tasas de crecimiento registradas a partir del IV T01 (+6.9%). El consumo interno de cemento mostró una disminución de 2.2%, debido principalmente a la menor demanda en la zona sur del país como consecuencia de la menor inversión pública en las labores de reconstrucción, lo que se reflejó en la caída de los despachos de Yura (-11.2%) y Cemento Sur (-17.2%). Sin embargo, la demanda proveniente de la autoconstrucción y de los proyectos habitacionales promocionados por el gobierno (Mivivenda y Techo propio) que se concentran en Lima no sufrieron mayor merma en su dinamismo tal como lo demuestra el incremento en las ventas de Cementos Lima (+0.4%) y Cemento Andino (+13.2%). Por su parte, la inversión pública en carreteras (+44.4%) registró por segundo mes consecutivo una recuperación, asociada a la ejecución de varios tramos del Corredor Vial del Sur y de la carretera Rioja- Tarapoto.

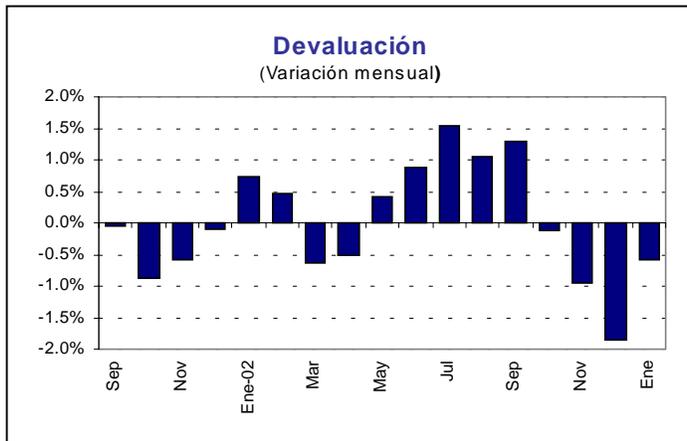


El sector construcción experimentó una ligera contracción de 0.3% en noviembre, que sigue al menor ritmo de crecimiento registrado en octubre. Sin embargo, esta desaceleración mostrada durante el IV T02 no responde a un punto de inflexión dentro de la tendencia positiva del sector construcción, sino responde más bien a un efecto estadístico, dadas las altas tasas de crecimiento registradas a partir del IV T01 (+6.9%). El consumo interno de cemento mostró una disminución de 2.2%, debido principalmente a la menor demanda en la zona sur del país como consecuencia de la menor inversión pública en las labores de reconstrucción, lo que se reflejó en la caída de los despachos de Yura (-11.2%) y Cemento Sur (-17.2%). Sin embargo, la demanda proveniente de la autoconstrucción y de los proyectos habitacionales promocionados por el gobierno (Mivivenda y Techo propio) que se concentran en Lima no sufrieron mayor merma en su dinamismo tal como lo demuestra el incremento en las ventas de Cementos Lima (+0.4%) y Cemento Andino (+13.2%). Por su parte, la inversión pública en carreteras (+44.4%) registró por segundo mes consecutivo una recuperación, asociada a la ejecución de varios tramos del Corredor Vial del Sur y de la carretera Rioja- Tarapoto.



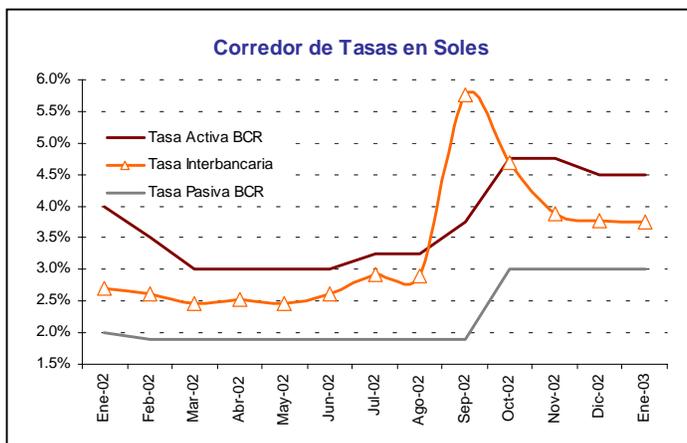


1.2. Sector monetario



El Nuevo Sol volvió a fortalecerse respecto al Dólar en enero, por cuarto mes consecutivo, apreciándose esta vez en 0.6%. Tal comportamiento obedeció, en parte, a un favorable contexto regional, explicado por un amplio apoyo de los organismos financieros internacionales al Brasil y por la suscripción, finalmente, de la carta de intención entre el FMI y Argentina, lo que constituye el primer paso para que este país retorne a la comunidad financiera internacional. Adicionalmente, la mejora de los fundamentos de la economía peruana, en términos de superávit comercial, ganancia de reservas internacionales, crecimiento del PBI y bajos niveles de inflación, ha contribuido también al fortalecimiento del Nuevo Sol. De esta manera se acumula una depreciación de 0.9% en los últimos 12 meses, una de las más bajas de la región.

En las mesas de cambios de los bancos el monto negociado en enero disminuyó 14% respecto a diciembre, debido en parte a las bajas expectativas depreciatorias, lo que impulsó a las instituciones bancarias ha reducir sus posiciones al contado hasta alcanzar los US\$609 millones, 4% por debajo del saldo registrado en diciembre. Un comportamiento similar se observó también en las transacciones con el público, que optó por desprenderse de parte de sus tenencias de moneda extranjera, lo que se tradujo en una caída de 18% en el monto demandado. En el mercado forward, la suscripción de contratos por parte del público disminuyó 9%, renovándose en la práctica la totalidad de los vencimientos. En este sentido, los bancos también disminuyeron sus posiciones en este segmento hasta ubicarse en US\$890 millones.



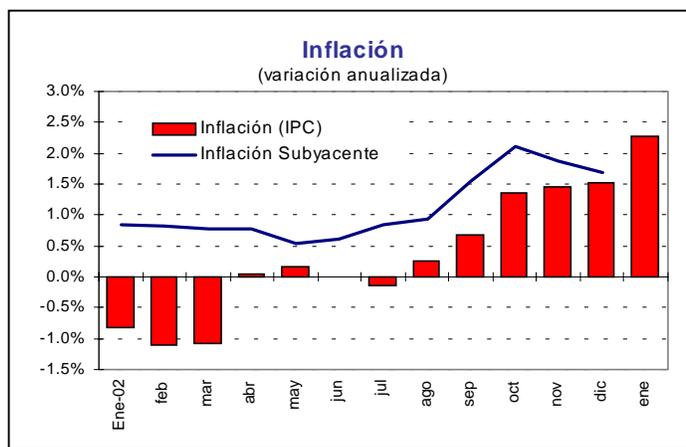
De otro lado, el Banco Central de Reserva (BCR) anunció en su Programa Monetario que este año tomará sus decisiones de política monetaria en términos de tasas de interés de sus operaciones activas y pasivas con los bancos. Estas tasas permitirán configurar un corredor que servirá de referencia para guiar el comportamiento de las tasas de interés del mercado monetario (interbancario) y reducir su variabilidad, al mismo tiempo, que continuará monitoreando la liquidez del sistema. Asimismo, anunció que, como un mecanismo para amortiguar el impacto de los "shocks" externos, mantendrá la posibilidad que las tasas activas de las operaciones del BCR se igualen con la tasa de interés del mercado interbancario cuando ésta última supere a la tasa de interés activa anunciada por el Banco Central. Con ello se espera reducir la presión transitoria que pudiera afectar al mercado de cambios spot y forward.

Cabe recordar que hasta el año 2002 el BCR utilizó como meta operativa de la política monetaria un rango para el saldo promedio de las cuentas corrientes que los bancos mantenían en el ente emisor, el mismo que servía para guiar las operaciones de inyección y esterilización monetaria e influir en el comportamiento de la tasa de interés interbancaria. Para el año 2003, el BCR difundirá tal rango como una proyección del nivel de liquidez disponible en la banca con la



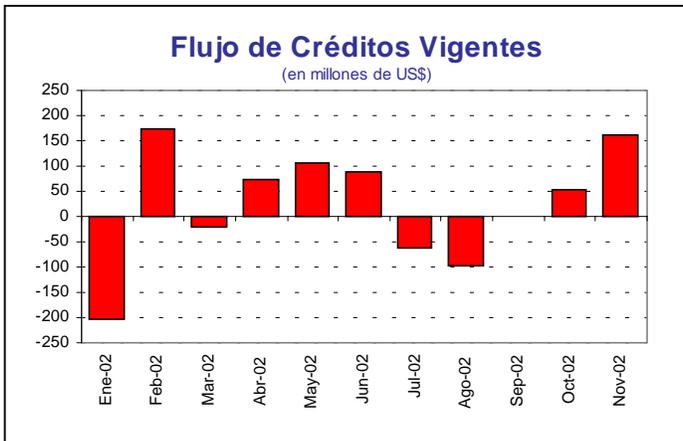
finalidad de orientar al mercado sobre el volumen de las operaciones monetarias del mes. Este cambio obedece principalmente a que con el anuncio de la meta cuantitativa se brindaban algunas señales que fueron erróneamente interpretadas por el mercado cuando el ente emisor procedía a realizar ajustes en los niveles de liquidez, por lo que el BCR considera que en su lugar, los movimientos de las tasas de interés referenciales pueden brindar una señal más certera de la orientación de la política monetaria. En este sentido, **en enero se mantuvo sin cambios las tasas referenciales vigentes desde diciembre del 2002**, ubicándose la tasa interbancaria dentro del rango establecido. Algo similar ocurrió con respecto a la liquidez, pues el saldo promedio de la Cuenta Corriente se ubicó en S/.178 millones, nivel que se encuentra dentro del rango inicialmente previsto (entre S/.170 millones y S/.190 millones).

De otro lado, las tasas interbancarias en dólares reportaron un aumento de 20pbs, ubicándose en torno al 2.4%, acompañada de una caída de 11% en el monto negociado. El comportamiento de las tasas locales, que contrasta con la estabilidad de las tasas internacionales, obedece a operaciones puntuales, por lo que no constituye propiamente una tendencia del mercado.



En lo que respecta a la inflación, el nivel de precios minorista (medido por el IPC) continuó con su tendencia ascendente en enero (+0.23%), esta vez, impulsado por los mayores precios de algunos alimentos, como la papa, las frutas y las hortalizas, que reaccionaron al alza ante una menor oferta agrícola, así como por el aumento del precio de los combustibles, vigente desde fines del 2002. Contrarrestó este comportamiento la estabilidad del tipo de cambio y la caída de las tarifas eléctricas y de los arbitrios. Así, en términos anualizados se acumula una inflación de 2.3%, que refleja adicionalmente el efecto rezagado de la política monetaria. Con respecto a la inflación mayorista (medida por el IPM), ésta registró una caída de 0.16%, debido al menor precio de los productos agropecuarios importados y al menor tipo de cambio, acumulando en términos anualizados una variación de 1.7%.

Con relación al sistema bancario, **la actividad crediticia mostró en noviembre del 2002 su primer signo de recuperación al aumentar en 1.7% en términos de dólares, dejando atrás la inactividad que la había caracterizado en los últimos meses**. Así, durante los primeros 11 meses del 2002 acumuló un crecimiento de 1.9%. De esta manera, el crédito se alineó con el mayor dinamismo de la actividad económica. A nivel desagregado, el comportamiento del crédito registró un mayor dinamismo en aquellos sectores vinculados a la demanda interna, tales como comercio, por la mayor demanda asociada a la campaña navideña y las fiestas de fin de año; inmobiliario, por el impulso al programa Mivivienda, la disminución de las tasas de interés y la importante oferta de inmuebles a precios relativamente menores que en años anteriores; crédito de consumo, por la reducción de las tasas de interés y la cierta mejora en la capacidad adquisitiva de la población; e industria manufacturera. Por el contrario, los sectores que experimentaron una mayor contracción en la cartera de créditos fueron minería e intermediación financiera.

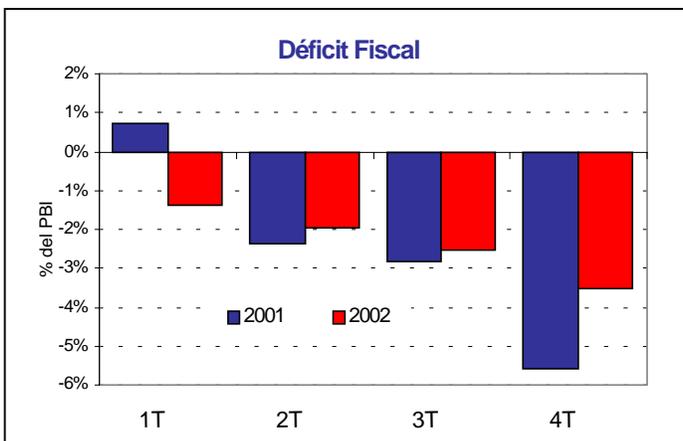


Con relación a la capacidad de pago, la cartera atrasada aumentó en noviembre por segundo mes consecutivo, producto principalmente del incumplimiento en algunas operaciones refinanciadas que pasaron a formar parte de los créditos vencidos. La evolución positiva de la economía llevará a que el nivel de morosidad retome su tendencia decreciente durante los próximos meses. Por el lado de las fuentes de fondeo bancario, los depósitos alcanzaron en noviembre su nivel máximo en lo que va del año, siendo destinados en parte a la colocación de nuevos créditos, pero principalmente, a reducir los niveles de adeudados. **Con relación a las tasas de interés, en enero éstas continuaron disminuyendo**, por segundo mes consecutivo, producto de un entorno regional más calmado y de una política monetaria moderadamente expansiva. Así, en

moneda nacional la TAMN disminuyó 40pbs, ubicándose en 20.3%, mientras que la TIPMN disminuyó de 3.6% a 3.5%. En moneda extranjera, la TAMEX disminuyó 10pbs, hasta alcanzar a 10.1%, mientras que la TIPMEX se mantuvo en torno al 1.3%, en línea con el comportamiento de las tasas internacionales.

1.3. Sector fiscal

El Sector Público arrojó durante el 2002 un déficit de 2.3% del PBI, según cifras oficiales preliminares, resultado que estuvo en línea con lo acordado con el Fondo Monetario Internacional (FMI). La sostenida recuperación de la recaudación, impulsada por las medidas administrativas implementadas por Sunat desde el IIS02, así como por una significativa contracción del gasto público durante el último mes del 2002, permitió alcanzar este resultado.

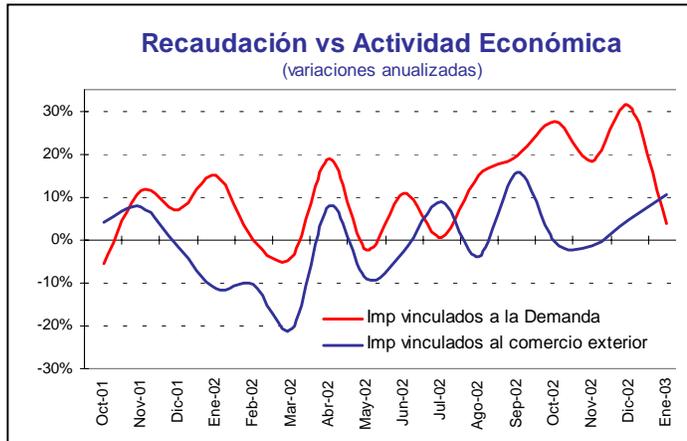


Las proyecciones oficiales apuntan a alcanzar un déficit equivalente a 1.9% del PBI durante el presente año. En línea con este objetivo, en enero la recaudación tributaria registró un nuevo aumento por sexto mes consecutivo, esta vez de 6.8%. Este resultado se explica principalmente por el **efecto favorable de las medidas de ampliación de la base tributaria implementadas por Sunat y por las acciones de fiscalización** emprendidas, pues si aislamos estos efectos, se obtendría una contracción de 2.4%.

A escala desagregada, destacó el comportamiento de los impuestos vinculados a la demanda doméstica, principalmente el IGV, cuya recaudación creció 13% y se ubicó en la recaudación nominal más alta de los últimos 18 años y la segunda más alta en soles constantes. Ello obedeció, adicionalmente a las razones mencionadas anteriormente, a aumento de 4.6% en términos reales que alcanzaron las ventas gravadas de los principales contribuyentes durante la campaña navideña, lo que elevó la base de cálculo del IGV. Por el contrario, la recaudación del ISC interno disminuyó en enero en 17.2% en términos reales, debido a un "efecto calendario" puesto que en enero del 2002 hubo

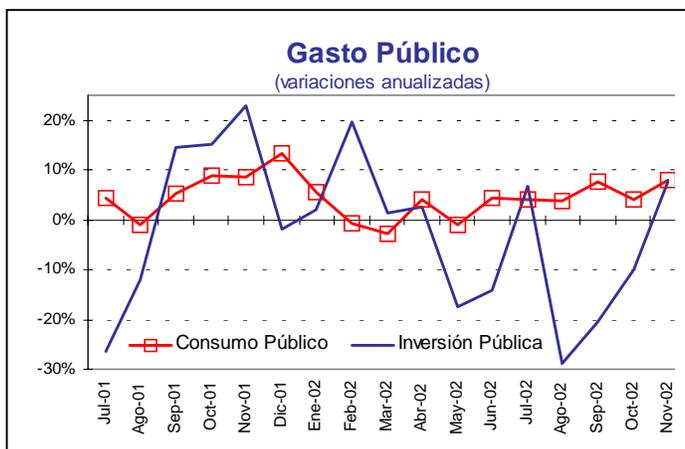


una semana adicional de recaudación. Este hecho afectó los ingresos recaudados tanto por ISC a los combustibles, como a las cervezas, gaseosas y licores.



Por su parte, los impuestos vinculados al comercio exterior reportaron un aumento de 9.6% en términos reales, sobresaliendo lo recaudado por IGV e ISC externos, con tasas de 14.8% y 35.8%, respectivamente. Tal comportamiento obedeció al repunte de las importaciones en enero, principalmente en los rubros de bienes de capital, asociados al proyecto Camisea, y a insumos, por el mayor precio del petróleo. No obstante, los ingresos por derechos ad valorem disminuyeron en 4.6%, debido a las menores tasas arancelarias. Con relación a los pagos a cuenta del impuesto a la renta¹, éstos registraron un aumento de 13.4% en términos reales, producto del agotamiento de saldos a favor de los contribuyentes de tercera categoría, de la regularización de retenciones mensuales aplicadas a los trabajadores de cuarta categoría, del adelanto en la repartición de utilidades en lagunas empresas y de la mejor evolución de los indicadores de empleo.

En materia de gasto público, hasta el mes de noviembre del 2002 se registró un aumento de 4.1%, destacando las mayores transferencias, principalmente a la ONP (+35.1%) por pago de devengados y por el incremento de la pensión mínima, seguido de los mayores gastos en remuneraciones por los reajustes a los ingresos y pensiones de los servidores públicos vigente desde setiembre del 2001. Compensando estos incrementos, se contrajeron los gastos en bienes y servicios (-2.9%), y en inversión pública (-4.6%). Estos ajustes habrían continuado también en diciembre, a raíz de las medidas de adelanto de vacaciones a un segmento importante de la administración pública.



Por el lado del financiamiento del déficit, hasta noviembre se utilizaron recursos por S/.3,650 millones (US\$1,038 millones) en términos netos de amortizaciones, correspondiendo cerca de US\$130 millones al uso de recursos provenientes del proceso de privatizaciones y concesiones y US\$760 millones a fuentes externas (organismos multilaterales y bonos colocados en el mercado internacional). Con relación a estos últimos, cabe destacar que el Perú acudió durante el año 2002 hasta en dos oportunidades al mercado de deuda internacional colocando bonos por un total de US\$1,930 millones, de los cuales US\$930 millones correspondieron al canje por bonos Brady llevado a cabo en febrero del 2002. **Para este año el Perú ha inscrito en el mercado internacional emisiones por US\$1,000 millones, de los cuales se colocaron US\$500 millones a fines de enero.** A ello contribuyó de manera significativa la mayor calma

en la región, producto en primer lugar, de las perspectivas más auspiciosas en torno al manejo

¹ Nota Técnica: Los pagos a cuenta del impuesto a la renta (3era categoría) se determinan en función a un coeficiente sobre los ingresos netos devengados del mes anterior. Dicho coeficiente se calcula sobre la base de las operaciones efectuadas durante el 2001 y puede variar según el balance acumulado al 31 de enero o 30 de junio. Las empresas con pérdidas y las nuevas aplican el 2% sobre sus ingresos netos del mes anterior como pago a cuenta.



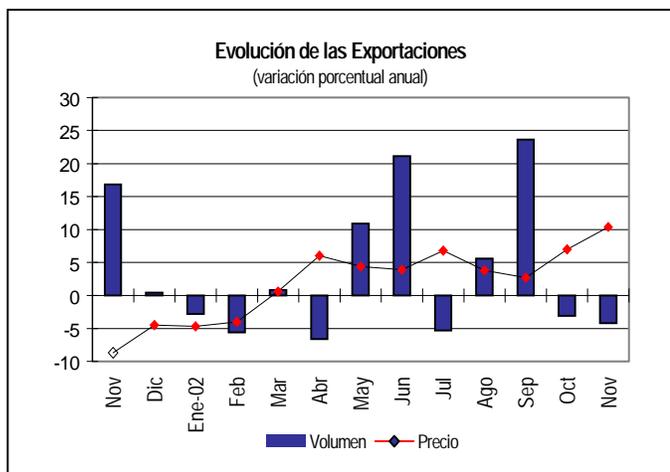
de la política económica en Brasil, para lo cual el gobierno recientemente elegido ha recibido el apoyo de los organismos internacionales y de las fuerzas políticas internas, y, en segundo lugar, por el acuerdo arribado entre Argentina y el FMI al firmar una carta de intención e iniciar un programa de desembolsos sujeto a reformas económicas que constituirían el inicio del retorno de este país a los mercados internacionales, luego de un año de mantener la cesación de pagos de deuda. Con relación a los riesgos que implicaría un mayor financiamiento con el mercado, en la segunda parte de este reporte presentamos un detallado análisis de la sostenibilidad de las cuentas fiscales.

1.4. Sector externo

La Balanza Comercial registró un déficit de US\$18 millones en noviembre, a pesar de lo cual acumula un superávit de US\$185 millones entre enero y noviembre del 2002. El saldo negativo, que exhibe la balanza por segundo mes consecutivo, obedece a un incremento de las importaciones (+8.4%) mayor que el de las exportaciones (+5.7%), lo que estaría asociado a la recuperación de la demanda interna, en particular del consumo.

Las exportaciones ascendieron a US\$614 millones impulsadas principalmente por la recuperación de los precios de exportación, puesto que el volumen embarcado cayó en 4.2%. Las exportaciones tradicionales alcanzaron un monto de US\$408 millones, mostrando un crecimiento de 4.4% respecto a noviembre del 2001. Esta expansión descansó en el dinamismo de las exportaciones mineras (+16.1%) y petroleras (+24.4%) lo que fue parcialmente

contrarrestado por las menores ventas al exterior de productos pesqueros (-70.5%) y agrícolas (-9.6%). **El crecimiento de las exportaciones mineras se sustentó básicamente en las mayores exportaciones de oro (US\$144 millones)**, las cuales crecieron en 39.8% gracias tanto al mayor volumen exportado (+21.0%) como al incremento en el precio (+15.5%), esto último como consecuencia de que el metal precioso ha recobrado su atributo como activo de refugio, ante la incertidumbre prevaleciente en el contexto internacional por el eventual conflicto entre EE.UU e Irak. Esto último es también la causa del incremento del precio del crudo lo que ha favorecido nuestras exportaciones petroleras. Por otra parte, la caída en las exportaciones pesqueras se explica por los menores volúmenes embarcados de harina y aceite de pescado, aunque se espera que se recuperen en diciembre dados los ya comentados excelentes resultados de la presente temporada de pesca.



De otro lado, **la expansión de las exportaciones no tradicionales (US\$198 millones) se sustentó en las mayores ventas al exterior de los productos agroindustriales (+18.9%), textiles (+17.8%) y minerales no metálicos (+16.8%)**. Las exportaciones agroindustriales llegaron a US\$57 millones gracias a las mayores ventas de frutas, como uvas y mango. El dinamismo de las exportaciones textiles (US\$58 millones) se fundamentó en las mayores ventas de prendas de vestir dirigidas al mercado estadounidense gracias a los beneficios arancelarios obtenidos a partir del 1° de octubre en el marco del ATPDEA y que ha permitido recobrar competitividad a los productos peruanos. Cabe recordar, que las exportaciones de este rubro se contrajeron a principios del 2002 debido a la caída de la demanda en EE.UU a raíz de



los ataques terroristas y a la mayor competencia de productos centroamericanos que ya gozaban de beneficios arancelarios. Por último, las exportaciones de minerales no metálicos (US\$5 millones) se expandieron como resultado de los mayores embarques de pisos, azulejos y mármol a EE.UU. Por otra parte, los rubros que registraron las mayores disminuciones fueron pesquero (-26.3%) y metalmecánico (-51.0%) debido a las menores exportaciones de pescado congelado y partes de motores, respectivamente.



En lo que se refiere a las importaciones, el crecimiento en noviembre estuvo explicado por la mayor demanda de bienes de consumo (+12.1%) e insumos (+9.4%), y en menor medida, por las compras de bienes de capital (+3.1%). El dinamismo en las importaciones de bienes de consumo (US\$168 millones) se debió principalmente a las mayores compras de bienes duraderos (+14.2%), en particular electrodomésticos y automóviles. **Es importante resaltar que la confianza de los consumidores se ha venido recuperando en los últimos meses**, lo que explicaría la mayor demanda de este tipo de bienes. Por su parte, el incremento de las importaciones de bienes de consumo no duradero (+10.6%) es consecuencia de las mayores compras de productos de tocador y prendas de vestir, lo que se debería a la mayor demanda y a la expansión de las cadenas de tiendas por departamento y supermercados. De otro lado, las importaciones de insumos (US\$310 millones) mostraron un

incremento debido básicamente a las mayores compras de combustibles (+47.8%) como resultado del aumento del precio del crudo en el mercado internacional. Asimismo, las compras de materias primas para la industria (+5.6%) crecieron gracias al dinamismo que viene reportando el sector manufacturero en los últimos meses. Finalmente, **las importaciones de bienes de capital crecieron por tercer mes consecutivo** (+3.1%), lo que estaría asociado al avance del proyecto Camisea y a la recuperación de la inversión privada, la cual se expandió en 4.5% durante el tercer trimestre luego de dos años consecutivos de caída. Asimismo, el dinamismo que viene mostrando el sector construcción contribuyó al crecimiento del rubro materiales de construcción (+91.1%).

El déficit comercial registrado en noviembre, conjuntamente con el ajuste contable que realizaron algunas entidades con sus casas matrices por efectos de fin de año, explicaron el **moderado descenso de las Reservas Internacionales Netas (RIN) en los meses de noviembre y diciembre, cerrando el año 2002 en US\$9,598 millones**. No obstante, en enero se registró un aumento de US\$300 millones respecto a diciembre, alcanzando un saldo de US\$9,928 millones, producto del ingreso de capitales privados, principalmente destinados al proyecto Camisea, que permitieron compensar el déficit comercial que también se habría registrado en enero. El nivel de RIN continuaría aumentando en febrero, con el ingreso de US\$500 millones a las arcas del Estado producto de la colocación de Bonos Globales a fines de enero, esperándose adicionalmente un ingreso importante de capitales privados a lo largo del año para el financiamiento de importantes proyectos de inversión (ej. Camisea, Alto Chicama, entre otros).



2. Perspectivas

El PBI continuaría con su tendencia positiva durante el IT03, registrando una expansión estimada de 5.2%, sustentada principalmente en el crecimiento de los sectores vinculados a la demanda interna (+6.0%), en particular manufactura no primaria (+8.9%), construcción (+6.5%) y servicios (+5.5%). Al margen de un efecto estadístico, debido a que los sectores no primarios crecieron en sólo 1.3% durante el IT02 (la tasa trimestral de crecimiento más baja del año anterior), continuaría el incremento de la demanda interna. En ese sentido, al crecimiento del consumo privado, que se ha traducido, por ejemplo, en un aumento de las ventas de 4.6% de los grandes contribuyentes en diciembre, se suma la recuperación de la inversión privada, lo que se ha visto reflejado en el incremento de 25.6% en las importaciones de bienes de capital en enero. **En lo que se refiere a los sectores primarios (+1.9%) la estimación de crecimiento descansa en la presencia de un fenómeno de El Niño de débil a moderado**, lo que permitiría sólo una ligera caída de la pesca (-5.6%) y un estancamiento de la producción agrícola (0.0%), mientras que el sector minería e hidrocarburos (+2.2%) continuaría expandiéndose debido principalmente al dinamismo de la producción aurífera.

La producción agrícola mostraría un menor ritmo de crecimiento durante el IT03, debido tanto a un efecto estadístico como a la caída de las áreas sembradas en lo que va de la presente campaña agrícola. En cuanto al primer punto, durante el IT02 el sector agrícola creció 8.9%, la tasa de crecimiento más alta del año anterior. En cuanto al segundo, entre agosto y noviembre del 2002 las áreas sembradas han caído en 4.5%, en particular en productos como arroz (-9.2%), papa (-7.0%) y algodón (-14.6%), que poseen una importante

ponderación en el PBI agrícola. En ese sentido, se anticipa una menor cosecha durante los primeros meses de este año, en especial en papa y arroz, cultivos en los cuales se registró una sobreproducción durante el 2002. Sin embargo, se observaría un incremento en la producción de maíz amarillo duro, cuya área sembrada ha aumentado en 13.0%, en desmedro principalmente del algodón (-14.6%), y de la caña de azúcar. Asimismo, los cultivos no tradicionales como la uva, continuarían con su tendencia creciente. Así, se estima que en la presente campaña de exportación de uva (octubre 2002 - mayo 2003) se alcancen los 12 millones de kilos, lo que representaría un crecimiento de 50% respecto a la campaña anterior. En lo que se refiere al mango, si bien había incertidumbre en torno a que la producción podría ser afectada por el fenómeno de El Niño, finalmente la mayor parte de la cosecha ya había sido recogida hasta la primera semana de febrero sin mayores contratiempos.

SUPERFICIE SEMBRADA

(Miles de Hectáreas)

CULTIVOS	AGOSTO-NOVIEMBRE		
	2001-02	2002-03	Var (%)
Maíz amarillo duro	115	130	13.0
Arroz cáscara	120	109	-9.2
Papa	199	185	-7.0
Maíz amiláceo	194	185	-4.6
Algodón rama	41	35	-14.6
Yuca	45	44	-2.2
Frijol grano seco	38	31	-18.4
Arveja	23	22	-4.3
Trigo	28	28	0.0
Otros	219	209	-4.6
TOTAL NACIONAL	1023	977	-4.5

El sector Pesca mantendría un bajo nivel de actividad durante el IT03, en particular los desembarques destinados al consumo humano indirecto (harina y aceite de pescado), como consecuencia del adelanto de la veda reproductiva de la anchoveta que por lo general se decreta hacia fines de enero. Sin embargo, no se registraría una caída importante dada la escasa captura de esta especie en enero del 2001. En lo que se refiere al fenómeno del El Niño todo hace indicar que será de intensidad débil (la temperatura del mar aumentaría entre uno y dos grados centígrados) por lo que la biomasa de anchoveta no sería afectada en forma significativa. En ese sentido, se estima para el 2003 un nivel de desembarque de 6 a 6.5



millones de TM de anchoveta frente a los cerca de 8 millones de TM registrado durante el 2002. Por su parte, **la pesca para consumo humano directo (CHD) se vería beneficiada por la mayor disponibilidad de especies propias de aguas más cálidas como el jurel y la caballa**. Cabe anotar que a mediados del 2002 se dispuso que estas dos especies sólo podrían ser utilizadas para CHD, por lo que se espera un mayor uso de la capacidad instalada de la industria de conservas. Asimismo, se estima un incremento en la pesca del atún (de 6,000 TM en el 2002 a 30,000 TM en el 2003) gracias a las facilidades tributarias otorgadas a la pesca de este especie. En lo que se refiere a la industria de congelado, se anticipa una mayor captura de pota y langostino, aunque continuará la escasez de merluza, especie que ha sido sobreexplotada y para la cual se está evaluando una veda que podría durar hasta dos años.

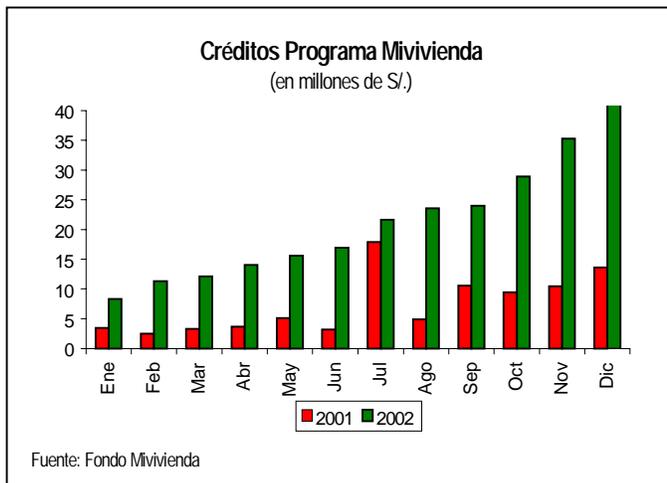
El sector minero continuaría expandiéndose durante el IT03 impulsado principalmente por la mayor producción de oro, la cual reportó un promedio mensual de 14.5 toneladas (+18.0%) durante el IVT02, como consecuencia de la mayor producción de Minera Yanacocha, el principal productor aurífero del país. Asimismo, se espera que en las próximas semanas la cotización del oro se mantenga en niveles cercanos a US\$350 por onza, debido a la tensión imperante en el Medio Oriente, lo que continuaría propiciando la expansión de la producción de las medianas empresas auríferas. De otro lado, la producción de cobre y zinc experimentaría un crecimiento marginal, puesto que desde que entró en operaciones el megaproyecto Antamina no se han realizado inversiones importantes en minerales básicos, con excepción de la ampliación de la concentradora de Toquepala (US\$70 millones), propiedad de Southern Perú, y cuya puesta en marcha a fines de agosto del 2002, permitirá incrementar en 33% el tratamiento de mineral en esta mina. **Cabe anotar que continuará cerrada la planta de sulfuros de Tintaya, (90,000 TMF de anuales) como parte de la política de BHP de estabilizar el mercado mundial del cobre**, pero funcionará normalmente la planta de óxidos. En ese sentido, se espera un crecimiento durante el IT03 debido a un efecto estadístico, pues esta última planta fue inaugurada recién en mayo del 2002. En términos anuales, se estima que la producción de la planta de óxidos alcance 34,000 TMF frente a las 12,712 TMF producidas en el 2002. En lo que se refiere al zinc, se estima una mayor producción a lo largo del 2003, dado que durante el año que acaba de finalizar la producción de Volcan, principal productor, se vio afectada por huelgas de sus trabajadores, mientras que la producción de Antamina (260,000 TMF), segundo mayor productor, se vio afectada por una menor ley, lo que no le permitió alcanzar la producción presupuestada (283,000 TMF).

La manufactura primaria mostraría una tendencia positiva puesto que prevemos un incremento en la producción de la industria de conservas de pescado, de productos cárnicos y de refinación de petróleo. En el primer caso, como ya lo comentamos, esperamos una mayor disponibilidad de materias primas (jurel, sardina y atún), en el segundo, a la mayor penetración de los embutidos en los niveles socioeconómicos C y D, y en el tercero, a un incremento de la demanda ante la mayor actividad económica. A diferencia de meses anteriores, la producción de azúcar refinada no mostraría un aumento importante, puesto que a pesar de las mayores áreas sembradas los rendimientos disminuirán debido al fenómeno de El Niño. Finalmente, la industria de harina y aceite de pescado registraría una caída ante la ausencia de su principal insumo (anchoveta).



El sector construcción continuaría mostrando un comportamiento positivo durante el IT03 debido al incremento en la demanda de cemento sustentada tanto en el dinamismo de la autoconstrucción como por el impulso que vienen cobrando los programas habitacionales promovidos por el gobierno como Mivivienda y Techo Propio. Así, durante el IVT02 el consumo

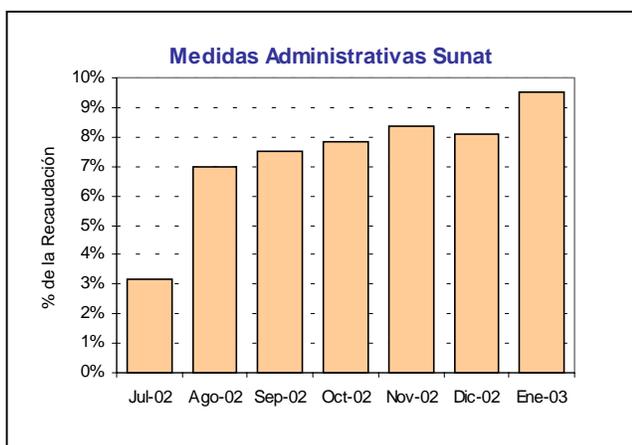
interno de cemento alcanzó un promedio de 323 mil TM frente a las 301 mil TM del IT02. Si bien es cierto que existe un factor estacional (la demanda de cemento es mayor en el segundo semestre que en el primero) es indudable que se está produciendo una reactivación real en el sector. La afirmación anterior se refuerza en el hecho que **los créditos bajo el programa Mivivienda registraron en diciembre su tercer récord mensual consecutivo**, acumulando 3,611 préstamos durante el 2002 con un monto financiado de US\$72 millones, 191% más que lo desembolsado en el 2001. Asimismo, el monto otorgado en las buenas pro alcanzaron un monto cercano a los US\$200 millones, duplicándose respecto al 2001. Cabe anotar que una parte importante de estas adjudicaciones se dieron durante el IVT02, por lo que se espera un mayor dinamismo en los primeros meses del 2003. Finalmente, estimamos que los cinco días de huelga de los trabajadores de construcción civil en enero tenga un impacto marginal en el crecimiento del sector.



La manufactura no primaria continuaría mostrando importantes tasas de crecimiento debido tanto a la sostenida recuperación de la demanda interna como a un incremento de la demanda externa en algunas industrias puntuales. A nivel desagregado, **las ramas industriales que mostrarían un crecimiento por encima del promedio serían las de Textil y Confecciones, Alimentos y Bebidas, Minerales no metálicos y Maquinaria y Equipo**. En el primer caso, el mayor dinamismo estará sustentado en la inclusión de los textiles y confecciones dentro de los beneficios arancelarios del ATPDEA (antes ATPA) y lo que ha colocado a los productos peruanos en igualdad de condiciones para competir con sus similares de Centroamérica, Caribe, México y Canadá en el mercado estadounidense. Cabe señalar que si bien existe una cuota para la exportación de textiles andinos (2% de las importaciones totales de EE.UU.), ésta no sería un factor restrictivo puesto que actualmente se exporta menos de la mitad de dicha cuota. Se estima que durante el 2003, primer año completo en que el sector contará con estos beneficios, las exportaciones crezcan alrededor de 20%. Sin embargo, habrá que seguir de cerca el debate sobre el arancel al algodón, puesto que un incremento en dicha insumo podría restarle competitividad a la industria peruana. En lo que se refiere a la rama de Alimentos y Bebidas, se espera un mayor dinamismo de las industrias de productos lácteos (incremento de la demanda y mayor protección arancelaria a los derivados lácteos), cerveza y bebidas gaseosas (mayor demanda). Por su parte, el crecimiento de la rama de minerales no metálicos se sustentaría en la mayor producción de cemento, vidrio, pisos y azulejos para atender la demanda derivada del sector construcción. Finalmente, la recuperación estimada de la industria de bienes de capital se explica por la recuperación de la inversión privada y de algunos proyectos de infraestructura puntuales como Camisea o de las inversiones que se podrían dar en el sector textil para ampliar la capacidad instalada y aprovechar en mejor forma los beneficios del ATPDEA.



En lo que respecta al sector fiscal, creemos que la recaudación tributaria continuará arrojando tasas significativas de crecimiento durante el primer semestre, impulsadas por las medidas administrativas implementadas por SUNAT (como el Sistema de Retenciones del IGV, el Sistema de Detracción del IGV sobre el arroz, el azúcar y el alcohol, el Sistema de Percepción del IGV sobre el combustible y el Sistema de Cobranza Coactiva vía SIAF), así como por el desempeño favorable de la economía, siendo éste último factor el que tendrá mayor preponderancia sobre la recaudación durante el segundo semestre del año. Este impulso sería compensado por los menores ingresos que acarrearía la eliminación del Impuesto a las Acciones del Estado (S/.600 millones), con lo cual nuestro estimado de crecimiento de la recaudación se reduce de 8.1% a 5.0% para este año².



Cabe destacar que las medidas de ampliación de la base tributaria, señaladas anteriormente, conjuntamente con las acciones de fiscalización emprendidas por Sunat, han permitido incrementar la recaudación en S/.887 millones durante los últimos 6 meses, nivel superior a la meta de S/.757 millones que se esperaba para un periodo de 12 meses. A ello se agrega que a partir del 23 de enero entró en vigencia el sistema de detracciones a la pesca, cuyos resultados se empezarán a observar, de manera completa, a partir de marzo. Si bien estas medidas cumplen con el objetivo de mejorar la recaudación y ampliar la base tributaria, creemos que el esfuerzo principal debe enfocarse a racionalizar las exoneraciones, lo que permitirá, entre otros factores, incrementar la presión tributaria.

En lo que concierne al gasto público, las proyecciones oficiales dejan entrever una posición expansiva, con un crecimiento de 4.5% del gasto no financiero, ritmo que es superior al 4.0% de crecimiento económico esperado. Tal estimación considera una recuperación de la inversión pública, que crecería en 5.9% después de 3 años de caída. Consideramos que dadas las restricciones actuales de financiamiento, lo más prudente es mantener una posición neutra de la política fiscal, pues con una postura expansiva se correría el riesgo de exacerbar las demandas sociales y regionales, y con ellas, las presiones para un mayor gasto corriente.

Para evitar que tales presiones comprometan la sostenibilidad fiscal, creemos que el establecimiento de reglas fiscales, como la promulgación de la nueva Ley de Transparencia y Prudencia Fiscal y la Ley de Descentralización Fiscal, incorporarían mecanismos apropiados para una ejecución presupuestal ordenada en el nivel nacional y regional. Al mismo tiempo, consideramos de suma importancia que el gobierno central agilice las negociaciones con los gobiernos regionales a fin de racionalizar las exoneraciones tributarias e impulsar el proceso de privatizaciones y concesiones, sobre la base de una estrategia que permita a la sociedad valorar las ventajas que se obtienen de una inversión privada debidamente regulada.

² Cabe anotar que la estimación oficial de crecimiento de la recaudación es de 6.7% para el 2003.



COLOCACION DE BONOS GLOBALES : PERU

	PERU 2012	PERU 2008	PERU 2015
Monto	US\$ 500 mill.	US\$ 500 mill.	US\$ 500 mill.
Cupon	9.125%	9.125%	9.875%
Precio	97.73%	99.07%	98.46%
Rendimiento	9.48%	9.35%	10.10%
Colocacion	21/02/2002	20/11/2002	30/01/2003
Emisión	21/02/2002	03/12/2002	06/02/2003
Vencimiento	21/02/2012	15/01/2008	06/02/2015
Plazo	10 años	5 años	12 años
Spread	455pbs	612pbs	610pbs

Fuente: MEF

El comportamiento favorable de los ingresos públicos, y **la necesidad de una mayor cautela en el manejo del gasto público, que como hemos señalado, creemos sería necesaria para no comprometer la sostenibilidad fiscal**, permitiría obtener un superávit primario del 0.2% del PBI durante el presente año. Ello, dejaría un margen de maniobra bastante limitado para continuar estimulando la economía desde el lado fiscal, si consideramos que el déficit fiscal no se alejaría de la meta equivalente al 1.9% del PBI por las dificultades para su financiamiento. Al respecto, como lo señalamos en la sección anterior, el Perú cuenta con una emisión de Bonos Globales ya inscrita y pendiente de colocar por US\$500 millones, pues en enero se colocó el primer tramo por un monto similar. Asimismo, el gobierno cuenta también con una garantía de la CAF por US\$200 millones, para en caso de ser necesario, mejorar las condiciones de una nueva emisión.

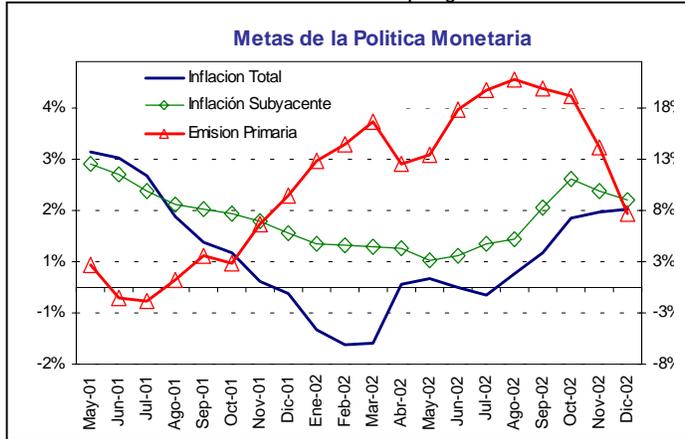
Respecto a las privatizaciones, aún no se percibe una posición definida, debido a que las recientes intenciones del gobierno por relanzar el proceso de promoción de la inversión privada resultaron infructuosas por la oposición de algunas fuerzas políticas. De esta manera, el proceso se encuentra en "stand by", sin un cronograma definido, y con la expectativa que se alcancen acuerdos futuros con los gobiernos regionales.

En el caso del financiamiento interno, **el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), en coordinación con el BCR y CONASEV, viene preparando los mecanismos para dinamizar el mercado de deuda pública local**, a partir de la implementación de "primary dealers" o "creadores de mercado", los cuales estarían encargados de promover la negociación secundaria de estos títulos. Con este mecanismo, el Estado busca diversificar sus fuentes de financiamiento en términos de moneda y plazo, desarrollar la formación de una curva de rendimiento en soles, que sirva de "benchmark" para las emisiones corporativas, y contribuir a la desdolarización financiera de la economía. Las reglas principales para afianzar la confianza del mercado en este mecanismo contemplan el cumplimiento estricto de un cronograma de subastas, que permitan a los agentes evaluar de antemano el momento de su participación, y mantener una disciplina de mercado por parte del Estado, lo que se traduce en no interferir en la libre formación de los precios (papel de los *primary dealers*). De acuerdo con la Ley de Endeudamiento Público vigente, el Estado está facultado a colocar hasta S/1,800 millones durante el presente año. Cabe recordar, que los últimos bonos soberanos fueron colocados en agosto del 2002, suspendiéndose a partir de entonces el cronograma de subasta debido a la mayor incertidumbre provocada por el agitado contexto regional, que a su vez, puso en dudas el acceso a nuevo financiamiento para el sector público.

Con relación al sector monetario, creemos que, en el marco del esquema de meta explícita de inflación, **los objetivos contenidos en el Programa Monetario para el presente año en términos de comportamiento de la liquidez y de las tasas de interés son viables, dados los supuestos de crecimiento económico y de resultado fiscal**. Desde este punto de vista, el ente emisor continuaría con un manejo flexible de la política monetaria, que permitiría moderar los "shocks" externos provenientes de la evolución de los precios internacionales,



principalmente en el caso del precio del petróleo, cuya volatilidad está vinculada con el impacto que generaría un conflicto bélico en el Medio Oriente sobre los precios de los combustibles.



En términos de cantidad de dinero, el programa monetario del BCR asume un crecimiento del saldo promedio de la emisión primaria de 8% para el 2003, basados en un crecimiento del PBI de 4.0%, una inflación promedio de 2.7%, un aumento del multiplicador bancario de 2.5%, por la menor preferencia del público por circulante, y una reducción de la velocidad de circulación del dinero por una mayor confianza en la moneda nacional y bajas expectativas depreciatorias. Con estos supuestos, se estima que la liquidez en soles crecería 12% durante el presente año, destacando el aumento que registraría el circulante de 9.2%.

En cuanto a la inflación, las expectativas del mercado apuntan a un nivel de 2% para este año, en línea con la meta de inflación del BCR y con nuestras proyecciones (1.9%), compensándose las previsiones de un mayor precio de los combustibles y de mayores precios agrícolas, asociados a un Fenómeno de El Niño de características moderadas, con una mayor fortaleza del Nuevo Sol.

Con respecto al tipo de cambio, las perspectivas favorables en torno a los fundamentos económicos y un contexto regional más estable se han reflejado en un significativo descenso de las expectativas depreciatorias, lo que continuaría explicando la relativa estabilidad del Nuevo Sol. Considerando estos factores nuestras perspectivas apuntan a que el tipo de cambio oscilaría en un rango comprendido entre S/3.48 y S/3.52 durante el IT03. Cabe advertir que los factores de riesgo que podrían provocar un aumento de la volatilidad cambiaria están asociados a la incertidumbre que provocaría el conflicto USA-Irak sobre los mercados financieros, lo que estaría en función de la duración de la guerra, y eventualmente, un deterioro de las relaciones de Brasil con sus acreedores en el escenario que no se llegue a un acuerdo para renegociar los importantes vencimientos de deuda que éste país tiene que afrontar en el IT03.

Con respecto a la evolución de la actividad crediticia, las proyecciones del Banco Central apuntan a que el crédito en soles mantendría un comportamiento dinámico, con un crecimiento de 11.3% en el presente año, tras el crecimiento de 7.2% experimentado durante el 2002, mientras que el crédito en dólares reportaría un crecimiento de 5.1%, el primero luego de tres años consecutivos de contracción.

Finalmente, con respecto a las tasas de interés internacionales, las perspectivas apuntan a que los principales bancos centrales del mundo continuarán manteniendo una orientación expansiva de sus políticas monetarias en la medida que continúe la desaceleración económica mundial, la misma que podría verse agravada por el desencadenamiento de una guerra entre Estados Unidos e Irak.



3. Un análisis de Sostenibilidad Fiscal de la Economía Peruana

Una de los principales riesgos que enfrenta la economía peruana radica en la viabilidad de su posición fiscal de mediano plazo, tema que ha cobrado mayor vigencia a raíz de las recientes emisiones de bonos globales en los mercados externos. Para algunos, se estaría optando por financiar una brecha fiscal no sostenible, en vez de realizar los ajustes necesarios que garanticen una trayectoria de acumulación y servicio de deuda consistentes con el tamaño de la economía, y los ingresos fiscales que el Estado Peruano estaría en capacidad de generar. El tema no es sencillo, más aún, en la medida que un análisis de sostenibilidad requiere de una serie de supuestos e incorpora un conjunto de variables cuya interrelación torna el análisis algo complicado. Adicionalmente, una revisión de la literatura referida al tema de la sostenibilidad fiscal, muestra que esta requiere de la construcción de "indicadores de sostenibilidad", que relacionan el estado inicial de la deuda pública frente al valor presente de los superávits primarios del gobierno, corregidos por los efectos que pudieran generar diferenciales en tasas de interés reales, variaciones del tipo de cambio o fluctuaciones en la tasa de crecimiento (tendencial) de la economía. Finalmente, lo que estos indicadores intentan recoger es la trayectoria de acumulación de deuda pública, y la presión que el servicio de esta generaría sobre las cuentas fiscales.

En el análisis que sigue a continuación, hemos realizado una aproximación, lo más sencilla posible, al tema de la sostenibilidad fiscal, que analiza la evolución de diversos indicadores de endeudamiento, bajo escenarios alternativos. **La principal conclusión, es que se requiere de un ajuste fiscal significativo, para evitar una situación insostenible en el mediano plazo. Este ajuste de la brecha fiscal, debido a su magnitud, requiere tanto de un incremento sostenido de los ingresos fiscales, a través de una reforma tributaria que logre una reducción efectiva de la informalidad tributaria, así como, de un control estricto de los gastos no financieros.**

Escenario Base

SUPUESTOS ESCENARIO BASE	
Crecimiento PBI:	2003: 4.0%, tendencial 3.5%
Inflación anual:	2.0%
Devaluación anual:	2.0%
Crecimiento Exportación anual	5.0%
Gasto no Financiero SPNF:	14.3% del PBI, constante
Ingresos Corrientes SPNF:	para lograr Superávit Primario
Tasa de Interés Nueva Deuda:	8.5% anual en dólares
Modalidad de Amortización:	Bullet a 10 años

El cuadro adjunto muestra los supuestos empleados en la elaboración del escenario base: i) tasa anual de crecimiento del PBI, 4.0% para el 2003, 3.5% (tendencial) de allí en adelante; ii) inflación y devaluación promedio anuales de 2.0%; iii) crecimiento anual de exportaciones de 5.0%; iv) gasto no financiero del Sector Público No Financiero constante como porcentaje del PBI, 14.3%; v) ingresos corrientes del SPNF aumentan en la magnitud requerida para lograr metas de superávit primario que convergen a 1% del PBI en el mediano plazo (2006); vi) costo ponderado del nuevo financiamiento de 8.5% anual; vii) financiamiento a 10 años, bullet.

Para el cálculo del servicio de la deuda, tanto interna como externa, se ha considerado los flujos de amortizaciones e



intereses correspondientes al último cronograma disponible³, modificado para incorporar los efectos de las emisiones de bonos globales realizadas en noviembre 2002 y enero 2003, por US\$ 500 millones cada una, con vencimientos en los años 2008 y 2013, respectivamente. No se ha incorporado el efecto del incremento futuro en tasas de interés internacionales sobre la deuda ya concertada a tasas variables y flotantes, hecho que incrementaría el costo asociado a su servicio. De otro lado, si bien es cierto, se ha asumido que la totalidad del nuevo endeudamiento que se concertaría sería bajo la modalidad de vencimientos bullet a 10 años, esto no necesariamente implica que se esté considerando únicamente recurrir a fuentes de mercado (posteriormente se relaja este supuesto analizando la sensibilidad a la modalidad de repago de la deuda contraída). La tasa de interés, 8.5%, implícitamente considera un *mix* de fondeo que incluye otras fuentes de financiamiento más baratas que el mercado (multilaterales, endeudamiento interno). Asimismo, el plazo se considera como un promedio de vencimientos. La mejora sostenida de los ingresos corrientes, a su vez, incorpora efectos de futuras (y necesarias) reformas tributarias, de una racionalización de las exoneraciones tributarias, y los efectos de elasticidades mayores a la unidad en la recaudación, frente al crecimiento del producto. Para efectos de la sostenibilidad, sin embargo, interesa el diferencial entre los ingresos y los gastos, es decir, el resultado primario, más allá del comportamiento que cada uno de estos componentes tenga por separado. En ese sentido, el supuesto de gastos no financieros constantes (como porcentaje del PBI), puede sustituirse por un crecimiento en los mismos, siempre que venga acompañado de un cambio proporcional por el lado de los ingresos.

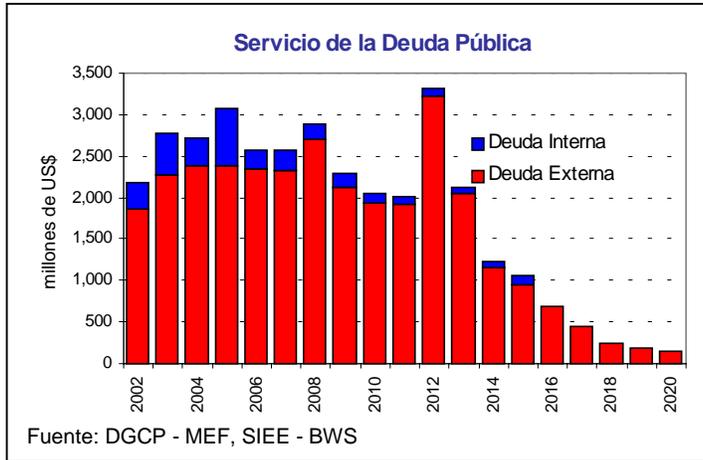
SIMULACIÓN SOBRE LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA

Escenario Base	2002	2003E	2004E	2005E	2008E	2010E	2020E
Resultado Primario SPNF	-0.2%	0.3%	0.6%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
Resultado Económico SPNF	-2.3%	-1.9%	-1.8%	-1.7%	-1.9%	-2.1%	-3.3%
Amortizaciones	-1.9%	-2.5%	-2.4%	-3.0%	-2.9%	-1.8%	-2.9%
Requerimientos Financieros	-4.2%	-4.5%	-4.3%	-4.8%	-4.7%	-4.0%	-6.2%
Deuda Pública/ PBI	46.7%	46.1%	46.3%	46.5%	47.0%	48.0%	57.5%
Servicio de Deuda / PBI	3.9%	4.8%	4.9%	5.6%	5.7%	5.0%	7.2%
Servicio de Deuda / Exportaciones	28.7%	32.7%	32.9%	37.1%	36.7%	30.8%	38.8%
Servicio de Deuda / Ingresos Corrientes	27.4%	33.3%	33.3%	37.6%	38.3%	33.1%	48.1%

El cuadro anterior muestra los resultados del Escenario Base. En primer lugar, ya se asume un esfuerzo fiscal importante, frente a la situación actual, que eleve el resultado primario desde un déficit de 0.2% del PBI el 2002, hasta un superávit de 1% el 2006 (y los años siguientes). Particularmente, el 2003 se considera un resultado primario medio punto mayor al registrado el año pasado. Sin embargo, **este esfuerzo fiscal sería insuficiente, pues si se observan los indicadores de endeudamiento, estos muestran una trayectoria creciente⁴**. El ratio de deuda pública como porcentaje del PBI, lejos de mostrar una trayectoria estable o decreciente (condición necesaria para que la política fiscal sea sostenible), crece monotónicamente,

³ De acuerdo al cronograma de pagos de intereses y amortizaciones de deuda pública a setiembre/octubre del 2002 elaborado por la Dirección General de Crédito Público del MEF.

⁴ De manera sencilla, consideremos como "sostenible", indicadores de deuda no crecientes, es decir, que se mantengan, en el tiempo, en sus niveles actuales, o que muestren una trayectoria decreciente.



aumentando de 46% actualmente, a 57% el 2020. Más aún, el servicio de deuda, relativo a variables alternativas de capacidad de pago de la economía (PBI, exportaciones, ingresos corrientes), muestra un crecimiento aún mayor, debido al incremento en el costo que conllevará el nuevo endeudamiento (actualmente el costo implícito de la deuda ya concertada se ubica entre 5.0 y 5.5%). Es importante resaltar que el servicio de deuda ya concertada, concentra vencimientos fuertes hasta el año 2013, y particularmente en este último año y el 2012. **La nueva deuda que el Estado Peruano contraiga, a partir de este año, en la medida que tenga vencimiento a plazos menores a 10 años, contribuirá a agravar la concentración de pagos generando una burbuja en el servicio de deuda, hacia comienzos de la próxima década.** Esta situación, en su

momento, hará necesario suavizar el perfil de pago de la deuda. Adicionalmente, la insostenibilidad registrada en los indicadores analizados, se traduce en pagos cada vez mayores de servicio de deuda, como reflejo de la creciente brecha fiscal y el necesario *roll-over* de vencimientos.

Escenario Primario Sostenible

SIMULACIÓN SOBRE LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA

Resultado Primario Sostenible	2002	2003	2004	2005	2008	2010	2020
Resultado Primario SPNF	-0.2%	0.3%	0.8%	1.2%	1.8%	1.8%	1.8%
Resultado Económico SPNF	-2.3%	-1.9%	-1.6%	-1.3%	-0.9%	-1.0%	-1.2%
Amortizaciones	-1.9%	-2.5%	-2.4%	-3.0%	-2.9%	-1.8%	-2.1%
Requerimientos Financieros	-4.2%	-4.5%	-4.1%	-4.3%	-3.8%	-2.9%	-3.3%
Deuda Pública / PBI	46.7%	46.1%	46.1%	45.9%	44.2%	43.2%	39.8%
Servicio de Deuda / PBI	3.9%	4.8%	4.9%	5.5%	5.6%	4.7%	5.1%
Servicio de Deuda / Exportaciones	28.7%	32.7%	32.9%	37.0%	35.7%	28.9%	27.5%
Servicio de Deuda / Ingresos Corrientes	27.4%	33.3%	32.8%	36.5%	35.3%	29.4%	32.3%

En el cuadro adjunto recogemos los resultados de simular el resultado primario que tendríamos que lograr, a fin de estabilizar los ratios de endeudamiento, manteniendo el resto de supuestos del escenario base constantes. Bajo este escenario (con crecimiento tendencial del PBI de 3.5% y tasa de interés de 8.5% en dólares), **para lograr una trayectoria sostenible, sería necesario un superávit primario de aproximadamente 1.8% del PBI (consistente con un déficit económico no mayor a 1.0% del PBI).** Un ajuste de esta magnitud, necesariamente implica trabajar tanto por el lado de los ingresos, como de los gastos. En este sentido, la iniciativa del MEF de crear comisiones multisectoriales para la racionalización del gasto, es muy acertada. Un reporte reciente del Banco Central⁵ muestra que con similares tasas de

5 Reporte de Inflación: Evolución y Perspectivas, Enero 2003.



crecimiento y de interés, el superávit requerido sería únicamente de 1.4%. Independientemente de la aplicación de metodologías distintas, y otros supuestos que pudieran diferir, los resultados obtenidos no son tan disímiles. Los resultados del Banco Central únicamente reportan el ratio de deuda pública a PBI. En nuestro caso, aún con un resultado primario de 1.6%, dicho ratio también sería sostenible. Sin embargo, el problema radica no en la evolución del stock de deuda, sino en la trayectoria del servicio de la misma, debido a los mayores costos esperados de la deuda futura. En otras palabras, un ratio de deuda a PBI similar, implicaría un servicio bastante mayor, o visto de otra forma, para mantener la presión del servicio en sus niveles actuales, sería necesario reducir los niveles de endeudamiento.

Análisis de Sensibilidad

A efectos de analizar la consistencia de los resultados, se realizaron análisis de sensibilidad (todos ellos sobre la base de un *ceteris paribus* frente al escenario base), fundamentalmente concentrados en tres variables: la tasa de crecimiento tendencial del PBI, la tasa de interés de los nuevos endeudamientos, y la modalidad de amortización de la nueva deuda, cuyos resultados se muestran en los gráficos al final del documento.

En cuanto a la sensibilidad a la tasa de crecimiento, como es de esperarse, menores tasas de crecimiento agravan los problemas de sostenibilidad, mientras que tasas mayores, contribuyen a la solvencia financiera del país. Un superávit primario de 1.0%, combinado con una tasa de crecimiento del producto de 5.0%, estabilizaría la evolución del stock de deuda, sin embargo, la burbuja en el servicio de deuda a comienzos de la próxima década constituiría un problema severo, alcanzando niveles insostenibles, haciendo imprescindible tomar acciones destinadas a utilizar mecanismos de mercado para suavizar el perfil de pagos. En todo caso, la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía peruana se ubica aproximadamente en 3.3% anual, y no hay razones para considerar que esta se eleve por encima del 3.5% considerado en el escenario base. La única manera que ello ocurra, es que se impulsen las políticas adecuadas para fomentar un crecimiento importante y sostenido de la inversión privada, entre ellas, garantizar la estabilidad jurídica.

En cuanto al impacto de cambios en la tasa de interés del nuevo endeudamiento⁶, un incremento a tasas de mercado (10.0%), resultantes, por ejemplo, de una dependencia excesiva en endeudamiento vía mercados internacionales, torna explosiva la trayectoria de acumulación de deuda. Aún si las tasas fueran considerablemente menores a las consideradas inicialmente, llegando a niveles de 7.0%, la evolución del stock de deuda indicaría leves problemas de sostenibilidad, así como también la trayectoria de los indicadores de servicio de deuda. Sin embargo, el impacto positivo es considerable y torna la situación bastante más manejable. Allí reside la importancia de implementar las políticas necesarias que contribuyan a la reducción del riesgo país, habida cuenta que las tasas de referencia están en sus mínimos en más de 40 años, esperándose una fuerte recuperación una vez que las economías desarrolladas salgan de la fase de estancamiento relativo en la que se encuentran.

Por último, se analizó el impacto de modificar la modalidad de contratación del nuevo endeudamiento, asumiendo un esquema a 20 años con amortizaciones constantes (1/20 cada

⁶ Como ya se mencionó anteriormente, no se está considerando el efecto del futuro incremento en las tasas de interés externas sobre el servicio de deuda ya concertado.

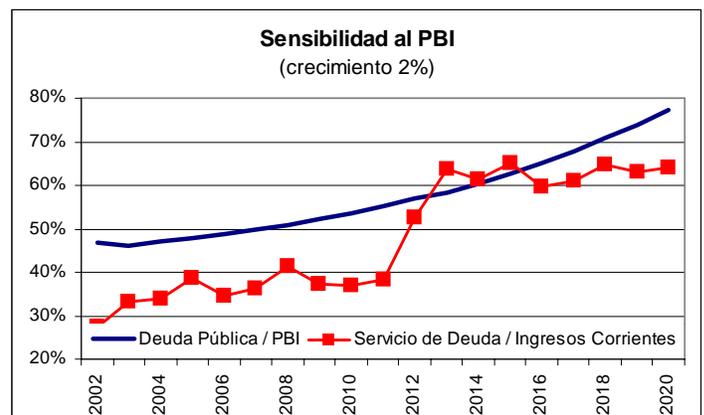
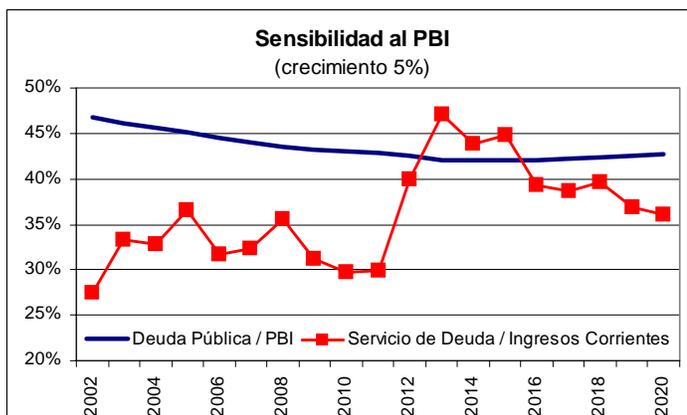


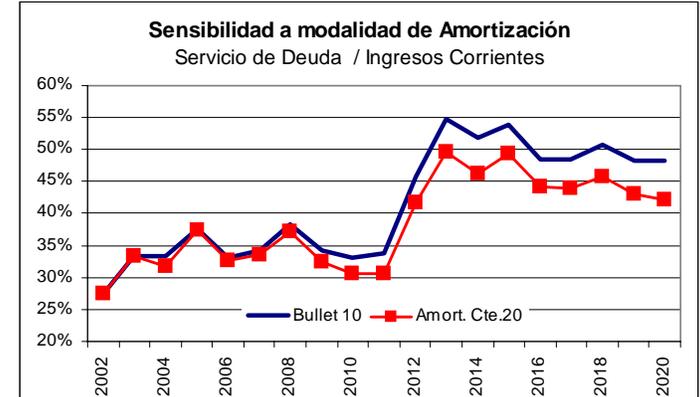
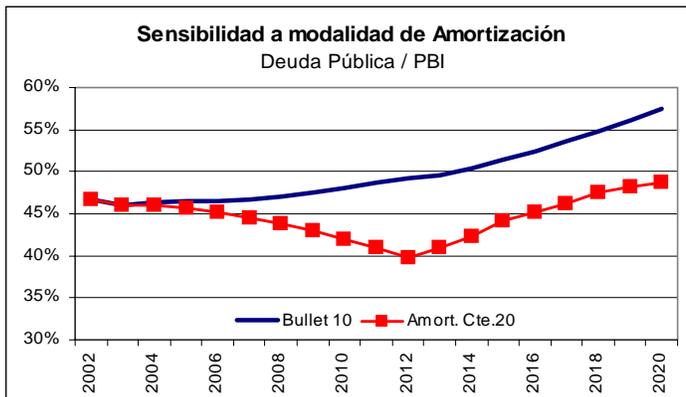
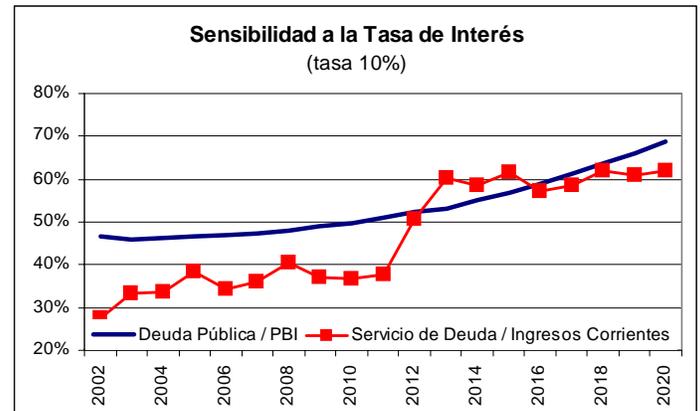
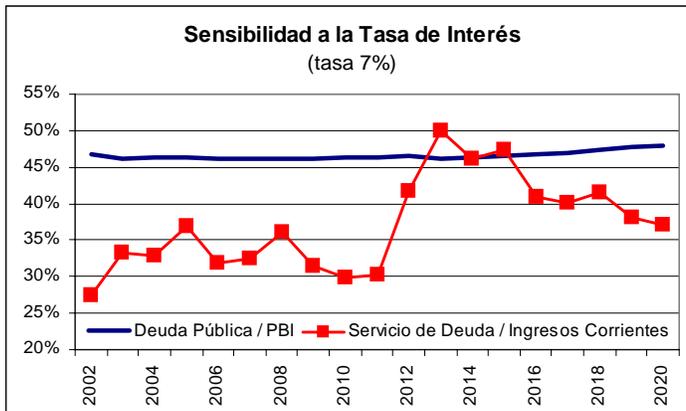
año de pagos de principal, más los intereses sobre el remanente), frente al escenario base a 10 años bullet. Esta modificación mejora la trayectoria de los indicadores de endeudamiento, pero no lo suficiente como para garantizar sostenibilidad, bajo el resto de supuestos del escenario base. Esto indica, sin embargo, que es conveniente diversificar las modalidades de vencimientos, y evidentemente, alargar los vencimientos, al diferir el problema para el futuro.

Reflexiones Finales

Los resultados presentados muestran que es necesario un ajuste fiscal significativo, profundizando los esfuerzos realizados durante los últimos dos años, y proyectándolos hacia el futuro, a fin de lograr un resultado en las cuentas fiscales que garantice la sostenibilidad fiscal. Es importante entender que si no se persiste en este esfuerzo, la trayectoria de endeudamiento que el Perú seguiría, eventualmente lo conduciría a una situación insostenible, en la cual ya no sería posible acceder a financiamiento para cumplir con los compromisos asumidos. El problema se haría evidente recién en el mediano plazo (si bien es cierto, los mercados deberían anticiparlo), pero de las acciones que tomemos hoy (aún estamos a tiempo), dependerá la situación futura. Es importante tener presente, que ningún país puede mantener niveles de gasto por encima de su restricción presupuestaria intertemporal.

El análisis presentado no incluye los pasivos contingentes del Estado (pensionistas, bonos de reforma agraria, entre otros), cuya magnitud, de acuerdo a distintos estimados, podría inclusive superar la deuda pública reconocida. Esto no hace sino reforzar la necesidad de generar los ajustes fiscales antes señalados. De otro lado, factores como el desarrollo de un mercado de deuda pública interna en moneda nacional, la diversificación de las fuentes de fondeo o una administración de pasivos eficiente y moderna, son puntos en la agenda, que contribuirán en la siempre difícil tarea de asegurar la sostenibilidad fiscal.





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		Tesorería	
Estudios Económicos		Diana Arce	Mesa de Tesorería 211-6247
Alonso Segura Vasi		Guillermo Telge	Mesa Corporativa 211-6246
Pablo Nano Cortez	Macro Real	Pablo León-Prado	Cambios 440-4401
Mario Guerrero Corzo	Macro Monetaria	Alfredo García Calderón	Cambios 440-4401
Anibal Corvetto	Agricultura/Pesca	Elbia Castillo	Renta Fija/Renta Variable 440-6460
Luis Fernando Miranda	Minería/Hidrocarburos	Guillermo Ingoyen	Renta Fija/Renta Variable 440-6460
Guillermo Kaelin	Manufactura/Comercio	Gara Consigliere	Money Market 440-9001
Daniel Córdova	Construcción/Inmobiliario	Michel Mesla	Money Market 440-9001
Elo Tubino	Energía/Telecom	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
Julio Mavila	Trader Renta Variable		441-2788