



### ¿Qué está pasando en la economía?

La actividad económica continuó en la senda del crecimiento en marzo, impulsada principalmente por los sectores vinculados a la demanda interna, destacando por su dinamismo entre sus similares de la región según el FMI y CEPAL. Aunque con cierto rezago, la actividad crediticia continuó dando muestras de una lenta recuperación durante el 1T03, lo que afianza las perspectivas de un mayor dinamismo para lo que resta del año. La recaudación tributaria reportó en abril un crecimiento de 6.8%, acumulando en los cuatro primeros meses del año un aumento de 17.6%, en parte debido a la mayor actividad económica. El aumento de las importaciones explicó el déficit comercial registrado en marzo producto de los elevados precios del petróleo a raíz de la guerra en el Medio Oriente. Debido a esto último, así como por el menor crecimiento de la economía mundial, el FMI recortó sus pronósticos de crecimiento para la región durante el presente año. No obstante, la favorable conducción de las políticas monetaria y fiscal mantuvo el atractivo en la región, lo que se reflejó en el descenso de 71pbs en la percepción de riesgo de la región durante el mes de abril y en la canalización de mayores flujos de capital hacia los mercados de valores. Ello se tradujo, en el Perú, en un aumento de las reservas internacionales y por tanto en una mayor oferta de dólares que presionó hacia la baja al tipo de cambio, obligando al Banco Central de Reserva (BCR) a intervenir en el mercado para evitar una mayor apreciación. La estabilidad del Dólar y la mayor oferta agrícola redujeron el ritmo inflacionario en abril, pues durante el 1T03 éste se aceleró producto del reajuste de las tarifas de transporte público. La corrección del precio internacional del petróleo tras el desenlace de la guerra en el Medio Oriente mantendría a la inflación dentro del rango previsto por el Banco Central.

### Análisis de la nueva Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal

La preocupación cada vez mayor por la sostenibilidad de las cuentas fiscales en el mediano plazo, ha llevado a las autoridades económicas de los países sobretodo emergente, al establecimiento de reglas fiscales que les permita, por un lado, reducir los niveles de endeudamiento público a niveles sostenibles y por el otro, ganar o aumentar su reputación ante la sociedad como consecuencia del cumplimiento de las mismas. En el Perú se ha publicado recientemente las modificaciones a la Ley de Transparencia y Prudencia Fiscal (LTPF), destacando la incorporación de los gobiernos locales y regionales dentro del marco de la misma.

Las principales reflexiones apuntan a observar, por un lado, que dado que nunca se cumplió la LPTF en el Perú, sería importante que en lo sucesivo se cumpla con el nuevo marco de esta ley, lo que garantizaría la sostenibilidad de las cuentas fiscales en el mediano plazo. Y por el otro, que el cumplimiento de la misma implica un ajuste fiscal importante para los próximos años. Finalmente, sería deseable que la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF) tuviera un mecanismo de accountability que asegure una "penalidad", al hacedor de política, en caso del incumplimiento de la misma.



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

Durante el primer trimestre del 2003 (1T03), la actividad económica continuó creciendo a una tasa superior al 5.0% explicada principalmente por tres razones: (i) la sostenida expansión de los sectores no primarios vinculados a la demanda interna, (ii) un crecimiento por encima de lo estimado de los sectores primarios debido a que el Fenómeno del Niño pasó prácticamente desapercibido, y (iii) el denominado "efecto calendario", reflejo de la presencia de los feriados de Semana Santa en abril y no en marzo como sucedió durante el 2002.

**El crecimiento de la demanda interna descansó tanto en el dinamismo del consumo como en la recuperación de la inversión privada.** Esta última habría mostrado un crecimiento superior al 5% explicada, en parte, por la baja base de comparación (-6.4% durante el 1T02). En ese sentido, el mayor ruido político percibido en los últimos meses parece no haber afectado las expectativas de los inversionistas, aunque cabe resaltar que una parte importante de la inversión actual está ya comprometida en el proyecto del gas de Camisea. De otro lado, **la Balanza Comercial registró un ligero déficit** durante el 1T03 luego de tres trimestres consecutivos de saldos positivos. La principal razón detrás de este comportamiento **es la significativa alza del precio del petróleo en el mercado internacional** a raíz del conflicto en Iraq, lo que contrarrestó el favorable desempeño de las exportaciones sustentado en los mayores volúmenes embarcados y en el incremento en el precio del oro.

Con respecto al sector monetario, **el Nuevo Sol continuó apreciándose respecto al Dólar en abril, por séptimo mes consecutivo.** La relativa calma en el entorno regional y el favorable desempeño de la economía local contribuyeron a la estabilidad de la moneda nacional, a lo que se agregaron las bajas expectativas devaluatorias y un aumento de la demanda de soles por factores estacionales. Esta situación repercutió en la negociación de contratos forwards, cuyos vencimientos sólo fueron renovados parcialmente. **El moderado descenso del tipo de cambio y la mayor oferta agrícola explicaron el bajo nivel de inflación en abril, que compensó en parte el mayor ritmo inflacionario del 1T03,** producto del incremento de los precios de los combustibles y de las tarifas de transporte urbano. Así, en términos anualizados la inflación se mantiene en el rango previsto en el programa monetario. Por su parte, el Banco Central 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.

A pesar del periodo de incertidumbre mundial que provocó la guerra entre Estados Unidos e Irak, **el flujo de capitales hacia América Latina no se vio interrumpido, mas bien se incrementó como consecuencia de un entorno favorable,** con atractivos rendimientos y mejores fundamentos gracias al manejo responsable de las políticas económicas en Brasil y Argentina. Esto se tradujo en una importante reducción de la percepción de riesgo en la región. El Perú no fue la excepción a este comportamiento, tal es así que el riesgo país se ubicó en su nivel más bajo en lo que va del año. Ello, combinado con el acceso a los mercados internacionales, abre la posibilidad en el corto plazo de nuevas emisiones de bonos globales, que permitan reducir la presión sobre el financiamiento del déficit fiscal. En la segunda parte de este reporte presentamos un análisis sobre la Nueva Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal.



1.1. Producto Bruto Interno (PBI)

PRODUCTO BRUTO INTERNO

(Variación porcentual real)

	Mar '03	Ene-Mar '03
Agropecuario	-0.5	1.9
Pesca	-31.4	-19.2
Minería	1.0	4.3
Manufactura	5.6	4.6
Construcción	11.5	3.5
Comercio	6.7	5.8
Otros/Servicios	4.0	4.8
<b>PBI</b>	<b>5.2</b>	<b>5.1</b>

Fuente: INEI

El PBI creció 5.1% durante el 1T03 impulsado básicamente por la expansión de 6.2% de los sectores vinculados a la demanda interna, en particular manufactura y comercio. De otro lado, los sectores primarios se expandieron en 0.7% liderados por el crecimiento del sector minero, mientras que el agro y la pesca mostraron una evolución mejor a la esperada, por el paso desapercibido del Fenómeno del Niño.

1.1.1. Sectores primarios

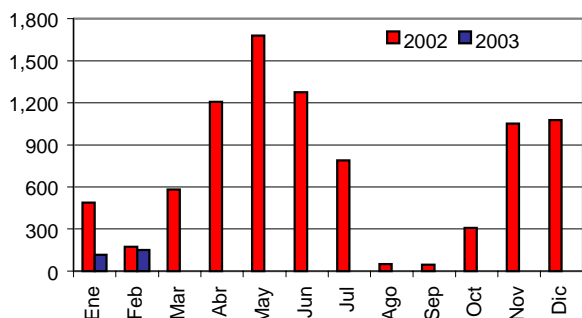
El sector agropecuario se expandió 1.9% durante el 1T03 debido principalmente al dinamismo de la producción pecuaria (+3.7%). La producción agrícola, por su parte, registró un crecimiento de 0.4% sustentada en las mayores cosechas de maíz amarillo duro (+15.1%) y alfalfa (+7.9%). En general, **durante la presente campaña agrícola las condiciones climatológicas no han presentado alteraciones significativas**, con excepción de un exceso de lluvias en la sierra sur,

por lo que el Fenómeno de El Niño pasó sin dejar secuelas negativas importantes. En el nivel desagregado, el incremento en la producción de maíz amarillo duro se explica por el aumento de las áreas sembradas en la costa norte y por los mayores rendimientos obtenidos en San Martín. Las mayores cosechas de alfalfa responden al hecho que este producto fue promocionado como cultivo de contingencia ante la eventual presencia de El Niño. Por su parte, la producción de algodón cayó 20.7% debido a la menor superficie sembrada ante los bajos precios registrados en la campaña 2001-02. De otro lado, **el dinamismo de la producción pecuaria descansa en el crecimiento de la producción avícola (+4.7%) y lechera (+3.5%)** como consecuencia del mayor consumo y de la disponibilidad de pastos, respectivamente.

El sector Pesca registró una caída de 19.2% durante el 1T03 como consecuencia del menor desembarque de especies destinadas a la elaboración de harina y aceite de pescado, en particular la anchoveta (-87.7%). **Este comportamiento se explica por la veda de esta especie decretada a partir del 23 de diciembre**, al haberse alcanzado la cuota máxima de 2 millones de TM para la temporada pesquera oct '02-ene '03. En ese sentido, en enero y marzo del 2003 no se registraron faenas de pesca en la región centro-norte, en comparación con los 15 y 8 días de pesca registradas en enero y marzo del 2002, respectivamente. **En lo que se refiere a la pesca para consumo humano directo (CHD), destacaron los mayores desembarques para la industria de enlatado (+224.0%)** gracias a la mayor captura de jurel, caballa y atún. Cabe recordar que el gobierno ha emitido una norma mediante la cual el jurel y la caballa sólo se pueden utilizar para CHD, mientras que en el caso del atún se han otorgado beneficios tributarios a su pesca con el fin de incrementar el uso de la capacidad instalada de la industria conservera. Por su parte, el desembarque de especies destinadas a la industria de congelado registró una caída de 26.4%, dado que la mayor extracción de pota y perico fue contrarrestada por la ausencia

DESEMBARQUE PESQUERO

(En miles de toneladas)

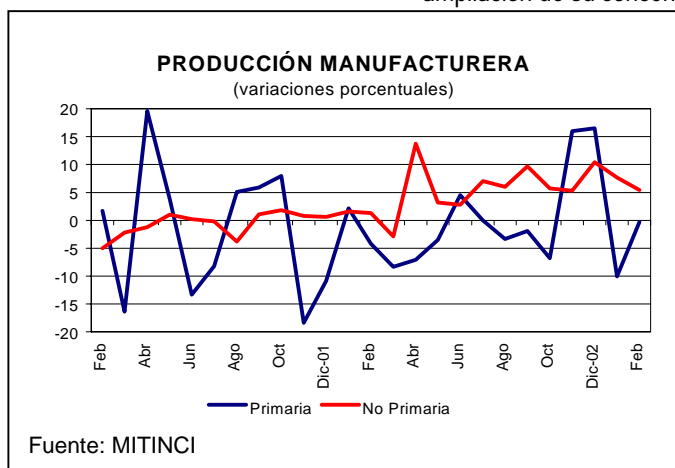


Fuente: Ministerio de la Producción



de merluza. Cabe resaltar que esta especie, principal insumo de la industria de congelado, se encuentra en una etapa de veda, que podría prolongarse por al menos dos años, debido a la sobre explotación de su biomasa.

El sector Minería e Hidrocarburos creció 4.3% durante el 1T03 gracias al dinamismo de la producción minera (+5.3%) puesto que la extracción de hidrocarburos (-6.2%) continuó reportando resultados negativos. **La expansión del subsector minero estuvo sustentado en la mayor producción de metales preciosos como el oro (+9.5%) y la plata (+9.2%)** que se vieron favorecidos por el incremento del precio en el mercado internacional. En caso del oro, el aumento se debe principalmente al mayor nivel de extracción registrado por las principales empresas productoras como Minera Yanacocha (+22.6%) y Barrick Misquichilca (+7.7%) que vienen explotando zonas de mayor ley. En el caso de las medianas auríferas destacó la mayor producción de Buenaventura (+12.2%) gracias al mayor nivel de extracción en su mina Orcopampa producto de la instalación de un nuevo molino que le ha permitido aumentar el mineral tratado. Por su parte, **la producción de cobre disminuyó en 0.6% sustentada en la caída de 5.1% en la producción de Antamina**, el principal productor, que fue parcialmente compensada por el aumento de 3.4% en los concentrados de Southern, el segundo mayor productor. En el primer caso, la caída obedeció al menor mineral recuperado durante marzo debido a la elevada cantidad de elementos contaminantes, mientras que en el segundo el aumento se explica por el mayor mineral tratado en su unidad Toquepala, luego de la ampliación de su concentradora culminada en agosto del 2002.



Por último, **la Manufactura Primaria mostró una caída de 6.1% durante el 1T03** luego de la recuperación mostrada durante el 4T02. **Todas las industrias reportaron resultados negativos, con excepción de la refinación de azúcar**, resaltando la significativa contracción en la producción de harina y aceite de pescado ante la ya comentada escasez de materia prima (anchoveta). Asimismo, la fundición de metales no ferrosos cayó 3.4% debido a la menor producción de cobre blister por parte de Southern Perú. De otro lado, la refinación de azúcar (+8.6%) continuó con su tendencia positiva gracias a las inversiones realizadas por los operadores privados en las ex cooperativas azucareras, lo que ha permitido incrementar la disponibilidad de materia prima (caña) y los índices de recuperación.

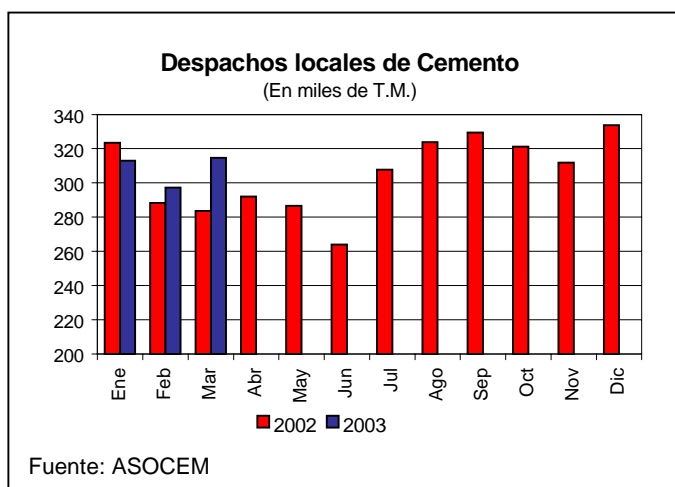
### 1.1.2. Sectores no primarios

**La Manufactura No Primaria registró un crecimiento de 7.3% durante el 1T03, en línea con las tasas de expansión superiores al 5.0% que viene reportando desde julio del 2002.** Las ramas industriales que mostraron un mayor dinamismo fueron las de textiles, confecciones, papel y minerales no metálicos. El crecimiento de la industria textil (+27.3%) y de confecciones (+9.0%) obedece principalmente a la mayor demanda externa, específicamente a las mayores exportaciones al mercado estadounidense gracias a los beneficios arancelarios obtenidos en el marco del ATPDEA. Como se recuerda, **desde octubre del 2002 las exportaciones de textiles y confecciones ingresan con arancel cero al mercado de EE.UU.** (anteriormente pagaban en promedio un arancel de 21%), lo que les ha permitido ganar competitividad frente a los textiles centroamericanos y mexicanos que ya contaban con este beneficio. De otro lado, **el**



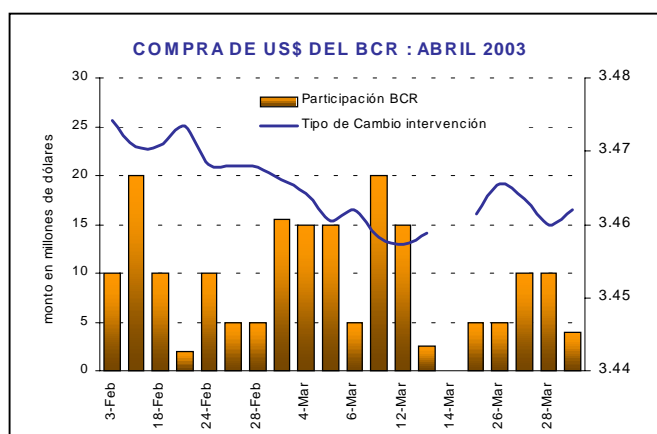


dinamismo del sector construcción ha incidido positivamente en la producción de minerales no metálicos, en particular pisos y azulejos así como cemento, aunque en este último caso también influyó las mayores exportaciones de Cementos Lima. Por su parte, el dinamismo de la industria de papel y cartón responde a la mayor demanda de cajas de cartón corrugado por parte del sector textil y de la agroindustria así como a la mayor producción de periódicos y revistas (+17.8%). Por último, si bien la rama de Alimentos, Bebidas y Tabaco no ha tenido un comportamiento uniforme, merece resaltarse la mayor actividad de la industria de gaseosas (+14.6%), cerveza (+7.2%) y lácteos (+5.4%) lo que está asociado a la sostenida recuperación del consumo privado.



El sector construcción experimentó una desaceleración durante el 1T03 (+3.5%) luego de haber estado reportando tasas de crecimiento mayores al 5.0%. A esta situación contribuyó tanto un efecto estadístico (el sector creció 10.4% durante el 102) como la huelga de los trabajadores de construcción civil realizada entre el 28 y el 31 de enero, que afectó el normal desenvolvimiento del sector. El consumo interno de cemento aumentó en 2.9%, destacando el dinamismo de las empresas que atienden el principal mercado del país como Cementos Lima (+0.3%) y Cemento Andino (+9.2%) debido, en parte, al dinamismo del programa Mivivienda. Respecto a esto último, los créditos otorgados bajo este programa durante el 1T03 (US\$27 millones) mostraron un aumento de 197% respecto al mismo período del 2002. De otro lado, la inversión pública en carreteras, medida a través del avance físico de obras, se recuperó y creció 23.1% durante el primer bimestre, resaltando los recursos destinados al Corredor Vial Interoceánico del Sur.

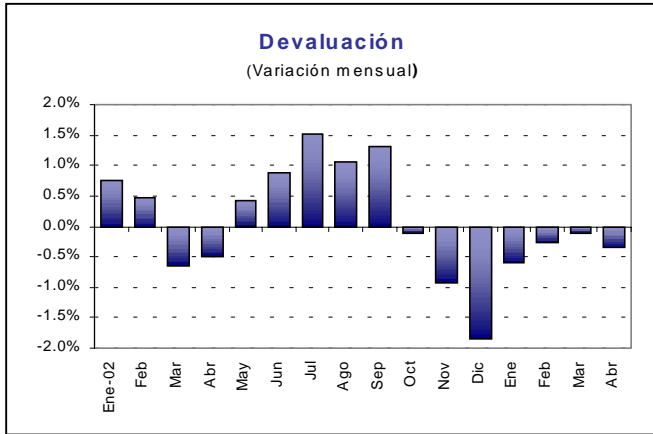
### 1.2. Sector monetario



El Nuevo Sol se apreció nuevamente respecto al Dólar en abril, por séptimo mes consecutivo, esta vez en 0.4%. La mayor oferta de dólares en la economía, producto entre otros factores de una mayor demanda de soles por parte de los agentes económicos para el cumplimiento de sus obligaciones tributarias, del significativo vencimiento de contratos forward no renovados y del ingreso de flujos de capitales privados, no logró ser compensada por el saldo deficitario de la balanza comercial ni por la participación del Banco Central de Reserva (BCR) en el mercado, que acumuló compras hasta fines de abril por US\$360 millones. Asimismo, el favorable contexto regional, explicado por un adecuado manejo económico, principalmente en Brasil y Argentina, y la mejora de los fundamentos de la economía peruana, en términos de ganancia de reservas internacionales y crecimiento del PBI, han contribuido también al moderado descenso del tipo de cambio. De esta manera, al mes de abril se acumula una depreciación de 0.7% en los últimos 12 meses, una de las más bajas de la región.

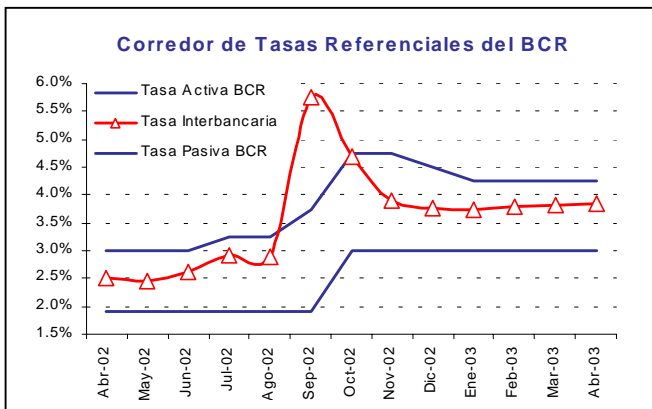


# Reporte Macroeconomico



A nivel de mercados, **en las mesas de cambios de los bancos el monto negociado en abril aumentó en 17% respecto a marzo**. El bajo nivel del tipo de cambio influyó para que las instituciones bancarias incrementen en 2% sus posiciones al contado, ubicándose en un promedio de US\$640 millones, 0.8% superiores al saldo registrado a fines del 2002. No obstante, en el mercado de financiamiento interbancario, el volumen transado disminuyó en 29%, negociándose un promedio de US\$28 millones diarios. De otro lado, la demanda de dólares por parte del público continuó recuperándose por segundo mes consecutivo, aunque las necesidades de soles para atender los pagos de obligaciones tributarias, obligó a un conjunto de agentes económicos a desprenderse de sus tenencias de dólares, provocando una mayor oferta en el mercado. En el segmento forward, la suscripción de contratos por parte del público aumentó 31%, aunque en la práctica los

contratos vencidos no lograron ser renovados en su totalidad. En este sentido, los bancos también disminuyeron sus posiciones en este segmento (-9%), ubicándose en un promedio de US\$731 millones



En cuanto al manejo de la política monetaria, el Banco Central de Reserva (BCR) mantuvo en abril **sin cambios las tasas de interés referenciales vigentes desde diciembre del 2002, en línea con el comportamiento estable que registra la tasa interbancaria, en torno a 3.8%**. En cuanto a la cantidad de dinero, en abril la liquidez del sistema bancario, medida por el saldo promedio de las cuentas corrientes que los bancos mantienen en el BCR, se ubicó en S/.211 millones, nivel ligeramente superior al rango inicialmente previsto (entre S/.190 millones y S/.210 millones).

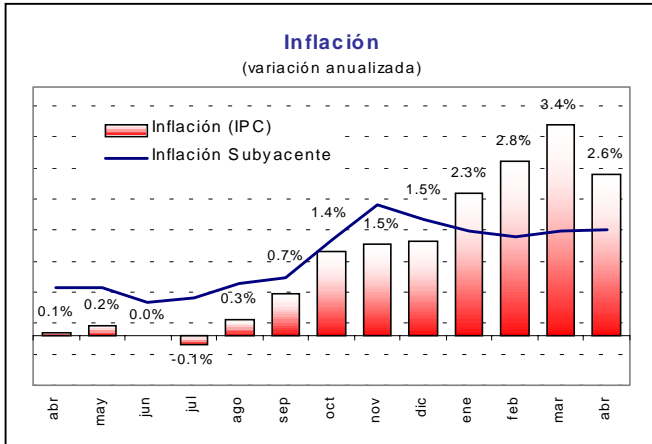
De otro lado, las tasas interbancarias en dólares disminuyeron en 40pbs, ubicándose en 1.8%, a pesar de lo cual aún mantienen una considerable distancia respecto de las tasas internacionales (1.3%).

En este último caso, la desaceleración de la economía mundial, conjuntamente con la tensión provocada por la guerra en el Medio Oriente, ha llevado a los principales bancos centrales del mundo a mantener una posición expansiva de sus políticas monetarias, situación que se espera se mantenga durante lo que resta del año.

En lo que respecta a la inflación, **el nivel de precios minorista (medido por el IPC) revirtió su tendencia alcista y cayó en abril (-0.05%), producto del impacto sobre los precios de los alimentos de la mayor oferta agrícola y, en menor medida, de los menores precios de los electrodomésticos**, tanto por ofertas de temporada como por la disminución del tipo de cambio. Compensó parcialmente este efecto el aumento de los pasajes del transporte interprovincial (incremento estacional por los días de Semana Santa), el ajuste rezagado en los precios de algunos lubricantes y pasajes, y, en menor medida, los mayores precios del vestido (cambio de estación) y de los cigarrillos (por modificación del ISC). Así, en lo que va del año, se acumuló una inflación de 1.8%, alcanzando en términos anualizados a 2.6%, nivel que se encuentra dentro del rango objetivo del BCR. Cabe destacar que si se excluyen los componentes de alta variabilidad del índice de precios, como combustibles por ejemplo, la inflación (subyacente) arrojaría una variación anualizada de 1.6% Con respecto a la inflación



# Reporte Macroeconomico

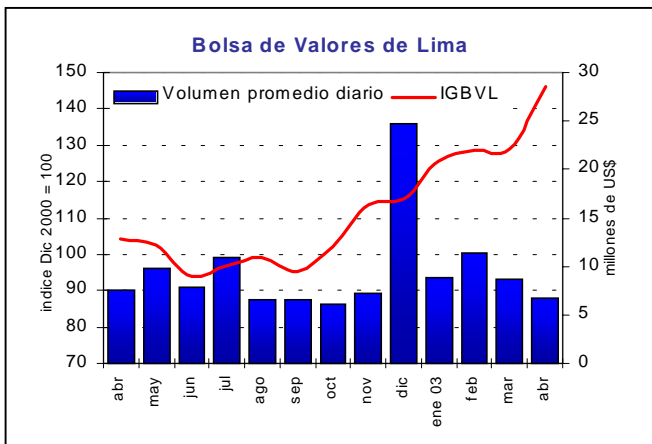


mayorista (medida por el IPM), ésta registró una caída de 0.21%, debido a los menores precios de los productos agrícolas y al menor tipo de cambio, acumulando en términos anualizados una variación de 2.5%.

Con relación al sistema bancario, **la actividad crediticia mostró un muy leve crecimiento en marzo (+0.8%), arrojando una contracción de 1.8% durante el 1T03**. Este comportamiento se explica principalmente por la caída de los saldos colocados en la industria manufacturera, en el sector transportes y comunicaciones y en entidades vinculadas a la intermediación financiera. No obstante, los créditos de consumo e hipotecarios, vinculados al comportamiento de la demanda interna, mantuvieron el dinamismo registrado desde meses atrás. Esta tendencia estuvo reforzada por

el favorable desempeño de los créditos personales y de aquellos destinados al comercio, por la mayor demanda asociada a la campaña escolar. Cabe destacar que al margen de la contracción que reportan los montos colocados, el número de sujetos de crédito aumentó 5.2% durante el 1T02, alcanzando un total de 1.6 millones de clientes

Con relación a la capacidad de pago, **la cartera atrasada se redujo en 2.3% en marzo, lo que se reflejó en una caída del ratio de morosidad, que pasó de 7.90% en febrero a 7.71% en marzo**. No obstante, este nivel se encuentra aún por encima del 7.58% registrado al cierre del 2002. Por tipo de crédito, la más baja morosidad se obtuvo en los créditos hipotecarios, que registraron un nivel de 4.92%, correspondiendo el nivel más alto a los créditos comerciales con 8.19%. Por el lado de las fuentes de fondeo bancario, los depósitos disminuyeron ligeramente (-0.2%) totalizando US\$13,516 millones. Por el contrario, el sistema aumentó por segundo mes consecutivo sus saldos adeudados, esta vez en 0.8%, alcanzando los US\$1,046 millones.



Con relación a las tasas de interés, en abril éstas reportaron un comportamiento relativamente estable, producto de un entorno regional más calmado y de los mayores saldos de liquidez con que contó el sistema. Así, con respecto a las tasas de interés en moneda nacional, las tasas activas (TAMN) se elevaron ligeramente de 20.0% a 20.3%, mientras que las tasas pasivas se redujeron de 3.5% a 3.4%. En moneda extranjera, por el contrario, las tasas activas (TAMEX) disminuyeron de 10.6% a 10.4%, mientras que las tasas pasivas (TIPMEX) se mantuvieron sin cambios, en 1.2%.

En cuanto a la actividad bursátil en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), **en abril las cotizaciones continuaron por séptimo mes consecutivo con su tendencia alcista** impulsada entre otros aspectos, por los sólidos fundamentos de la economía peruana y por la disminución sostenida de los niveles de riesgo país. De esta

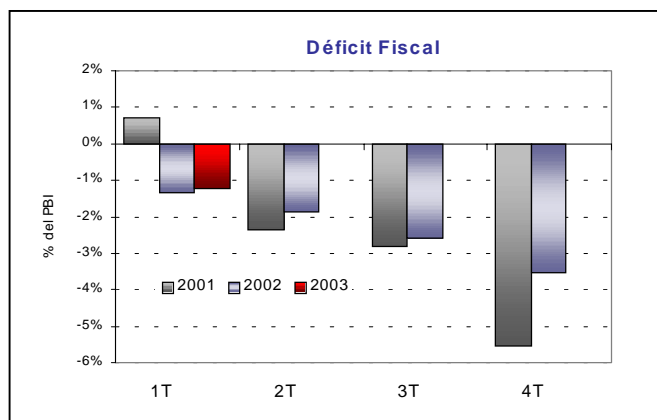
manera, se obtuvo una rentabilidad de 13.5% en el índice General y en el índice Selectivo y de 12.7% en el ISP-15. Por otro lado, la capitalización bursátil a fines de abril alcanzó los US\$14,940 millones, lo que representó un incremento de 5.6% respecto a marzo y de 18.6% respecto al cierre del año anterior. Finalmente, el monto total negociado alcanzó en abril a US\$147.2 millones, experimentando una caída de 14.7% respecto a marzo. De esta manera, el



monto promedio diario transado a través de la bolsa cayó de US\$8.7 millones en marzo a US\$7.4 millones en abril.

### 1.3. Sector fiscal

El Sector Público durante el 1T03 arrojó un déficit fiscal equivalente al 1.2% del PBI, menor al previamente programado por el MEF (1.5% del PBI) e inferior al registrado durante el 1T02 (1.3% del PBI). El significativo aumento de la recaudación tributaria, producto de las medidas administrativas de Sunat y de la recuperación de la demanda interna, y, en menor medida, la aplicación de algunos efectos contables, compensaron el aumento del gasto público. De esta manera, las cuentas fiscales arrojaron durante el 1T03 un resultado que es consistente con la meta de 1.9% del PBI de déficit fiscal para el presente año.



Durante el 1T03 los ingresos corrientes del gobierno central registraron un crecimiento de 18.4%, explicado por el aumento de 20% en la recaudación tributaria y de 7% en los ingresos no tributarios. El principal factor que explicó este resultado fue el aumento de 47% en los ingresos por impuesto a la renta, producto entre otros factores, del agotamiento de saldos a favor de los contribuyentes, del uso de un mayor coeficiente para el cálculo de los pagos a cuenta, del positivo desempeño de la actividad económica y de las acciones de fiscalización emprendidas por Sunat. Esto último, conjuntamente con los nuevos sistemas de retención, percepción y detracción implementados por Sunat, impulsaron la recaudación de los impuestos vinculados a la demanda interna, como el IGV y el ISC, en 20% y 13% respectivamente. Por su parte, los impuestos vinculados al comercio

exterior, también registraron una evolución positiva impulsados por el dinamismo de las importaciones.

En abril la recaudación tributaria registró un aumento por noveno mes consecutivo (6.8%). Este resultado se explicó nuevamente por el efecto favorable de las medidas de ampliación de la base tributaria y por las acciones de fiscalización, aunque influyó negativamente la decisión del Banco de la Nación de adelantar la acreditación de parte los ingresos por regularización del impuesto a la renta al cómputo de la recaudación de marzo (esto explicó parte del aumento de 40.1% de la recaudación en dicho mes). Si aislamos ambos efectos, el crecimiento de la recaudación en abril hubiera sido de 14.6%.

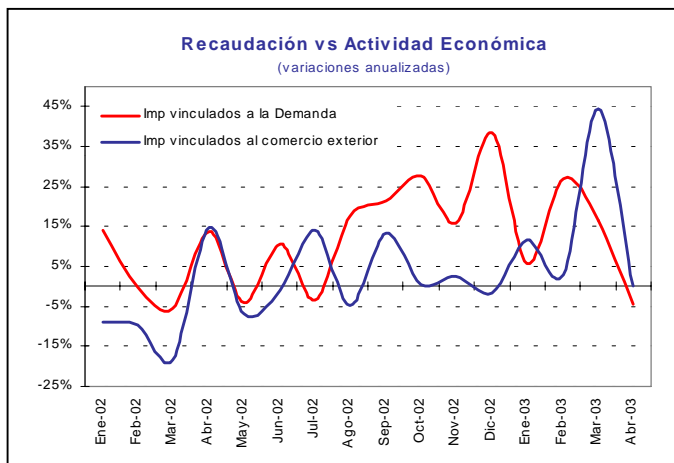
Contrariamente a lo registrado durante el 1T03, en abril los impuestos vinculados a la demanda doméstica experimentaron un retroceso. Así, el IGV interno cayó 0.9% luego de diez meses de aumento, debido principalmente al mayor crédito fiscal obtenido por algunas empresas importadoras de hidrocarburos que realizaron un alto nivel de importaciones de petróleo en marzo. Asimismo, incidió el adelanto de la recaudación efectuada en marzo, que incluyó también pagos de IGV interno. Cabe destacar que si excluimos este último efecto la recaudación por IGV interno hubiera experimentado un aumento de 12.3%. Finalmente, influyó la mayor base estadística de comparación, ya que en abril del 2002 se computaron pagos pendientes de febrero y marzo generados a raíz del debate sobre la Ley del Resit. Estos efectos





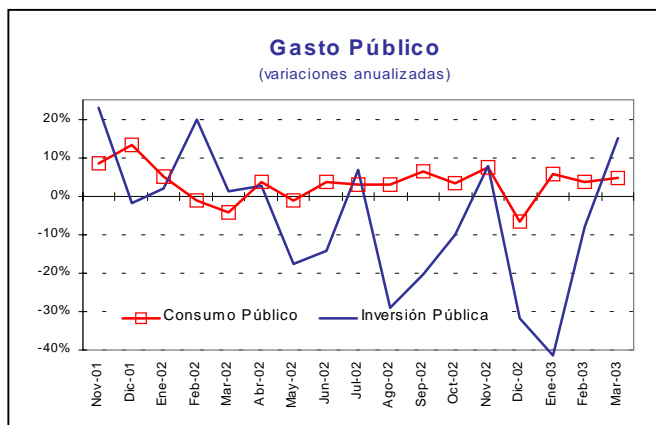
# Reporte Macroeconomico

negativos fueron contrarrestados en parte por el resultado positivo de la actividad económica en marzo, reflejado en el aumento de 8.3% en las ventas gravadas declaradas por los principales contribuyentes, por la mayor productividad de las acciones de fiscalización, así como por el efecto positivo de las medidas de ampliación de la base tributaria. Con relación a esto último, en abril se registraron ingresos por S/.125 millones provenientes de 1,607 agentes retenedores.



Por su parte, la recaudación del ISC interno se contrajo en marzo en 18.9%, debido el menor número de cuotas acreditadas así como al efecto negativo del alza de los precios de los combustibles a lo largo de enero y febrero. Los impuestos vinculados al comercio exterior reportaron también una caída de 5.5% en abril, debido al menor número de días hábiles respecto a abril del 2002, lo cual no logró compensar el aumento que por octavo mes consecutivo registraron las importaciones (+8.8% en abril). Por el contrario, la recaudación por impuesto a la renta continuó registrando un significativo dinamismo al aumentar 19.4% en abril. Este resultado se explica por los mayores pagos de regularización, que entre enero y abril alcanzaron a S/.981 millones siendo 80.7% superiores a los registrados durante el año 2002, producto de las mayores utilidades tributarias del ejercicio fiscal 2002, de las mayores tasas impositivas (que pasó de 20% a 27%) y por los pagos extraordinarios por la venta de acciones de Backus al grupo Bavaria.

Durante el 1T03 el gasto no financiero del gobierno central registró un aumento de 8.4%, explicado por el incremento de 15% en las transferencias, seguido del mayor consumo público (+4.7%). Este impulso fue compensado parcialmente por la caída de 7.4% de la inversión pública, la cual acumula cuatro trimestres arrojando variaciones negativas. El significativo aumento de las transferencias (S/.313 millones superiores a las del 1T02) estuvo asociado puesta en marcha de los gobiernos regionales, y en menor medida, a las mayores partidas presupuestales a la ONP y a los gobiernos locales (por el aumento de la recaudación). En cuanto al consumo público, el gasto en remuneraciones se elevó en 8.3% debido a los reajustes de remuneraciones en los sectores Educación, Salud, Defensa e Interior, así como a los órganos vinculados a la marcha de los gobiernos regionales. Los gastos en bienes y servicios no mostraron cambios importantes (-0.2%), mientras que en lo que respecta a la inversión pública, según el MEF, la ejecución de los proyectos representó el 59% de lo programado para el 1T03, y el 5.6% de lo presupuestado para el año. Al respecto, la Dirección General de Presupuesto Público ha señalado que este resultado obedeció a los retrasos en los desembolsos que suelen ocurrir durante el 1T debido al cierre de las cuentas fiscales del ejercicio anterior, así como a factores climáticos que hacen difícil concretar las obras públicas. En línea con lo anterior, a partir de marzo la inversión pública ha mostrado cierta recuperación por los mayores desembolsos dirigidos a la rehabilitación de carreteras, a la construcción de viviendas, al programa de equipamiento básico municipal y a transferencias para la ejecución de la Central Hidroeléctrica de Yuncán.

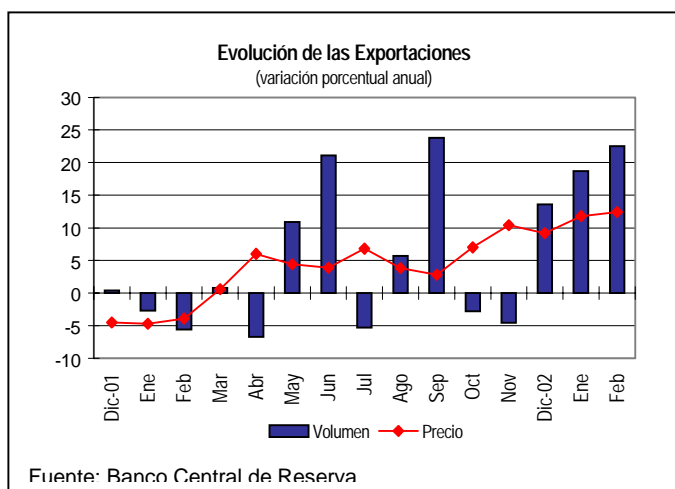




Por el lado de las necesidades de financiamiento del gobierno central, **durante el 1T03 se utilizaron recursos por US\$350 millones, de los cuales el 73% se destinó al pago de amortizaciones de deudas y el 27% restante al financiamiento del déficit fiscal.** Por fuentes de financiamiento, durante el 1T03 ingresaron cerca de US\$832 millones por fuentes externas, de los cuales el 90% correspondió a la colocación de bonos globales en el mercado internacional, y el saldo a organismos multilaterales. Cabe recordar que para este año el Perú ha inscrito en el mercado internacional emisiones por US\$1,000 millones, de los cuales resta un saldo por colocar de US\$250 millones. En menor medida se utilizaron recursos provenientes del proceso de privatizaciones y concesiones por US\$5 millones. Como consecuencia de los mayores fondos obtenidos, cerca de US\$490 millones se depositaron en diversas instituciones (BCR, sistema bancario, entre otros).

En el caso del financiamiento interno, a fines de marzo **el gobierno realizó la primera subasta de bonos soberanos bajo el nuevo mecanismo de "creadores de mercado" o primary dealers, a fin de dinamizar el mercado de deuda pública local.** Hasta la fecha se han efectuado cuatro subastas por un total de S/.525 millones. De acuerdo con la Ley de Endeudamiento Público vigente, el Estado está facultado a colocar hasta S/.1,800 millones durante el presente año. Asimismo, el 29 de abril a través del Banco de la Nación, el MEF colocó por primera vez Letras del Tesoro por S/.150 millones a un plazo de 182 días. De acuerdo con el MEF, estos recursos no constituyen financiamiento del déficit fiscal, pues estarán destinados a cubrir la brecha estacional que se generan en los flujos de caja de corto plazo. Con ello el Estado reduciría el costo de sus sobregiros de 14% a 4.6%.

### 1.4. Sector externo



**La Balanza Comercial mostró un déficit de US\$8 millones durante el 1T03, monto menor al saldo negativo de US\$65 millones registrado durante el IT02, según cifras del BCR. El menor déficit estuvo acompañado de un incremento en el intercambio comercial, puesto que crecieron tanto las exportaciones (+28.5%) como las importaciones (+23.9%). Si aislamos el rubro combustibles, la Balanza Comercial habría registrado un superávit de US\$178 millones durante el 1T03.**

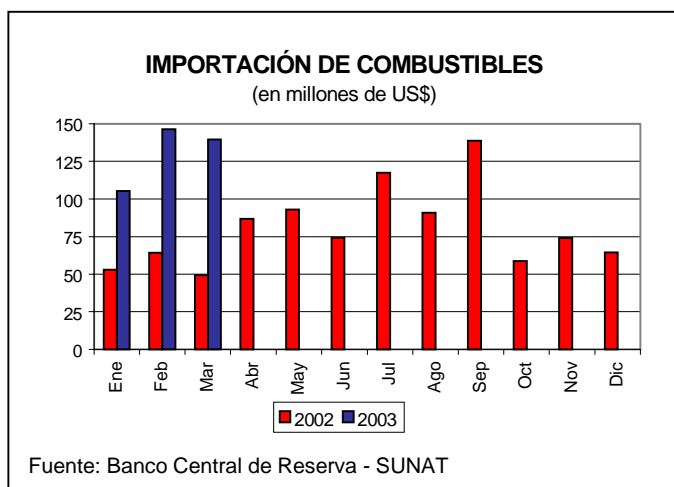
**Las exportaciones ascendieron a US\$2,028 millones impulsadas tanto por los mayores volúmenes embarcados (+16.3%) como por el alza en el precio de nuestros productos de exportación (+10.5%).** Las exportaciones tradicionales alcanzaron un monto de US\$1,424 millones, lo que representó un aumento de 36.2% respecto al 1T02. Esta expansión se sustentó en el dinamismo de las exportaciones petroleras (+128.5%), pesqueras (+102.0%) y mineras (+16.8%). En el primer caso, el incremento se explica por el alza en el precio del crudo (la cotización del Residual #6 pasó de un promedio por barril de US\$17.3 en el 1T02 a US\$26.4 en el 1T03) como consecuencia de la guerra en Iraq. En el segundo, el aumento se sustenta en las mayores volúmenes embarcados de harina de pescado puesto que los precios se mantuvieron prácticamente sin cambios. Por último, el crecimiento de las exportaciones mineras obedece casi exclusivamente a las mayores ventas de oro (US\$438



## Reporte Macroeconomico

millones), que mostraron una expansión de 40.1% sustentada tanto en el mayor volumen como en los mejores precios. Respecto a esto último, la cotización pasó de un promedio por onza de US\$290 en el 1T02 a US\$352 en el 1T03, como resultado de la mayor demanda ante los fraudes contables en EE.UU. así como por la incertidumbre mundial generada por la guerra en Iraq.

De otro lado, **el repunte de 14.6% en las exportaciones no tradicionales (US\$587 millones) descansó en el dinamismo de los sectores textil (+21.7%), químico (+23.5%) y siderometalúrgico (+25.2%)**. Las exportaciones textiles ascendieron a US\$189 millones gracias a las mayores ventas dirigidas al mercado estadounidense, en particular polos de algodón, aprovechando que la eliminación de los aranceles en el marco del ATPDEA le ha permitido a los textiles peruanos recobrar competitividad frente a los productos provenientes de México y Centroamérica. Por su parte, las exportaciones químicas (US\$70 millones) se vieron beneficiadas por las mayores ventas de lacas, colorantes naturales (marigold), óxido de zinc y fosfato dicalcico. De otro lado, las exportaciones agroindustriales (US\$133 millones) crecieron en sólo 5.5% puesto que las mayores ventas de espárragos y uvas fueron contrarrestadas por las menores exportaciones de mangos. Cabe anotar que, en el primer caso, el aumento se explica por las mayores ventas de espárragos frescos hacia EE.UU., mientras que en el caso del mango, las menores exportaciones se explican por el adelanto de cosechas debido a los potenciales efectos negativos del Fenómeno del Niño.



**En lo que se refiere a las importaciones (US\$2,036 millones), el crecimiento experimentado durante el 1T03 (+23.9%) responde principalmente a las mayores compras de combustibles (+131.2%) como consecuencia del alza del precio del petróleo en el mercado internacional.** En ese sentido la cotización del crudo WTI (que sirve de referencia para las importaciones peruanas), paso de un promedio por barril de US\$28.8 en el 1T02 a US\$34.0 en el 1T03. Si excluimos este rubro, las importaciones totales hubieran crecido en sólo 11.8%. En el nivel desagregado, las importaciones de insumos (US\$1,092 millones) fueron las más dinámicas (+35.5%) producto no sólo de las ya comentadas mayores compras de combustibles sino también por el crecimiento de 11.4% en las importaciones de insumos para la industria explicada por la reactivación que viene mostrando el sector. De otro lado, las importaciones de bienes de consumo (US\$420 millones) se expandieron en 11.0% debido, sobretudo, a las mayores compras

de bienes de consumo duradero (+21.8%), en particular, electrodomésticos (televisores, equipos de sonido) y automóviles. Esto último respondería a la mejora en las expectativas de los consumidores ante el sostenido crecimiento de la economía en los últimos meses. Finalmente, el incremento en las importaciones de bienes de capital (+16.0%) se explica exclusivamente por las mayores compras de bienes de capital para la industria, en especial maquinaria industrial y accesorios, lo que estaría vinculado a la inversión en el proyecto Camisea.

A pesar del déficit comercial registrado durante el 1T03, **las Reservas Internacionales Netas (RIN) se incrementaron al 30 de abril en US\$859 millones en lo que va del año, ubicándose en US\$10,457 millones.** Sólo en abril, el aumento fue de US\$14 millones,



producto en su mayor parte de las compras por US\$182 millones efectuadas por el BCR en el mercado cambiario. **El nivel de RIN podría continuar en aumento durante el mes de mayo producto de las intervenciones del ente emisor, así como de la probable colocación de nuevos bonos soberanos en el mercado internacional.** Adicionalmente, se espera un ingreso importante de capitales privados en lo que resta del año para el financiamiento de importantes proyectos de inversión (ej. Camisea, Alto Chicama, entre otros). Un análisis del aumento de las RIN puede ser encontrado en nuestro Reporte Semanal N°16 del 24 de abril del 2003.

## 2. Perspectivas

**El PBI mostraría una desaceleración durante el 2T03, con un crecimiento estimado cercano al 3.0%** como resultado de la combinación de dos efectos estadísticos. En primer lugar, **la actividad económica se vería afectada por el denominado "efecto calendario"**, es decir, durante abril hubieron dos días laborables menos puesto que los feriados de Semana Santa cayeron este año en dicho mes, y no en marzo como sucedió el año anterior. Cabe anotar que **este efecto es más notorio en los sectores vinculados a la demanda interna como industria y comercio.** En segundo lugar, las altas tasas de crecimiento que viene reportando la economía desde el 2T02, hace que la base de comparación sea mayor, por lo que las tasas de expansión resultan menores a pesar de un mayor nivel de actividad económica. De otro lado, es importante resaltar que la expansión del PBI seguiría explicada, por el sostenido crecimiento de la demanda interna y por el repunte de las exportaciones.

### SUPERFICIE SEMBRADA

(Miles de Hectáreas)

CULTIVOS	AGOSTO-FEBRERO		
	2001-02	2002-03	Var (%)
Arroz cáscara	271	263	-3.0
Maíz amiláceo	248	242	-2.5
Maíz amarillo duro	207	234	12.7
Papa	227	219	-3.4
Cebada	153	150	-2.5
Trigo	130	128	-2.0
Yuca	66	71	7.1
Algodón rama	58	48	-16.2
Frijol	57	48	-16.1
Otros	241	240	-0.6
<b>TOTAL NACIONAL</b>	<b>1658</b>	<b>1641</b>	<b>-1.0</b>

Fuente: Ministerio de Agricultura

**La producción agrícola continuaría mostrando modestas tasas de crecimiento durante el IIT03 debido fundamentalmente a la caída en las áreas sembradas que contrarrestarían la mayor productividad reportada en algunos cultivos.** En cuanto al primer punto, cabe señalar que las áreas sembradas en el período agosto 2002-febrero del 2003 se redujeron en 1.0%, en particular en cultivos como arroz (-3.0%) y papa (-3.4%). Es importante resaltar que la sobreproducción registrada en estos dos cultivos entre abril y mayo del 2002 explicaron el importante incremento del PBI agrícola durante el 2T02. En cuanto al segundo, se espera que continúe aumentando el rendimiento de la caña de azúcar y el maíz amarillo duro, producto de la inversión privada en las ex cooperativas azucareras y el uso de semillas de mejor calidad, respectivamente. En lo que se refiere a los cultivos no tradicionales, se espera que continúe la tendencia positiva en la producción de uva, estimándose que en la presente campaña de exportación que culmina en mayo se alcance un incremento de 50% en el volumen exportado.

El sector Pesca mostraría una caída durante el 2T03, en particular en las especies destinadas al Consumo Humano Indirecto (CHI), a pesar que la pesca de anchoveta en la región centro-norte fue reabierto a partir del 3 de abril, primero a través de una pesca exploratoria, y luego mediante un régimen provisional de pesca. En ese sentido, **el Ministerio de la Producción ha dispuesto una cuota de captura del recurso anchoveta de 3 millones de TM para la temporada pesquera abril-julio del 2003.** Sin embargo, durante el mismo período del 2002 el desembarque de anchoveta alcanzó 4.7 millones de TM, por lo que por más que se capture el

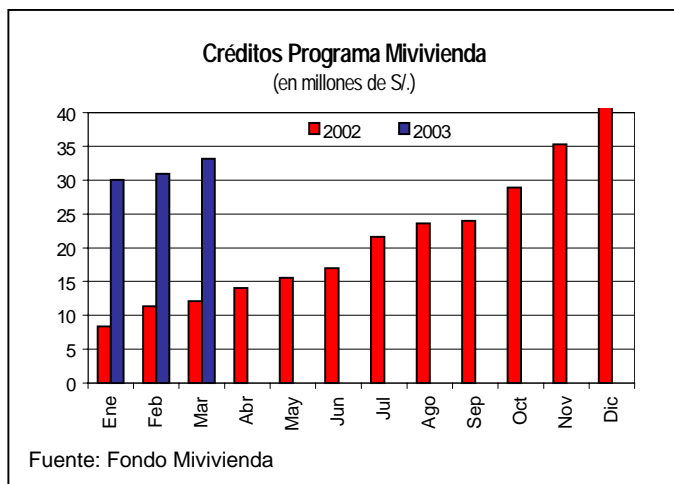




## Reporte Macroeconomico

íntegro de la cuota asignada, el nivel de desembarque de esta especie sería menor en 36.7%. De otro lado, en lo que se refiere a la pesca para CHD, ésta continuaría reportando mayores niveles de actividad respecto al 2T02, gracias a la mayor disponibilidad de especies destinadas a la industria de enlatado como jurel, caballa y, en menor medida atún, así como a las mayores capturas de pota, que se ha convertido en el principal insumo de la industria de congelado, dado que la merluza viene atravesando por un período de recuperación de su biomasa.

**El sector minero continuaría con su tendencia positiva durante el 2T03, comportamiento que estaría sustentado principalmente en el dinamismo de la producción de oro.** Al respecto cabe anotar que la principal empresa, Minera Yanacocha, tiene previsto alcanzar una producción de 2.5 millones de onzas durante el 2003, superior en 7.3% a los 2.33 millones obtenidas durante el 2002, gracias al aporte de su unidad Chaupiloma Oeste. Por su parte, el segundo productor, Barrick Misquichilca tiene previsto alcanzar una producción de 900,000 onzas en su mina Pierina, similar a la obtenida en el 2002, aunque su producción durante el IIT03 sería superior a la del IIT02 puesto que actualmente vendría explotando zonas de mayor ley. Asimismo, los altos precios del oro (alcanzó un promedio de US\$345 por onza entre enero y abril) continuarían impulsando la producción de las pequeñas y medianas auríferas. De otro lado, sólo se espera un crecimiento marginal de la producción de cobre, puesto que de las empresas más importantes sólo Cerro Verde, propiedad de Phelps Dodge, viene registrando un incremento importante en su producción mientras que aún no hay una fecha definida para la reapertura de la planta de sulfuros de BHP Tintaya. Por último, la producción de zinc mostraría una ligera caída como consecuencia de leyes de mineral ligeramente por debajo de lo previsto en Antamina y los bajos precios del zinc en el mercado internacional.



La manufactura primaria mostraría una ligera caída durante el 2T03 producto de la esperada menor producción de harina y aceite de pescado. Como mencionamos anteriormente, estimamos una caída cercana al 30% en la captura de anchoveta, principal insumo de la industria reductora. Esta contracción sería compensada parcialmente, por la mayor producción de azúcar refinada y de refinación de petróleo. En el primer caso, el aumento se debería a la mayor disponibilidad de caña de azúcar, mientras que en el segundo a la recuperación de la demanda una vez normalizado el precio de los combustibles en el mercado local.

**El sector construcción aceleraría su ritmo de crecimiento durante el 2T03 gracias al dinamismo alcanzado por los programas de vivienda impulsados por el gobierno** (Mivivienda y Techo Propio) así como por el crecimiento de la autoconstrucción.

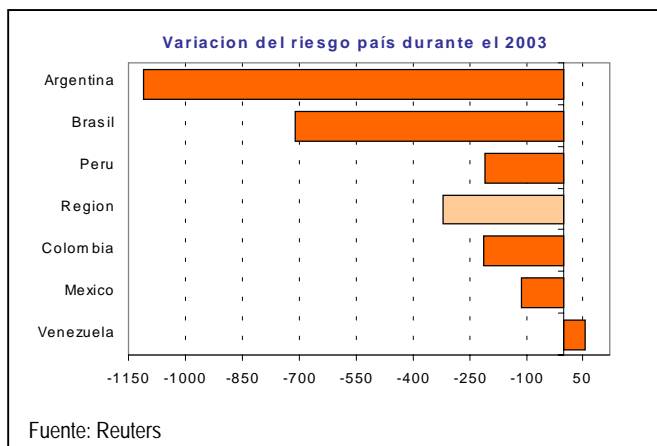
Asimismo, el hecho de que el 2T02 haya sido el de menor actividad del año anterior permitiría contrarrestar los efectos negativos del denominado efecto calendario.

**El consumo interno de cemento alcanzaría un promedio mensual de alrededor de 300,000 TM durante el 2T03**, lo que representaría un incremento de 4.9% respecto al mismo período del año anterior. La mayor actividad continuaría concentrada en Lima, considerando que el 80% de los créditos hipotecarios se otorgan en la capital del país. Otro factor que contribuirá al crecimiento del sector es la tendencia creciente de los créditos bajo el programa Mivivienda, que durante el 1T03 alcanzaron US\$27 millones, triplicando los otorgados durante el 1T02. Finalmente, en lo que se refiere a la inversión pública, durante el 1T03 se ejecutó el 81% del



monto presupuestado para las obras a cargo del Ministerio de Transportes y Comunicaciones (S/.206 millones), esperándose que los desembolsos se incrementen a partir de mayo.

**La manufactura no primaria registraría una importante desaceleración durante el 2T03 respecto a la tasa de expansión superior al 5% registrada en los últimos cuatro trimestres.** Este comportamiento estaría explicado principalmente por factores estadísticos, como el ya comentado efecto calendario en abril, y por una mayor base de comparación. Al respecto, cabe señalar que desde el 2T02 se observa una sostenida recuperación de la manufactura no primaria, impulsada por la recuperación de la demanda interna, a la que se agregó, desde el 4T02, los efectos positivos del ATPDEA sobre el sector textil. **En términos desagregados, las ramas industriales que liderarían el crecimiento serían las de Textil y Confecciones, Químicos, Plásticos y Minerales no metálicos.** En el primer caso, se espera que continúe la tendencia creciente de las exportaciones de confecciones al mercado estadounidense gracias a los beneficios arancelarios del ATPDEA. Por su parte, la industria química continuaría reportando resultados positivos gracias a la mayor demanda de insumos químicos proveniente de la industria textil y de explosivos para las empresas mineras, en particular las auríferas. De otro lado, continuaría el dinamismo en la industria de plástico, explicada por el incremento de las exportaciones de preformas "pet", telas plásticas y pisos vinílicos a Centroamérica así como por la mayor actividad del sector construcción que viene incrementando la demanda de tuberías de PVC y cables plásticos. Esto último mantendría también el crecimiento que viene registrando la industria de minerales no metálicos, en particular en la producción de cemento y cerámicos (pisos y azulejos) beneficiados por el dinamismo del programa Mivivienda.



**En lo que respecta al sector fiscal, para mayo se espera un nuevo repunte de la recaudación tributaria (+8% aproximadamente),** gracias al inicio de los pagos por el anticipo adicional del impuesto a la renta, a las medidas administrativas implementadas por SUNAT, las cuales podrían ser ampliadas con la incorporación de nuevos productos, 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 anuales). En función de lo anterior, hemos elevado nuestro estimado de crecimiento de la recaudación de 5.0% a 6.5% para este año<sup>1</sup>. No obstante, creemos que no se debe dejar de lado que el esfuerzo principal debe enfocarse a racionalizar las exoneraciones, lo que permitirá, entre otros factores, incrementar sostenidamente la presión tributaria.

**En lo que respecta al gasto público, el ritmo de crecimiento experimentado durante el 1T03 (8.4%) prácticamente duplica las proyecciones oficiales de crecimiento para este año (4.5%), reflejando principalmente mayores costos operativos por el funcionamiento de los gobiernos regionales.** Tal como lo advertimos en nuestro reporte macroeconómico anterior, de continuar esta tendencia, este hecho podría representar un serio factor de riesgo para alcanzar la meta fiscal, razón por la que consideramos de suma importancia que el

<sup>1</sup> Cabe anotar que la estimación oficial de crecimiento de la recaudación es de 6.7% para el 2003.

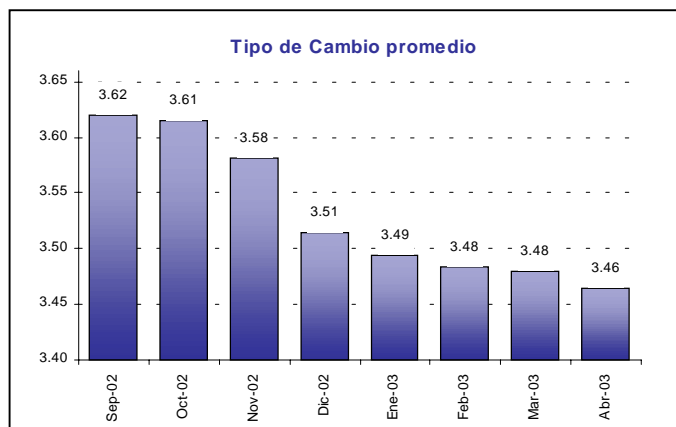


## Reporte Macroeconomico

gobierno central agilice las negociaciones con los gobiernos regionales a fin de racionalizar las exoneraciones tributarias e impulsar, finalmente, el proceso de privatizaciones y concesiones, el cual hasta la fecha ha sido prácticamente dejado de lado. Si bien en el corto plazo, la posición del financiamiento del sector público no se encuentra tan estrecha, creemos que lo más prudente es mantener una posición neutra de la política fiscal, sobre todo si consideramos las mayores presiones sociales (salud y educación principalmente), y ciertas propuestas sectoriales (aranceles, IGV) provenientes del mismo gabinete. Al respecto, el MEF planea llevar a cabo un plan de reestructuración del gasto corriente que permita reorientar el destino del gasto hacia la inversión pública. Estimaciones oficiales apuntan a que este plan implicaría ahorros al Estado por S/.45 millones anuales. Más adelante, se evalúa crear un sistema de compras estatales que genere ahorros adicionales al Estado por el uso de economía de escala. Cabe recordar que en el mediano y largo plazo, mantener un elevado déficit fiscal, conjuntamente con el peso del servicio de la deuda externa, comprometería la sostenibilidad de las cuentas públicas.

Con respecto al financiamiento del sector público, **la favorable evolución de la percepción de riesgo hacia la región permitiría al gobierno peruano acceder nuevamente a los mercados internacionales de deuda**, dado que el Perú cuenta con una emisión de Bonos Globales ya inscrita y pendiente de colocar por US\$250 millones. 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. Al 30 de abril, el riesgo país cayó en 207pbs, ubicándose en 407pbs.

**Respecto al proceso de privatizaciones y concesiones, la situación continúa sin mayores definiciones.** En este sentido, la falta de reglas de juego claras (aún no ha sido puesta al debate en el Congreso la Ley de Promoción de la Inversión Privada en las Regiones) podría retrasar el proceso de inversión al interior del país, desaprovechando los favorables indicadores económicos que podrían impulsar este proceso. Según el Consejo Nacional de Descentralización (CND), los proyectos especiales transferidos por el Estado a las regiones (9 en total) involucran casi US\$5,000 millones en activos. Estos proyectos requieren de inversiones no menores a los US\$1,000 millones para culminar su ejecución. Por ello, creemos que el gobierno tiene una ardua tarea, que pasa por la coordinación con los gobiernos regionales y por la búsqueda de un consenso con algunas fuerzas políticas opositoras.



Con relación al financiamiento interno, **para el mes de mayo se tiene programada la subasta de bonos soberanos por S/.150 millones.** No obstante, tal como sucedió en las dos primeras emisiones, es posible que el gobierno amplíe el monto a emitir, dependiendo del nivel de aceptación que reporten los papeles al momento de su colocación.

**Con relación al sector monetario, creemos que el progresivo descenso de los precios de los combustibles y la estabilidad relativa del tipo de cambio, deberían permitir que la inflación se ubique dentro de los estándares establecidos en el marco del esquema de meta explícita de inflación (2.5%, con un rango de más menos un punto porcentual).** Así, estimamos que para mayo la inflación bordearía 0.15%, producto del aumento temporal



de los precios de algunos alimentos como consecuencia del paro realizado por los transportistas de carga, así como por el reajuste de las tarifas eléctricas (2%) y la una leve depreciación del Nuevo Sol respecto del Dólar. Al margen de los anterior, creemos que existe la posibilidad de que la inflación pudiera ser negativa en mayo dependiendo de la magnitud en que se reduzcan los precios de los combustibles.

De esta manera, el ente emisor continuaría con un manejo moderadamente flexible de la política monetaria, manteniendo saldos holgados de liquidez en el sistema bancario y buscando que la tasa de interés interbancaria se mantenga en niveles bajos.

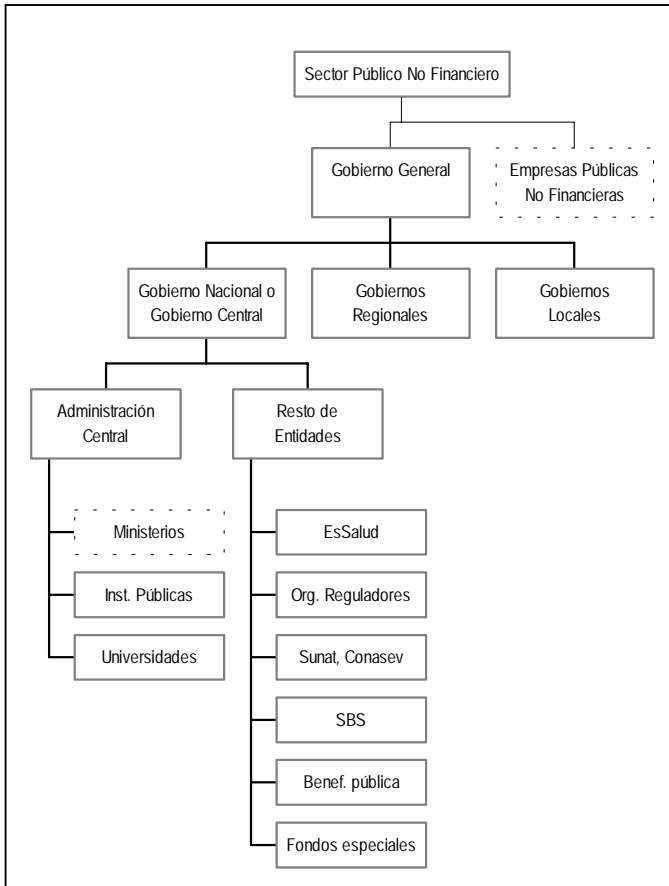
**Con respecto al tipo de cambio**, las perspectivas favorables en torno a los fundamentos económicos y un contexto regional más estable se han reflejado en un significativo descenso de las expectativas depreciatorias, lo que continuaría explicando la relativa estabilidad del Nuevo Sol. Considerando estos factores **nuestras perspectivas apuntan a que el tipo de cambio oscilaría en un rango comprendido entre S/3.465 y S/3.49 durante el 2T03**, no descartándose una activa participación del BCR ante factores que presionen hacia una caída importante del tipo de cambio. Cabe advertir que los factores de riesgo que podrían provocar un aumento de la volatilidad cambiaria están asociados, en el plano externo, a 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 103, mientras que en el plano interno, a un marcado deterioro del escenario político, donde el exceso de "ruido" afectarían las perspectivas de inversión y podría socavar los ya bajos niveles de aprobación presidencial, lo que haría peligrar la gobernabilidad del país. Finalmente, la posibilidad de que el BCR amplíe los límites de inversión en el exterior a las AFP, podría evitar una mayor apreciación del Nuevo Sol en el corto plazo.

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 por un tiempo más. Ello debido a que, como lo pronostica el FMI en su último informe, las razones que explican la desaceleración del crecimiento harían que el ritmo de recuperación sea más lento que el previsto.





### 3. Análisis de la nueva Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal



En nuestro último Reporte Macroeconómico (5.2.2003) realizamos un análisis de la sostenibilidad fiscal de la economía peruana, motivados, básicamente, por conocer la viabilidad de las cuentas del sector público en el mediano plazo. Nuestra principal conclusión, apuntaba a la necesidad de realizar un ajuste fiscal importante que incorpore tanto un incremento sostenido de los ingresos fiscales cuanto un control estricto de los gastos no financieros, para evitar que se genere una trayectoria insostenible de la deuda pública en el mediano plazo. En esa misma línea, el presente informe evalúa la importancia para un país, como el Perú, de contar con reglas fiscales, que le permitan mantener una trayectoria sostenible de sus cuentas fiscales en el mediano plazo. Asimismo, analizamos la recientemente publicada Ley que modifica la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal.

#### Reglas de política económica

En el mundo de hoy, cada vez más se emplean reglas en materia de política económica. Por ejemplo, en el tema monetario, desde inicios de los años 90, un número cada vez más creciente de bancos centrales ha adoptado el esquema de Metas de Inflación Explícito o Inflation Targeting. En el caso del Perú, el Banco Central de Reserva (BCR) lo hizo en enero del 2002. Por su parte, en materia fiscal, la tendencia ha sido la misma, imponer reglas de política con el objetivo de reducir y/o eliminar los déficit fiscales.

En general, se ha demostrado que el cumplimiento de reglas de política económica ha otorgado mayor credibilidad al hacedor de política (policymaker), garantizando de esta manera que los fundamentos de la economía sean predecibles por los agentes económicos a pesar del cambio de gobierno.

En esta parte del mundo, en la cual sucesivos gobiernos se han visto tentados a utilizar las arcas fiscales como aceleradores de corto plazo de la economía, con el fin, por ejemplo, de ganar elecciones; y con el consecuente descalabro económico posterior; las reglas fiscales constituyen un candado a tal desequilibrado manejo de política fiscal.

Mientras menos reputación tenga un gobierno, en materia de política económica, más necesario será el uso de reglas en lugar de discreción en su accionar de política. Por ello, es más necesario el uso de reglas en los países emergentes que en los países desarrollados.

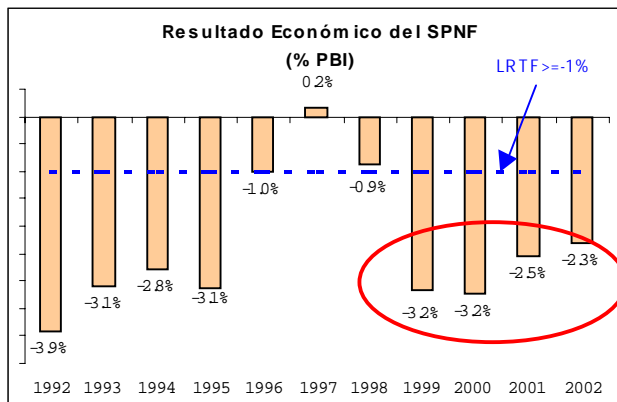
Es indispensable que una regla de política sea simple y fácil de auditar. Paralelamente se debe contar con normas de transparencia que permitan a los agentes económicos ejercer un control sobre el cumplimiento de la misma. Asimismo, para generar mayor credibilidad, una regla debe tener algún mecanismo de accountability, es decir, el encargado de llevar a cabo la política económica, en el caso del área monetaria el Banco Central y en el caso de la política fiscal el



# Reporte Macroeconomico

Tesoro Público, deben ser responsables de cumplir las metas pactadas, en caso contrario debe ser merecedores a una penalidad<sup>2</sup>.

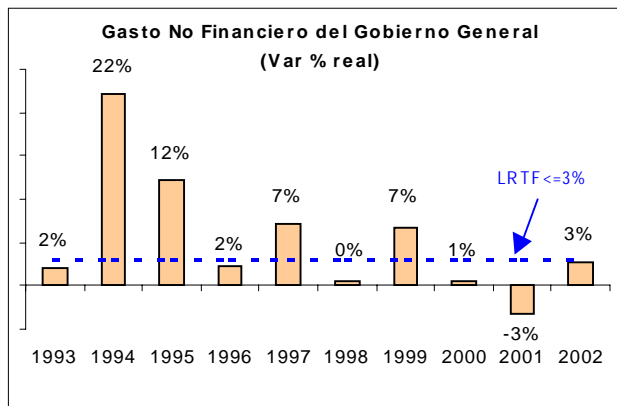
## Reglas fiscales



El objetivo de las reglas fiscales es prevenir el sesgo hacia el déficit de las cuentas del sector público y más específicamente, reducir el coeficiente de deuda pública entre PBI a niveles sostenibles. En el caso de un país federado o descentralizado, como el Perú, la aplicación de las reglas fiscales se hace no sólo a nivel nacional sino también a nivel subnacional. Una regla muy común es definida sobre el resultado económico o los requerimientos financieros del gobierno. Para mejorar la efectividad, el indicador necesita ser operacionalmente simple (consistente con una meta de deuda de mediano plazo y de fácilmente control) y flexible (con cláusulas de escape ante shocks exógenos).

## Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal

El 8 de mayo último se publicó la Ley 27958: Ley que modifica la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal (LPTF). La misma que entre otras cosas modifica la denominación de la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal por la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF).



Las principales modificaciones se pueden apreciar en el cuadro 1. El primer cambio es que las reglas macrofiscales ya no se hacen en función del Sector Público Consolidado (SPC) sino sobre la base al Sector Público No Financiero (SPNF)<sup>3</sup>. En general las reglas cuantitativas son más "estrictas" que en el caso de la LPTF. Así, por ejemplo, el gasto no financiero real del Gobierno General (GG) no debe ser mayor a 3% frente a una variación igual a la inflación promedio más 2 puntos porcentuales en la LPTF. En los años de elecciones, el déficit fiscal al primer semestre se reducirá de 50% a 40% del previsto para el año. Asimismo, se mantiene como meta para el déficit fiscal 1% del PBI como nivel máximo.

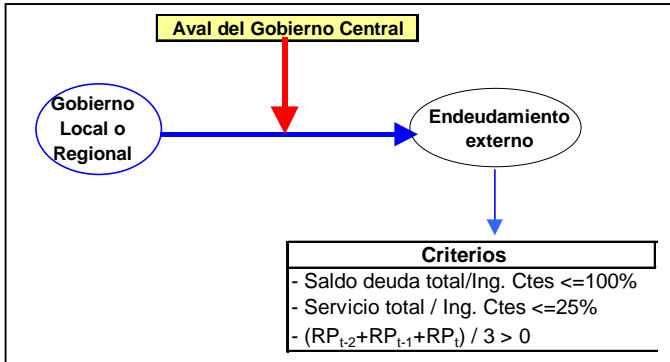
Cabe anotar, que en los últimos 10 años el crecimiento real promedio del gasto no financiero del GG fue 5,1%, y el déficit fiscal promedio fue de 2.4% del PBI. Considerando que la LRTF considera para el 2003 y 2004 déficits fiscales de 2% y 1,5% del PBI, respectivamente, y a partir del 2005 un nivel inferior a 1% del PBI, el déficit del SPNF, no podrá exceder en promedio 1,3% en los próximos 5 años; lo que definitivamente implica un ajuste fiscal significativo.

<sup>2</sup> En general, la penalidad es la pérdida de reputación del hacedor de política. En otros casos, como en Nueva Zelanda, el presidente del Banco Central paga el incumplimiento de las metas monetarias con su renuncia.

<sup>3</sup> El SPC incluye al SPNF y al BCRP.

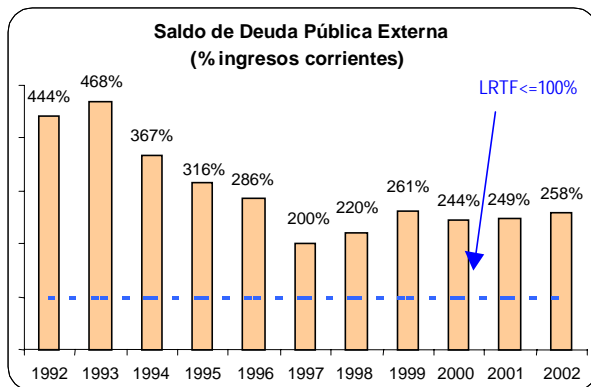


# Reporte Macroeconomico



Los temas incorporados a la LRPF pueden ser vistos en la cuadro 2. Un punto muy importante es el establecimiento de reglas fiscales para los gobiernos locales y regionales, así como su respectivo marco de *accountability*. Así, por ejemplo la ley contempla que todo endeudamiento externo debe contar con el aval del gobierno y debe ser destinado únicamente a proyectos de infraestructura pública. Los criterios de desempeño son tres: (i) el ratio *stock* de deuda total entre los ingresos corrientes no debe superar el 100%, (ii) el ratio servicio de la deuda entre los ingresos corrientes no debe superar el 25%, y (iii) el promedio de los resultados primarios de los tres últimos años no debe ser negativo.

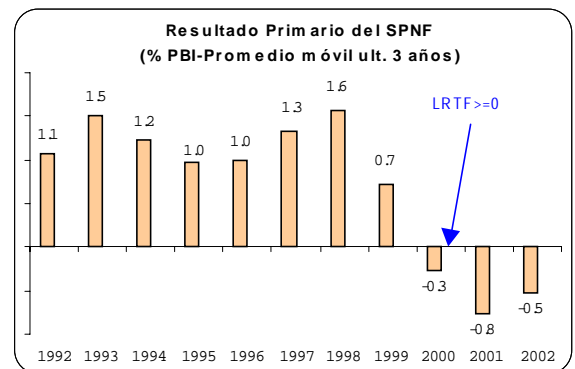
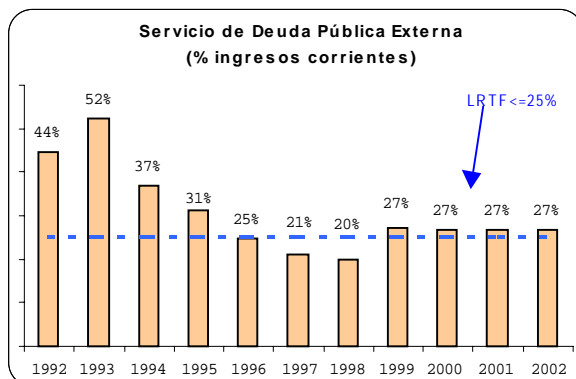
Al respecto es bueno indicar que si le aplicamos las mismas reglas al SPNF tendríamos que en los últimos 5 años el ratio promedio del saldo de deuda externa (no la total) entre ingresos corrientes ha sido 246%, el promedio del servicio de deuda externa como porcentaje de los ingresos corrientes fue 26% (muy cercano al 25% que exige la LRPF) y el resultado primario promedio (de los últimos tres años) fue 0.1% del PBI.



## Reflexiones Finales

Como hemos visto, **si bien la literatura económica reconoce el establecimiento de reglas fiscales como un elemento muy importante** para países emergentes como el Perú, más importante aún es **el cumplimiento de las mismas**. En el Perú, **la LPTF se incumplió desde su promulgación**, por lo que en términos prácticos quedó en "letra muerta". Precisamente, **una debilidad** de la actual LRTF es **la falta de mecanismos de control o accountability**, que permitan a la sociedad en su conjunto ejercer una vigilancia estricta y de responsabilizar, si fuera el caso, al hacedor de política del incumplimiento de la Ley. Finalmente, y no menos importante, es el ajuste fiscal

necesario que debe realizar el gobierno en los próximos años para cumplir la LRTF y mejorar la sostenibilidad de la deuda pública, como lo mencionamos en nuestro último reporte.





Cuadro 1. Modificaciones a la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal

Original	Modificaciones
Las reglas macrofiscales hacían referencia al Sector Público Consolidado (SPC= SPNF + BCRP)	Las reglas macrofiscales hacen referencia al Sector Público No Financiero (SPNF)
Incremento anual del gasto no financiero real del Gobierno General (GG) tendrá que ser $\leq$ la inflación promedio anual +2 puntos porcentuales.	Incremento anual del gasto no financiero real del Gobierno General (GG) tendrá que ser $\leq$ 3%. Determinado sobre la base del deflator implícito del PBI.
En los años de elecciones presidenciales el déficit fiscal (DF) del SPC al 1er Sem. $\leq$ 50% que el DF previsto para ese año.	En los años de elecciones presidenciales el déficit fiscal (DF) del SPNF al 1er Sem. $\leq$ 40% que el DF previsto para ese año.
En caso de emergencia nacional, con aprobación del Congreso de la República, se pueden suspender las reglas fiscales por el año fiscal.	En caso de emergencia nacional, con aprobación del Congreso de la República, se pueden suspender las reglas fiscales hasta por un máximo de tres años.  Adicionalmente: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Los topes máximos a establecerse en dicho período deberán contar con la aprobación del Congreso.</li> <li>• En caso exista evidencia suficiente que el PBI real está decreciendo se permitirá: <math>1\% \leq DF \leq 2.5\%</math>, hasta por un máximo de tres años.</li> <li>• En los años siguientes al período de excepción el DF se reducirá por lo menos 0,5% del PBI por año hasta llegar a un DF de 1%.</li> </ul>
Constituyen recursos del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF): <ul style="list-style-type: none"> <li>• Exceso en los ingresos corrientes provenientes de recursos ordinarios mayor a 0.3% del PBI del promedio de los últimos tres años.</li> <li>• 75% de ingresos netos de venta de activos por privatización.</li> <li>• 50% de ingresos netos por concesiones.</li> </ul> <p>Si los fondos acumulados en el FEF son <math>\geq</math> 3% del PBI, el exceso será destinado al Fondo Consolidado de Reservas (FCR) o al pago de deuda pública.</p>	Constituyen recursos del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF): <ul style="list-style-type: none"> <li>• Superávit fiscal (SF) del SPNF</li> <li>• 10% de ingresos netos de venta de activos por privatización.</li> <li>• 10% de ingresos netos del pago inicial por concesiones.</li> <li>• 30% de los ingresos netos por regalías por la explotación de recursos naturales no renovables de propiedad del Estado</li> </ul> <p>Si los fondos acumulados del FEF son <math>\geq</math> 2% del PBI, el exceso será destinado al pago de deuda pública.</p> <p>El primer trimestre de cada año el Ministerio de Economía (MEF) deberá publicar el detalle de los ingresos y egresos del FEF.</p>
El MMM incluye, entre otras cosas, las medidas de política y los estimados de los resultados del Gobierno Central (GC) y del SPC.	El MMM incluye, entre otras cosas, las medidas de política y los estimados de los resultados del Gobierno Nacional (GN), Gobiernos Regionales y Locales, empresas públicas y del SPNF.
El MMM incluye las previsiones para los próximos tres años de: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Las proyecciones de ingresos y gastos fiscales</li> </ul> <p>“El Poder Ejecutivo deberá remitir al Congreso de la República el MMM, conjuntamente ...”</p>	El MMM incluye las previsiones para los próximos tres años de: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Las proyecciones de ingresos y gastos fiscales del GG, gobiernos regionales y locales, mostrando la composición de sus gastos.</li> <li>• Indicadores que evalúen la Sostenibilidad Fiscal en el mediano y largo plazo.</li> </ul> <p>“El Poder Ejecutivo deberá remitir al Congreso de la República, para su aprobación, el MMM, conjuntamente ...”</p>



**Cuadro 2. Incorporaciones a la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal**

Reglas fiscales para los gobiernos regionales y locales:

- Los Planes de Desarrollo Regionales Anuales deben estar de acuerdo a lo previsto en el Marco Macroeconómico Multianual (MMM)
- El financiamiento externo deberá tener el aval del Estado y será destinado exclusivamente a infraestructura pública.
- Criterios cuantitativos de endeudamiento:
  - El saldo de deuda total entre los ingresos corrientes será  $\leq 100\%$
  - El servicio de deuda total entre los ingresos corrientes será  $\leq 25\%$
  - El promedio del resultado primario (RP) de los últimos tres años será  $\geq 0$

Medidas correctivas

- Luego de la aprobación del Presupuesto Anual del Sector Público (PASP), el MEF deberá **trimestralizar** los ingresos y gastos.
- Si en un trimestre, los ingresos corrientes presupuestados **superan en más de 1.5%** a los ejecutados, los gastos del próximo trimestre deberán reducirse en un monto similar a la disminución de los ingresos o el MEF deberá tomar medidas compensatorias por el lado de ingresos.

**Accountability** para gobiernos regionales y locales:

- Ante el incumplimiento de cualquiera de las reglas fiscales se retendrá los recursos del Fondo Compensatorio Regional (FONCOR), o al Fondo de Compensación Municipal (FONCOMUN) y se destinarán, los mismos, al pago de las obligaciones del gobierno regional o local infractor.
- Los recursos del Fondo Intergubernamental para la Descentralización (FIDE) se retendrán hasta que se cumpla con lo establecido en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal"

Evaluación del Sistema Tributario:

- Junto con el PASP, el MEF presentará una evaluación del sistema tributario el mismo que deberá contener:
  - Análisis sobre rendimiento de c/impuesto
  - Análisis de montos e importancia de las exoneraciones
  - Análisis de evasión y elusión tributaria y contrabando
  - Nuevas medidas de política tributaria
  - Plan de trabajo con el fin de aumentar la recaudación

Otras disposiciones:

- El Poder Ejecutivo tiene hasta el 8 de agosto para someter a la aprobación del Congreso un plan de reducción gradual de las exoneraciones y de otros beneficios tributarios.
- El MEF tiene hasta el 9 de julio para publicar las disposiciones reglamentarias a la Ley de Responsabilidad y Transparencia 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****Estudios Económicos**

Guillermo Díaz Gazari	Gerente
Pablo Nano Cortez	Macro Real / Agricultura / Pesca
Mario Guerrero Carzo	Macro Monetaria
Luis Ferrando Miranda	Mineía/Hidrocarburos
Guillermo Kaelin	Manufactura / Comercio
Daniel Córdoba	Construcción/Inmobiliaria
Elio Tubiro	Energía / Telecom

**Wiese Sudameris Fondos**

Carlos Farro	Gerente de Inversiones	221-3828
Víctor Díaz	Analista de Inversiones	441-2129

**Wiese Sudameris S.A.B**

Boris Ljubidic Ugarte	Gerente General	
Aurelio Díaz Pro	Head Trader Renta Variable/Fja	442-9794
Bruno Calle	Head Trader Bolsa Productos	421-0940
Jairre Blanco	Trader Renta Variable	442-9965
Juho Mavla	Trader Renta Variable	441-2788

**Tesorería**

Rafael Ulosa	Gerente de División de Finanzas	211-6250
Diana M. Arce	Gerente de Tesorería	211-6247
Pablo León Prado	Jefe de Cambios	440-4401
Alfredo García Calderón	Jefe de Forwards	
Elbia Castillo Calderón	Jefe de Tesorería e Inversiones	
Nelson Cantuarias	Moneda Extranjera	
Gladys Humán	Moneda Nacional	440-9001/6460
Jorge Vilalta	Inversiones	
Guillermo Telge	Gerente de Mesa Corporativa	211-6246
Liliana Ordoñez	Mesa Corporativa	440-6003
Renzo Reveli	Mesa Corporativa	
Javier Verme	Mesa Corporativa	
Rafael Yuen	Mesa Corporativa	