



REVISION DE PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2003

El crecimiento económico se sustentará en lo sectores no primarios.

La principal debilidad del escenario proyectado se centra en la sostenibilidad fiscal

Asimismo, aún es incierta la recuperación mundial .

| | 2001 | 2002 | 2003 (e) |
|---|--------|--------|----------|
| Sector Real | | | |
| Producto Bruto Interno (var% real) | 0.6% | 5.3% | 3.6% |
| Producto Bruto Interno (en millones US\$) | 54,215 | 56,922 | 61,272 |
| Demanda Interna (var% real) | -0.1% | 4.7% | 3.4% |
| Sector Público | | | |
| Presión Tributaria (% del PBI) | 12.1% | 11.9% | 12.3% |
| Resultado Primario GC (% del PBI) | -0.7% | -0.3% | 0.2% |
| Servicio de la Deuda Externa (% del PBI) | 3.6% | 3.4% | 3.6% |
| Déficit Fiscal (% del PBI) | -2.5% | -2.3% | -2.0% |
| Sector Externo | | | |
| Exportaciones (en millones de US\$) | 7,007 | 7,647 | 8,492 |
| Balanza Comercial (en millones de US\$) | -266 | 207 | 448 |
| Balanza en Cuenta Corriente (% del PBI) | -2.2% | -2.1% | -1.5% |
| RIN (en millones de US\$) | 8,612 | 9,597 | 10,222 |
| Sector Monetario | | | |
| Inflación anual | -0.1% | 1.5% | 1.6% |
| Devaluación anual | -2.3% | 2.0% | -0.4% |
| TAMEX | 12.0% | 10.0% | 8.1% |
| TAMN | 25.0% | 20.8% | 17.1% |

ELABORACIÓN : SIEE - Banco Wiese Sudameris

- La recuperación económica mundial aún es incierta, los indicadores económicos dan señales mixtas. A nivel regional, el panorama macroeconómicos como político se muestran estables, lo que se traduce en los bajos niveles de riesgo país.
- El crecimiento de 3.6% se sustenta en la evolución de los sectores ligados a la demanda interna, destacando los sectores manufactura y comercio.
- Por segundo año consecutivo la Balanza Comercial presentaría superávit (US\$448 millones), producto del mayor intercambio comercial, dado que las exportaciones se incrementarían en 11% mientras que las importaciones lo harían en 8.1%.
- La Balanza en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos registraría un déficit de 1.5% del PBI producto del superávit comercial que sería contrarrestado por un déficit en la balanza de servicios.
- El resultado de la Balanza de Pagos reflejaría el incremento de las Reservas Internacionales Netas en US\$625 millones, las mismas que alcanzarían los US\$10,222 millones. Las RIN serían equivalentes a 15.2 meses de importaciones y 6.8 veces las amortizaciones anuales de deuda pública.
- La brecha fiscal se mantendría en 2.0% del PBI, destacando el superávit primario de 0.2% del PBI, producto de la mejora en la recaudación tributaria.
- La inflación anual se ubicaría en 1.6%, muy cerca del límite inferior del rango meta fijado por el Banco Central de Reserva (1.5%-3.5%).



Introducción

El presente reporte es una actualización de las proyecciones para el año 2003, inicialmente publicadas el 06.11.2002. Los pronósticos presentados en este documento se basan en estimaciones realizadas a través de un modelo de equilibrio general, que relaciona los diferentes sectores de la economía y tomando en cuenta factores no sólo del ámbito local sino también del entorno internacional, lo que asegura la consistencia de los resultados obtenidos. Respecto al panorama internacional, las señales de una pronta recuperación económica de EE.UU., la Eurozona y Japón son aún muy débiles. Día tras día se anuncian resultados económicos y corporativos mixtos que no hacen más que pensar que la tan ansiada reactivación demorará más allá de lo esperado por el mercado a inicios de año.

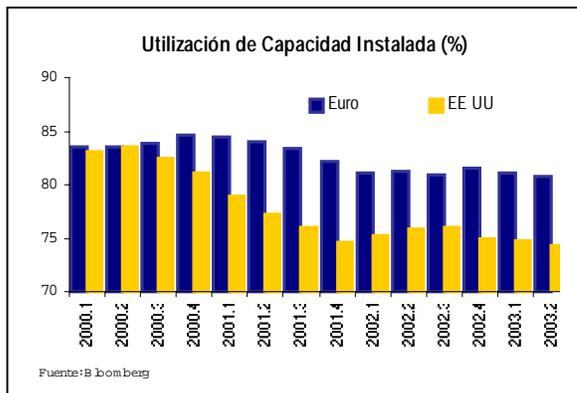
En el plano regional, el panorama es mucho más estable. Brasil pareciera que está ganando la batalla contra la inercia inflacionaria de los últimos tiempos, mientras que en el plano fiscal, las cosas están caminando de manera adecuada. Argentina y México no son la excepción. En términos de crecimiento económico, si bien las tasas se presentan positivas en toda la región latinoamericana a excepción de Venezuela, es evidente que la recuperación de las economías desarrolladas ayudaría a sostener tasas de crecimiento más altas en la región. Asimismo, el diferencial de tasas de interés, entre la región y los países desarrollados, principalmente EE.UU., ha generado que los inversionistas dirijan sus miradas a la región, lo que ha llevado a incrementar los flujos de capitales hacia esta parte del mundo y consecuentemente se ha dado una apreciación, casi generalizada, en las monedas latinoamericanas.

En este escenario estimamos que la economía peruana crecería 3.6%, la segunda mayor tasa de crecimiento detrás de Argentina (5.3%), producto de la actividad de los sectores relacionados a la demanda interna. Sin embargo, la mayor preocupación se centra en el plano fiscal. Ante las demandas sociales recientemente llevadas a cabo, el Gobierno tuvo que recurrir a medidas cortoplacistas (como el incremento del IGV) para financiar las cuentas fiscales. Más allá de la conveniencia o no de la medida, de lo que se trata es de tomar acciones de mediano y largo plazo que aseguren la sostenibilidad de las cuentas fiscales, para que a su vez dependamos cada vez menos del financiamiento externo y cada vez más de ingresos generados internamente sobre la base tanto de una reforma tributaria que, entre otras cosas, reduzca los niveles de informalidad de la economía; cuanto de una reforma del Estado, que priorice la ejecución de gastos de manera eficiente, de lo contrario en un futuro cercano será necesario realizar un ajuste fiscal que ponga en riesgo la trayectoria creciente del PBI.

El documento está organizado de la siguiente manera. En la primera parte expondremos nuestros principales supuestos para la economía de los países desarrollados y latinoamericanos, para posteriormente pasar a detallar nuestras principales proyecciones para la economía peruana en los sectores real, público, externo, monetario y bancario. Finalmente haremos un balance de los principales riesgos que prevemos puedan modificar los supuestos sobre los cuales se construyeron las presentes proyecciones.



1. – PANORAMA INTERNACIONAL

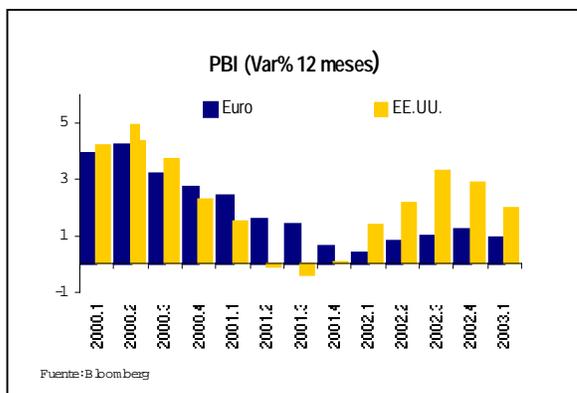


El panorama económico mundial, presenta día tras día noticias mixtas respecto de la recuperación de los niveles de consumo, inversión y por ende de crecimiento del producto Sin embargo parece ser que los resultados agregados a fin de año serían menores a los esperados por el mercado.

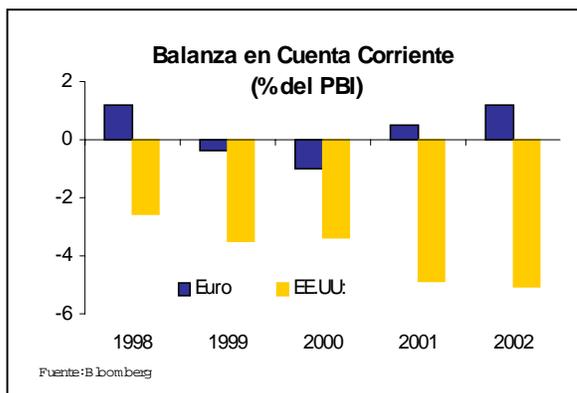
Principales problemas económicos

EE.UU.

- El rápido crecimiento económico, previsto por muchos economistas, que debía seguir a la culminación de la guerra con Irak no se ha materializado. **Las empresas se han mostrado reticentes a aumentar sus gastos de capital y de planillas, factores claves** que explican por qué la economía norteamericana sigue desacelerándose.
- Los consumidores, han optado por gastar de forma muy cauta y limitada debido al difícil entorno económico y al débil mercado laboral.
- La economía experimenta un **problema de exceso de capacidad**, producto del fuerte ritmo de inversiones experimentado en los 90. Tal exceso por una lado desincentiva el crecimiento de la inversión y por el otro genera fuerzas deflacionarias, algo que preocupa a la Fed.
- La economía experimenta **altos déficits** tanto en **cuenta corriente de la balanza de pagos como en las cuentas fiscales**, lo que ha llevado a que el dólar se debilite de manera importante frente al Euro. No obstante, durante el 2T03 se prevé que las exportaciones se reduzcan en 3%, mientras que las importaciones se incrementen en 9%.
- **Con el fin de impulsar el gasto de consumo e inversión y eludir el riesgo de deflación**, recientemente la Fed decidió recortar su tasa referencial a sus mínimos niveles en 45 años



Eurozona



- Alemania ha experimentado en los últimos trimestres tasas muy bajas de crecimiento (0.2% en 1T03) que son explicadas por la baja confianza tanto de los consumidores como de los empresarios.
- A diferencia de EE.UU., la economía europea ha experimentado una desaceleración acompañada de una, relativamente, elevada inflación, lo que ha limitado la capacidad del Banco Central Europeo de impulsar la economía por medio de reducciones en sus tasas referenciales.
- El diferencial de tasas con EE.UU. ha provocado un aumento en el flujo de capitales hacia la Eurozona, lo que ha redundado en una fuerte apreciación de su moneda.
- La apreciación del Euro ha generado una caída en la competitividad de los productos europeos lo que hace prever una contracción en su balanza comercial.
- El efecto negativo de la apreciación del Euro sobre el sector exportador es un elemento adicional que se une al problema de su débil sector industrial, que ha caído 1.2% en abril.
- La tasa de desempleo se encuentra a niveles de 9.4% en mayo.



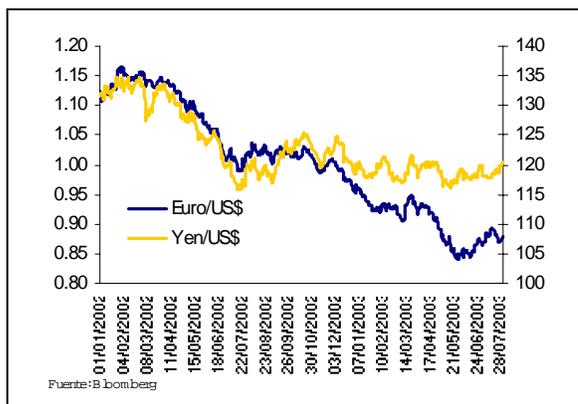
Principales proyecciones económicas

EE.UU.

- En el 2T03 se prevé un crecimiento del PBI cercano al 1%. **Para fin de año, las previsiones bordean el 2%**, lo que implica un 2S03 con tasas cercanas al 3%, sustentado en el nuevo paquete fiscal de que se implementará a partir del próximo trimestre.
- El mercado no espera una rápida recuperación en el mercado laboral. Cabe mencionar que la tasa de desempleo ha llegado a 6.1% en mayo, su nivel más alto en 9 años

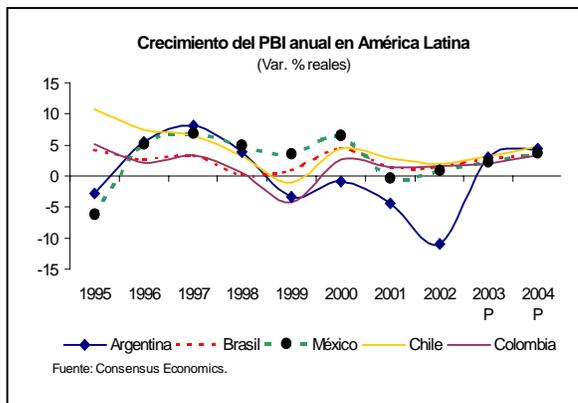
Eurozona

De acuerdo a los estimados del Banco Central Europeo **el crecimiento de la Eurozona en el 2003 sería de entre 0.4% y 1.0%**, mientras que la inflación se colocaría entre 1.8% y 2.2%.



2.- PANORAMA REGIONAL

Luego de dos años de estancamiento económico, en el 2003 América Latina mostraría una recuperación en su ritmo de crecimiento, el cual viene produciéndose desde fines del año pasado. Entre los principales factores detrás de esta evolución destacan:



- **El inicio de la fase expansiva de un nuevo ciclo económico**, luego de la fase recesiva que afectó, en diferente magnitud, a las economías regionales;
- **La paulatina reactivación que se espera para la economía norteamericana en el 2003**, que se consolidaría durante el segundo semestre del año;
- **La política monetaria expansiva de los países desarrollados**, lo cual se ha traducido en una disminución en el costo de financiamiento externo para las economías regionales (trasladándose a la estructura de tasas de interés domésticas);
- **El relativo exceso de liquidez a escala global**, generado por la salida de los inversionistas de distintos activos financieros en EE.UU. y Europa (como consecuencia del fin de la burbuja bursátil y el deterioro del panorama corporativo en los países industrializados) y por el bajo rendimiento ofrecido por instrumentos financieros en dichos mercados; y
- **La voluntad política, con sus esperados altibajos, de los gobiernos de turno para proseguir con las reformas estructurales** requeridas para mejorar las perspectivas económicas de largo plazo, lo que contribuye a fortalecer la confianza de los inversionistas extranjeros.

Cabe destacar que **la recuperación regional no responde a políticas monetarias o fiscales expansivas**, dado que, por un lado los Bancos Centrales han centrado sus esfuerzos en reducir o mantener bajo control la inflación, y por el otro, se ha llevado a cabo un proceso de ajuste fiscal en la mayoría de economías, lo que ha contribuido a reducir el déficit del sector público. **En consecuencia, han sido básicamente las**

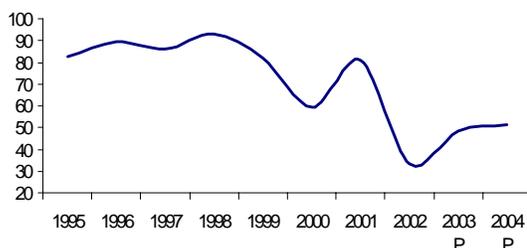
**Tasas de interés de referencia de los Bancos Centrales**

| Economías industrializadas | | Economías latinoamericanas | |
|----------------------------|-------|----------------------------|--------|
| EE.UU. | 1.00% | Brasil | 26.00% |
| Eurozona | 2.00% | México 1/ | 6.00% |
| Reino Unido | 3.75% | Colombia | 7.25% |
| Japón | 0.00% | Chile | 2.75% |
| Canadá | 3.25% | | |

1/ MEXIBOR en términos anuales

mejores condiciones financieras globales las que han impulsado la reactivación económica.

La ausencia de alternativas atractivas para los capitales en los mercados internacionales, así como la recomposición de portafolios de inversionistas institucionales, han incentivado una mayor preferencia por el riesgo de activos latinoamericanos, **repercutiendo favorablemente en los precios de títulos de renta variable y de deuda soberana y en el valor de las divisas**. Así, tanto en los últimos 12 meses como en lo que va del año los precios de los bonos soberanos más representativos, así como los índices de bolsa más importantes, han experimentado un sustancial incremento. Por su parte, en lo que va del año, las divisas regionales se han apreciado. El Peso argentino como el Real brasileño han registrado una apreciación cercana al 20%, mientras que, en similar período, el Peso chileno y el Peso colombiano han aumentado en casi 2.0% frente al Dólar.

Financiamiento externo neto a América Latina
(US\$ miles de millones)

Fuente: FMI.

En el segundo semestre del 2003 y en el 2004 se consolidaría la reactivación en la región. En el terreno fiscal, los gobiernos continuarían sus esfuerzos orientados a cumplir las metas de déficit lo cual repercutiría favorablemente en su disponibilidad de fuentes de financiamiento externo, en el control de la inflación y en la tendencia decreciente que deberían seguir mostrando las tasas de interés domésticas. No obstante, **para el mantenimiento de la disciplina fiscal será fundamental que los gobiernos de turno continúen gozando de un adecuado respaldo político y social**, tal como se observa actualmente en Brasil, México, Colombia, Ecuador y Argentina. Por último, **un factor positivo para las perspectivas regionales de corto plazo es el comportamiento esperado para los precios de las materias primas que exporta América Latina**. Así, según el FMI, dichos precios se incrementarían 7.6% en el presente año (4.1% en el 2002), moderándose en el 2004 a 2.2%, impulsando los ingresos por exportaciones tradicionales y la acumulación de reservas internacionales.

Bolsas Latinoamericanas, al 30/07/03

| | Ult. 12 meses | Desde el 31/12/00 |
|--------------------------|---------------|-------------------|
| IGBVL (Perú) | 56.7% | 32.8% |
| BOVESPA (Sao Paulo) | 44.2% | 19.6% |
| Merval (BBAA) | 112.7% | 45.4% |
| IGPA (Santiago de Chile) | 27.1% | 24.7% |
| MEXBOL (Mexico) | 20.7% | 18.5% |
| IBVC (Caracas) | 97.5% | 73.7% |

Bonos soberanos latinoamericanos, al 30/07/03

| | Ult. 12 meses | Desde el 31/12/00 |
|----------------|---------------|-------------------|
| MEXICO 2012 | 31.6% | 0.9% |
| ARGENTINA 2009 | 65.9% | 39.8% |
| VENEZUELA 2027 | 23.2% | 9.0% |
| BRAZIL C-BOND | 71.8% | 30.6% |
| ARGENTINA FRB | 57.2% | 47.6% |
| PERU PDI | 31.2% | 7.5% |
| VENEZUELA DCB | 25.4% | 15.2% |

Fuente: Bloomberg.

El impacto positivo de estas tendencias permitiría mantener el riesgo percibido para la región alrededor de los bajos niveles de los últimos meses.

De esta forma, consideramos que los factores fundamentales detrás de la sostenida apreciación de los bonos soberanos continuarían presentándose en el resto del año, así como en el 2004, aunque en menor magnitud. En consecuencia, los precios de los títulos de deuda soberana se mantendrían en niveles elevados, mientras que los spreads de riesgo país continuarían siendo reducidos.

El impacto del escenario y las perspectivas regionales – descritos hasta ahora – sobre la economía peruana sería positivo, dado que se reduce la probabilidad de eventos que incrementen la volatilidad en los mercados financieros y, consecuentemente, ejerzan un efecto contagio negativo sobre el mercado financiero



3. ECONOMIA PERUANA

| OFERTA Y DEMANDA GLOBAL | | | |
|--------------------------------|-------------|-------------|--------------|
| <i>(Variación porcentual)</i> | | | |
| | 2001 | 2002 | 2003E |
| OFERTA GLOBAL | 0.9 | 4.9 | 3.7 |
| PBI | 0.6 | 5.3 | 3.6 |
| IMPORTACIONES | 2.7 | 2.5 | 4.1 |
| DEMANDA GLOBAL | 0.9 | 4.9 | 3.7 |
| DEMANDA INTERNA | -0.1 | 4.7 | 3.4 |
| Consumo privado | 1.8 | 4.4 | 4.2 |
| Consumo público | 0.3 | 1.6 | 3.8 |
| Inversión Bruta Interna | -7.4 | 7.3 | 0.2 |
| Inversión Bruta Fija | -9.2 | -0.5 | 2.4 |
| -Privada | -5.7 | 0.5 | 4.5 |
| -Pública | -22.9 | -5.0 | -8.2 |
| EXPORTACIONES | 6.7 | 6.3 | 5.2 |

Fuente: BCR - SIEE-Banco Wiese Sudameris

La demanda global crecería 3.7% durante el 2003 impulsada principalmente por el crecimiento de las exportaciones (+5.2%), las cuales se verían beneficiadas por los mayores volúmenes embarcados de productos mineros y textiles. Por su parte, la demanda interna mostraría un crecimiento de 3.4% liderada por el crecimiento del consumo privado (+4.2%) y la aceleración del consumo público (+3.8%). En cuanto al primer punto, la paulatina, aunque aún insuficiente, recuperación del empleo junto con la reactivación de los créditos de consumo, explicarían este comportamiento. En cuanto al segundo, la expansión se sustenta en los recientes aumentos a los trabajadores de diversos sectores del Estado junto con las mayores transferencias a los gobiernos regionales. De otro lado, esperamos una recuperación de la inversión privada (+4.5%) basada en los flujos ya comprometidos para el proyecto Camisea así como algunos desembolsos puntuales de ampliación de capacidad instalada en el sector textil así como en el proceso de expansión de los supermercados. Sin embargo, aún no se percibe la presencia de flujos importantes y permanentes de inversión que aseguren un crecimiento alto y sostenido en el mediano plazo y que a su vez se traduzca en un incremento del bienestar de la sociedad. En su conjunto. Por último, estimamos una caída en la inversión pública (-8.2%) pues ésta sería la variable de ajuste para asegurar el cumplimiento de las metas fiscales.

3.1 PRODUCTO BRUTO INTERNO (PBI)

| PRODUCTO BRUTO INTERNO | | | |
|-------------------------------|-------------|-------------|--------------|
| <i>(Variación porcentual)</i> | | | |
| | 2001 | 2002 | 2003E |
| Agropecuario | 0.5 | 5.8 | 2.1 |
| Pesca | -10.5 | 3.1 | 1.6 |
| Minería | 12.4 | 11.3 | 3.1 |
| Manufactura | -0.8 | 4.2 | 3.8 |
| Construcción | -6.4 | 8.3 | 2.9 |
| Comercio | 1.6 | 3.8 | 3.8 |
| Servicios | 0.6 | 4.5 | 4.0 |
| PBI | 0.6 | 5.3 | 3.6 |
| Primario | 3.0 | 6.4 | 2.2 |
| No Primario | 0.2 | 4.8 | 4.0 |

Fuente: BCR, SIEE-Banco Wiese Sudameris

Hemos revisado nuestro estimado de crecimiento del PBI para el 2003, desde el 3.0% inicialmente proyectado en noviembre del año pasado, al actual 3.6%. Este incremento se sustenta en una mayor expansión esperada de los sectores vinculados a la demanda interna, en particular Servicios y Comercio. En lo que se refiere a los sectores primarios, hemos revisado a la baja nuestros estimados, debido al menor dinamismo esperado del sector Minería e Hidrocarburos así como de la Manufactura Primaria.

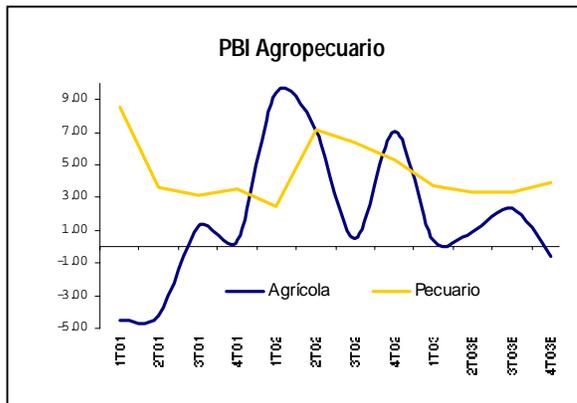
3.1.1 Sector Agropecuario

El sector agropecuario crecería 2.1% en el presente año, debido principalmente al dinamismo de la producción pecuaria (+3.6%), mientras que la producción agraria registraría un limitado incremento (+0.9%). Esta tasa de expansión del sector es igual a la proyectada originalmente y responde a que se mantienen los supuestos asumidos en nuestra estimación anterior.

Así, tal como se preveía, el Fenómeno del Niño fue de intensidad débil, pasando prácticamente desapercibido y sin causar estragos en la producción agrícola. Asimismo, el área sembrada registró sólo una ligera contracción (-1.0%), manteniéndose en torno a los dos millones de áreas sembradas. Sin embargo, como habíamos anticipado, se produjo una recomposición al interior de la superficie cultivada, perdiendo participación cultivos con una importante ponderación dentro del PBI agrícola como papa, arroz y algodón e incrementándose la presencia de cultivos industriales



como el maíz amarillo duro. Por último, la mayor protección arancelaria al azúcar, arroz y derivados lácteos ha contribuido a mejorar transitoriamente la rentabilidad de estos productos.

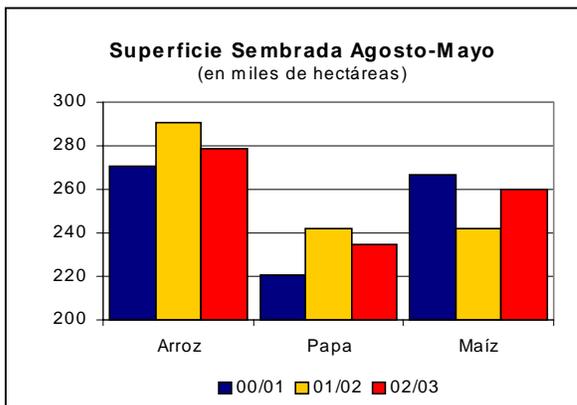


En lo que se refiere a los cultivos tradicionales, durante la campaña agrícola que está por concluir, se ha logrado una reducción de las áreas sembradas de papa, y por ende de las cosechas, lo que ha permitido una ligera mejora en los precios internos. En el caso del arroz, si bien se ha observado la misma tendencia que en la papa, no se ha respetado estrictamente la programación de siembras, en particular en la zona norte del país, por lo que la caída en la producción sería menor a la inicialmente esperada. Cabe anotar que se espera un arduo trabajo por parte del Ministerio de Agricultura, con el fin de evitar un aumento de las áreas sembradas de papa y arroz durante la próxima campaña agrícola (agosto 2003 - julio 2004).

En el caso del maíz amarillo duro, la mayor producción esperada se sustenta tanto en el aumento de las áreas sembradas como en el incremento de la productividad, lo que ha permitido una creciente sustitución de importaciones. Estimamos que este comportamiento positivo continúe durante el segundo semestre, el cual podría acelerarse de prosperar algunas medidas de estímulo tributario como la exoneración del IGV o el incremento de la tasa arancelaria, actualmente en 12%. De otro lado, si bien la producción de algodón caería durante la presente campaña, puesto que el mayor rendimiento no permitiría compensar la caída en la superficie cultivada, los mejores precios obtenidos -como resultado de la mejora en la demanda de la industria textil y del subsidio directo por parte del Estado- permitirían recuperar las áreas sembradas durante la próxima campaña.

| Crecimiento Agropecuario: 2003 | |
|--------------------------------|-----------------------------|
| Subsector Agrícola | |
| Más de 10% | Maíz A, duro |
| 5%-10% | Caña de azúcar esparrago |
| 0%-5% | |
| -5%-0% | Arroz |
| Menos de -5% | Papa, café y algodón |
| Subsector Pecuario | |
| 0%-5% | Ave, leche y huevo |

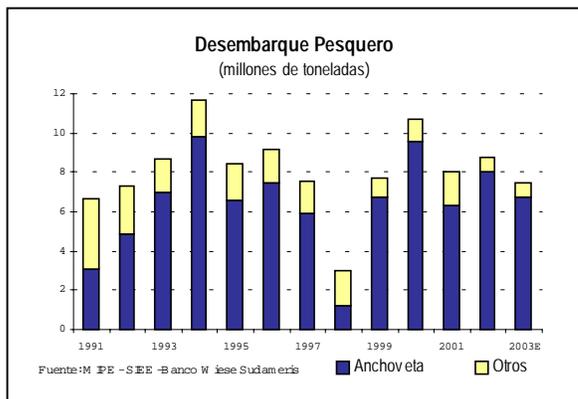
En lo que se refiere a los cultivos de agroexportación, éstos mostrarían un comportamiento positivo, aunque es importante resaltar que sus áreas sembradas representan sólo el 5% del total. El dinamismo de estos productos estaría liderado por frutos como mango, uvas y paltas, y en menor medida, por espárragos. En el caso de los tres primeros se vienen logrando niveles de producción y exportación récord puesto que son cultivos que están en etapa de crecimiento, por lo que se vienen incorporando nuevas áreas de cosecha y los rendimientos también vienen en auge. En el caso del espárrago, la tasa de expansión sería menor puesto que luego del espectacular crecimiento experimentado en los últimos años, los cultivos han entrado a una etapa de madurez en la cual se vienen estabilizando los rendimientos. Cabe anotar que durante el 2002 el Perú se convirtió en el primer exportador mundial de espárragos.



Por su parte, la producción pecuaria crecería 3.6%, nivel similar al estimado previamente, sustentado principalmente en el dinamismo de la producción avícola. Esta última se vería beneficiada por la recuperación del consumo que se viene observando desde el segundo semestre del 2002. Sin embargo, para que se dé esta expansión asumimos que se mantendrán los niveles de arancel actualmente existentes para el maíz amarillo duro (que representa el 35% del costo de producción total) puesto que un incremento en el nivel arancelario ocasionaría un alza en el precio final, y por ende, una caída en la producción avícola.



3.1.2. Sector Pesca

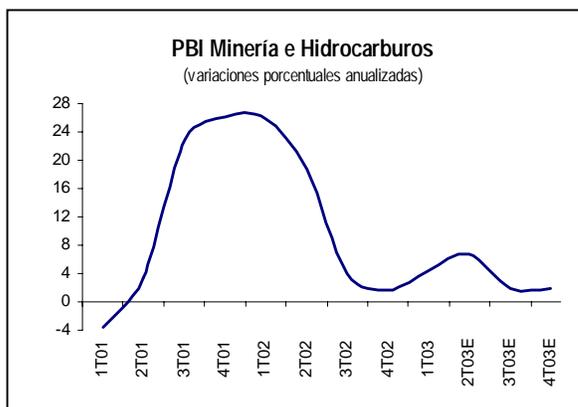


Hemos revisado nuestra estimación para el sector Pesca, pasando de una caída de 2.2% a un crecimiento de 1.6%. Este incremento en el PBI pesquero se daría a pesar que prevemos una caída de 14.2% en el nivel de desembarque total. La diferencia se explica porque esperamos una mayor captura de especies destinadas al CHD (+23.3%), de mayor valor que las destinadas a la producción de harina y aceite de pescado (-17.0%).

En este contexto, esperamos un incremento de 105.1% en los desembarques dirigidos a la industria de enlatados, sustentado en las mayores capturas de jurel, caballa y atún. En los dos primeros casos el incremento se sustenta en una norma emitida por el gobierno mediante la cual se dispone que 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, la captura de especies destinadas a la industria de congelados crecería en 9.6%, puesto que los mayores desembarques estimados de calamar, pota y perico, serían contrarrestados por la casi nula pesca de merluza, debido a la veda permanente que afronta dicha especie.

En lo que se refiere a la pesca para Consumo Humano Indirecto (CHI), prevemos que el nivel de captura de anchoveta alcance 6.7 millones de TM, 16.5% menos que en el 2002 y por debajo del promedio de 7.5 millones de TM registrado en la última década. En ese sentido, asumimos la presencia de condiciones oceanográficas típicas que permitan un desarrollo normal del proceso del desove entre agosto y setiembre, lo que permitiría una captura de 3.5 millones de TM para la segunda temporada pesquera del año (octubre 2003 - enero 2004). Es importante resaltar que, tal como se esperaba, el Fenómeno de El Niño no afectó la biomasa de anchoveta, pues a fines de marzo el Imarpe calculó que ésta ascendía a 7.7 millones de toneladas, lo que permitiría alcanzar nuestros estimados de pesca de esta especie, principal insumo para la elaboración de harina y aceite de pescado.

3.1.3 Sector Minería e Hidrocarburos

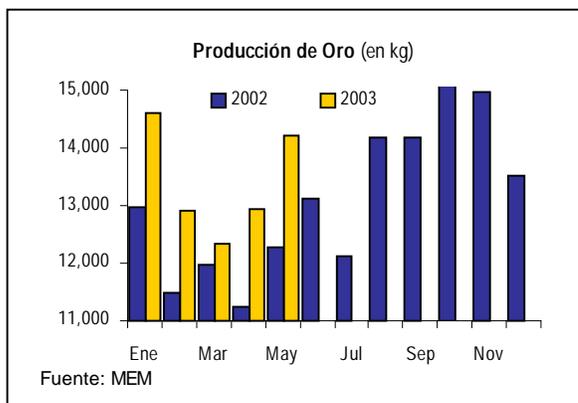


El sector Minería e Hidrocarburos mostraría una expansión de 3.5% durante el 2003, en vez del 4.0% proyectado originalmente. Esta menor tasa de crecimiento se explica básicamente por el recorte efectuado en nuestra proyección de cobre, lo que fue parcialmente compensado por un incremento en nuestros estimados de zinc y hierro.

La producción de cobre registraría un crecimiento de 4.1% en lugar del 11.9% originalmente proyectado. Esto último debido principalmente a que no se conoce con exactitud la fecha de la reapertura de la planta de sulfuros de BHP Tintaya, programada en principio para el mes de julio. Cabe anotar que dicha planta se encuentra cerrada desde enero del 2002 como parte de la estrategia adoptada por los principales productores de cobre, entre ellos BHP, con el fin de equilibrar la oferta y demanda mundial e impulsar la cotización del metal. Ante la incertidumbre en torno a cuando se reabrirá la planta de sulfuros, hemos asumido que una vez que se reinicie



la producción, ésta no se daría al tope de la capacidad instalada, sino que se irá paulatinamente incrementando en la medida que se recupere la demanda mundial. En este sentido, estimamos que la producción de BHP Tintaya alcance 58,000 TMF, incluyendo las 36,000 TMF de la planta de óxidos. De otro lado, estimamos también un aumento en la producción de Southern Peru sustentada en el aumento de 30% en la concentradora de Toquepala así como por mejoras en el proceso de recuperación en la unidad de Cuajone.

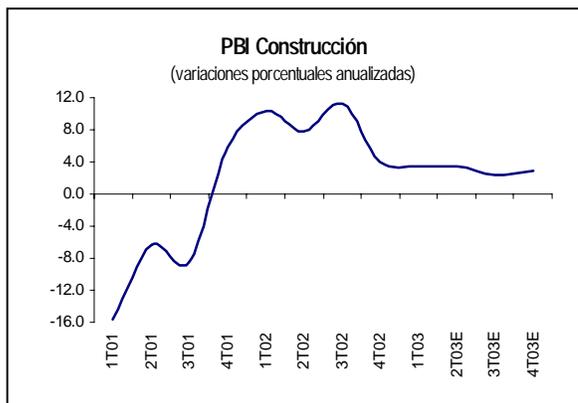


Por su parte, la producción de oro alcanzaría 162 TMF (5.2 millones de onzas), nivel similar a los 160 TMF estimadas previamente, y mayor en 2.9% a la del 2002. Esta expansión obedecería principalmente al dinamismo de Minera Yanacocha, la cual alcanzaría una producción récord de 2.5 millones de onzas. Asimismo, el segundo productor aurífero Barrick Misquichilca, propietario de la mina Pierina, planea producir 900 mil onzas, nivel similar al 2002. Cabe anotar que el programa de operaciones original contemplaba una menor producción, pero la empresa estaría aprovechando la coyuntura de altos precios del metal. Esto último también impulsaría la extracción de las medianas auríferas como Buenaventura, Ares, Retamas e Inv. Mineras del Sur (Grupo Buenaventura).

En lo que se refiere a la producción de zinc (+6.3%) esperamos una ligera mejora respecto a nuestra proyección inicial (+5.2%) debido fundamentalmente a que esperamos un importante incremento en la producción de Cía. Minera Antamina, la cual desplazaría a Volcan Cía. Minera -sin considerar a su subsidiaria Chungar- como el primer productor nacional. Por último, las medianas mineras mostrarían también un comportamiento positivo, lideradas por Chungar, Milpo, Atacocha e Iscaycruz.

De otro lado, la producción de hidrocarburos caería en 2.7% durante el 2003, lo que contrasta con la expansión de 1.0% inicialmente esperada. Cabe señalar que la producción petrolera tiene una sostenida tendencia negativa pues en los últimos 15 años no se realizaron hallazgos importantes de petróleo. En lo que se refiere a la producción de gas, esperamos un aumento cercano al 10.0% sustentado en el incremento de la producción de Aguaytía y al primer año completo de operaciones del lote XIII propiedad de Olympic.

3.1.4 Sector Construcción



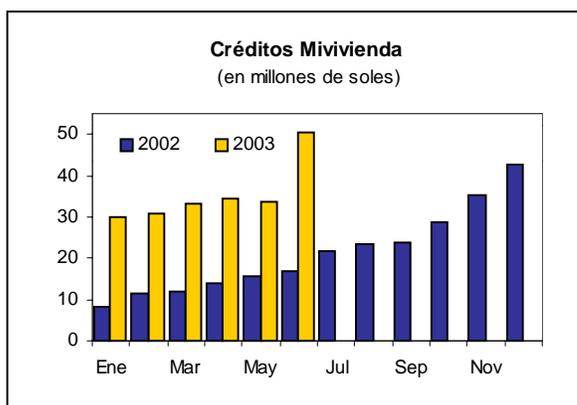
El sector Construcción registraría un crecimiento de sólo 2.9%, tasa menor al 4.7% inicialmente proyectado. Este recorte en nuestros estimados de crecimiento descansa fundamentalmente en un menor crecimiento esperado en el consumo interno de cemento y, en menor medida, a una base de comparación mayor, pues la expansión del sector durante el 2002 (+8.3%) fue mayor al inicialmente estimado (+7.7%).

En lo que se refiere al consumo interno de cemento, durante el primer semestre éste creció en sólo 3.7% en comparación con el mismo período del 2002, debido principalmente al menor dinamismo de la autoconstrucción como consecuencia del mayor ruido político que se vio reflejado en los paros y huelgas que vivió el país. En ese sentido, es importante recordar que las decisiones de consumo duradero, como



las relativas a la construcción, requieren de un entorno de estabilidad. Cabe resaltar que la autoconstrucción es el principal consumidor de cemento -alrededor del 60% del total-, por lo que su menor tasa de expansión incidió en el sector en su conjunto, a pesar del dinamismo de los programas de vivienda promocionados por el Estado (Mivivienda, Techo Propio y Techo Propio Deuda Cero).

Al respecto, cabe mencionar que el programa Mivivienda continuó con el dinamismo que viene mostrando desde mediados del 2002, alcanzándose durante el primer semestre del 2003 una colocación de 3,278 créditos por un valor de S/.212 millones (US\$61.3 millones), lo que prácticamente triplicó lo registrado durante el mismo periodo del año anterior. Las bajas tasas de interés, la mayor oferta inmobiliaria dirigida a este segmento y los beneficios del Premio al Buen Pagador explican el dinamismo alcanzado por el programa. En tal sentido, consideramos factible alcanzar durante el 2003 la meta gubernamental de otorgar 8,000 créditos bajo Mivivienda con un monto desembolsado de US\$160 millones aproximadamente. Asimismo, con el fin de ir cerrando el déficit habitacional ascendente a 1.2 millones de viviendas, el gobierno planea promover la construcción de 40,000 viviendas durante el presente año, de las cuales 33,000 provendrían de los programas promocionados por el gobierno como Mivivienda (8,000 créditos), Techo Propio (15,000 bonos familiares habitacionales) y el Banco de Materiales (10,000 préstamos dirigidos principalmente a la reconstrucción de viviendas en el sur del país). Dado que la mayor oferta inmobiliaria estaría concentrada en Lima consideramos que Cemento Andino y Cementos Lima sería las más beneficiadas por el dinamismo de estos programas.



En cuanto a la inversión pública, no nos mostramos optimistas debido a los problemas que viene atravesando la caja fiscal. Lo anterior se refleja en la caída de 5.2% que registró la formación bruta de capital en el periodo enero-mayo. Sin embargo, el índice de avance de obras físicas, que refleja la inversión gubernamental en carreteras, mostraría un moderado incremento, producto de la culminación de algunos tramos ya licitados de la Carretera Central como San Mateo-La Oroya (79 Kilómetros), el puente Collana (164 metros) en la misma vía, así como el inicio de la rehabilitación del tramo Juanjuí-Tocache en la carretera Fernando Belaúnde (ex Marginal) previsto para el mes de agosto. De la misma manera, se culminará la rehabilitación y asfaltado del tramo Uchiza-Aguaytía (42 Kilómetros). Este tramo forma parte del ramal central del eje Amazonas del proyecto de Integración de la Infraestructura Vial de América del Sur (IIRSA), el cual será entregado en concesión, en el marco del Fonfide Vial, recién en el 2004.

3.1.5 Sector Manufactura

El sector manufacturero registraría una expansión de 3.8%, tasa ligeramente menor al 4.1% estimado inicialmente. La revisión de la tasa de crecimiento se sustenta en el menor dinamismo esperado en la Manufactura Primaria (1.1% versus 2.6%), mientras que mantenemos nuestro estimado de 4.5% para la Manufactura No Primaria.

El recorte en las estimaciones de crecimiento de la Manufactura Primaria responde principalmente a la menor producción esperada de harina de pescado (-15.2%) debido a

**PRODUCCIÓN MANUFACTURERA**

(Variación porcentual)

| | 2001 | 2002E | 2003E |
|------------------------------------|-------------|------------|------------|
| MANUFACTURA PRIMARIA | -2.4 | 0.1 | 1.1 |
| Azúcar | 5.1 | 15.4 | 7.5 |
| Harina y Aceite de pescado | -28.7 | 2.8 | -15.2 |
| Conservas y congelados de pescado | 8.7 | -22.9 | 34.0 |
| Refinación de metales no ferrosos | 3.5 | -1.9 | 1.8 |
| Refinación de petróleo | 3.5 | 0.1 | 2.3 |
| MANUFACTURA NO PRIMARIA | -0.4 | 5.3 | 4.5 |
| Alimentos, Bebidas y Tabaco | -0.9 | 4.7 | 3.6 |
| Textil, Cuero y Calzado | -2.4 | 3.3 | 7.9 |
| Papel e Imprenta | -1.0 | 24.7 | 6.8 |
| Químicos, Caucho y Plástico | 4.1 | 4.9 | 3.2 |
| Minerales no metálicos | -1.7 | 10.1 | 5.6 |
| Industria del Hierro y Acero | 0.9 | -5.5 | 3.0 |
| Ind. Metálica, Maquinaria y Equipo | -1.4 | -2.8 | 3.2 |
| Industrias diversas | 4.2 | -1.2 | 2.1 |
| MANUFACTURA TOTAL | -0.8 | 4.2 | 3.8 |

Fuente: BCR, SIEE-Banco Wiese Sudameris

la menor disponibilidad de materia prima (anchoveta), en línea con nuestros estimados de desembarque pesquero. Asimismo, esperamos un menor ritmo de expansión de la refinación de metales no ferrosos (+1.8%), dado que la mayor producción estimada de la Refinería de Zinc de Cajamarquilla -debido a un efecto estadístico pues permaneció cerrada entre junio y agosto del 2002- sería parcialmente contrarrestada por la menor producción de plomo y zinc del Complejo Metalúrgico de la Oroya como resultado de la caída en los precios de la maquila ante la mayor competencia de las refinerías chinas. Por otro lado, mantenemos nuestro estimado de aumento de la producción de azúcar refinada (+7.5%), con lo cual alcanzaríamos una producción de 950,000 TM suficiente para abastecer íntegramente la demanda interna. De la misma manera, esperamos un importante repunte en la producción de conservas y productos congelados de pescado (+34.0%) ante la mayor disponibilidad de materia prima principalmente para la industria conservera (jurel, atún y caballa).

En lo que se refiere a la Manufactura No Primaria, mantenemos nuestras perspectivas positivas, pues si bien la demanda interna estaría mostrando una desaceleración, ésta sería compensada por un mayor dinamismo de las exportaciones. A nivel desagregado, el crecimiento estaría liderado por las ramas de Textil, Cuero y Confecciones (+7.9%), Papel (+6.8%) y Minerales No Metálicos (+6.0%).

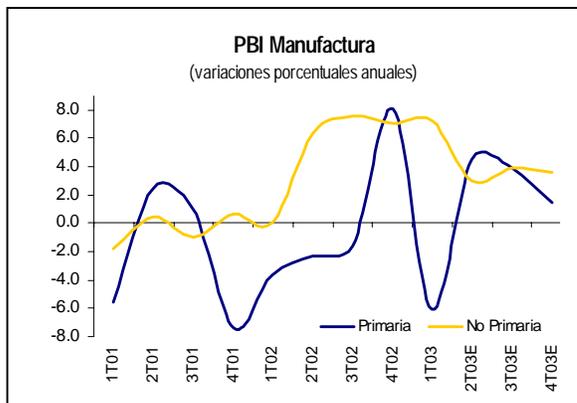
Crecimiento Industrial: 2003

| | |
|--------------|---|
| Más de 10% | Prendas de vestir |
| 5%-10% | Textiles, papel, productos metálicos diversos |
| 0%-5% | Molinería y panadería, otros productos alimenticios, bebidas y tabaco, químicos básicos |
| -5%-0% | Maquinaria y equipo eléctrico |
| Menos de -5% | Harina de pescado, calzado |

La rama de Textil, Cuero y Confecciones sería la de mayor dinamismo debido básicamente al crecimiento esperado en la industria de Confecciones (+14.0%). Esta perspectiva optimista descansa principalmente en la mayor demanda externa, específicamente en las mayores exportaciones al mercado estadounidense gracias a los beneficios arancelarios obtenidos en el marco del ATPDEA. Cabe anotar que se espera un dinamismo aún mayor durante el cuarto trimestre puesto que en dicho período se empezará a confeccionar las prendas de vestir de la campaña de invierno en EE.UU, que se espera sea mejor que la del 2002.

De otro lado, el crecimiento de la rama de Papel e Imprenta obedecería principalmente al dinamismo de la industria editorial, y de los envases de cartón, puesto que la producción de papel mostraría un crecimiento marginal. En el primer caso, el aumento estaría explicado por la mayor impresión de diarios y por la favorable acogida de las colecciones de libros que promocionaron los periódicos. En el caso de los envases de cartón, la mayor producción se sustentaría en el incremento de la demanda de cajas de cartón corrugado que sirven para el embalaje de confecciones y de productos agroexportación como frutas y hortalizas.

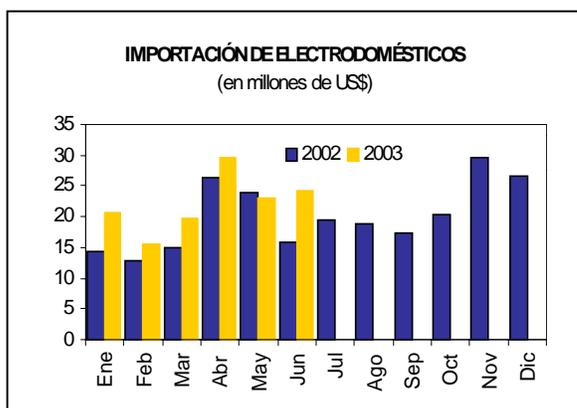
Por su parte, la producción de Minerales No Metálicos experimentaría una expansión superior al promedio como consecuencia del dinamismo de la industria de cerámicos (revestimientos y azulejos) debido tanto al crecimiento del sector construcción (en particular de Mivivienda) como del dinamismo de las exportaciones principalmente EE.UU. y América Central. En lo que se refiere a la producción de cemento, ésta tendría un incremento menor al originalmente previsto producto del lento crecimiento de la autoconstrucción durante el primer semestre, afectada por la incertidumbre generada por el mayor ruido político.



Por último, rama de Alimentos, Bebidas y Tabaco mostraría un crecimiento de 3.6% impulsada principalmente por la mayor producción de bebidas gaseosas, cerveza y lácteos, lo que está asociado a la sostenida recuperación del consumo privado. En los dos primeros casos, el consumo se vería favorecido por los menores precios como consecuencia de una mayor competencia -en los últimos cinco años los precios han caído cerca de 40%- y de una reducción en el precio al consumidor, respectivamente. Por su parte, la producción de lácteos se vería favorecida por la mayor penetración de productos derivados lácteos y la menor competencia de productos importados en este segmento debido a su inclusión en un nivel arancelario más alto. No obstante, lo anterior sería contrarrestado por las menores compras del Estado para los programas de desayunos escolares ante la prolongada huelga magisterial.

3.1.6 Sector Comercio

Hemos revisado al alza nuestras proyecciones de crecimiento del sector Comercio desde el 3.1% inicial hasta el actual 3.8%. Estas mejores perspectivas se basan en un comportamiento mejor al esperado en el consumo público y privado y, en el supuesto, de que no se repetirá las huelgas y bloqueo de carreteras que se registraron en el primer semestre del año, las cuales afectaron el flujo normal de mercancías principalmente en provincias. Es importante resaltar que esto último habría contribuido a un comportamiento negativo del sector en mayo (-1.6%), luego de catorce meses consecutivos de expansión. De otro lado, las cadenas de tiendas por departamentos y supermercados continuarían con el dinamismo mostrado en los últimos dos años, gracias a la reactivación de la demanda y a los nuevos locales inaugurados, principalmente en los conos de la capital.



A nivel desagregado, la comercialización de electrodomésticos superaría los US\$350 millones, lo que representaría un crecimiento superior al 10% en comparación al 2002. En general, se observaría un aumento en unidades aún mayor, puesto que los precios vienen cayendo a un ritmo promedio de 10% anual como consecuencia de las mayores importaciones procedentes del Asia. En cuanto a canales de comercialización, si bien las tiendas por departamento y los hipermercados han ganado participación en el último año, la mayor parte de las transacciones se continúa realizando por los canales tradicionales (tiendas especializadas). El mayor dinamismo provendría de la "línea blanca" (refrigeradoras, cocinas y lavadoras). En el caso de las refrigeradoras, el incremento se debería las mayores ventas registradas durante el verano como consecuencia del moderado incremento de las temperaturas asociadas al Fenómeno del Niño, mientras que las mayores ventas de cocinas se explicarían por la introducción de líneas más económicas. De otro lado, la "línea marrón" (audio y video) mostraría una menor tasa de expansión, debido a una mayor base de comparación, puesto que en el 2002 se registró un crecimiento de 20% como consecuencia de las mayores ventas de televisores vinculadas a la realización de la Copa Mundial de Fútbol. Para este año el mayor dinamismo provendría de nuevos productos como los DVD así como por las mayores ventas de equipos de audio de última generación. Por último, en la línea de pequeños electrodomésticos (licuadoras,



planchas, batidoras) también se espera un crecimiento en las ventas debido no sólo a los bajos niveles de penetración sino también al creciente ingreso de productos asiáticos a bajos precios.

Por su parte, las ventas de vehículos nuevos mostraría una tendencia similar a la de los electrodomésticos, aunque la tasa de expansión se ubicaría en alrededor de 5%. La caída en los precios así como las menores tasas de interés y la reactivación de los créditos dirigidos a este segmento explicarían el esperado dinamismo en este mercado. Aún así, los cerca de 13,000 vehículos que se comercializarían durante el presente año resultarían insuficientes para una renovación efectiva del parque automotor. De acuerdo a estimaciones de Araper, la antigüedad promedio del parque automotor peruano es de 18 años, cuando lo recomendable es que no sea mayor a 8 años. En ese sentido, el gremio automotor señala que para modernizar el parque automotor sería necesario vender 120,000 vehículos en los próximos cinco años. Lo anterior resultaría utópico, más aún cuando las importaciones de autos usados, aún cuando mantienen una tendencia descendente, casi cuadruplican las importaciones de autos nuevos. De otro lado, en lo que se refiere al mercado de motocicletas, éste viene mostrando un importante dinamismo en los últimos años, habiendo registrado un crecimiento de 60% durante el 2002. Actualmente se comercializan anualmente alrededor de 15,000 unidades valorizadas en cerca de US\$45 millones, de las cuales 10,000 corresponden a la venta de mototaxis. Para el 2003 estimamos un crecimiento de 20% sustentado en los menores precios -debido a las mayores importaciones de China- y en el mayor acceso al financiamiento bancario.

3.2 SECTOR PUBLICO

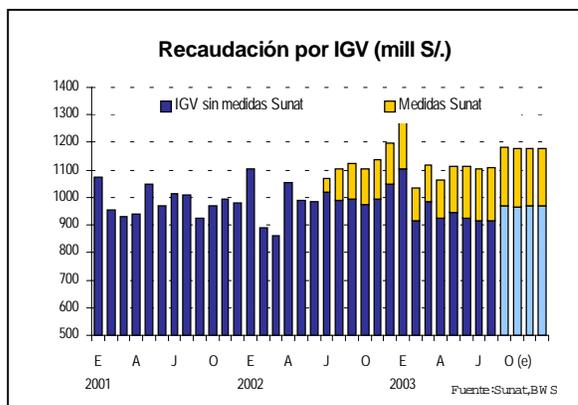
3.2.1 Déficit fiscal

| SECTOR PUBLICO | | | |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|
| (% del PBI) | 2001 | 2002 | 2003 (e) |
| Gobierno Central | | | |
| Ingresos Corrientes | 13.9% | 14.0% | 14.1% |
| Presion Tributaria | 12.1% | 11.9% | 12.3% |
| Gastos No Financiero | | | |
| Corriente | 14.7% | 14.4% | 14.0% |
| Capital | 12.4% | 12.4% | 12.2% |
| | 2.3% | 2.0% | 1.8% |
| Resultado Primario | -0.7% | -0.3% | 0.2% |
| (en millones de US\$) | -\$374 | -\$151 | \$94 |
| Intereses | 2.2% | 1.9% | 1.9% |
| Otras entidades SPNF | 0.4% | -0.1% | -0.3% |
| DEFICIT FISCAL SPNF | -2.5% | -2.3% | -2.0% |
| (en millones de US\$) | -\$1,370 | -\$1,321 | -\$1,254 |

ELABORACIÓN : SIEE - Banco Wiese Sudameris

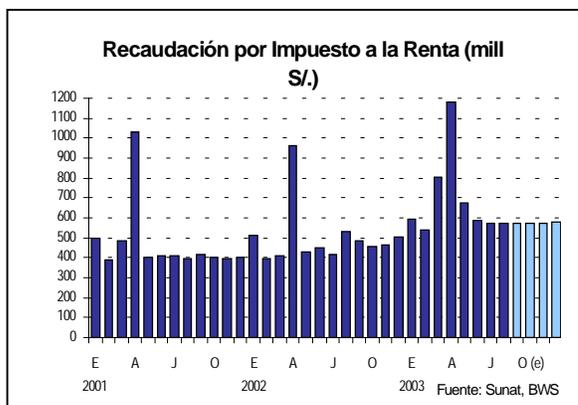
El manejo de las finanzas públicas continúa siendo durante éste y los próximos años, la principal amenaza contra el modelo económico, pues la economía tendrá que afrontar un elevado perfil de pagos por servicio de la deuda pública entre el 2003 y el 2012. Los esfuerzos que se vienen ejecutando en materia tributaria, si bien son importantes, son insuficientes aún para garantizar la sostenibilidad de las cuentas fiscales en el tiempo. Sin embargo, al menos este año, le permitirán atender las demandas sociales por mejoras en las remuneraciones (sector educación, salud e interior) y aquellas provenientes de la organización de los gobiernos regionales. Lamentablemente, ello implica en el corto plazo un mayor uso de los fondos públicos hacia gastos corrientes, dejando menos recursos para destinarlos a los gastos de capital.

Bajo este contexto, mantenemos nuestra proyección de alcanzar un déficit fiscal equivalente al 2.0% del PBI para este año, sobre la base que el mayor gasto publico sería acompañado de mayores ingresos. Si bien el déficit se encuentra en niveles cercanos a los acordados con el FMI, los mayores compromisos por obligaciones externas y la menor disponibilidad de fuentes para financiarlos, exigen que el gobierno adopte las medidas necesarias para reducir el nivel del déficit cuanto antes.



Con relación a los ingresos públicos, hemos moderado el crecimiento de los mismos para el presente año, de 8.1% a 7.7% en términos reales debido entre otros factores, a que la eliminación del Impuesto a los Activos Netos provocaría una merma en los ingresos cercana a los S/.470 millones, y a una mayor base de comparación estadística¹. Al margen de lo anterior, cabe destacar que también hemos elevado nuestras proyecciones en algunos rubros de ingresos, debido principalmente a los siguientes factores:

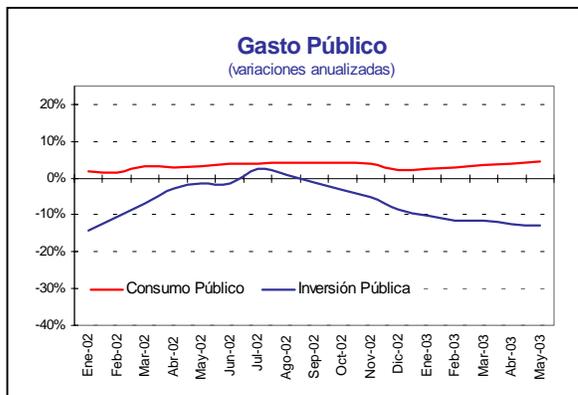
- ❑ Ampliación de las medidas administrativas de Sunat, no sólo en términos de amplitud (de 1,609 a 1,692 de agentes retenedores) sino también de cobertura, pues el sistema de detracción del IGV ha incorporado a partir de este año productos como recursos hidrobiológicos, maíz amarillo, algodón, caña de azúcar, madera, arena, piedra para construcción, desperdicios, desechos metálicos, y servicios de intermediación laboral (services). En función de ello, los ingresos esperados por este concepto para el 2003 han sido elevados de S/.600 millones a S/.1,800 millones.
- ❑ Aumento de la tasa del IGV de 18% a 19% a partir del mes de agosto, lo que implicaría una mayor recaudación de S/.230 millones en lo que resta del 2003.
- ❑ Mayor recaudación por impuesto a la renta, principalmente por contribuyentes de Tercera Categoría, gracias al agotamiento de saldos a favor de las principales empresas, a las acciones de cobranza y fiscalización de Sunat, al mejor desempeño de la economía y a la aplicación de un nuevo coeficiente por pago a cuenta del impuesto, debido a las mayores utilidades obtenidas en el año 2002. Asimismo, otro de los factores es la aplicación del Anticipo Adicional del IR a partir del mes de mayo 2003, cuyo impacto lo hemos elevado de S/.650 millones a S/.900 millones anuales, según el ritmo de recaudación observado durante el 1S03.
- ❑ Ajustes adicionales en la tasa del ISC aplicados durante el 1S03, principalmente en el caso de combustibles, cuya tasa se ha elevado aprovechando el descenso en los precios de las refinerías, y que permitirían elevar la recaudación en 7.8% por este concepto durante el 2003. Cabe destacar que esta posibilidad había quedado abierta en el proyecto de Ley de Presupuesto Público 2003, considerando la escasa disponibilidad de alternativas de financiamiento. Asimismo, se espera un aumento de 13.2% en la recaudación del ISC a la cerveza por el cambio en la forma de aplicación a un impuesto ad-valorem que estaría acompañado de un aumento de 4% en las ventas.



Respecto a los ingresos no tributarios, nuestras proyecciones para el 2003 se mantienen en línea con la tendencia registrada al 1S03, estimándose una caída de 15% en términos reales para el año. De esta manera, en términos netos esperamos que la presión tributaria alcance este año a 12.3% del PBI, nivel acorde con el proyectado en el Marco Macroeconómico Multianual 2004-2006 (MMM), mientras que la presión fiscal se ubicaría en 12.1% del PBI.

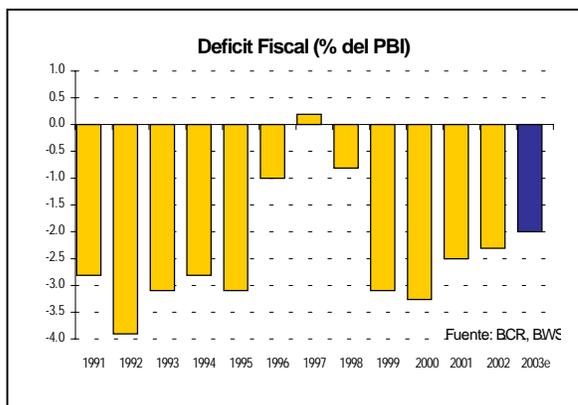
Con relación al gasto público, hemos reducido nuestra proyección de crecimiento real para el gasto no financiero de 1.7% a 0.7%, debido principalmente al magro

¹ La recaudación tributaria durante el 2002 creció 2.6%, tasa superior al 1.1% estimado en nuestro Reporte de Proyecciones 2003 del 6/11/2002.



desempeño de la inversión pública durante el 1S03, a diferencia de la recuperación inicialmente estimada. Ello obedecería a un mayor uso de fondos hacia el consumo público, lo que a su vez responde a factores como: i) el sinceramiento en las remuneraciones del personal de la administración pública, nombramientos, contrataciones y la aprobación de nuevas escalas remunerativas principalmente en los sectores educación y salud; ii) los mayores gastos provocados por la implementación de los gobiernos regionales y la atención a las demandas de los sectores educación y economía; y finalmente, iii) por las mayores transferencias de fondos hacia el Foncomun (por el aumento en la recaudación del IPM) y hacia la ONP, para el financiamiento de los regímenes pensionarios a cargo del Estado.

Finalmente, respecto de los pagos por intereses de la deuda pública, se consideran los estimados del 1T03 realizados por la Dirección General de Crédito Público, los mismos que han sido sensibilizados con el comportamiento esperado de las tasas internacionales para los siguientes meses. Debido a que las tasas de interés internacionales se mantendrían en niveles bastante bajos por un periodo aparentemente largo, se ha reducido la participación del servicio de la deuda pública de 3.7% a 3.6% del PBI para el presente año.



Tomando en cuenta los ingresos y gastos proyectado del Gobierno Central, nuestro estimado de Resultado Primario se mantiene en un superávit de 0.2% del PBI, el mismo que es consistente con el déficit fiscal del SPNF estimado en 2.0% del PBI. Por lo tanto, el balance fiscal para el 2003 estaría dentro del límite acordado con el FMI y con la nueva Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal.

No obstante, al margen de los resultados finales, creemos que la desviación de los fondos públicos hacia un mayor gasto corriente en perjuicio del gasto de capital sólo postergará los requerimientos de infraestructura básica que requiere el país para su desarrollo, mientras que por el lado de los ingresos, los esfuerzos en materia tributaria parecen aún insuficientes, por lo que urge llevar a cabo una reforma tributaria integral, que considere los tres niveles de gobierno: central, regional y local. Confiamos que en 90 días, tal como lo anunció el presidente en su discurso por Fiestas Patrias, se presente al país, de una buena vez, la tan ansiada reforma tributaria.

4.2. Financiamiento del déficit

Los requerimientos de financiamiento para el Sector Público bordearían en el presente año los US\$2,700 millones, ligeramente inferior a nuestra estimación inicial (US\$2,740 millones). Ello obedece principalmente a la actualización de los flujos de amortizaciones por parte de la DGCP, ya que el nivel de déficit fiscal estimado se mantiene en un equivalente del 2.0% del PBI .

No obstante, desde la publicación de nuestro reporte de proyecciones iniciales (6/nov/2002) hemos identificado mayores fuentes de financiamiento para el presente año, lo que permite reducir el grado de incertidumbre en torno a la necesidad de un ajuste importante hacia los últimos meses del año, tal como ocurrió a finales del 2002. Así, por el lado de los organismos multilaterales se consideran flujos por US\$770



FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PUBLICO

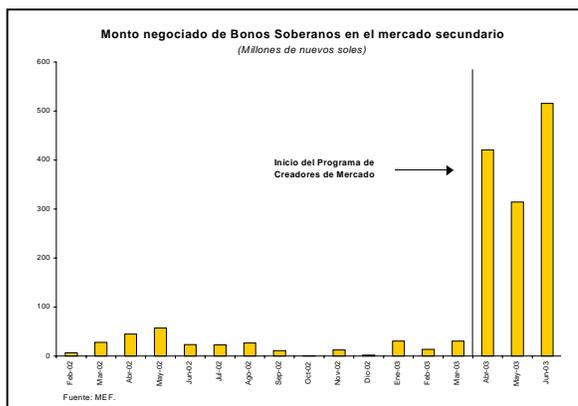
(en millones de US\$)

| | 2001 | 2002 | 2003 (e) |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Usos | | | |
| Déficit Fiscal | \$1,370 | \$1,321 | \$1,254 |
| Amortizaciones de Deuda | \$1,095 | \$1,076 | \$1,498 |
| Saldo a Financiar | \$2,465 | \$2,397 | \$2,752 |
| Fuentes | | | |
| - Financiamiento Externo | \$1,343 | \$2,000 | \$2,065 |
| Multilaterales | \$1,343 | \$1,016 | \$1,065 |
| Bonos Globales | \$0 | \$984 | \$1,000 |
| -Uso de Privatizaciones | \$327 | \$412 | \$194 |
| - Financiamiento interno | \$795 | -\$13 | \$419 |
| Créditos, usso de Depósitos | \$452 | -\$222 | \$0 |
| Bonos Soberanos | \$344 | \$209 | \$419 |
| Saldo no identificado | \$0 | \$3 | -\$74 |

ELABORACIÓN : SIEE - Banco Wiese Sudameris

millones, de los cuales US\$200 provienen del Banco Mundial², US\$440 millones provendrían del BID³, y cerca de US\$120 millones de la CAF. Por el lado del Club de París se desembolsarían cerca de US\$300 millones, principalmente por medio de la cooperación japonesa. En conjunto por estas fuentes se obtendrían cerca de US\$1,065 millones. Cabe destacar que las fuentes de financiamiento por esta vía son cada vez más estrechas, pues tales organismos se muestran más reacios al otorgamiento de créditos fungibles, brindando más oportunidad al financiamiento de proyectos en co-participación con el Estado. Nótese, que de acuerdo a la Ley de Endeudamiento del Sector Público para este año, el gobierno tiene la facultad de concertar créditos externos por hasta US\$2,200 millones.

Ante ello, el gobierno viene elevando el financiamiento a través del mercado. Para el año 2003, estimamos que los fondos que se obtendrían por esta vía representarían el 52% de los requerimientos de financiamiento del sector público. Por el lado del mercado internacional, a la fecha se han colocado US\$750 millones en Bonos Globales (en enero y febrero), encontrándose ya inscritos y por colocar un saldo de US\$250 millones, con lo que se totalizaría una emisión de US\$1,000 millones este año. Cabe destacar que el gobierno aún cuenta con el aval de la CAF para completar la emisión en caso la situación del mercado financiero se torne complicada. Por el lado del mercado local, a la fecha se ha colocado un equivalente de US\$280 millones en Bonos Soberanos, por lo que estimamos que se colocarían durante el presente año cerca de US\$420 millones en estos instrumentos, nivel que es superior en casi el doble a lo inicialmente estimado. El mayor dinamismo obedece a los favorables resultados que viene arrojando desde el mes de marzo la implementación del mecanismo de "Creadores de Mercado", el cual ha permitido dinamizar el mercado de deuda pública primaria y secundaria. Al mayor atractivo de estas emisiones ha contribuido también el mejor desempeño de las finanzas públicas y de la economía en su conjunto durante los últimos meses. Cabe señalar que según el La Ley de Financiamiento del Sector Público, el gobierno tiene un máximo por emisor de hasta S/.1,780 millones (US\$500 millones) en estos instrumentos.



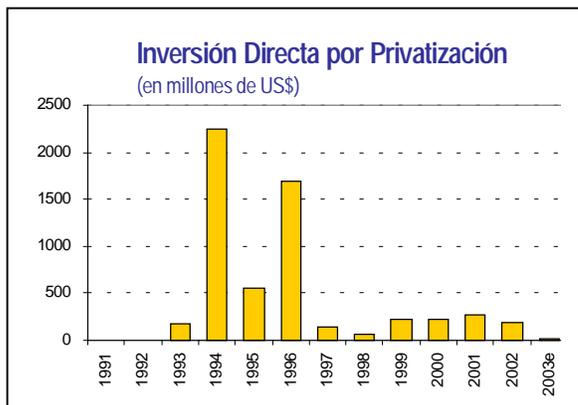
La exposición al financiamiento a través del mercado puede producir importantes ventajas para la economía en términos de un mayor dinamismo del mercado de renta fija y de la formación de una curva de rendimientos que sirva de guía para las emisiones privadas. Sin embargo, creemos que es importante advertir un un financiamiento creciente y elevado de esta vía puede terminar afectando sensiblemente el flujo de caja futuro del sector público, pues por un lado las emisiones resultan ser más costosas que el financiamiento multilateral (pues los plazos son más cortos y las tasas más elevadas) y más inciertas, dado que el mercado de deuda emergente es muy sensible a los ruidos políticos, lo que acarrearía un riesgo de liquidez. Por ello, consideramos acertado que el gobierno contemple una estrategia de manejo de pasivos internacionales, que priorice una recalendariación de los pagos antes que un cambio en las condiciones financieras,

² US\$150 millones serían desembolsados a fines de octubre del presente año como un primer tramo del Plan Programático de Reforma Social III.

³ De los cuales US\$100 millones corresponden a un desembolso del Programa de Apoyo a la Reforma Social, y US\$200 millones a través de un Programa de Apoyo a la Mejora de la Competitividad.



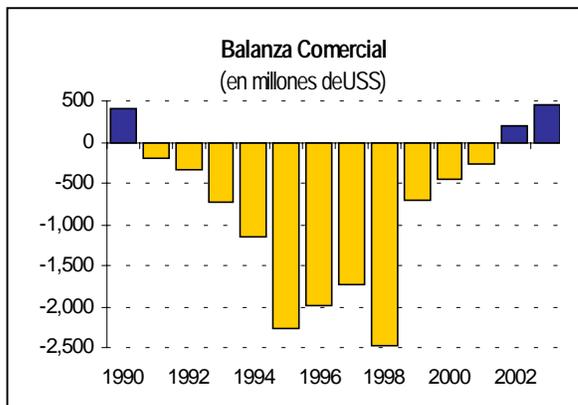
pues alternativamente a las condiciones que brinda el mercado, las primeras resultan ser beneficiosas para el país.



Finalmente, con respecto al proceso de privatizaciones y concesiones se percibe una clara falta de voluntad política por impulsar el proceso debido a la percepción negativa que diferentes estratos sociales aún mantienen sobre el mismo. Bajo este contexto, hemos recortado nuestro estimado inicial de US\$270 millones a US\$194 millones, cifra esta última que considera cerca de US\$150 millones por la venta de acciones remanentes (Relapasa, Transmantaro, Redesur) y en menor medida por la venta de prospectos mineros, y cerca de US\$44 millones por cuotas de privatizaciones anteriores. Cabe destacar que como advirtiéramos en nuestro reporte de proyecciones anterior, la meta del gobierno de alcanzar US\$400 millones por nuevas privatizaciones resultó excesiva, por lo que Proinversión ha reducido su meta a US\$180 millones para este año. Como se observa, nuestra cifra al respecto resulta inclusive conservadora, por las dificultades por las que viene atravesando el proceso.

Considerando el uso de las fuentes descritas anteriormente, el saldo por financiar es manejable, recayendo en los ingresos estimados por privatizaciones la mayor probabilidad de incumplimiento. No obstante, dada su magnitud ello no sería crucial para completar el financiamiento para el presente año. Sin embargo, esta situación relativamente favorable, no debe dejar de lado los esfuerzos por emprender las reformas necesarias para garantizar la sostenibilidad fiscal futura, como la recalendarización de la deuda pública externa, la reforma tributaria, la reforma del Estado (tema ausente en el reciente discurso presidencial) y la promoción de la inversión privada.

3.3. SECTOR EXTERNO



La Balanza Comercial registraría un superávit de US\$448 millones durante el 2003, monto mayor a los US\$142 millones inicialmente previstos. Esta mejora en el saldo comercial estaría acompañada por un mayor incremento en el intercambio comercial, dado que tanto las exportaciones (+11.0%) como las importaciones (+8.1%) mostrarían tasas de crecimiento superiores a las inicialmente esperadas.

Las exportaciones ascenderían a US\$8,044 millones, monto superior en 11.0% a las obtenidas durante el 2002 y 5.2% por encima de las originalmente estimadas. Las mejores perspectivas de las exportaciones las presentan principalmente los productos tradicionales (US\$6,024 millones), los cuales registrarían un crecimiento de 13.4% respecto al 2002. Por su parte, las exportaciones no tradicionales (US\$2,392 millones), también mostrarían un comportamiento positivo pero con una tasa de expansión menor (+5.9%).

3.3.1. Exportaciones tradicionales

La principal fuente de expansión de los productos tradicionales serán las exportaciones mineras, las mismas que se incrementarían en 12.5% respecto al 2002. Lo anterior estaría explicado principalmente por las mayores exportaciones de oro (+16.3%) las cuales alcanzarían un monto récord de US\$1,720 millones, impulsadas básicamente

**EXPORTACIONES**

(En millones de US\$)

| | 2001 | 2002 | 2003E |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|
| TRADICIONALES | 4,742 | 5,312 | 6,024 |
| Mineros | 3,187 | 3,734 | 4,203 |
| Petróleo y derivados | 422 | 469 | 625 |
| Agrícolas | 208 | 216 | 212 |
| Pesqueros | 926 | 892 | 984 |
| NO TRADICIONALES | 2,183 | 2,260 | 2,392 |
| Agropecuarios | 437 | 554 | 569 |
| Textiles | 664 | 677 | 771 |
| Pesqueros | 197 | 164 | 194 |
| Metal-mecánicos | 160 | 109 | 102 |
| Químicos | 247 | 256 | 277 |
| Sidero-metalúrgicos | 189 | 161 | 167 |
| Minerales no metálicos | 58 | 68 | 72 |
| Otros | 231 | 271 | 239 |
| Otros | 82 | 75 | 76 |
| TOTAL | 7,007 | 7,647 | 8,492 |

Fuente: BCR, SIEE-Banco Wiese Sudameris

por los mayores precios, el cual alcanzaría una cotización promedio de US\$352 por onza durante el 2003. De otro lado, las exportaciones de cobre (US\$ 1,323 millones) registrarían un incremento de 11.4% impulsadas tanto por un aumento en los volúmenes embarcados como una mejora en el precio. En el primer caso, el mayor volumen estaría en línea con nuestros estimados de producción, mientras que el repunte en la cotización respondería a un restablecimiento del equilibrio entre la oferta y demanda mundial. Por último, las mayores exportaciones de hierro (+17.6%) responderían exclusivamente a los mayores volúmenes embarcados como resultado de la mayor demanda proveniente de China.

De otro lado, estimamos que las exportaciones pesqueras tradicionales aumenten en +10.3%. Las ventas al exterior de harina de pescado alcanzarían US\$916 millones (+11.3%) producto del embarque de 1.7 millones de TM de harina a un precio promedio de US\$535 por TM. Cabe anotar que el aumento de los volúmenes embarcados (+12.8%) a pesar de una caída en la producción (-15.2%), se explica por la existencia de cerca de 350 mil TM de harina de pescado en inventarios, provenientes de la temporada de pesca 2002, y que fueron comercializadas durante el primer trimestre del año.

Por su parte, las exportaciones de petróleo y derivados aumentarían +33.2% debido principalmente a los mejores precios del petróleo en el mercado internacional. Por último, las exportaciones agrícolas tradicionales experimentarían una caída de 2.0% como consecuencia de la contracción de 5.4% en las exportaciones de café. Este comportamiento estaría sustentado en los menores volúmenes exportados (3.3 millones de quintales) puesto que los bajos precios imperantes en el mercado internacional generarían bajos niveles de inversión en los cultivos y, por ende, una merma en la productividad.

3.3.2. Exportaciones no tradicionales**EXPORTACIONES DEL PERÚ A ESTADOS UNIDOS**

(En millones de US\$)

| | 2003 Ene-May | Var.% 2003-2002 | Contrib.% 2003 |
|-----------------------------------|-----------------|--------------------|-------------------|
| Productos Tradicionales | 436.1 | 3.2% | 53.7% |
| Minero | 320.8 | -2.8% | 39.5% |
| Pesquero | 1.0 | 25.7% | 0.1% |
| Petróleo y derivados | 93.4 | 20.1% | 11.5% |
| Agrícolas | 20.9 | 50.0% | 2.6% |
| Productos No Tradicionales | 376.1 | 19.6% | 46.3% |
| Agropecuario | 55.4 | 2.7% | 6.8% |
| Textil | 207.7 | 34.8% | 25.6% |
| Pesquero | 22.2 | 83.3% | 2.7% |
| Químico | 13.1 | -19.9% | 1.6% |
| Metal-mecánico | 11.2 | 11.8% | 1.4% |
| Siderp-Metalúrgico | 11.8 | 42.7% | 1.4% |
| Minería No Metálica | 14.8 | 13.9% | 1.8% |
| Otros | 39.9 | -14.4% | 4.9% |
| Total | 812.1 | 10.2% | 100.0% |

Las exportaciones no tradicionales superarían en 5.9% a las del 2002. Esta mejora en nuestros estimados responde principalmente al mayor dinamismo esperado en los productos textiles, agropecuarios y pesqueros.

Las exportaciones textiles registrarían un crecimiento de 14.0% a las observadas durante el 2002. Este comportamiento se explica por las mayores exportaciones de confecciones que se vienen registrando al mercado estadounidense. Como se sabe, desde octubre pasado estos productos fueron incluidos dentro de los beneficios arancelarios del ATPDEA, por lo que actualmente ingresan sin pagar aranceles en comparación al arancel promedio de 21% que se pagaba anteriormente. Esto definitivamente ha incrementado la competitividad de los productos textiles en particular frente a productos similares de Centroamérica y México que ya contaban con dichos beneficios. Sin embargo, es importante anotar que no se está aprovechando todo el mercado potencial que nos abre el ATPDEA puesto que la mayoría de empresas textiles exportadoras se encuentran trabajando cerca al tope de su capacidad instalada, y no se prevé inversiones importantes en el corto plazo. Lo anterior se explica por la incertidumbre en torno al horizonte para la recuperación de la inversión, puesto dichos beneficios unilaterales concedidos



por el gobierno de EE.UUU. concluyen el 2006, y no es seguro que se renueven o que esté vigente para dicha fecha un acuerdo comercial con EE.UU, ya sea bilateral, o en el marco del ALCA.

Finalmente, las exportaciones agroindustriales, las segundas más importantes dentro de los productos no tradicionales, crecerían en 2.7% impulsadas por las mayores ventas de frutales como uvas, paltas y, en menor medida, mangos, así como por las exportaciones de espárragos. En el caso de las exportaciones de uvas, éstas vienen registrando una tendencia creciente explicada por los mayores volúmenes embarcados pues cada vez vienen registrando mayores rendimientos. En lo que se refiere a las paltas, la campaña de este año mostraría excelentes resultados puesto que los mayores volúmenes comercializados en Europa han sido acompañados de mejores precios ante la caída en la producción de competidores importantes como España e Israel. En el caso de los mangos, si bien las exportaciones durante la campaña finalizada en febrero estuvieron por debajo de lo esperado, debido a los cambios climáticos asociados al Fenómeno del Niño, se espera que en la próxima campaña de exportación a iniciarse en octubre, el volumen embarcado crezca en 20%. Por último, las exportaciones de espárragos mostrarían un crecimiento moderado dado que los mayores embarques esperados de espárragos frescos hacia EE.UU. serían parcialmente contrarrestados por las menores ventas de espárragos en conserva a Europa como consecuencia de la mayor competencia proveniente de China.

3.3.3. Importaciones

IMPORTACIONES

(En millones de US\$)

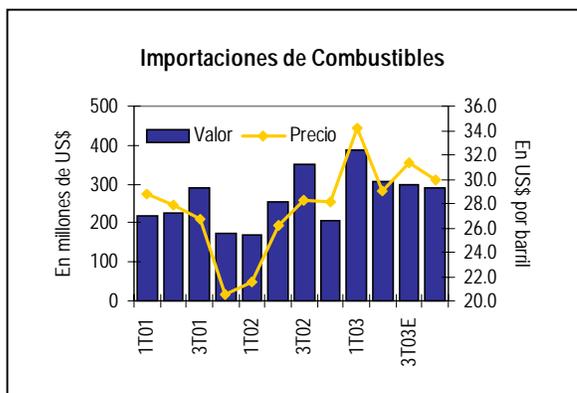
| | 2001 | 2002 | 2003E |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|
| BIENES DE CONSUMO | 1,648 | 1,770 | 1,835 |
| No Duraderos | 994 | 1,036 | 1,049 |
| Duraderos | 654 | 734 | 786 |
| INSUMOS | 3,592 | 3,747 | 4,172 |
| Combustibles | 907 | 978 | 1,281 |
| Materias Primas Agro | 232 | 249 | 244 |
| Materias Primas Industria | 2,453 | 2,521 | 2,647 |
| BIENES DE CAPITAL | 1,919 | 1,843 | 1,963 |
| Materiales de construcción | 169 | 272 | 250 |
| Para la agricultura | 20 | 21 | 22 |
| Para la industria | 1,358 | 1,226 | 1,342 |
| Equipos de transporte | 372 | 324 | 349 |
| Otros | 114 | 80 | 75 |
| TOTAL | 7,273 | 7,440 | 8,044 |

Fuente: BCR, SIEE-Banco Wiese Sudameris

Las importaciones ascenderían a US\$8,044 millones, lo que representaría un crecimiento de 8.1% respecto al 2002. Esto último como consecuencia de los mayores precios del petróleo en el mercado internacional, que incidirían en un crecimiento de las importaciones de insumos por encima de lo esperado.

Las importaciones de bienes de consumo crecerían 3.7% respecto al año anterior. El mayor dinamismo estaría centrado en las importaciones de bienes de consumo duradero (+7.0%). Como señalamos al comentar la evolución del PBI Comercio, las mayores compras de electrodomésticos y vehículos explicarían este comportamiento. En el caso de los bienes de consumo no duradero, esperamos un crecimiento marginal (+1.3%) puesto que las mayores importaciones de prendas de vestir y productos de aseo personal sería contrarrestado por las menores compras de alimentos, en particular azúcar, arroz y productos lácteos que están siendo sustituidos por producción local.

Por su parte, las importaciones de insumos se incrementarían en 11.3% a la registrada durante el 2002. Esta expansión sería explicada fundamentalmente por las importaciones de combustibles (+31%). De otro lado, esperamos un menor ritmo de crecimiento en las importaciones de materia prima para la industria (+5.0%) respecto a nuestra proyección original puesto que en los últimos meses se ha observado una desaceleración en los insumos dirigidos a las industrias química, farmacéutica y alimenticia.



Finalmente, las importaciones de bienes de capital aumentarían 6.5% respecto al año anterior. El mayor dinamismo lo mostraría el rubro de bienes de capital para la industria (+9.4%), expansión sustentada principalmente en las compras asociadas al proyecto Camisea. Al respecto, cabe señalar que durante el primer semestre del año Pluspetrol Perú Corp., operador de los campos de gas de Camisea, y Transportadora de Gas del Perú, empresa que se viene encargando del tendido del gasoducto, se convirtieron en las dos principales importadoras de bienes de capital. Sin embargo, este dinamismo sería parcialmente compensado por la caída en las importaciones de materiales de construcción (-8.1%) lo que estaría vinculado al menor dinamismo del sector.

3.3.4 Balanza en Cuenta Corriente y Balanza de Pagos

En función a la nueva estimación de la balanza comercial, que arroja un superávit mayor al previsto inicialmente, y de la información disponible, publicada desde nuestras últimas proyecciones, hemos revisado también nuestros estimados sobre el financiamiento de la Balanza de Cuenta Corriente y la Balanza de Pagos, las que arrojan los siguientes resultados:

En el caso de la Balanza en Cuenta Corriente, nuestra proyección de déficit se reduce de US\$929 millones a US\$901 millones, equivalente al 1.5% del PBI, lo que se explica fundamentalmente por el mayor superávit de la Balanza Comercial.

| BALANZA DE PAGOS | | | |
|------------------------------------|-----------------|-----------------|----------------|
| (en millones de US\$) | 2001 | 2002 | 2003 (e) |
| Balanza Comercial | -\$266 | \$207 | \$448 |
| Exportaciones | \$7,007 | \$7,647 | \$8,492 |
| Importaciones | -\$7,273 | -\$7,440 | -\$8,044 |
| Balanza en Cuenta Corriente | -\$1,183 | -\$1,206 | -\$901 |
| % del PBI | -2.2% | -2.1% | -1.5% |
| Cuenta Financiera | \$1,616 | \$2,191 | \$1,526 |
| Sector Público | \$393 | \$1,051 | \$894 |
| Sector Privado | \$889 | \$743 | \$952 |
| Privatización | \$267 | \$186 | \$20 |
| Saldo de BP (Flujo de RIN) | \$433 | \$985 | \$625 |
| Adenda | | | |
| Saldo de RIN | \$8,612 | \$9,597 | \$10,222 |
| Var. Términos de Intercambio | -1.7% | 2.5% | 0.2% |

ELABORACIÓN : SIEE - Banco Wiese Sudameris

En cuanto al financiamiento de la brecha externa, por el lado del Sector Público, tal como lo señalamos en la sección fiscal, en términos netos de amortizaciones se estima un financiamiento de US\$894 millones, monto superior a los US\$429 millones considerados previamente. Ello se debe a las mayores fuentes de financiamiento identificadas que han permitido elevar la previsión de desembolsos de US\$1,550 millones a US\$2,065 millones.

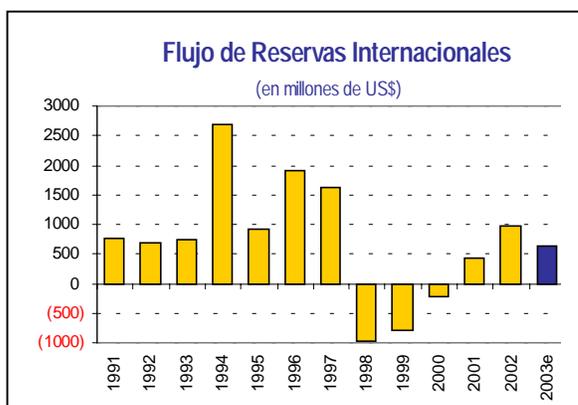
Por el lado del sector privado, los ingresos netos de pagos al exterior alcanzarían los US\$952 millones, monto superior a los US\$379 millones inicialmente previstos, lo que se explica por la actualización de los flujos de algunas inversiones de largo plazo como las vinculadas al proyecto Camisea, a la ampliación de la refinería de La Pampilla, a inversiones en los sectores telecomunicaciones, energía e hidrocarburos, y en el probable ingreso de mayores capitales extranjeros al sistema bancario. En conjunto, los proyectos de inversión identificados han sido elevados de US\$1,480 millones a US\$1,944 millones en esta revisión.

Con respecto a los ingresos por privatizaciones, consideramos que la participación extranjera sería mínima, pues el capital nacional mostraría algo más interesado en algunos proyectos mineros y tierras eriazas. Como ya lo hemos mencionado, creemos poco probable que otros proyectos de significativa importancia puedan llevarse a cabo en lo que resta del 2003.



De esta manera, el saldo de la Balanza de Pagos arrojaría un aumento de US\$625 millones, monto superior a los US\$232 millones inicialmente previstos. Sobre la base de la revisión de los estimados de la Balanza de pagos podemos concluir que:

- El superávit comercial ha mejorado nuestra estimación de Balanza en Cuenta Corriente, contribuyendo a reducir la brecha externa de un déficit equivalente a 2.1% del PBI a uno de 1.5% del PBI, siendo ésta una de las fortalezas más importantes de la economía.
- La obtención de financiamiento externo para el déficit fiscal permitirá también la entrada de capitales para contrarrestar los pagos por amortización de deuda externa.
- Los compromisos de inversión extranjera directa de largo plazo sostendrán la ganancia de reservas en el presente año, aunque preocupa la ausencia de nueva inversión extranjera.
- A nivel de indicadores de cobertura, en el caso de la vulnerabilidad externa, que considera el número de meses de importaciones que pueden ser cubiertos por las RIN, ésta bajaría levemente de 16.0 inicialmente estimado a 15.2 en el 2003, debido al mayor dinamismo de las importaciones. Por su parte, el indicador de vulnerabilidad monetaria, que refleja la cobertura de reservas sobre la liquidez en moneda nacional, bajaría de 2.1 a 1.9, mientras que con respecto a la vulnerabilidad de la deuda, medida por el número de veces en que las reservas internacionales cubren los pagos anuales de amortizaciones de deuda pública, estas aumentarían de 6.5 a 6.8 años. En términos generales, la posición de liquidez interacional del BCR se mantendría en niveles adecuados.



3.4. TIPO DE CAMBIO Y NIVEL DE PRECIOS

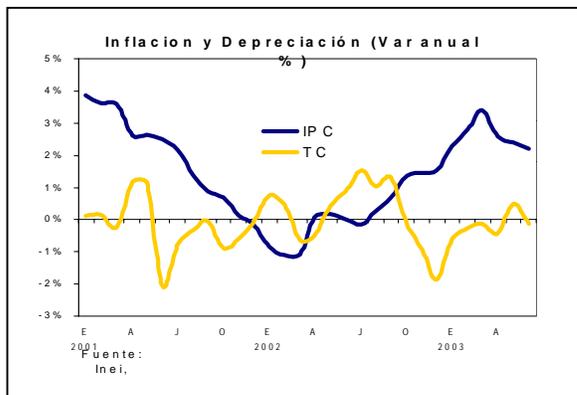
3.4.1 Tipo de Cambio

| TIPO DE CAMBIO | 2001 | 2002 | 2003 (e) |
|-----------------------------|-------|------|----------|
| (en Nuevos Soles por Dólar) | | | |
| Fin de Periodo | 3.44 | 3.51 | 3.50 |
| Promedio de Periodo | 3.51 | 3.52 | 3.48 |
| (variaciones porcentuales) | | | |
| Devaluación Anual | -2.3% | 2.0% | -0.4% |
| Devaluación Promedio | 0.5% | 0.3% | -0.9% |
| Términos de Intercambio | | | |
| Precios de Exportación | -4.7% | 3.7% | 5.7% |
| Precios de Importación | -3.0% | 1.2% | 5.5% |

ELABORACIÓN : SIEE - Banco Wiese Sudameris

En cuanto al tipo de cambio hemos reducido nuestra proyección de S/3.70 a S/3.501 para fines de año, y en términos promedio de S/3.64 a S/3.484. Tal cambio es uno de los más notorios en nuestras proyecciones y obedece, entre otros factores, al cambio drástico en las expectativas ocurridas en torno al futuro del panorama regional entre noviembre el 2002 y julio del presente año. En efecto, en lo que va del 2003 las principales monedas de la región muestran significativas apreciaciones producto del favorable desempeño de las economía brasileña y argentina, principalmente, que reaccionaron positivamente ante la aplicación de política económicas coherentes.

La relativa calma regional, conjuntamente con la ligera mejora de los términos de intercambio (que pasarían de -1.1% a +0.2%) producto de los mejores precios de exportación (ver sección de commodities), así como el mayor flujo de divisas provenientes tanto hacia el sector privado (Camisea) como público (emisiones de bonos), explicó en gran medida las presiones apreciatorias sobre el Nuevo Sol, obligando al BCR a intervenir directamente en el mercado cambiario con compras de dólares para mantener la estabilidad del precio de la divisas norteamericana. A ello cabría agregar cierta reestructuración de portafolios por la que habrían optado diversos agentes económicos (entre ellos los bancos, AFP's, y Fondos Mutuos), desprendiéndose



de sus tenencias en dólares por activos en soles, ante la mayor rentabilidad de los mismos (alentada por las bajas tasas de interés internacionales y la baja inflación local) y las bajas expectativas de depreciación.

De esta manera, nuestros supuestos para lo que resta del presente año se mantienen firmes en cuanto a la obtención de un saldo positivo en la balanza comercial y un ingreso de flujos de capitales, tanto hacia el sector público como privado aún positivos, pero con expectativas de depreciación más bajas tanto a nivel regional como local. Estos factores, que tienden a fortalecer, conjuntamente con la significativa debilidad del Dólar respecto de otras monedas mundiales, principalmente frente al Euro y al Yen, y con la tendencia apreciativa de las monedas de nuestros principales socios comerciales, serían compensados por la continua participación del BCR en el mercado, razón por la que consideramos un comportamiento relativamente estable del precio del Dólar para lo que resta del año.

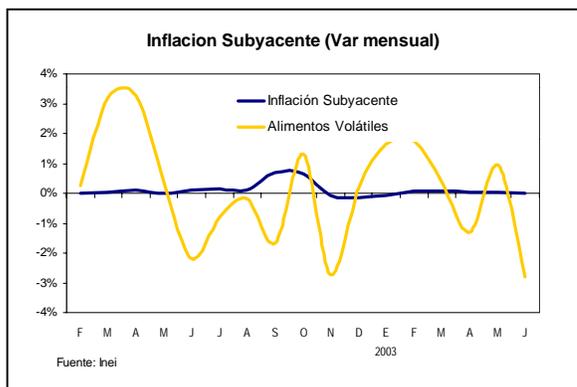
3.4.2. Inflación

| INFLACION | | | |
|------------------------|-------|------|----------|
| (Variación porcentual) | 2001 | 2002 | 2003 (e) |
| Acumulada | -0.1% | 1.5% | 1.6% |
| Promedio | 2.0% | 0.2% | 2.2% |
| Subyacente 1/ | 1.1% | 1.7% | 1.0% |

1/ Excluye alimentos no transables, combustibles y transporte

ELABORACIÓN : SIEE - Banco Wiese Sudameris

En materia de inflación hemos reducido nuestro pronóstico de 1.9% a 1.6% para el presente año, nivel que aún se encuentra dentro del rango contemplado en el esquema de Metas Explícitas de Inflación (entre 1.5% y 3.5%) que persigue el BCRP. En términos promedio, nuestro estimado de inflación se reduce de 2.4% a 2.2%. El principal factor que explica esta revisión es la sostenida tendencia decreciente observada en el comportamiento de los alimentos, producto de una mayor oferta agrícola, a raíz de las favorables condiciones climáticas generadas por la ausencia del Fenómeno de El Niño (supuesto que considerábamos probable inicialmente).



En cuanto a los precios de los combustibles, hemos elevado nuestra proyección de 1.5% a 6.0% producto del significativo repunte que experimentó el precio internacional del petróleo durante el 1T03 por el efecto de la Guerra entre Estados Unidos e Irak. Este efecto también repercutiría sobre un aumento de 10.3% en las tarifas de transporte. Para el 2S03 el precio tendría un ligero impacto hacia el alza producto del reajuste de la tasa del IGV para luego mantener una tendencia estable según se depende del comportamiento del precio del petróleo en el mercado de futuros.

Con respecto a los servicios públicos, apuntamos a una reducción de 1.1%, producto de las menores tarifas telefónicas (por mayor competencia en renta básica y celular) y por menores tarifas de agua. Estos efectos serían parcialmente compensados por el aumento de las tarifas eléctricas, principalmente en el rubro industrial.

Finalmente, en cuanto a la inflación subyacente, hemos reducido nuestra estimación de 2.2% a 1.0% producto de la postura neutral de la política monetaria durante el 1S03, y que se tornaría moderadamente expansiva durante el 2S03. En conclusión, la estabilidad de precios resulta consistente con nuestras proyecciones de crecimiento de la actividad económica para el presente año.



3.5. SECTOR MONETARIO

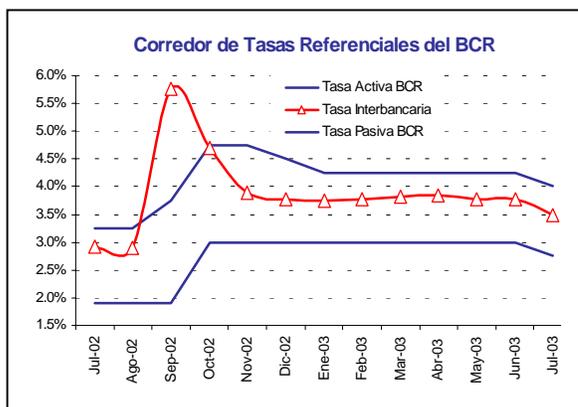
3.5.1 Política monetaria

| PROGRAMA MONETARIO 2003 | | | | | | | |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| | Ene | Feb | Mar | Abr | May | Jun | Objetivo |
| 1.-Meta Explicita de Inflación | | | | | | | |
| Inflación (var. IPC) (YoY) | 2.3% | 2.8% | 3.4% | 2.6% | 2.4% | 2.2% | 2.5% |
| Inflación Subyacente (YoY) | 1.6% | 1.7% | 1.7% | 1.6% | 1.6% | 1.5% | |
| 2.- Tasas de Interés Refer. | | | | | | | |
| i) ACTIVAS | | | | | | | |
| Soles | 4.25% | 4.25% | 4.25% | 4.25% | 4.25% | 4.25% | |
| Dólares (efectiva anual) | L1m+1 | L1m+1 | L1m+1 | L1m+1 | L1m+1 | L1m+1 | |
| ii) PASIVAS | | | | | | | |
| Soles (efectiva anual) | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | |
| Dólares | 1.2% | 1.2% | 1.3% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | |
| TASA INTERBANCARIA | | | | | | | |
| - Proyección de liquidez bancaria | | | | | | | |
| Rango proyectado | 170-190 | 170-190 | 170-190 | 190-210 | 190-210 | 190-210 | |
| Saldo prom. Cta Cte Banca en BCR | 178 | 178 | 200 | 211 | 188 | 204 | |
| - Var. Emisión Primaria prom (YoY) | 10.4% | 7.3% | 7.2% | 8.6% | 8.1% | 6.4% | 8.0% |

Desde inicios del presente año, el BCR asumió una postura neutral en materia de política monetaria, pues se prevía que principalmente dos factores exógenos, como la guerra en el Medio Oriente y la presencia de un Fenómeno de El Niño leve a moderado, altere el comportamiento de los precios. El primer evento se tradujo en un aumento en el ritmo de los precios originado por la volatilidad de los precios de los combustibles, aunque el mismo fue de carácter coyuntural, mientras que el segundo evento no se produjo. Así, las decisiones de política monetaria y las condiciones de estabilidad en los mercados interno y externo permitieron que la tasa de interés interbancaria se mantenga en torno al 3.8%, dentro del rango objetivo contemplado en el Programa Monetario mensual (entre 3.0% y 4.25%).

Para lo que resta del año proyectamos que la tasa interbancaria en soles registraría una tendencia marginalmente decreciente, como consecuencia de la orientación algo más expansiva de la política monetaria durante el 2S03. En efecto, a partir del mes de julio el BCR recortó en 25pbs sus tasas de interés referenciales, a un rango de entre 2.75% y 4.0%, a fin de contrarrestar la tendencia decreciente registrada por la inflación durante el 2T03. A ello contribuiría también un contexto regional y un tipo de cambio estable, los saldos relativamente holgados de liquidez del sistema bancario y un menor requerimiento de financiamiento adicional por parte del sector público.

Con respecto a la liquidez, para lo que resta del año el BCR mantendría una orientación moderadamente expansiva sobre la cantidad de dinero, acorde con el comportamiento de la tasa de interés interbancaria y en función del ritmo de desaceleración que experimente la inflación con respecto a la meta. En función de ello hemos elevado levemente nuestra estimación de crecimiento de la emisión primaria de 5.0% a 6.1%. La misma es consistente con una proyección de crecimiento del PBI de 3.6%, una depreciación promedio de -0.9% y una inflación promedio de 2.2%.

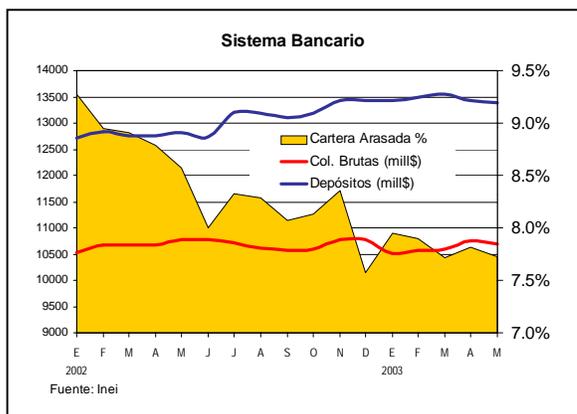


Así, para el mes de julio del 2003 las proyecciones de liquidez del ente emisor apuntan a un rango de entre S/. 195 MM y S/. 215 MM, superior a la registrada en el mes de junio (entre S/. 190 MM y S/. 210 MM), debido principalmente a que julio es un mes en el que aumenta la demanda por soles por factores estacionales para el pago de gratificaciones y gastos por Fiestas Patrias. Para los meses restantes, se espera que los saldos de liquidez se ubiquen en torno a S/. 210 millones diarios. Es importante anotar que el aumento de la cantidad de dinero es consistente con el estimado de crecimiento de la actividad económica para el año, 3.6% y una inflación de 1.6%.

En conclusión, mantenemos nuestras perspectivas de una holgada liquidez para lo que resta del año, comportamiento que sería característico también durante el 2004. De acuerdo a ello, la liquidez no sería un mayor problema para la reactivación del crédito.



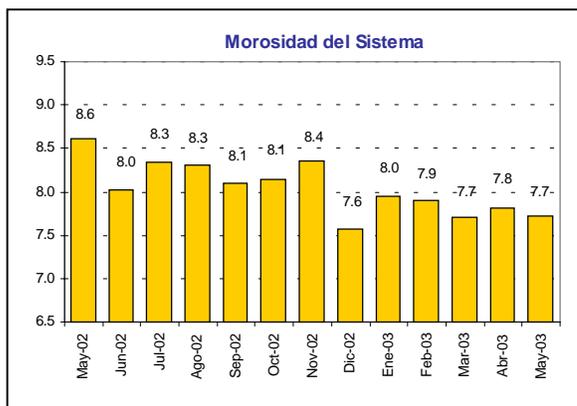
3.5.2. Sector bancario



El comportamiento del crédito en lo que va del año 2003 no ha logrado satisfacer las expectativas iniciales, a pesar de la mayor actividad económica, de la situación relativamente holgada de la liquidez tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, y de los esfuerzos de las autoridades por mejorar la flexibilidad del sistema, debido principalmente al mayor ruido político y a ciertas iniciativas legislativas que lejos de promover y flexibilizar el crédito provocaron incertidumbre entre los agentes económicos.

En efecto, hasta el mes de mayo las colocaciones brutas muestran una caída de 0.9% arrastradas por menores desembolsos de préstamos comerciales ante la ausencia de sujetos de crédito, la todavía elevada percepción de riesgo crediticio, y la incertidumbre provocada por las iniciativas legislativas señaladas y por un menor financiamiento vía leasing, reflejo del escaso dinamismo de la inversión privada nacional. A pesar de este magro contexto, continuaría destacando el mayor dinamismo de los créditos personales (tarjetas de crédito), de los créditos de consumo, de los créditos hipotecarios (impulsados por el Programa Mivivienda, las bajas tasas de interés y los bajos niveles de morosidad en este segmento) y de los créditos sindicados (por restructuración de deudas). Sobre la base de lo anterior hemos reducido nuestro estimado de crecimiento de las colocaciones de 4.1% a 0.4%. Esto se reflejaría en una caída en el ratio de intermediación financiera de 18.9% en el 2002 a 17.7% en el 2003. Por su parte, los depósitos muestran un comportamiento similar, acumulando una caída hasta el mes de mayo de 0.3%. En este caso también hemos reducido nuestra proyección de 4.4% a 0.3%. Nótese que en ambos casos nuestras proyecciones revisadas resultan aún optimistas.

A pesar de los problemas de índole económico, las autoridades se han esforzado por mejorar el ámbito regulatorio, con favorables iniciativas como:



- i) La aprobación del proyecto de ley que plantea modificar el tratamiento tributario del fideicomiso, a fin de convertirlo en una alternativa efectiva de financiamiento.
- ii) La aprobación del proyecto de Ley del Sistema de Capitalización Inmobiliaria, el cual permitirá que las personas naturales y jurídicas puedan ocupar un local industrial o vivienda, y simultáneamente, constituir una cuenta de capitalización individual con el pago que correspondería al alquiler que de lo contrario tendrían que pagar. Estas operaciones no constituyen créditos hipotecarios, pues son operaciones de ahorro voluntario, que básicamente implican un riesgo de mercado y no un riesgo crediticio.
- iii) La aprobación del proyecto de Ley que plantea que las personas naturales contribuyentes del impuesto a la renta puedan deducir, para el cálculo de su renta imponible, los intereses de los préstamos hipotecarios para la adquisición de viviendas nuevas.
- iv) La publicación del anteproyecto de ley de Garantías Mobiliarias, lo que posibilitará no sólo la reducción de las tasas de interés, sino además la aparición de nuevos sujetos de crédito. En una segunda fase del proceso de reforma de garantías, el MEF buscaría simplificar las garantías inmobiliarias



SISTEMA BANCARIO

(datos promedio del periodo) 2001 2002 2003 (e)

Depósitos

| | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|
| en millones de US\$ | 13,017 | 13,486 | 13,533 |
| variación porcentual | 9.6% | 3.6% | 0.3% |

Colocaciones

| | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|
| en millones de US\$ | 10,746 | 10,784 | 10,826 |
| variación porcentual | -1.1% | 0.4% | 0.4% |

Tasas de Interés

| | | | |
|--------|-------|-------|-------|
| TAMEX | 12.0% | 10.0% | 8.1% |
| TIPMEX | 3.5% | 1.6% | 1.2% |
| Spread | 8.5% | 8.3% | 6.9% |
| TAMN | 25.0% | 20.8% | 17.1% |
| TIPMN | 7.5% | 3.5% | 4.1% |
| Spread | 17.5% | 17.3% | 12.9% |

Otros indicadores

| | | | |
|------------------------------|------|------|------|
| Libor 3M | 3.6% | 1.8% | 1.2% |
| Morosidad Bancaria | 8.9% | 7.6% | 7.7% |
| Riesgo País (Bono Brady-PDI) | 651 | 614 | 496 |

ELABORACIÓN : SIEE - Banco Wiese Sudameris

(hipotecas), introduciendo la ejecución extrajudicial, lo cual reduciría el tiempo de ejecución de una garantía de entre 18 y 24 meses a una de entre 4 o 5 meses, lo que permitiría una reducción importante de las tasas de interés.

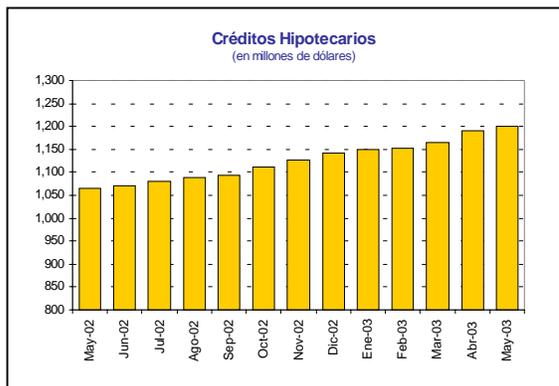
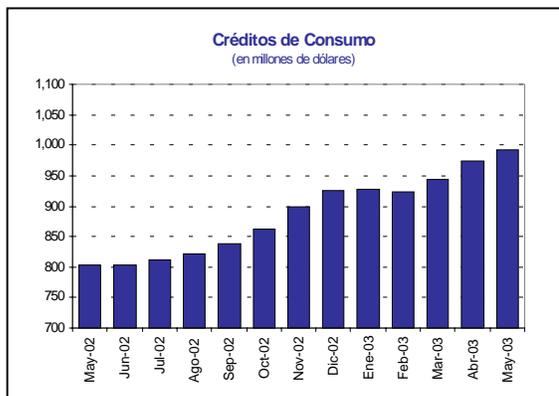
- v) La publicación del nuevo Reglamento de Evaluación, Clasificación del Deudor y Exigencia de Provisiones de la SBS, con lo cual se unifica el marco normativo vigente, se perfecciona la política de provisiones, adecuándola a las recomendaciones del nuevo Acuerdo de Basilea que entraría en vigencia el año 2006, y por otro lado, le otorga mayor responsabilidad al directorio de las instituciones financieras en el manejo del riesgo crediticio.

Sin embargo, estas iniciativas fueron ensombrecidas por otras como:

- i) El proyecto de Ley que plantea aplicar un impuesto de S/0.50 a cada transacción que se realice en el sistema financiero, afectando al número de clientes con el que cuenta actualmente el sistema.
- ii) La propuesta de gravar con impuesto al renta a los intereses generados por ahorros y a las ganancias de capital por la compra-venta de títulos en el mercado de valores, la que sólo conseguiría desalentar el ahorro y la bancarización.
- iii) La propuesta que plantea modificar el tamaño de la letra de los contratos de crédito, lo que limita el esfuerzo que vienen realizando los bancos por reducir los costos de los créditos
- iv) La aprobación del proyecto que propone añadir a la hoja resumen que se entregará al prestatario, información sobre la Tasa Interna de Retorno de la operación de crédito, con el propósito de contribuir a una mayor transparencia en la relación entre usuarios y sistema financiero. Sin embargo, tal iniciativa no contempla que muchos gastos que se tomará para el cálculo de la TIR no sólo servirán para una primera operación de crédito, sino también para todos los créditos que se otorguen posteriormente
- v) El posible traslado de los depósitos públicos en la banca privada hacia el Banco de la Nación; y
- vi) La posible aplicación del IGV a los intereses de las colocaciones y depósitos bancarios, lo cual sólo retrasaría el dinamismo del crédito.

De lo anterior se desprende que no sólo se requiere de fundamentos económicos apropiados sino de un adecuado clima político y legal para la generación de inversión y por tanto del financiamiento, como lo es el crédito.

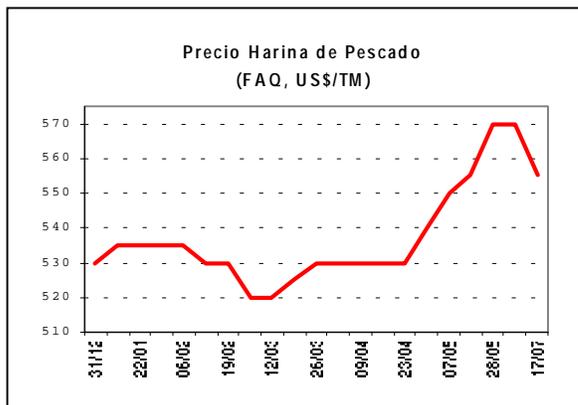
Con respecto al comportamiento de las tasas de interés en moneda extranjera, hemos reducido nuestro pronóstico de TAMEX promedio anual de 9.1% a 8.1%, producto de las bajas tasas de interés internacionales (que se mantendrían en tales niveles por un tiempo mayor al esperado) y un menor nivel de riesgo país estimado (que en promedio bajaría de 700pbs a 496pbs), lo que sería compensado en parte por un nivel de morosidad más elevado. Respecto a las tasas en soles, hemos reducido nuestro estimado inicial de 22.6% a 17.1%, fundamentalmente por la menor depreciación esperada en términos promedio. Esta tendencia sería aprovechada por algunas empresas de regular envergadura para reestructurar sus pasivos, cambiando deuda de corto plazo por otra de largo plazo.





Finalmente, mantenemos nuestra consideración de que este comportamiento de las tasas no involucra necesariamente una expansión del crédito. Creemos más bien que la misma sería muy modesta este año y probablemente más dinámica el próximo, en función de la magnitud, en que disminuya la percepción de riesgo crediticio y de las señales que se otorguen al sistema.

4.- COMMODITIES



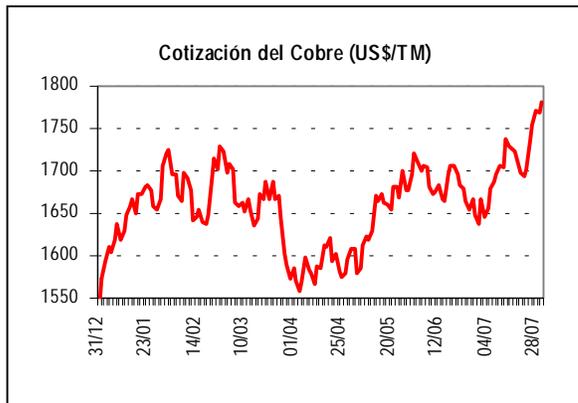
4.1 Harina de Pescado

La cotización de la harina de pecado alcanzaría un precio promedio de US\$521.1/TM durante el 2003, lo que supondría una caída de 4.4% respecto al año 2002. Este comportamiento estaría sustentado en: (i) los mayores volúmenes embarcados (+17% durante el presente año) por el Perú, tal como lo prevén pronósticos del Departamento de Agricultura de los EE.UU.(USDA); y, (ii) considerables niveles de stocks de los puertos en China (112 mil TM al 14 de Julio), según señalara Shangai JC Intelligence Co. Ltd., que se mantendrían hasta la próxima campaña pesquera.



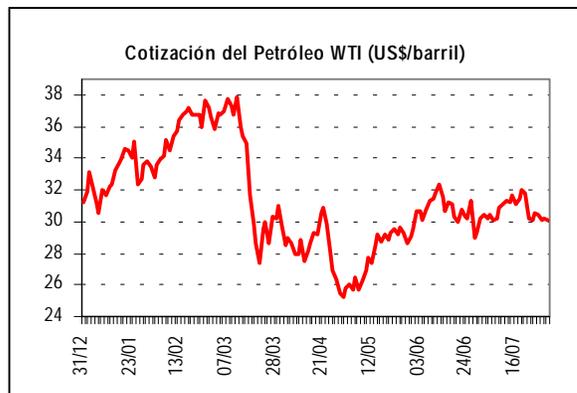
4.2 Oro

La cotización del oro alcanzaría un precio promedio de US\$350.84/onza durante el 2003, lo que significaría un alza de 12.1% respecto al año 2002. Este comportamiento considera la persistencia de un dólar débil, que ha reducido el costo relativo del metal para todos los demandantes fuera de EE.UU. No obstante, por el lado de la oferta, existen importantes fundamentos tales como: (i) producción mundial deprimida, cuyas inversiones en nuevas exploraciones han caído 70% desde 1996; y, (ii) niveles de ventas de reservas de oro de los bancos centrales europeos, razonablemente altos. Mientras que, por el lado de la demanda, cabe resaltar: (i) fuerte demanda por inversiones en oro por parte de EE.UU. y Europa; (ii) lenta recuperación de la demanda por parte de la India y el Medio Este, así como de los índices de consumo en EE.UU. y Europa, lo cual agrega incertidumbre a la recuperación de la industria joyera, que representa el 80% de la demanda mundial, en la próxima campaña navideña.



4.3 Cobre

La cotización del cobre alcanzaría un precio promedio de US\$1,678.4/TM durante el 2003, lo que supondría un incremento de 7.1% respecto al año 2002. Este comportamiento encontraría su sustento por el lado de la demanda en: (i) la pronta recuperación de la economía de los EE.UU., apoyada por la política monetaria expansiva de la Reserva Federal, lo cual aceleraría la recuperación del sector construcción, que representa el 40% de la demanda total de cobre; y, (ii) el crecimiento económico sostenido en Asia. Mientras que, por el lado de la oferta, este efecto se acentuaría por: menor producción e inventarios, los cuales, según el Grupo Internacional de Estudio del Cobre (ICSG), cerrarían el año con un déficit de 25,000TM. Por otro lado, no se descarta la probable reapertura por parte de BHP.



Billiton de sus minas de Tintaya (Perú) o La Escondida (Chile), lo cual podría atenuar las perspectivas.

4.4 Petróleo

La cotización del petróleo alcanzaría un precio promedio de US\$30.88/barril durante el 2003, lo que representa un aumento de 16.2% respecto al año 2002. Este comportamiento se explicaría por la lenta recuperación en la capacidad productiva petrolera de Irak anterior al conflicto (2.5 millones de b/d), dado que la actual producción se encontraría alrededor de los 700 mil b/d, la cual no se espera que se recupere a fin de año. Asimismo la demanda sostenida desde China contribuiría a mantener el precio, matizado por el manejo de los inventarios y las decisiones de la OPEP respecto a su cuota de producción.

5.- BALANCE DE RIESGOS Y RECOMENDACIONES

Hasta aquí hemos presentado los resultados de nuestras proyecciones con sus respectivos supuestos, los mismos que a nuestro juicio son los más adecuados para configurar el escenario macroeconómico de los próximos cinco meses. Sin embargo, tales supuestos podrían variar en el tiempo, es por ello que a continuación presentamos los principales riesgos a que están expuestos y que de alguna manera podrían alterar los principales pronósticos:

- ❑ Desaceleración en la recuperación de la economía norteamericana o, inclusive, un estancamiento o ingreso a una nueva fase recesiva.
- ❑ Desaceleración de la actual fase expansiva por la que atraviesan las principales economías regionales (México, Brasil y Argentina).
- ❑ Incremento en las tensiones geopolíticas globales, que genere un incremento significativo en el precio del petróleo y/o un comportamiento volátil de los mercados financieros internacionales.
- ❑ Disminución del apoyo político y social para los gobiernos de turno, que afecte la disciplina fiscal o el desarrollo de las reformas estructurales.
- ❑ Un comportamiento inferior al esperado para los precios de las materias primas.
- ❑ Presiones sociales que generen una mayor carga para el fisco en lo que resta del año.
- ❑ Aumento del riesgo país ante mayor ruido político
- ❑ Falta de consenso social en reforma tributaria
- ❑ Avance del terrorismo

No queremos dejar pasar la oportunidad de enfatizar que lo que requiere el país es que empecemos a pensar en el largo plazo. Es saludable que el Gobierno tome de una vez la decisión de efectuar una reforma tributaria integral. Confiamos en que tal reforma se constituirá en uno de los ejes principales de desarrollo del país. Sin embargo, si bien el esfuerzo es importante, no es suficiente. Se requiere establecer una agenda de reforma del Estado que considere, entre otras cosas:

- ❑ Ordenar las escalas remunerativas del sector público
- ❑ La creación de la carrera pública



Reporte Macroeconomico

- ❑ Reducir el Estado fusionando instituciones que realicen las mismas actividades
- ❑ Evaluar que programas están siendo eficientes en atender a los grupos objetivos
- ❑ Relanzar el sistema de concesiones y privatizaciones
- ❑ Cerrar definitivamente el acceso al Régimen de la Ley 20530 y seguir creando mecanismos que la autofinancien.
- ❑ Asignar gasto al sector público y regiones de acuerdo a criterios de eficiencia y productividad, diseñando una estructura de incentivos.
- ❑ Establecer claras políticas de promoción a la inversión privada
- ❑ Diseñar una política comercial consistente con el Plan Nacional de Exportaciones

Finalmente, se debe completar la estrategia de administración de pasivos internacionales con el objetivo de aliviar el servicio de la deuda externa en común acuerdo con los acreedores, lo que servirá de base para el cumplimiento de lo establecido en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal y de paso asegurará la sostenibilidad .fiscal en los próximos años.

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 Corzo | Macro Monetaria |
| Luis Ferrando Miranda | Mineía/Hidrocarburos |
| Guillermo Kaelin | Manufactura/ Comercio |
| Daniel Córdoba | Construcción/Inmobiliaria |
| Elio Tubino | 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 |
| Jairé Blanco | Trader Renta Variable | 442-9965 |
| Juho Mavia | Trader Renta Variable | 441-2788 |

Tesorería

| | | |
|-------------------------|---------------------------------|---------------|
| Rafael Uosa | 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 Huamán | 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 | |