

## Reporte Macroeconomico

### PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2004

La economía se vería favorecida por un entorno internacional en recuperación.

Las cuentas fiscales seguirían mejorando a pesar de lo cual no se alcanzaría la meta establecida en el Marco Macroeconómico Multianual.

Para el 2004 se prevé una estabilidad en el tipo de cambio y una inflación de 1.6%

	2002	2003E	2004E
<b>Sector Real</b>			
Producto Bruto Interno (var% real)	4.9%	4.0%	4.1%
Producto Bruto Interno (en millones US\$)	56,422	60,370	63,486
Valor Agregado Bruto (var% real)	4.6%	3.7%	3.7%
Demanda Interna (var% real)	4.1%	3.6%	3.5%
<b>Sector Público</b>			
Presión Tributaria (% del PBI)	11.9%	12.6%	12.8%
Resultado Primario GC (% del PBI)	-0.2%	0.3%	0.6%
Servicio de la Deuda Externa (% del PBI)	5.1%	3.6%	3.6%
Déficit Fiscal (% del PBI)	-2.3%	-2.0%	-1.6%
<b>Sector Externo</b>			
Exportaciones (en millones de US\$)	7,647	8,805	9,498
Balanza Comercial (en millones de US\$)	207	661	1,243
Balanza en Cuenta Corriente (% del PBI)	-2.1%	-1.8%	-0.9%
RIN (en millones de US\$)	9,598	10,304	10,804
<b>Sector Monetario</b>			
Inflación anual	1.5%	1.9%	1.6%
Tipo de Cambio (fin de periodo)	3.51	3.49	3.51

ELABORACIÓN : Estudios Económicos - BWS

- Hacia fines del 2004, se consolidaría la reactivación de las principales economías desarrolladas, escenario propicio para la mejora en la cotización de nuestros principales *commodities*. Sin embargo, la combinación de déficits fiscal y en cuenta corriente de la balanza de pagos de los EE.UU, incrementa el riesgo de consolidación de tal recuperación.
- El Valor Agregado Bruto (VAB) de la economía peruana se incrementaría en 3.7%, mientras que el Producto Bruto Interno (PBI) lo haría en 4.1%. Ante el importante aumento de la recaudación en el año 2003, el PBI ha perdido su utilidad como indicador de la actividad económica, en su lugar debiera utilizarse el VAB.
- En el 2004, el saldo de la Balanza Comercial sería positivo por tercer año consecutivo (US\$1,243 millones) y sería el más alto de los últimos 15 años.
- El resultado de la Balanza de Pagos permitiría el incremento de las Reservas Internacionales Netas en US\$500 millones, las mismas que alcanzarían los US\$10,800 millones. Las RIN serían equivalentes a 15.7 meses de importaciones y 6.2 veces las amortizaciones anuales de deuda pública.
- La brecha fiscal mantendría una trayectoria descendente (1,6% del PBI), destacando el superávit primario de 0.6% del PBI, producto de la aplicación de nuevos impuestos y de la ampliación de la base tributaria.
- La inflación anual se ubicaría en 1.6% a pesar de la orientación expansiva de la política monetaria, pues sería contrarrestada por la tendencia descendente de los precios no subyacentes. En este contexto, se mantendrían las presiones apreciatorias sobre el Nuevo Sol lo que implicaría nuevamente el concurso del BCR para mantener la estabilidad del tipo de cambio.



## INTRODUCCIÓN

En el presente Reporte Macroeconómico se muestran las proyecciones para el año 2004, de la economía peruana, elaboradas por el Departamento de Estudios Económicos del Banco Wiese Sudameris, sobre la base de estimaciones hechas a través de un modelo de equilibrio general, que relaciona los diferentes sectores de la economía y toma en cuenta factores, no sólo del ámbito local sino también del internacional, lo que asegura la consistencia de los resultados obtenidos.

En el ámbito internacional, esperamos que se consolide la reactivación económica: hacia el IIS04 en EE.UU y a finales del 2004 e inicios del 2005 en Europa. Asimismo, prevemos un crecimiento importante en las economías asiáticas, especialmente China. Este panorama internacional favorable debería tener efectos positivos en la economía peruana a través de mejores cotizaciones internacionales de nuestros *commodities*, lo cual se constituiría en el principal factor determinante del superávit comercial del 2004 (US\$1,243 millones, vs US\$661 millones en el 2003).

En el sector real de la economía prevemos que el Valor Agregado Bruto (VAB) se incrementaría 3.7%, mientras el Producto Bruto Interno (PBI) que lo haría en 4.1%, como consecuencia de un incremento de la demanda interna en 3.8%, influenciada, principalmente por la evolución del consumo privado (5.5%). Por su parte la inflación alcanzaría el 1.6%, cerca del límite inferior de la banda prevista por el BCR (2.5 + / - 1 punto porcentual).

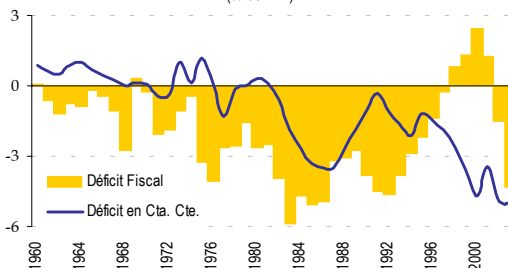
En el plano fiscal, a pesar de los nuevos ingresos provenientes de la reforma tributaria, vemos difícil que se cumpla la meta de déficit fiscal de 1.4% para el sector público consolidado, por lo que esperamos que el déficit público se ubique en 1.6%.

El documento está organizado de la siguiente manera. En la primera parte expondremos los principales supuestos acerca del entorno internacional, para posteriormente presentar, en detalle, nuestras principales proyecciones para la economía peruana en los sectores real, externo, fiscal, monetario y bancario. En la última parte del documento se muestran los supuestos sobre evolución de los *commodities*, y los principales riesgos potenciales que pueden, en algún caso, modificar el escenario previsto y alterar de esta manera nuestros pronósticos

## 1. PANORAMA INTERNACIONAL

En los últimos días se han publicado indicadores económicos que mostrarían una reactivación de la actividad económica mundial, de manera más acelerada en EE.UU. y algo rezagada en Europa. Ante este panorama, las últimas encuestas prevén para EE.UU. una tasa de crecimiento del PBI de 4.1% para el 2004 y una tasa de desempleo más baja (5.9%). Sin embargo, existen ciertos riesgos inherentes a las economías desarrolladas, ligados especialmente a la situación laboral y fiscal de las mismas, que podrían hacer peligrar tal reactivación. Adicionalmente, la economía China viene cobrando cada vez más importancia en la economía mundial.

EE.UU.: Déficit Gemelos  
(% del PBI)

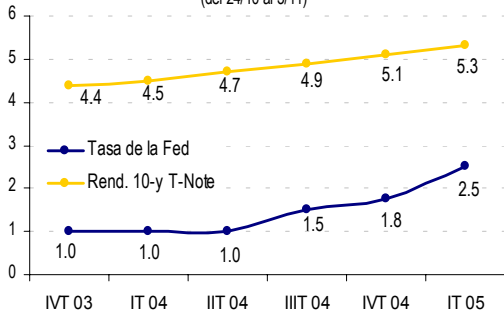


Fuente: Bloomberg. Elab. Estudios Económicos-BWS



Encuesta Bloomberg

(del 24/10 al 3/11)



Fuente: Bloomberg. Elab. Estudios Económicos-BWS

EE.UU.

- EE.UU. cerraría el 2003 con un crecimiento del PBI de 4.0%. Por su parte, se prevé que en el 2004 su economía crezca en 4.1%.
- El aumento en la productividad laboral permitiría combinar altas tasas de crecimiento con una baja inflación. En este sentido, se prevé que los precios aumenten en 1.9% en el 2004.
- El crecimiento económico generaría nuevos puestos de trabajo en el 2004. Así, se estima que el desempleo pase de 6.1% a finales del 2003 a 5.7% al cierre del 2004.
- Las tasas de interés del FED se mantendrían estables a niveles de 1.0% por todo el IS04. Sin embargo, para la segunda mitad del año se espera un progresivo aumento que las llevaría a 1.75% al cierre del 2004.

Riesgos

- El largo plazo está amenazado por un panorama insostenible, **la combinación de un déficit fiscal**, el más grande en la historia de EE.UU. (US\$374.2 billones) y un **sostenido y creciente déficit en cuenta corriente (5.0% del PBI)**.
- Una vulnerabilidad adicional de la economía norteamericana viene dada por su dependencia en países como Japón y China para financiar su déficit fiscal. Cerca del 50% de las tenencias de extranjeros de *securities* de EE.UU. están en manos de Japón (32%) y China (16%). En este contexto, si los asiáticos reducen sus compras de estos títulos, la tasa de interés en EE.UU tendrían que aumentar, lo que debilitaría la reactivación mundial.

Producto Bruto Interno (Var %)

	2003	2004
EE.UU.	4.0	4.1
EU-12	0.5	1.9
Alemania	0.1	1.5
Francia	0.4	2.0
Reino Unido	1.7	2.4
Japón	2.4	1.4

Fuente: Bancos de Inversión y FMI

Elab. Estudios Económicos-BWS

Europa

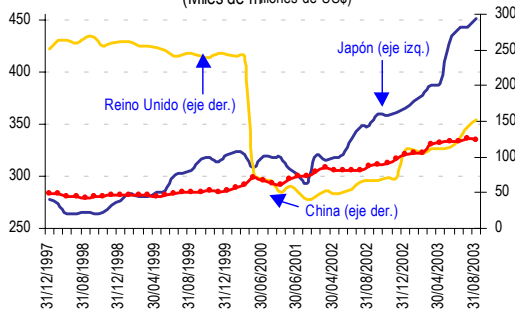
- Se espera que Alemania no crezca en el 2003 (0%). Francia, por su parte, crecería 0.4% en el 2003, mientras que Reino Unido lo haría en 1.7%. Con ello, la zona Euro crecería 0.5% durante el 2003. Para el 2004, se estima que la Eurozona crezca en 1.9%, con incrementos de 1.5% en Alemania, 2.0% en Francia y 1.7% en Italia.
- La situación fiscal europea también es preocupante. En el 2003 Alemania registraría un déficit fiscal de 4.2% del PBI, mientras que en Francia, el déficit alcanzaría a 3.6% del PBI, sobrepasando, de esta manera, el Pacto de Gobernabilidad de la Unión Europea, que autoriza a los miembros a tener como máximo un déficit fiscal de 3% del PBI. En el 2004 el déficit fiscal de la Eurozona llegaría a 2.8%.
- La inflación en la Eurozona cerraría el 2003 a niveles de 2.0% y se reduciría a 1.6% en el 2004.

China

- El crecimiento económico en China llegaría a 8.0% en el 2003 y a 7.5% en el 2004, impulsado por su sector exportador.
- China seguirá consolidando su posición como centro mundial de ensamblaje, implicando la importación de insumos de países asiáticos, principalmente, y la exportación de productos manufacturados intensivos en mano de obra hacia países desarrollados. La mayor demanda por *commodities* de China incidirá en una mejora en los precios de los principales *commodities*.

Tenencias de extranjeros de Bonos del Tesoro de los EE.UU.

(Miles de millones de US\$)

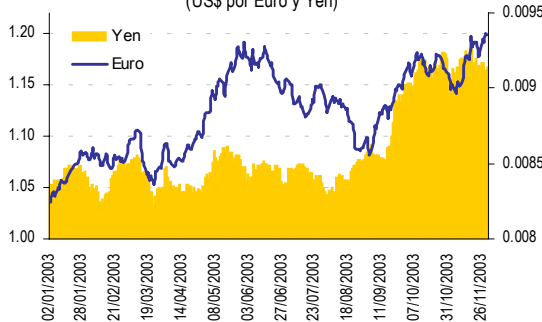


Fuente: Bloomberg. Elab. Estudios Económicos-BWS



**Mercado Cambiario Internacional**

(US\$ por Euro y Yen)



Fuente: Bloomberg. Elab. Estudios Económicos-BWS

**Monedas**

- El déficit externo de EE.UU. ha tenido directa incidencia en la depreciación del Dólar frente al Euro y al Yen. En lo que va del año, ambas monedas se han apreciado con respecto al dólar en 11.1% y 7.7%, respectivamente.
- Para el 2004 se espera que esta tendencia continúe, aunque a un menor ritmo, esperándose que cierre el año a niveles de 1.179 dólares por Euro. Ello se debería también a que se espera que las tasas en Europa suban más rápido que las de Estados Unidos, lo que generaría un mayor flujo de capitales hacia la Eurozona y, consecuentemente, una tendencia a la apreciación de su moneda.

**Cambio en las proyecciones de crecimiento del PBI**

(Puntos porcentuales)

	Julio		Noviembre	
	2003	2004	2003	2004
Argentina	5.3	3.7	6.9	4.6
Brasil	1.6	2.9	0.5	3.3
Chile	3.3	4.2	3.2	4.5
Colombia	2.5	3.2	2.7	3.2
México	2.0	3.8	1.3	3.5
Perú	3.8	3.8	3.9	3.8
Venezuela	-13.4	6.0	-11.6	6.3
<b>América Latina</b>	<b>1.5</b>	<b>3.6</b>	<b>1.3</b>	<b>3.8</b>

Fuente: Consensus Economics. Elaboración: Estudios Económicos - BWS.

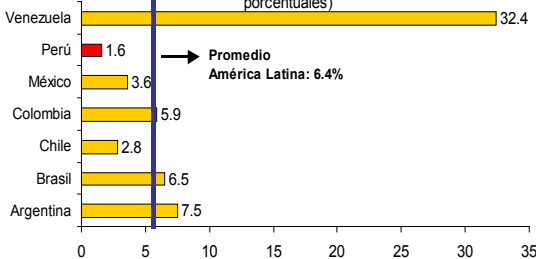
**2. PANORAMA REGIONAL**

**El desempeño macroeconómico de la región ha sido positivo en el 2003.** Las principales economías han mantenido la inflación y el déficit fiscal bajo control, lo que, junto a condiciones externas favorables, se tradujo en una baja volatilidad en sus mercados financieros y cambiarios, una apreciación de la deuda soberana y un mejor acceso al financiamiento externo. No obstante, **la reactivación económica ha sido más lenta de lo que se esperaba en agosto**, consolidándose recién en el primer semestre del 2004, en línea con la evolución de la economía norteamericana, que aún no alcanza el dinamismo que se preveía a mediados del presente año.

- **Las expectativas del crecimiento del PBI durante el 2004 han mejorado en noviembre respecto a lo que se esperaba a mediados del presente año**, aunque ello en parte responde a que la reactivación económica en el 2003 ha sido más lenta de lo previsto.
- **Se espera que la inflación continúe disminuyendo hacia el próximo año**; con excepción de Venezuela, el incremento de precios al consumidor en la región es relativamente bajo.
- **El déficit fiscal mostraría una tendencia similar**, con efectos positivos sobre el precio de la deuda regional.
- El mayor crecimiento de las importaciones frente a las exportaciones sería el principal factor para que en el 2004 el saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos de la región sea ligeramente deficitario, que **implicaría una presión devaluatoria poco significativa sobre las monedas latinoamericanas.**

**Inflación en América Latina en el 2004**

(Expectativa del mercado para el próximo año; tasas porcentuales)



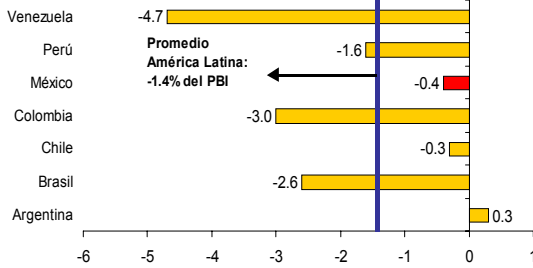
Fuente: LatinFocus Consensus. Elaboración: Estudios Económicos - BWS.

**Principales fortalezas de cara al próximo año:**

- **Mejora de la confianza de los inversionistas en las políticas económicas** de la región, en buena parte por el adecuado manejo económico en Brasil
- **Los capitales continuarían ingresando a la región, y las condiciones del acceso al financiamiento externo se mantendrían.**
- Los gobiernos han venido cumpliendo, en general, sus **metas de déficit fiscal e inflación.**

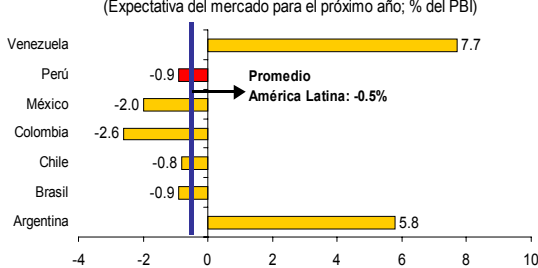


**Balance fiscal en América Latina en el 2004**  
(Expectativa del mercado para el próximo año; % del PBI)



Fuente: LatinFocus Consensus. Elaboración: Estudios Económicos - BWS.

**Saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos en América Latina en el 2004**  
(Expectativa del mercado para el próximo año; % del PBI)



Fuente: LatinFocus Consensus. Elaboración: Estudios Económicos - BWS.

- Las principales economías industrializadas han mantenido sus **tasas de interés en niveles sumamente bajos**, generando condiciones financieras óptimas para los mercados emergentes.
- Fuerte alza de los precios de las materias primas**, generando un mayor ingreso de divisas.

Los gobiernos continuarían teniendo el apoyo político necesario para mantener la disciplina fiscal en el año, traduciéndose en bajos niveles de riesgo país y tasas de interés internas.

#### Principales debilidades:

- Insuficiente avance en reformas estructurales** en México, Venezuela y Ecuador; obstáculos políticos en Argentina para el 2004
- Reactivación económica** más lenta de lo que se esperaba

#### Principales riesgos:

- Un eventual deterioro del optimismo de la población implicaría un menor apoyo político y social para los gobiernos**, afectando la disciplina fiscal, el avance de reformas estructurales y el mercado cambiario.
- Moderación de la demanda global por materias primas generaría **presiones a la baja en los precios de las materias primas**
- De materializarse estos factores, podrían provocar una **desaceleración de la fase expansiva en las principales economías**

### 3. ECONOMIA PERUANA

La demanda global crecería 3.5% en el 2004, impulsada por el crecimiento del consumo privado (+3.7%) y público (+4.3%). En el primer caso, el sostenido crecimiento del PBI, la ligera recuperación de los niveles de empleo y la expansión de los créditos de consumo explicaría dicho comportamiento. Por su parte la expansión del consumo público estaría sustentado en la mayor posibilidad de gasto del gobierno ante los esperados mayores ingresos fiscales derivados de la reforma tributaria. Por su parte, la inversión se expandiría a una tasa menor que la registrada durante el 2003, puesto que al margen de la inversión remanente en Camisea y algunos proyectos puntuales en minería e infraestructura pública, no existen inversiones importantes en cartera con la sola excepción del proyecto aurífero Alto Chicama. Por último esperamos un moderado crecimiento en los volúmenes exportados, puesto que como explicamos más adelante el crecimiento de las exportaciones durante el 2004 estará explicado fundamentalmente por un efecto precio. Finalmente, por el lado de la oferta global, la caída de las importaciones obedecería básicamente al menor volumen importado de combustibles ante el inicio de operaciones de los campos de gas de Camisea.

#### OFERTA Y DEMANDA GLOBAL

(Variación porcentual)

	2002	2003E	2004E
<b>OFERTA GLOBAL</b>	<b>4.5</b>	<b>4.0</b>	<b>3.5</b>
PBI	4.9	4.0	4.1
IMPORTACIONES	2.4	4.1	-0.4
<b>DEMANDA GLOBAL</b>	<b>4.5</b>	<b>3.7</b>	<b>3.5</b>
DEMANDA INTERNA	4.1	3.6	3.5
Consumo privado	4.5	3.4	3.7
Consumo público	1.6	3.2	4.3
Inversión Bruta Fija	-0.7	4.0	3.6
-Privada	0.2	4.9	4.1
-Pública	-5.0	-0.6	1.0
EXPORTACIONES	6.8	5.9	3.5

Fuente: BCR - Estudios Económicos - BWS



## PRODUCTO BRUTO INTERNO

(Variación porcentual)

	2002	2003E	2004E
Agropecuario	5.8	2.7	3.0
Pesca	5.7	-7.9	4.6
Minería	11.1	6.6	4.1
Manufactura	3.9	3.1	4.1
Construcción	8.3	3.6	4.1
Comercio	3.6	3.9	3.6
Servicios	3.6	3.7	3.5
<b>VAB</b>	<b>4.6</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>
Impuestos	7.5	6.8	8.9
<b>PBI</b>	<b>4.9</b>	<b>4.0</b>	<b>4.1</b>
VAB Primario	6.7	3.1	3.5
VAB No Primario	4.5	3.8	3.7

Fuente: INEI, BCR Estudios Económicos - BWS

## 3.1 PRODUCTO BRUTO INTERNO

**El Producto Bruto Interno (PBI) crecería 4.1% durante el 2004** de acuerdo a nuestros estimados, tasa ligeramente superior al 4.0% proyectado para el cierre del presente año. Sin embargo, cabe precisar que 0.4 puntos porcentuales de este crecimiento estarán explicados por el aumento de la recaudación, debido en particular a la creación del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF). Al respecto, asumimos que el ITF será un impuesto que no generará crédito al Impuesto a la Renta, por lo que es necesario incluirlo en el cálculo del PBI.<sup>1</sup>

Por su parte, la evolución del **Valor Agregado Bruto (VAB)**, que mide la evolución de la economía sin considerar los impuestos, **registraría una expansión de 3.7%** liderado por el dinamismo de los sectores Minería e Hidrocarburos, Manufactura y Construcción, así como por la recuperación de la producción pesquera. Es importante señalar que, dado que "los impuestos a los productos y derechos de importación" forman parte del cálculo del PBI, la brecha entre el PBI y VAB será mayor a la registrada en el 2003. **Lo anterior reafirma la escasa utilidad del PBI como indicador de la actividad económica, por lo que en su lugar debiera utilizarse el VAB.**

## 3.1.1. Sector Agropecuario

El sector agropecuario crecería 2.9% durante el 2004, tasa ligeramente mayor al 2.7% esperado para el presente año. Este comportamiento estaría sustentado, a diferencia del 2003, en el dinamismo de la producción agrícola (+2.9%) mientras que la producción pecuaria (+2.7%) registraría una tasa de expansión menor a la estimada para el 2003.

Los principales factores que incidirían en la evolución del sector durante el 2004 son:

- **Un incremento de las áreas sembradas.** De acuerdo a la información de intenciones de siembra para la campaña agrícola agosto 2003 - julio 2004, recolectada por el Ministerio de Agricultura, durante la presente temporada las áreas sembradas de los principales cultivos se incrementarán en 4.0%, destacando en particular el algodón y el maíz amarillo duro.
- **Presencia de condiciones climáticas poco favorables.** La campaña agrícola se ha iniciado con un retraso de las lluvias en la sierra, a lo que se suman los bajos niveles de almacenamiento de agua en los reservorios de la costa. Según los pronósticos del SENAMHI se esperan lluvias normales a deficientes en la sierra centro y sur mientras que en la costa existen mayores probabilidades de que las lluvias se encuentren dentro de sus rangos normales.
- **Permanencia de protección arancelaria a productos sensibles.** El Perú tiene uno de los mayores niveles de protección en Sudamérica en productos como azúcar, arroz, lácteos y, en menor medida, maíz amarillo duro, lo que ha permitido una gradual sustitución de las importaciones. De otro lado, se prorrogaría por un año más la exoneración del pago del IGV a los agricultores con ventas menores a 50 UIT.

## SUPERFICIE SEMBRADA

(Miles de Hectáreas)

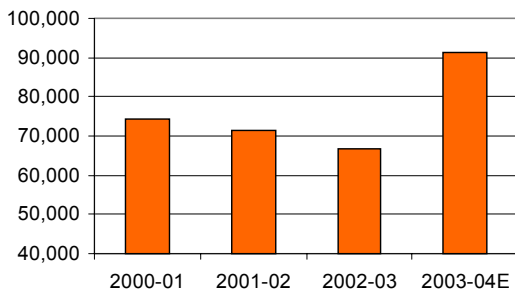
CULTIVOS	CAMPANA AGRICOLA		
	2001-02	2002-03	2003-04E
Maíz Amarillo Duro	276,556	291,939	323,094
Arroz Cáscara	318,859	312,095	303,437
Papa	272,710	263,298	272,003
Maíz Amiláceo	254,724	249,658	230,518
Cebada Grano	155,165	152,029	163,860
Trigo	139,225	138,228	143,441
Yuca	86,614	91,238	99,816
Algodón Rama	71,481	66,632	91,488

Fuente: DGIA - Ministerio de Agricultura

<sup>1</sup> Ver mayores detalles de este impuesto en la sección del Sector Público del presente reporte.



**Superficie Sembrada de Algodón**  
(en miles de hectáreas)



Fuente: DGA-Minag, Elaboración: Estudios Económicos - BWS

En términos desagregados **se espera una mayor producción de cultivos tradicionales, en particular algodón, maíz amarillo duro y, en menor medida, papa.** En el caso del algodón, las mayores siembras han sido impulsadas por los mejores precios obtenidos en la pasada campaña ante la mejora de la cotización internacional y la expectativa de una mayor demanda de la industria nacional ante el incremento de las exportaciones textiles. Por su parte, la mayor producción esperada de maíz amarillo duro estaría sustentada en la creciente sustitución de importaciones y a la sostenida demanda del sector avícola. En el caso de la papa se espera un ligero crecimiento en la producción, pues las mayores áreas sembradas serían parcialmente contrarrestadas por un menor rendimiento, debido a la escasez de lluvias en la sierra central, una de las principales zonas productoras. Por último, la producción de arroz caería durante el 2003 debido no sólo a menores áreas sembradas -durante la campaña anterior la superficie cultivada estuvo por encima de lo esperado- sino por las mayores restricciones de agua en los valles de la costa norte.

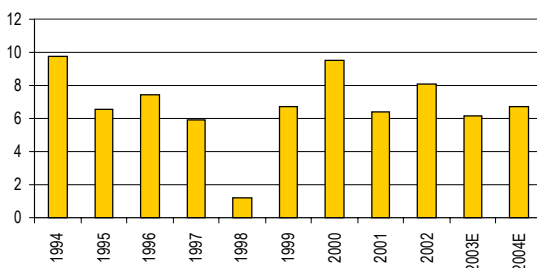
En cuanto a los cultivos no tradicionales, **estimamos que mantengan su tendencia creciente los cultivos orientados al mercado externo como mangos, uvas, y, en menor medida espárragos.** La mayoría de estos cultivos cuentan con sistemas de riego tecnificado y un manejo agrónomo eficiente, lo que incrementa su productividad. En los dos primeros casos la producción de variedades destinadas a la exportación crecería en más de 20%, como consecuencia de que los campos de cultivo se encuentran aún en su fase de rendimientos crecientes. A modo de ejemplo, actualmente se tienen sembradas 14,000 hectáreas de mango, de las cuales sólo la mitad se encuentra en producción, por lo que se prevé un significativo aumento de la producción en el mediano plazo. Asimismo, cultivos como la palta y alcachofa vienen incrementando sus volúmenes de producción ante la mayor demanda en el mercado externo. Por último, la producción de espárragos registraría una tasa de expansión menor, puesto que la mayoría de campos se encuentran maduros por lo que el crecimiento se daría por las mayores áreas sembradas. En sentido, se estima que existen alrededor de 20,000 hectáreas sembradas de las cuales 1,200 corresponden a nuevos cultivos.

### 3.1.2. Sector Pesca

**Para el 2004 estimamos un aumento de 4.6% en el PBI pesquero,** lo que constituiría una recuperación respecto a la caída de 7.9% esperada para el presente año. Este comportamiento se sustentaría en el mayor desembarque de anchoveta asumiendo la presencia de condiciones oceanográficas normales. De otro lado, la pesca para Consumo Humano Directo (CHD) registraría un moderado crecimiento debido a una mayor base de comparación, luego del espectacular incremento de desembarque de especies destinadas a la industria de enlatados durante el 2003.

**En lo que se refiere a la pesca industrial, estimamos un nivel de desembarque de 6.8 millones de TM de anchoveta,** lo que representaría un crecimiento de 10.1% respecto al 2003. Este crecimiento estaría sustentado en el menor esfuerzo pesquero realizado durante el presente año, lo que permitiría una recuperación en el tamaño de la biomasa y, por ende, un incremento de la cuota global de pesca. Cabe anotar que el principal problema que afronta la pesca industrial es el exceso de capacidad de bodega

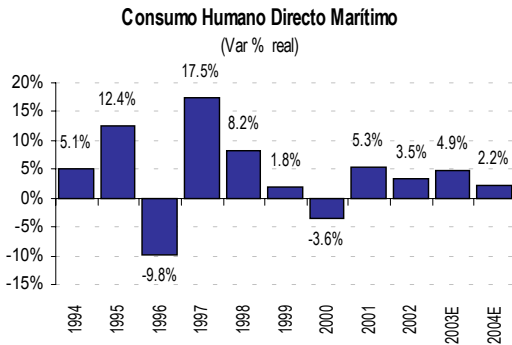
**DESEMBARQUES DE ANCHOVETA**  
(Millones de toneladas)



Fuente: Ministerio de la Producción, Elaboración: Estudios Económicos BWS



y la pesca ilegal, por lo que se requiere un permanente monitoreo de las autoridades para asegurar el desarrollo de una pesca sostenible.



Fuente: Ministerio de la Producción. Elab. Estudios Económicos-BWS

Por su parte, la pesca destinada para CHD mostraría un crecimiento de sólo 2.2% debido a una mayor base de comparación como consecuencia de la mayor disponibilidad de materia prima para la industria de enlatados, luego que el gobierno dispusiera que el jurel y la sardina se utilizaran sólo para CHD. En este contexto, esperamos un nivel de captura de jurel y caballa similar al reportado en el 2003, más aún si consideramos que estas especies son migratorias. En lo que respecta al atún, si bien los desembarques han mostrado un incremento, estos se encuentran aún por debajo de las expectativas, a pesar de los beneficios tributarios concedidos a esta actividad. En ese sentido, el principal problema es que hay sólo una fábrica con los equipos de refrigeración apropiados para procesar el atún. Asimismo, esperamos que continúe la tendencia positiva en el abastecimiento de especies para el consumo en estado fresco, dado que la mayor oferta y los menores precios han permitido incrementar el consumo per cápita a 16 Kilogramos anuales.

### PRODUCCIÓN MINERA

(Variación porcentual)

	2002	2003E	2004E
Cobre	15.8	-1.1	11.7
Oro	13.5	12.7	-1.2
Plata	4.3	1.7	2.0
Plomo	2.6	3.2	0.7
Zinc	15.4	11.7	-1.8
Estaño	1.7	3.3	-0.1
Hierro	0.6	10.4	12.0

Fuente: MEM Elaboración: Estudios Económicos - BWS

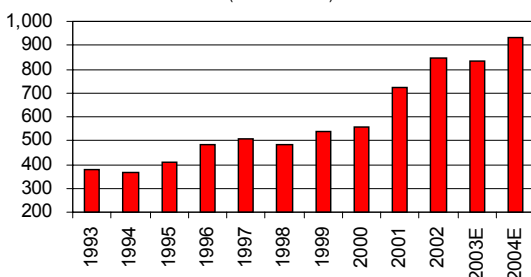
### 3.1.3. Sector Minería e Hidrocarburos

El sector Minería e Hidrocarburos se expandiría 4.1% durante el 2004 gracias al dinamismo del sector hidrocarburos, el cual experimentaría un importante crecimiento de 25.0%, luego de prácticamente ocho años de producción declinante, gracias al inicio de operaciones de los campos de gas de Camisea. De otro lado, a diferencia de las altas tasas de crecimiento registradas durante los últimos cinco años, la producción minera registraría un crecimiento de sólo 2.3%. Cabe anotar que luego que en los últimos años se pusieran en marcha importantes proyectos como Antamina, Pierina e Iscaycruz, y se realizarán importantes ampliaciones en Yanacocha, Tintaya y Southern, en la actualidad sólo se encuentra en camino el proyecto aurífero Alto Chicama (Barrick), lo que es atribuible al incremento del ruido político y a la potencial pérdida de competitividad de la minería peruana debido a las propuestas para imponer regalías a la actividad minera.

- **La producción de cobre crecería 11.7% impulsada por la reapertura de la planta de sulfuros de BHP Tintaya**, lo que aportaría 85,000 TMF. Cabe anotar que esta planta estuvo paralizada desde enero del 2002 hasta octubre del 2003 debido a los bajos precios del cobre en el mercado mundial. Asimismo, se espera una recuperación en la producción de Antamina a partir del segundo semestre, pues actualmente viene procesando mineral con una ley de cobre menor al contemplado en su presupuesto de producción.
- **La extracción de oro registraría una caída de 1.2% luego de la producción récord de 177 TMF estimada para el 2003**. En ese sentido, estimamos una caída cercana al 10% en la producción de Pierina, el segundo mayor productor, debido a la explotación de zonas de menor ley. De la misma manera, estimamos una caída marginal en la producción de Yanacocha, el mayor productor con alrededor del 50% del total nacional, pues este año alcanzaría una producción de cerca de 2.9 millones de onzas, mayor a las 2.8 millones estimadas para el 2004, debido a las mayores leyes de mineral y a la expansión de la plataforma de lixiviación de la unidad Carachugo.

### PRODUCCIÓN DE COBRE

(Miles de TMF)

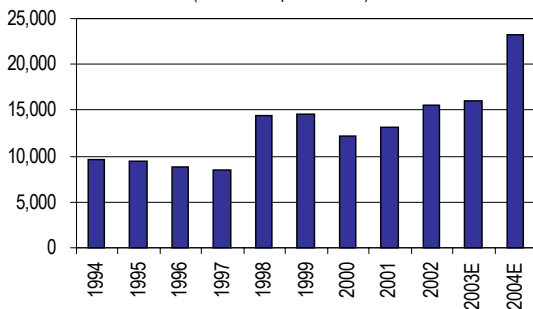


Fuente: MEM Elaboración: Estudios Económicos - BWS





**PRODUCCIÓN DE GAS**  
(Millones de pies cúbicos)



Fuente: Perupetro Elaboración: Estudios Económicos - BWS

- **La producción de zinc caería en 1.8% debido principalmente a la menor producción de Antamina.** Al respecto cabe precisar que durante el 2003 la empresa alcanzaría una producción de alrededor de 400,000 TMF, muy por encima de las 285,000 TMF considerada en su presupuesto de operación para los primeros diez años. En ese sentido, esperamos que a partir del segundo semestre las leyes de zinc vuelvan a sus promedios estimados, lo que incidiría negativamente en sus niveles de extracción. Lo anterior sería parcialmente contrarrestado por la mayor producción de Volcan -los mayores precios esperados del zinc permitirían aumentar sus niveles de producción- y de medianas mineras como Milpo y Atacocha.
- **La producción de gas aumentaría 45.6% mientras que la de petróleo lo haría en 23.9% por la puesta en marcha de Camisea a partir de agosto del 2004.** En ese sentido, estimamos una producción inicial de 22,000 barriles diarios de hidrocarburos líquidos (principalmente Nafta y GLP) y 60 millones de pies cúbicos diarios de gas destinados a la producción eléctrica y a los grandes consumidores industriales en Lima.

### 3.1.4. Sector Manufactura

La producción manufacturera crecería 4.1% en el 2004 de acuerdo a nuestros estimados, tasa mayor al 3.1% esperado para este año. La diferencia estaría explicada fundamentalmente por la recuperación de la manufactura primaria (+3.7%) debido a la mayor producción de harina de pescado. De otro lado, la manufactura no primaria (+4.2%) mostraría una expansión similar a la estimada para el 2003, debido a que asumimos que se mantenga el crecimiento de la demanda interna y al moderado, aunque aún insuficiente, crecimiento de las exportaciones, en especial a los países de Sur y Centroamérica. Las industrias más dinámicas serían las de textil y confecciones, bebidas, química, plástico y minerales no metálicos.

**PRODUCCIÓN MANUFACTURERA**  
(Variación porcentual)

	2002	2003E	2004E
<b>MANUFACTURA TOTAL</b>	<b>3.9</b>	<b>3.1</b>	<b>4.1</b>
<b>Manufactura Primaria</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>3.6</b>
<b>Manufactura No Primaria</b>	<b>5.0</b>	<b>4.0</b>	<b>4.2</b>
Productos alimenticios	2.5	-1.0	3.2
Elaboración de Bebidas	8.4	4.3	3.7
Productos Textiles	7.2	8.2	5.3
Prendas de Vestir	5.6	9.6	7.9
Papel y Productos de Papel	7.3	2.0	2.8
Edición e Impresión	21.9	13.1	4.8
Sustancias y Productos Químicos	4.2	1.9	3.1
Caucho y Plástico	7.4	2.4	4.6
Minerales no metálicos	11.2	5.9	4.9
Fabricación de Metales Comunes	-2.7	4.2	3.3
Maquinaria y Equipo	-15.9	-8.3	1.4
Industrias diversas	3.7	0.5	4.4

Fuente: Ministerio de la Producción Elaboración: Estudios Económicos - BWS

- **El crecimiento de la Manufactura Primaria estaría liderada por el incremento en la producción de harina de pescado** y de azúcar refinada debido a la mayor disponibilidad de materia prima, anchoveta y caña de azúcar, respectivamente. Por su parte, la mayor actividad de la industria refinadora de petróleo estaría asociada al mayor nivel de actividad económica, en particular de la industria pesquera, uno de los principales demandantes.
- **La industria textil (+5.3%) y de confecciones (+7.9%) continuaría con la tendencia positiva que viene mostrando desde octubre del 2002** cuando se incluyeron a las confecciones dentro de los beneficios arancelarios del ATPDEA. Cabe anotar que la SNI estima que a raíz del ATPDEA se han invertido alrededor de US\$80 millones en la industria, monto considerado insuficiente frente a los US\$300 millones que se requerirían invertir para aprovechar íntegramente la cuota asignada a los países andinos. No obstante, estas inversiones permitirían incrementar el volumen exportado en el corto plazo. De otro lado, la casi segura aplicación de medidas de salvaguardia a la importación de textiles chinos permitiría un mayor nivel de actividad a la industria dirigida al mercado local que se ha visto seriamente afectada por el crecimiento de las importaciones en los últimos años.



**Crecimiento Industrial: 2004**

Más de 10%	Prendas de vestir
5%-10%	Harina y aceite de pescado, Azúcar, textiles, tejidos, prendas de vestir, abonos, minerales no metálicos, joyas
0%-5%	Lácteos, molinería, panadería, fideos, bebidas, tabaco, papel y catón, plásticos, jabones, pinturas y barnices, vidrio
-5%-0%	Calzado, plaguicidas

Fuente: Estudios Económicos-BWS

- La industria de bebidas (+3.7%) mantendría el comportamiento positivo registrado el 2003. Así, **esperamos un mayor dinamismo en la producción de cerveza como resultado de la probable reducción de precios asociada a la mayor competencia** esperada en la industria, luego de la decisión de la brasileña Ambev de invertir US\$40 millones en la construcción de una planta en Lima. Por su parte, la producción de bebidas gaseosas mostraría un crecimiento vegetativo luego del aumento de 44% registrado entre 1998 y el 2002 impulsado por la caída en los precios, y que ha acercado el consumo per cápita del Perú al promedio de la región.
- La industria química crecería en 3.1% impulsada por el dinamismo de detergentes, abonos, explosivos y pinturas.** En el primer caso, se espera una mayor producción debido a una mayor penetración como consecuencia de la introducción de productos económicos así como por las mayores exportaciones, en especial a Bolivia. En el caso de la producción de abonos, el desarrollo que viene teniendo la agroindustria viene aumentando la demanda por este tipo de productos. De otro lado, la mayor actividad de la minería y el crecimiento de las exportaciones a Chile explican las perspectivas favorables de la producción de explosivos.
- La industria de minerales no metálicos se expandiría en 4.9% liderados por la industria de pisos y revestimientos cerámicos (mayólicas),** la cual se vería beneficiada por un incremento de la demanda asociada al dinamismo del sector construcción y a la menor competencia de importaciones europeas debido a la apreciación del Euro. Asimismo, esta es una de las pocas industrias que colocan una parte importante de su producción -alrededor de 25%- en el exterior debido a la inversión en tecnología de punta realizada en los últimos años. En ese sentido, la llegada del gas de Camisea a Lima le permitiría a esta industria, al igual que la cementera, una reducción adicional en sus costos con la consiguiente ganancia en competitividad.

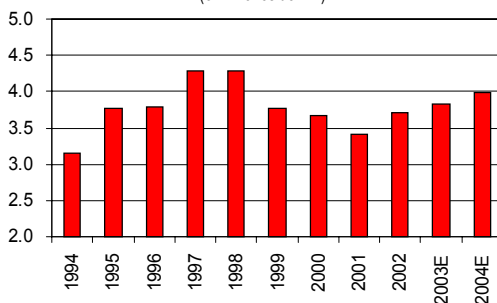
**3.1.5. Sector Construcción**

**El sector construcción mostraría un crecimiento de 4.1% durante el 2004 sustentado principalmente en el dinamismo del consumo interno de cemento** puesto que la inversión pública mantendría los modestos niveles registrados en los últimos años. Asimismo, si bien está previsto relanzar el programa de concesiones viales -que representarían una inversión potencial de US\$600 millones-, de concretarse las licitaciones lo más probable es que las obras se inicien recién en el 2005, en particular las carreteras que forman parte del IIRSA y que permitirán comunicar al Perú con Brasil.

**El consumo interno de cemento aumentaría en 4.2%, crecimiento que descansaría en un mayor dinamismo de la autoconstrucción y de la cada vez más importante participación de los programas habitacionales impulsados por el gobierno** -Mivivienda y Techo Propio- dentro del sector. Cabe anotar que la autoconstrucción, que representa alrededor de 60% de la demanda total de cemento, se vio afectada durante el 2003 por el incremento del ruido político -traducido en paros, marchas y bloqueo de carreteras- lo que afectó las decisiones sobre bienes de consumo duradero como el cemento. En ese sentido, esperamos un menor ruido político para el próximo año -la esperada mayor recaudación por la reforma tributaria permitiría destinar más recursos a

**CONSUMO INTERNO DE CEMENTO**

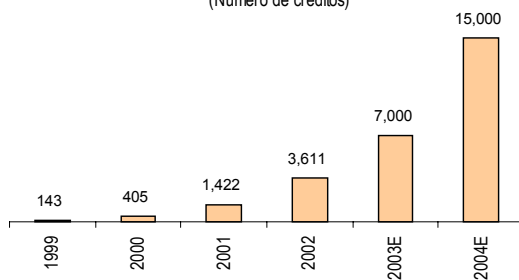
(en millones de TM)



Fuente: INEI Elaboración: Estudios Económicos - BWS



CRÉDITOS MIVIVIENDA  
(Número de créditos)



Fuente: Mivivienda Elaboración: Estudios Económicos - BWS

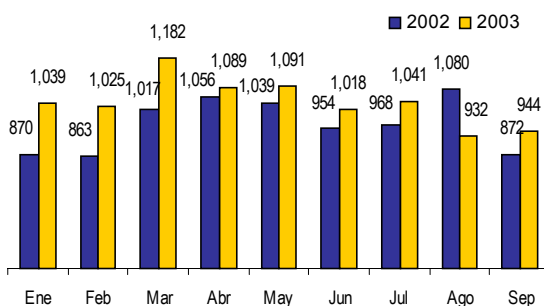
los sectores sociales- lo que contribuiría a impulsar la autoconstrucción. De otro lado, de acuerdo a estimaciones oficiales, para el 2004 se prevé otorgar 15,000 créditos bajo el programa Mivivienda por un monto de US\$169 millones, cifra que prácticamente duplicaría los cerca de 7,000 créditos estimados para el 2003. Por último, la recuperación de la inversión privada aportaría una demanda adicional, en particular en proyectos puntuales como la construcción del espigón del aeropuerto Jorge Chávez, las obras remanentes del proyecto Camisea, la modernización de la Fundición de Ilo, así como la expansión de las cadenas de supermercados.

**En cuanto a la inversión pública, ésta mantiene su tendencia decreciente, habiéndose presupuestado para el próximo año un monto equivalente al 2.2% del PBI, la más baja de los últimos 35 años.** En ese sentido, la cada vez mayor proporción del gasto corriente dentro del Presupuesto del Sector Público convierte a la inversión pública como variable de ajuste para equilibrar las cuentas fiscales. Al respecto CAPECO estima que, considerando el desembolso normal que hace el gobierno, la cifra de inversión en infraestructura durante el 2004 alcance sólo el 1.65% del PBI.

### 3.1.6. Sector Comercio

**El sector Comercio registraría un crecimiento de 3.6% durante el 2004 explicado por el sostenido crecimiento del consumo** y por el mayor dinamismo esperado de la producción agrícola, pesquera y manufacturera no primaria, las cuales contribuirían a incrementar la oferta en los canales de comercialización. Asimismo, las inversiones que vienen realizando las cadenas de supermercados les permitiría seguir incrementando su penetración, la cual bordearía el 25% del comercio minorista a fines del 2004.

Venta de Vehículos Nuevos  
(número de unidades)



Fuente: Araper Elaboración: Estudios Económicos - BWS

**En lo que se refiere a la venta de electrodomésticos estimamos un crecimiento de 10% en el 2004**, adicional a la expansión de 15% previsto para el presente año y en el cual se cerraría con ventas de alrededor de US\$350 millones. Este comportamiento obedecería a la gradual mejora en los ingresos, a la expansión de los créditos de consumo y a la mayor penetración en los conos de la capital y provincias. Es importante resaltar que **el principal supuesto para realizar esta estimación es que finalmente el Perú desista de aplicar el Arancel Externo Común (AEC) de la Comunidad Andina** que entrará en vigencia a partir del 1 de enero del 2004. Como se sabe el establecimiento del AEC originaría un incremento de la tasa arancelaria de 12% a 20% para los electrodomésticos. Lo anterior significaría un inevitable incremento en los precios, debido a los reducidos márgenes que se manejan en el sector, y una consecuente contracción en la demanda, que alguna fuentes de la industria estiman en alrededor de 10%.

Por su parte, **las ventas de autos nuevos mostrarían un incremento menor al 8% estimado para el 2003**, dado que una parte importante del crecimiento de este año estuvo vinculado al incremento de las ventas de vehículos pesados ante la mayor demanda del sector minero. De otro lado, las ventas de vehículos particulares continuarían con su gradual crecimiento impulsadas por la caída de las tasas de interés, el mayor financiamiento bancario y las inversiones que vienen realizando las empresas del sector para incrementar los puntos de Lima y el interior del país.



### 3.2 SECTOR PUBLICO

#### 3.2.1. Déficit fiscal

#### SECTOR PUBLICO

(% del PBI)	2002	2003E	2004E
<b>Gobierno Central</b>			
Ingresos Corrientes	14.0%	14.3%	14.5%
Presion Tributaria	11.9%	11.8%	12.5%
<b>Gastos No Financiero</b>			
Corriente	12.4%	12.4%	12.2%
Capital	2.0%	1.8%	1.8%
<b>Resultado Primario</b>			
(en millones de US\$)	-0.2%	0.3%	0.6%
Intereses	2.0%	2.0%	1.9%
Otras entidades SPNF	-0.1%	-0.3%	-0.2%
<b>DEFICIT FISCAL SPNF</b>			
(en millones de US\$)	-2.3%	-2.0%	-1.6%
	-\$1,330	-\$1,220	-\$1,010

ELABORACIÓN : Estudios Económicos - BWS

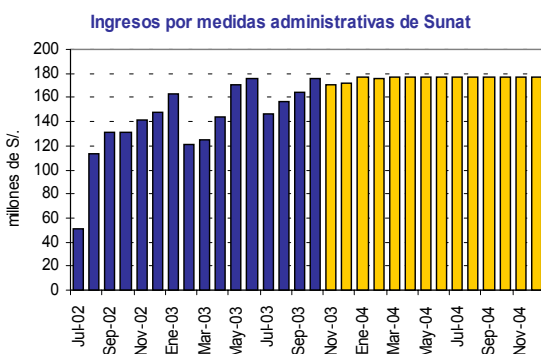
Durante el próximo año el manejo de las finanzas públicas continuará teniendo como objetivo asegurar la sostenibilidad fiscal, para lo cual será imprescindible reducir progresivamente el déficit fiscal con el fin de afrontar los mayores pagos por el servicio de la deuda pública. Bajo este contexto, nuestra proyección para el 2004 apunta a un **déficit fiscal equivalente al 1.6% del PBI, nivel menor al 2.0% que se alcanzaría durante el presente año**. Tal comportamiento sería resultado de los esfuerzos por elevar la recaudación, incluyendo medidas como la creación de nuevos impuestos así como la ampliación de la base tributaria. No obstante, el mayor gasto público originado por las presiones sociales se traduciría entre otros en aumentos salariales y mayores pagos por obligaciones previsionales contingentes, lo que impediría alcanzar la meta de 1.4% del PBI para el próximo año convenida con el FMI y proyectada en el MMM.<sup>2</sup>

Dichas presiones sociales constituyen el mayor riesgo que atenta contra la sostenibilidad de las cuentas públicas, pues podrían desviar la trayectoria descendente que debe seguir el déficit fiscal (hasta niveles de 1% del PBI en el 2005 y 0.5% del PBI en el 2006), lo que, eventualmente, podría agravarse por una menor disponibilidad de fuentes para financiarlo.

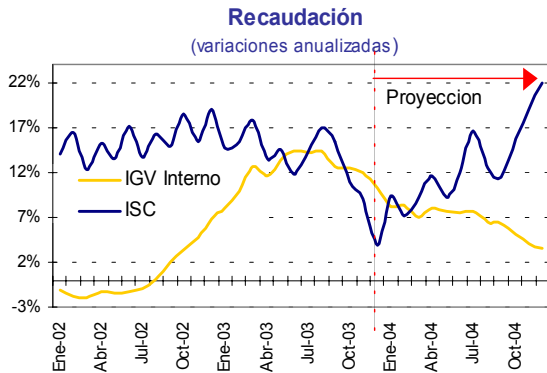
Nuestras proyecciones fiscales consideran con relación a los ingresos públicos un crecimiento de 5.7% en términos reales, cifra ligeramente menor al 6.5% de crecimiento que se reportaría en el presente año. Tal comportamiento se explicaría principalmente por los siguientes factores:

- **Implementación del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF).** Nuestra proyección asume la aplicación de una tasa de 0.2% (ó 2 por mil). Si bien el impuesto regiría desde el año 2004, consideramos que por razones operativas, la recaudación del mismo sólo se haría efectiva a partir de abril del próximo año. De esta manera, por nueve meses de recaudación se obtendría aproximadamente S/.1,650 millones. Con ello, el rubro Otros Ingresos Tributarios reportaría un aumento de 120% respecto del monto recaudado en el 2003, permitiendo compensar la ausencia del Impuesto a las Acciones del Estado (aprox. S/.470 millones anuales) y la reducción del Impuesto Extraordinario de Solidaridad de una tasa de 2.0% a 1.7%, lo que implicaría una menor recaudación por S/.140 millones. En relación a esto último cabe mencionar que el Ejecutivo evalúa inclusive su eliminación total durante el próximo año.
- **Aumento de un punto porcentual del IGV.** Consideramos que una vez puesto en marcha el ITF las autoridades económicas considerarían volver a una tasa de 18% a partir del 2S04.
- **Aumento de la base tributaria** a partir de la ampliación de las medidas administrativas de Sunat. En conjunto, estimamos que la recaudación por este

<sup>2</sup> MMM = Marco Macroeconomico Multianual 2004-2006 Revisado.



Fuente: Sunat. Proyecciones: Estudios Económicos - BWS

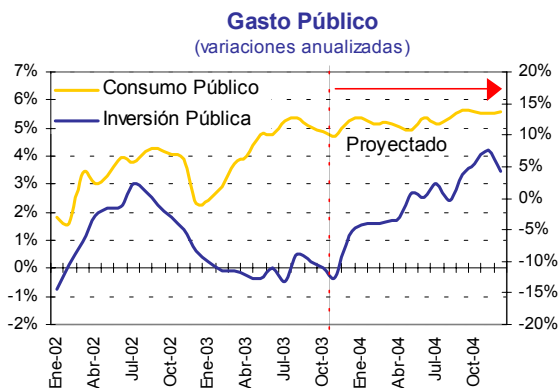


Fuente: Sunat Elaboración: Estudios Económicos - BWS

concepto aumentaría de S/1,960 millones a S/2,100 millones el 2004. Este aumento obedecería principalmente a la ampliación del sistema de deducciones a nuevos productos como recursos hidrobiológicos, algodón, caña de azúcar, madera, arena, piedra para construcción, desperdicios, desechos metálicos, y servicios de intermediación laboral (services), a lo que se agrega el levantamiento de la suspensión a las deducciones al arroz y al maíz amarillo y la ampliación del régimen de percepciones del IGV a determinados bienes, tanto en la venta local como en la importación definitiva. De esta manera, el impacto de estas medidas, conjuntamente con la elevación de un punto porcentual del IGV durante el 1S04, se reflejaría en un aumento de 5.1% en el IGV Interno.

- **Aumento del ISC** como consecuencia de los ajustes en las tasas aplicados a los combustibles, cerveza y cigarrillos durante el 2003, lo que permitiría elevar la recaudación en 15.6% por este concepto durante el 2004.
- **En el caso del impuesto a la renta (IR)**, esperamos una contracción de 1%, puesto que parte de la recaudación correspondiente al 2004 fue adelantada a través del pago del Impuesto Adicional del IR. Este efecto sería contrarrestado parcialmente con el agotamiento de saldos a favor de las principales empresas, mayores pagos por distribución de utilidades de las principales empresas, las acciones de cobranza y fiscalización de Sunat y el mejor desempeño de la economía. Cabe destacar que el gobierno viene evaluando la modificación de la escala impositiva para personas naturales y el otorgamiento de ciertos beneficios tributarios a la reinversión de utilidades como parte del proceso de reforma tributaria, no habiendo incorporado estos efectos en nuestras proyecciones por no haber aún definiciones.

Respecto a los **ingresos no tributarios**, se estiman en S/3,750 millones, en línea con la tendencia reportada en el 2003. Sobre la base de estos resultados consideramos que la presión tributaria se elevaría de 12.6% a 12.8% del PBI, nivel que si bien muestra un aumento respecto del 2003 resulta inferior al 13% del PBI proyectado en el MMM.



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

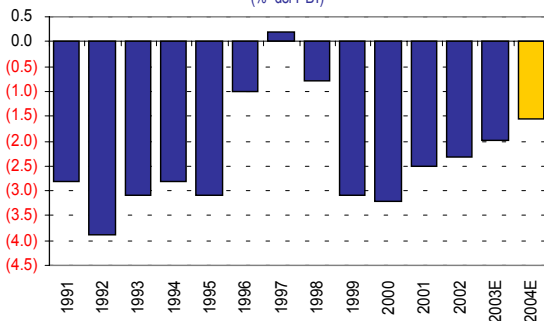
Con relación al **gasto público**, nuestras proyecciones apuntan a un crecimiento en términos reales de 2.8% en el gasto no financiero, nivel que se encuentra dentro del límite máximo de 3% estipulado por la modificatoria de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal. Tal comportamiento respondería a los siguientes factores:

- **Aumento del gasto en remuneraciones (+7.8%)**, tras las mayores partidas en el sector educación (con un costo fiscal de S/380 millones), defensa e interior (S/230 millones); que involucran la aprobación de nuevas escalas remunerativas, el efecto de nombramientos, mayores asignaciones alimentarias para policías y militares y un mayor gasto en la lucha contra la subversión.
- **El gasto en bienes y servicios crecería 2.4%**, producto de los mayores gastos de los gobiernos regionales, los cuales serían compensados parcialmente por la política de austeridad en gastos y servicios de la administración central. De esta manera, el consumo público aumentaría en 4.3% en términos reales durante el 2004.



- El aumento de los gastos previsionales durante el 2004 se debería al cumplimiento de resoluciones judiciales favorables a los pensionistas, las cuales serían compensadas parcialmente por algunas modificaciones efectuadas a mediados del 2003 (actualización de los porcentajes de aportes al Sistema Nacional de Pensiones, regulación de los niveles pensionarios del régimen de “Cédula Viva”, creación del Fondos de Asistencia Previsional, entre otras).
- Finalmente, la inversión pública reportaría por primera vez en cinco años una moderada recuperación (+1.0% en términos reales), principalmente por el desarrollo de algunos proyectos vinculados a la habilitación de carreteras y a la construcción de viviendas. Adicionalmente, se contempla un aumento de capital por S/.150 millones destinado al Agrobanco (medida que ha sido aprobada por la Comisión Agraria del Congreso).

Déficit Fiscal  
(% del PBI)



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

De otro lado, los gastos financieros ascenderían a US\$1,250 millones, calculados sobre la base de los flujos elaborados por la Dirección General de Crédito Público del Ministerio de Economía, los mismos que han sido sensibilizados con el comportamiento esperado de las tasas internacionales para el año 2004. Debido a que las tasas de interés internacionales se mantendrían en niveles bastante bajos por un periodo aparentemente largo, se ha mantendría la participación del servicio de la deuda pública en 3.6% del PBI para el 2004.

Tomando en cuenta los ingresos y gastos proyectado del Gobierno Central, nuestro estimado de Resultado Primario arroja un superávit de 0.6% del PBI, el mismo que es consistente con el déficit fiscal del SPNF estimado en 1.6% del PBI.

Al margen de los resultados finales, cabe advertir que el Presupuesto Público para el 2004, recientemente aprobado por el Congreso, contempla nuevamente el desvío de los fondos públicos hacia un mayor gasto corriente, el mismo que si bien trata de asegurar un mínimo de bienestar y hacer frente a la pobreza ha demostrado ser ineficiente, en perjuicio del gasto de capital necesario para la ejecución de obras de infraestructura que permitan un mayor crecimiento económico. De otro lado, si bien el gobierno viene emprendiendo esfuerzos por elevar la recaudación, la delegación de facultades otorgada por el Congreso al Ejecutivo para legislar en materia tributaria constituye una importante oportunidad para que, dentro del marco de la reforma tributaria, se busque la racionalización de las exoneraciones tributarias, lo que permitirá un crecimiento sostenido de la recaudación en los siguientes años.

### 3.2.2. Financiamiento del déficit

Los requerimientos de financiamiento para el Sector Público alcanzarían US\$2,760 millones para el 2004, nivel similar al que se reportaría durante el presente año, pues la disminución esperada del déficit fiscal (de US\$1,200 millones a US\$1,000 millones) sería contrarrestada con el mayor pago de amortizaciones provenientes de la deuda pública externa.

Para el financiamiento de tales necesidades nuestras proyecciones asumen la utilización de las siguientes fuentes de recursos:



**FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PUBLICO**

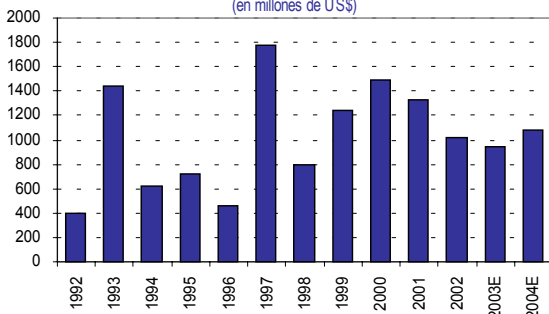
(en millones de US\$)	2002	2003E	2004E
<b>Usos</b>			
Déficit Fiscal	\$1,330	\$1,220	\$1,000
Amortizaciones de Deuda	\$2,030	\$1,560	\$1,750
<b>Saldo a Financiar</b>	<b>\$3,360</b>	<b>\$2,780</b>	<b>\$2,750</b>
<b>Fuentes</b>			
- Financiamiento Externo	\$2,910	\$2,200	\$2,080
Multilaterales	\$1,020	\$950	\$1,080
Bonos Globales	\$1,890	\$1,250	\$1,000
% del saldo a financiar	56	45	36
-Uso de Privatizaciones	\$420	\$50	\$20
- Financiamiento interno	\$30	\$520	\$550
Créditos, usso de Depósitos	-\$180	\$20	\$0
Bonos Soberanos	\$210	\$500	\$550
Saldo no identificado	\$0	\$0	\$100

ELABORACIÓN : Estudios Económicos - BWS

- Por el lado de los organismos multilaterales se consideran flujos por US\$870 millones, de los cuales US\$200 provienen del Banco Mundial<sup>3</sup>, US\$500 millones provendrían del BID<sup>4</sup>, y cerca de US\$170 millones de la CAF<sup>5</sup>. Por el lado del Club de París se desembolsarían cerca de US\$200 millones, principalmente por medio de la cooperación japonesa. En conjunto por estas fuentes se obtendrían cerca de US\$1,080 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.
- Adicionalmente a los recursos obtenidos por organismos multilaterales, el gobierno continuaría recurriendo al mercado internacional de capitales. Así, para el año 2004 se estiman emisiones de Bonos Globales por US\$1,000 millones, de acuerdo a lo programado en el MMM. Ello representaría el 36% de los requerimientos de financiamiento del sector público. Cabe destacar que el acceso al mercado internacional se ha visto favorecido por el significativo descenso de la percepción de riesgo país, lo que conjuntamente con la mejora de los fundamentos de la región, han permitido recientemente la colocación de US\$500 millones en bonos con vencimiento a 30 años. Esta alternativa constituye una oportunidad importante para reperfilar el servicio de la deuda pública reduciendo la presión de los pagos en el corto plazo y simultáneamente, extendiendo los pagos a plazos más largos.
- De esta manera, en conjunto se prevé un financiamiento externo por US\$2,080 millones, inferior a los US\$2,282 millones que el gobierno tiene facultado según la Ley de Endeudamiento del Sector Público para el próximo año.
- Con respecto al proceso de privatizaciones y concesiones, es cada vez menos probable la obtención de recursos fiscales debido a que a la oposición que tiene el proceso entre un segmento importante de la población, se agrega la falta de voluntad política por impulsar la venta de activos. Estimamos que por esta vía, el ingreso para el fisco sería de sólo US\$20 millones para el próximo año, producto del pago de cuotas de privatizaciones anteriores. No obstante, si bien el proceso de privatización ha perdido importancia desde el punto de vista fiscal, no debe dejarse de lado su rol promotor de la inversión, pues a través del impulso al proceso de concesiones, como en el caso de las redes viales, se tendría un impacto positivo sobre la economía por los importantes montos de inversión involucrados.

**Desembolsos de Multilaterales**

(en millones de US\$)



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

<sup>3</sup> US\$150 millones provendrían de un primer desembolso de un préstamo por US\$300 millones para apoyo a la asistencia social y a la descentralización del país.

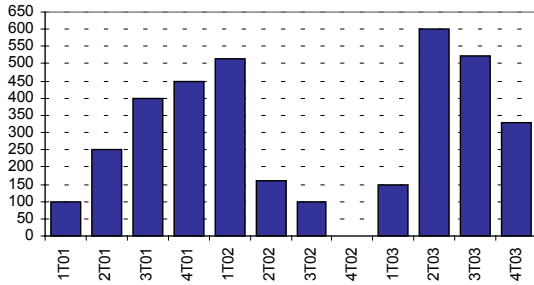
<sup>4</sup> De los cuales US\$100 millones corresponden al segundo desembolso para un Programa de Reforma Fiscal, US\$20 millones de un saldo de un crédito concertado el 2002 para Foncodes (Etapa III), US\$45 millones de un crédito para la Municipalidad de Lima, US\$13 millones de un crédito para la modernización de Sunat y US\$150 millones de un crédito recientemente aprobado de Apoyo a la Competitividad del país.

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.

<sup>5</sup> De los cuales US\$80 millones provienen de un segundo desembolso para el sector transportes (construcción de carreteras) y US\$70 millones de un primer tramo de un crédito aprobado el año 2003 para el Apoyo a la Competitividad del país.



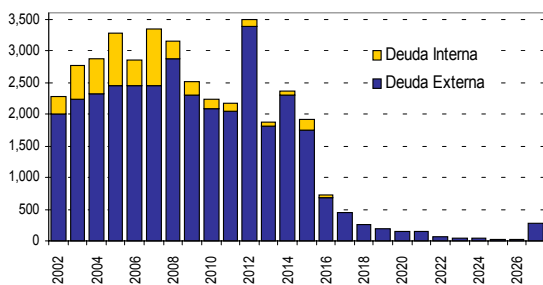
Subasta de Bonos Soberanos (en millones de \$.)



Fuente: MEF Elaboración: Estudios Económicos - BWS

Por el lado interno, el gobierno continuaría financiando parte del déficit con emisiones de Bonos Soberanos en el mercado local. Así se estima colocar un equivalente a US\$550 millones, nivel máximo al cual esta facultado de acuerdo a la Ley de Endeudamiento Público para el 2004. Ello sería posible gracias al dinamismo del mercado de deuda pública, tanto a nivel primario como secundario, impulsado por el programa de "Creadores de Mercado", el mismo que ha hecho posible que durante el presente año el Sector Público coloque alrededor de US\$500 millones de tales instrumentos. Al mayor atractivo de estas emisiones ha contribuido también el mejor desempeño de las finanzas públicas, el mayor atractivo de las emisiones en moneda nacional y el favorable desempeño de la economía.

Servicio de la Deuda Pública (en millones de dólares)

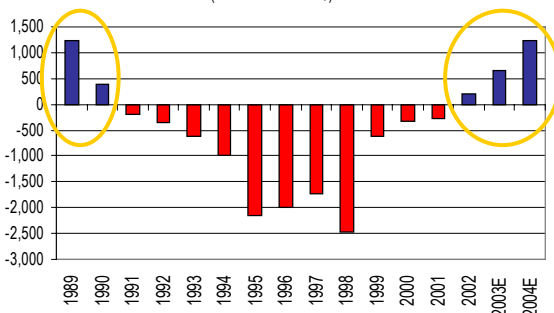


Fuente: DGCP Elaboración: Estudios Económicos - BWS

De esta manera, durante el 2004 por tercer año consecutivo se continuaría utilizando al mercado, tanto internacional como local, como la principal fuente de financiamiento del déficit del Sector Público (56.4%). Si bien la experiencia en distintos países indica que la consolidación del mercado de bonos públicos permite un manejo flexible de las finanzas públicas, así como oportunidades para el desarrollo del mercado de capitales, cabe advertir que una política de endeudamiento inadecuado, producto de un financiamiento creciente y elevado, orientado a financiar un mayor gasto antes que a reducir el déficit, puede afectar la vulnerabilidad del flujo de caja futuro del sector público, convirtiéndose en una fuente de inestabilidad y crisis, debido tanto a la volatilidad que pueden registrar las tasas de interés (riesgo de tasas de interés) como a lo incierto que puede resultar el acceso al mercado (riesgo de liquidez), pues el mismo tiende a ser muy sensible a los ruidos políticos y a los shocks externos. Desde este punto de vista, creemos conveniente que el gobierno continúe implementando un plan de reperfilamiento del servicio de la deuda, que incluya el uso de instrumentos financieros que mejoren la predicción de los flujos y los hagan menos vulnerables a las volatilidades del mercado.

Con las fuentes consideradas en nuestra proyección resta un saldo por financiar cercano a los US\$110 millones, monto para el cual creemos no existirían dificultades en financiarlo gracias a los nuevos créditos que se esperan concretar con diversos organismos internacionales a lo largo del 2004. Si bien esta situación es relativamente favorable, el gobierno 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 y la promoción de la inversión privada.

Balanza Comercial (en millones de US\$)



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

### 3.3 SECTOR EXTERNO

La Balanza Comercial registraría un superávit de US\$1,243 millones durante el 2004, lo que representaría el saldo comercial positivo más alto desde 1989. Este atípico superávit estaría sustentado en un crecimiento de 7.9% de las exportaciones (US\$9,498 millones) en particular por las mayores ventas al exterior de productos mineros. Por su parte, las importaciones (US\$ 8,256 millones) aumentarían en sólo 1.4%, debido a una importante caída de las compras de combustibles explicada por la ya comentada reducción en el precio del petróleo y por la sustituciones de importaciones debido al inicio de la producción de Camisea.





### 3.3.1. Exportaciones tradicionales

Las exportaciones tradicionales alcanzarían US\$6,837 millones monto mayor en 9.6% a las estimadas para el 2003. **El crecimiento estaría liderado por las exportaciones mineras (+10.7%)** debido principalmente a los mejores precios promedio de los metales esperados para el 2004 en comparación a los registrados en el 2003<sup>6</sup>. Cabe anotar que **de los US\$482 millones de incremento en el flujo de las exportaciones mineras, US\$350 millones corresponderían a un efecto precio**. Las ventas de cobre (+24.5%) serían las más dinámicas producto tanto de un incremento en los embarques -debido principalmente a la mayor producción de BHP Tintaya- como de una mejora de la cotización en el mercado internacional. Por su parte, el aumento de las exportaciones de oro (+3.0%) y zinc (+8.2%) estaría explicada exclusivamente por una mejora en los precios de exportación, puesto que los volúmenes embarcados caerían en línea con el comportamiento de la producción.

#### EXPORTACIONES

(En millones de US\$)

	2002	2003E	2004E
<b>TRADICIONALES</b>	<b>5,312</b>	<b>6,239</b>	<b>6,836</b>
Mineros	3,734	4,499	4,982
Petróleo y derivados	469	648	667
Agrícolas	216	232	236
Pesqueros	892	860	952
<b>NO TRADICIONALES</b>	<b>2,260</b>	<b>2,492</b>	<b>2,591</b>
Agropecuarios	554	596	618
Textiles	677	787	851
Pesqueros	164	190	191
Metal-mecánicos	109	100	96
Químicos	256	295	306
Sidero-metalúrgicos	161	185	193
Minerales no metálicos	68	76	80
Otros	271	265	256
<b>Otros</b>	<b>75</b>	<b>74</b>	<b>71</b>
<b>TOTAL</b>	<b>7,647</b>	<b>8,805</b>	<b>9,498</b>

Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

De otro lado, las exportaciones pesqueras (US\$952 millones) mostrarían un crecimiento 10.6% respecto a lo estimado para el 2003. Las exportaciones de harina de pescado ascenderían a US\$868 millones (+12.6%) incremento explicado básicamente por un aumento del volumen embarcado (1.6 millones de TM) como consecuencia de la mayor disponibilidad de anchoveta. Por último, las exportaciones petroleras (US\$667 millones) mostrarían un crecimiento de sólo 3.0% **El volumen embarcado crecería 12.9% debido al inicio de exportaciones de combustibles líquidos provenientes de los campos de gas de Camisea**. Al respecto, es conveniente precisar que si bien en esta primera parte del proyecto no está considerada la exportación de gas, si se embarcará al exterior nafta que no puede ser procesada en el país. Posteriormente, se iniciará la exportación de GLP, una vez que se hayan sustituido las importaciones. Sin embargo, este mayor volumen embarcado sería parcialmente contrarrestado por la esperada caída en la cotización internacional del petróleo.

### 3.3.2. Exportaciones no tradicionales

**Las exportaciones no tradicionales ascenderían a US\$2,591 millones, lo que representaría un incremento de 4.0% respecto a lo estimado para el 2003**. El sector más dinámico, por segundo año consecutivo, sería el de textiles y confecciones como consecuencia de los beneficios arancelarios en el marco del ATPDEA. Otros sectores que mostrarían una expansión importante sería minerales no metálicos y productos agrícolas no tradicionales.

**Las exportaciones de textiles y confecciones ascenderían a US\$851 millones durante el 2003 (+8.2%), gracias a las mayores ventas al mercado estadounidense**. Cabe resaltar que si bien esta tasa de expansión es importante, es aún insuficiente considerando el tamaño del mercado norteamericano y la cuota de exportación asignada. En ese sentido, si bien se han realizado algunas inversiones en la industria de confecciones, aún no se han realizado las inversiones en las plantas de hilados, las de mayor magnitud, puesto que el hecho de que los beneficios arancelarios del ATPDEA

<sup>6</sup> Ver mayor información en la sección "Commodities" del presente reporte.



caduquen en el 2006, supone un horizonte demasiado corto para recuperar la inversión. De allí la trascendencia de negociar un acuerdo comercial con EE.UU. que nos permita un acceso permanente al mercado más importante de textiles en el mundo. Es importante resaltar que si bien la exoneración de aranceles a puesta a las confecciones peruanas en las mismas condiciones que las mexicanas o centroamericanas, a partir del 2005 se eliminarán las cuotas de importaciones de textiles chinos al mercado estadounidense, lo que supone un riesgo importante para nuestras exportaciones.

**Por su parte, las exportaciones agroindustriales ascenderían a US\$618 millones (+3.7%) impulsadas por las mayores exportaciones de espárragos y frutas como mango, uva y paltas.** Cabe anotar que desde el 2003 el espárrago se ha convertido en el principal producto agrícola de exportación desplazando al café. En ese sentido, continuaría el dinamismo en las exportaciones de espárragos frescos dirigidos a EE.UU., y en menor medida la de espárragos en conserva debido a la competencia de China. En lo que se refiere al mango, para la temporada 2003-04 se espera un incremento de cerca de 20% en los volúmenes exportados principalmente a los mercados norteamericano y europeo. Asimismo, las exportaciones de uva crecerían 35% siendo sus principales mercados de destino EE.UU. y Hong Kong. Sin embargo, un riesgo importante que tendrán que enfrentar las exportaciones de este sector es la entrada en vigencia de la ley contra el bioterrorismo en EE.UU. a partir del 12 de diciembre, por lo que las empresas exportadores vienen trabajando en la certificación de sus plantas.

### IMPORTACIONES

(En millones de US\$)

	2002	2003E	2004E
<b>BIENES DE CONSUMO</b>	<b>1,770</b>	<b>1,852</b>	<b>1,942</b>
No Duraderos	1,036	1,046	1,077
Duraderos	734	805	865
<b>INSUMOS</b>	<b>3,747</b>	<b>4,214</b>	<b>4,187</b>
Combustibles	978	1,278	1,082
Materias Primas Agro	249	266	283
Materias Primas Industria	2,520	2,670	2,822
<b>BIENES DE CAPITAL</b>	<b>1,843</b>	<b>2,005</b>	<b>2,051</b>
Materiales de construcción	272	232	249
Para la agricultura	21	18	21
Para la industria	1,226	1,415	1,432
Equipos de transporte	324	341	349
<b>Otros</b>	<b>80</b>	<b>74</b>	<b>76</b>
<b>TOTAL</b>	<b>7,440</b>	<b>8,144</b>	<b>8,256</b>

Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

### 3.3.3. Importaciones

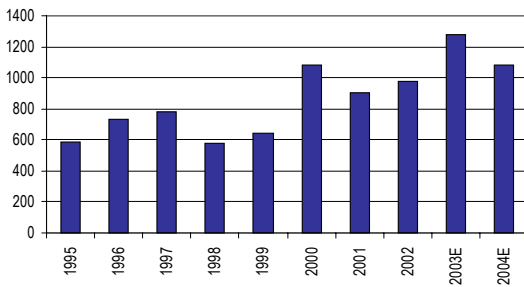
Las importaciones ascenderían a US\$8,256 millones durante el 2004, lo que representaría un crecimiento de sólo 1.4% respecto a lo estimado para el 2003. **Esta tasa de expansión, significativamente menor a la esperada para el 2003 (9.5%) se explica principalmente por la caída en la importación de combustibles (-15.3%).** Si aisláramos dicho efecto, las importaciones registrarían un aumento de 3.8%. Cabe anotar que las importaciones de bienes de consumo (+4.9%) se constituiría en el rubro más dinámico, mientras que las importaciones de bienes de capital (+2.3%) mostrarían una tenue expansión, luego del importante crecimiento experimentado en el 2003 asociado a las compras asociadas del proyecto Camisea.

**Las importaciones de bienes de consumo alcanzarían US\$1,941 millones, monto superior en 4.9% respecto a lo estimado para el 2003,** puesto que esperamos que mantenga el dinamismo del consumo privado (+3.7%). El segmento más dinámico sería el de bienes de consumo duradero (+7.4%), debido a las favorables perspectivas de la venta de electrodomésticos, y en menor medida, de vehículos. Sin embargo, como señalamos al analizar las perspectivas del sector Comercio, en el primer caso **el panorama positivo depende de que finalmente no se concrete el incremento de aranceles de 12% a 20% a partir del 2004.** En el caso de los bienes no duraderos esperamos una modesta tasa de crecimiento (+2.9%) producto del impacto negativo que tendría, sobre las importaciones de prendas de vestir, la aplicación de medidas de salvaguardia (probablemente sobretasas arancelarias) a las importaciones provenientes de China, el principal país proveedor de dichos productos. Asimismo, **no esperamos un incremento en la importación de alimentos,** pues si bien las importaciones de trigo aumentarían como resultado del mayor precio esperado en el mercado internacional,



esto sería contrarrestado por la menor importación de lácteos, azúcar y arroz, esperándose en los últimos dos casos que las importaciones prácticamente desaparezcan debido a la mayor oferta agrícola local.

IMPORTACIONES DE COMBUSTIBLES  
(en millones de US\$)



Fuente: BCR, Estudios Económicos - BWS

Las importaciones de insumos ascenderían a US\$4,187 millones, cifra menor en 0.6% a lo estimado para el 2003. Este comportamiento estaría explicado por **la contracción de 15.3% en la importación de combustibles, como consecuencia del efecto combinado de la caída estimada de la cotización internacional del petróleo y de la sustitución de importaciones de hidrocarburos por la puesta en marcha del proyecto Camisea**. Este último permitiría inicialmente el progresivo reemplazo de las importaciones de GLP y, en menor medida, de petróleo. Por su parte, las importaciones de insumos para la industria continuarían con el dinamismo mostrado durante el 2003 como resultado del incremento de la producción de productos químicos, farmacéuticos y plásticos, cuyo producto final incorpora una importante proporción de insumos importados.

Finalmente, **las importaciones de bienes de capital mostrarían una desaceleración debido a la ausencia de megaproyectos de inversión que reemplacen a Camisea**, el cual impulsó este segmento en los últimos dos años. Así, se estima que durante el 2004 el remanente de inversión en el proyecto de gas ascienda a US\$204 millones<sup>7</sup>, monto que contrasta con los US\$1,431 millones que se estima se habrían invertido entre el 2001 y fines del 2003. En ese sentido, las principales fuentes de expansión provendrían del inicio de las obras de algunos importantes proyectos en el sector minero –Alto Chicama y la Fundición de Ilo- y algunas inversiones puntuales en el sector textil y de confecciones.

## BALANZA DE PAGOS

(en millones de dólares)	2002	2003E	2004E
Balanza Comercial	\$207	\$661	\$1,242
Exportaciones	\$7,647	\$8,805	\$9,498
Importaciones	-\$7,440	-\$8,144	-\$8,256
Balanza en Cuenta Corriente	-\$1,206	-\$1,132	-\$612
% del PBI	-2.1%	-1.8%	-0.9%
Cuenta Financiera	\$2,191	\$1,832	\$1,112
Sector Público	\$1,051	\$930	\$740
Sector Privado	\$743	\$767	\$350
Privatización	\$186	\$0	\$0
Saldo de BP (Flujo de RIN)	\$985	\$700	\$500
Adenda			
Saldo de RIN	\$9,604	\$10,304	\$10,804
Var. Términos de Intercambio	2.5%	2.4%	1.4%

ELABORACIÓN : Estudios Económicos - BWS

### 3.3.4 Balanza en Cuenta Corriente y Balanza de Pagos

En función del superávit en balanza comercial que se obtendrían nuevamente el próximo año, nuestras proyecciones sobre la Balanza de Cuenta Corriente y la Balanza de Pagos, arrojan los siguientes resultados:

- En el caso de la Balanza en Cuenta Corriente, nuestra proyección de déficit se reduce de US\$1,130 millones en el 2003 a US\$610 millones durante el 2004, lo que se explica fundamentalmente por el mayor superávit de la Balanza Comercial, que sería compensado parcialmente con un mayor saldo negativo en la Renta de Factores, producto de las mayores remesas de utilidades de empresas extranjeras al exterior producidas por la recuperación de la economía.
- 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\$740 millones, monto inferior a los US\$930 millones que se reportarían en el 2003. Ello se debe al mayor uso de financiamiento externo efectuado durante el 2003, y que se reflejaría en el descenso de la previsión de desembolsos de US\$2,200 millones a US\$2,080 millones en el 2004.

<sup>7</sup> Ver Reporte de Inflación del BCR – Agosto del 2003.

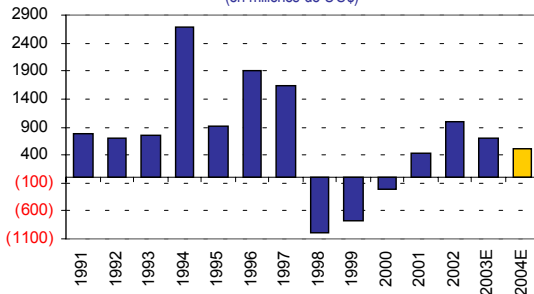


- Por el lado del sector privado, los ingresos netos de pagos al exterior alcanzarían los US\$350 millones, monto inferior a los US\$770 millones previstos para el 2003, lo que se explica principalmente la identificación de menores flujos de inversión extranjera, una moderada salida de capitales privados producto de las mayores inversiones en el exterior (AFP's y personas naturales), y la disminución de los saldos de adeudados de los bancos. Nuestras proyecciones asumen que los flujos de inversión extranjera descenderían de US\$2,200 millones a US\$1,600 millones, comportamiento que se explicaría principalmente por el menor ritmo de inversión del proyecto Camisea (se estiman desembolsos por US\$540 millones durante el 2004, respecto de los US\$735 millones que se habrían desembolsado el 2003) y por la culminación de las inversiones en Antamina. No obstante, se contempla la mayor inversión en importantes proyectos como el aeropuerto Jorge Chávez (US\$84 millones), Alto Chicama (US\$76 millones) y otros vinculados a la expansión de centros comerciales, exploraciones petroleras, sector telecomunicaciones, sector metalúrgico, sector cervecero, sistema financiero y concesiones viales. Con respecto a los ingresos por privatizaciones, como lo señalamos en la sección fiscal, no se considera la venta de nuevos activos.

De esta manera, el saldo de la Balanza de Pagos arrojaría un aumento de US\$500 millones, monto algo inferior a los US\$700 millones que se obtendrían en el 2003. Sobre nuestras estimaciones de la Balanza de Pagos podemos concluir que:

**Flujo de Reservas Internacionales**

(en millones de US\$)



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

- El superávit comercial contribuye de manera significativa a la reducción de la brecha de la Balanza en Cuenta Corriente, lo que se refleja en un menor déficit de 1.8% del PBI a uno de 0.9% 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 el impacto que el Impuesto a las Transacciones Financieras podría tener sobre el movimiento de capitales al exterior.
- 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 aumentaría de 15.2 en el 2003 a 15.7 en el 2004, debido a una mayor acumulación de reservas, gracias al aumento de la posición de cambio del BCR. 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 disminuirían levemente de 6.6 a 6.2 años, producto de los mayores pagos de amortizaciones. En términos generales, la posición de liquidez internacional 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

	2002	2003E	2004E
(en Nuevos Soles por Dólar)			
Fin de Periodo	3.51	3.49	3.51
Promedio de Periodo	3.52	3.48	3.50
(variaciones porcentuales)			
Devaluación Anual	2.0%	-0.7%	0.5%
Devaluación Promedio	0.3%	-1.1%	0.5%
Términos de Intercambio			
Precios de Exportación	2.5%	2.4%	1.4%
Precios de Importación	3.7%	8.0%	4.1%
Precios de Importación	1.2%	5.5%	2.6%

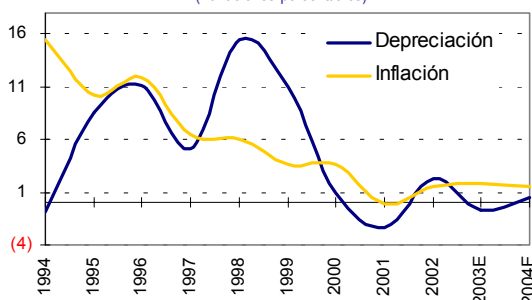
ELABORACIÓN : Estudios Económicos - BWS

En cuanto al tipo de cambio **nuestra proyección apunta a que en términos promedio se ubique en torno a S/3.50 y cierre en diciembre del 2004 en S/3.51**. Tal comportamiento sería consecuencia de los siguientes factores:

- Las débiles expectativas de depreciación, impulsadas por: i) un panorama más estable sobre el entorno regional, que se reflejaría en una depreciación de 3.3% de las divisas de nuestros principales socios comerciales como consecuencia de una corrección técnica luego de la apreciación de 5.0% que en promedio registrarían durante el 2003, ii) una menor percepción de riesgo país luego de que en el 2003 se registró el nivel mínimo histórico (277pbs) según el Índice EMBI+ Perú, y, iii) por los mejores fundamentos de la economía peruana. Las menores expectativas en torno a la evolución futura del tipo de cambio permitirían que los agentes económicos continúen reestructurando sus portafolios (alentados por las bajas tasas de interés internacionales y la baja inflación local) con mayores tenencias de activos en moneda nacional, lo que contribuiría a la desdolarización de la economía e implicaría al mismo tiempo una presión apreciatoria para el Nuevo Sol.
- La mejora de los términos de intercambio, que pasarían de +2.4% a +1.4%, producto del significativo aumento de los precios de exportación (ver sección de *commodities*) principalmente mineros, comportamiento que se extendería hasta el 3T04. Este impacto se vería favorecido por un comportamiento moderadamente descendente del precio internacional del petróleo y por una reducción de la inflación externa de 7.1% a 2.9% en promedio.
- El ingreso neto de capitales, tanto hacia el sector público (préstamos y emisiones de bonos) como privado (Camisea entre otros importantes proyectos), reflejados en un saldo positivo de US\$1,100 millones en la Cuenta Financiera de la Balanza de los Pagos.
- Todos estos factores continuarían explicando la tendencia apreciatoria del Nuevo Sol observada desde el año 2000. Así, con el fin de mantener la trayectoria de largo plazo del tipo de cambio y evitar una apreciación significativa del Nuevo Sol, con las consecuentes presiones deflacionarias, consideramos que el BCR continuaría participando activamente en el mercado de cambios. De acuerdo a nuestras proyecciones las operaciones cambiarias netas del ente emisor durante el 2004 bordearían los US\$500 millones, cifra que es consistente con un tipo de cambio de S/3.51 para fines del 2004.

##### Devaluación e Inflación

(variaciones porcentuales)



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

De esta manera, consideramos que durante el 2004, los buenos fundamentos de la economía peruana, un entorno regional estable, el flujo positivo de capitales hacia el país, la moderada estabilidad de las monedas de nuestros principales socios comerciales y las débiles expectativas de depreciación continuarían explicando la tendencia apreciatoria del Nuevo Sol, por lo que la estabilidad del tipo de cambio dependería principalmente de la participación del BCR en el mercado cambiario.



INFLACION

(Variación porcentual) 2002 2003E 2004E

Acumulada	1.5%	1.9%	1.6%
Promedio	0.2%	2.2%	1.3%
Subyacente 1/	1.7%	0.5%	2.2%

1/ Excluye alimentos volátiles, combustibles, transporte y servicios públicos

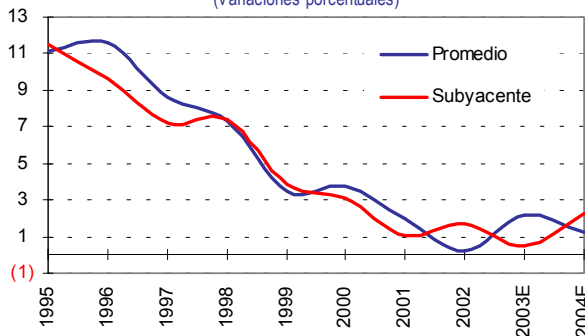
ELABORACIÓN : Estudios Económicos - BWS

3.4.2. Inflación

En materia de inflación nuestro pronóstico para el 2004 considera un moderado descenso de 1.9% en el 2003 a 1.6%, nivel que se encuentra en el tramos inferior 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 2.2% a 1.3%. Entre los factores que explican esta menor presión sobre los precios se encuentran:

- Un moderado descenso de los precios de los alimentos volátiles, explicado por un crecimiento en la oferta agrícola principalmente de cítricos, azúcar, tubérculos, carne de ave y huevos, lo que se sustenta en previsión de favorables condiciones climáticas y en los resultados de los procesos de inversión ejecutados en el sector.
- En cuanto a los precios de los combustibles, nuestra proyección considera que los precios del kerosene, gas y gasolinas experimentarían una moderada reducción durante el 2004 (-3.7%) gracias al comportamiento descendente del precio del petróleo en el mercado internacional, a la mayor oferta de combustibles líquidos tras el inicio de la producción del yacimiento de Camisea, y a la probable reducción de un punto porcentual del IGV a partir del 2004.
- Como consecuencia directa de lo anterior, esperamos que las tarifas de transporte descendan en 0.9% en promedio, magnitud menor que el descenso esperado de los combustibles debido a la rigidez que caracterizan a las tarifas de transporte urbano (atomicidad de mercado).

Inflación (variaciones porcentuales)



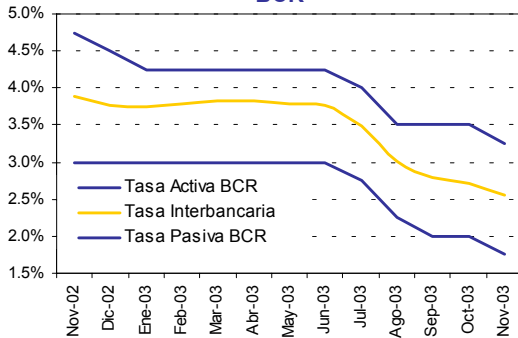
Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

Con respecto a los servicios públicos, apuntamos a un comportamiento estable, sustentado en una reducción de las tarifas eléctricas (-0.4%) producto entre otros factores de: i) menores tarifas en barra, ii) la culminación del proyecto Camisea, iii) el descenso del precio internacional del petróleo, iv) la estabilidad del tipo de cambio y, v) los bajos niveles de inflación. Cabe destacar que en abril del 2004 vence el plazo de vigencia del Fondo de Compensación Social Eléctrico, tras un plazo de vigencia de 30 meses (desde noviembre del 2001). Como se recordará, dicha medida contempla un subsidio cruzado a favor de los segmentos de menores recursos. Suponemos que este mecanismo se extendería por un plazo mayor. Asimismo, se estima una reducción de las tarifas telefónicas (-1.2%) debido a los reajustes por el factor de productividad. Ambos efectos compensados por un aumento de las tarifas de agua (+2.4%) como parte del sinceramiento progresivo de tarifas y por los mayores requerimientos de inversiones de Sedapal.

- De lo anterior se desprende que por el lado de la inflación no subyacente, no se identifican mayores presiones inflacionarias. Así, el aumento proyectado del nivel general de precios sería consecuencia directa de un aumento de la inflación subyacente (+2.2%), la misma que a su vez reflejaría el impacto de la política monetaria expansiva y de la expansión del crédito en moneda nacional sobre los precios. De esta manera la estabilidad de precios resulta consistente con nuestras proyecciones de crecimiento de la actividad económica para el presente año.



Corredor de Tasas Referenciales del BCR



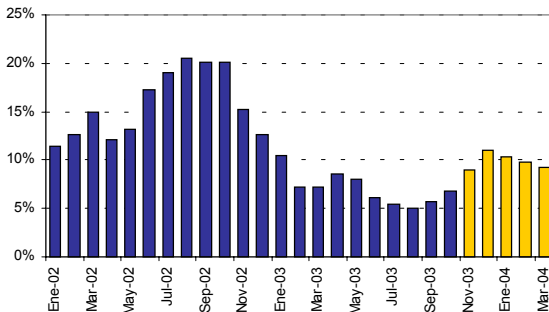
Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

### 3.5. SECTOR MONETARIO

#### 3.5.1 Política monetaria

Para el año 2004 estimamos que el BCR continuará orientando la política monetaria hacia una postura expansiva dada la estabilidad que viene caracterizando a los precios agrupados bajo la inflación no subyacente. A diferencia del 2003, para el 2004 no se prevén factores exógenos que impulsen los precios al alza, pues por un lado, la favorables condiciones climáticas contribuirían a la estabilidad de los precios agrícolas (ante la ausencia de Fenómeno de El Niño), y por otro lado se prevé un descenso del precio internacional del petróleo. Así, las decisiones de política monetaria y las condiciones de estabilidad en los mercados interno y externo permitirían que la tasa de interés interbancaria oscile en torno a 2.5%, quedando abierta la posibilidad de nuevos recortes de las tasas de interés referenciales del BCR.

Emisión Primaria (variación anualizada)

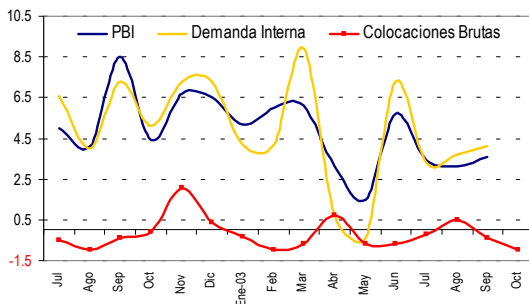


Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos BWS

Con respecto a la liquidez, esperamos que durante el 2004 el BCR mantenga 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 inflación. En función de ello estimamos un crecimiento de 7.0% de la emisión primaria (promedio), nivel ligeramente inferior al 7.5% de crecimiento que se reportaría durante el 2003. Nuestra estimación es consistente con una proyección de crecimiento del PBI de 4.1%, una depreciación promedio de 0.5% y una inflación promedio de 1.3%.

En conclusión, mantenemos nuestras perspectivas de una holgada liquidez en moneda nacional para el año 2004. De acuerdo a ello, la liquidez no sería un mayor problema para la reactivación del crédito.

Actividad Económica y Crediticia (variaciones anualizadas)



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

#### 3.5.2. Sector Bancario

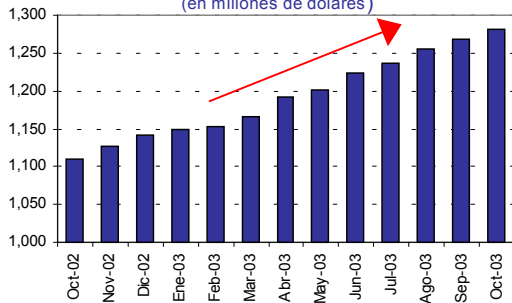
Los factores que podrían impulsar la actividad bancaria durante el 2004 estarían ensombrecidos por la incertidumbre y los mayores costos transaccionales que involucraría la puesta en vigencia del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF). Tal efecto en algunos casos podría revertir incluso la tendencia esperada.

Así, en el caso de la actividad crediticia, apuntamos a que se mantendrían las tendencias ambivalentes registradas durante el 2003. Por un lado, las empresas medianas y grandes continuarían prefiriendo como fuente de financiamiento al mercado de capitales local, atraídos por los niveles holgados de liquidez que presenta, las menores tasas de interés, los bajos niveles de inflación y las débiles expectativas de depreciación. Como consecuencia de lo anterior, el crédito corporativo no mostraría un mayor dinamismo.

Por el contrario, los créditos hipotecarios y aquellos vinculados al consumo personal (tarjetas de crédito) mantendrían el dinamismo reportado durante los últimos meses, constituyéndose en el principal motor para impulsar la recuperación del crédito durante el 2004. Ello obedecería al impulso de programas habitacionales, como Mivivienda, y al mejor desempeño de la economía que se ha reflejado en una mejora de la capacidad de pago de la población. Otros créditos, como aquellos vinculados al financiamiento del



Créditos Hipotecarios (en millones de dólares)

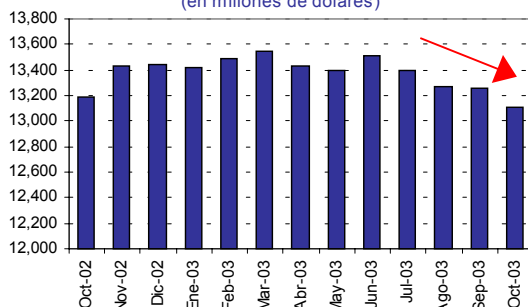


Fuente: Asbanc Elaboración: Estudios Económicos - BWS

capital de trabajo y de la inversión experimentarían una moderada recuperación gracias al favorable desempeño de la economía, al sinceramiento de las operaciones de arrendamiento financiero, y al impulso del financiamiento de las exportaciones con la puesta en marcha del seguro de crédito a la exportación (pymes) SEPYMEX. No obstante, estos factores podrían ser afectados por el mayor costo del crédito que implicaría el ITF.

Con un moderado impacto del ITF sobre el crédito, estimamos un crecimiento de las colocaciones brutas de 1.3% para el próximo año, tasa que refleja una moderada recuperación luego de la caída de 3.1% que experimentarían los créditos durante el 2003. No obstante ello no impediría una caída en el ratio de intermediación financiera de 16.9% en el 2003 a 16.4% en el 2004.

Depósitos (en millones de dólares)



Fuente: Asbanc Elaboración: Estudios Económicos - BWS

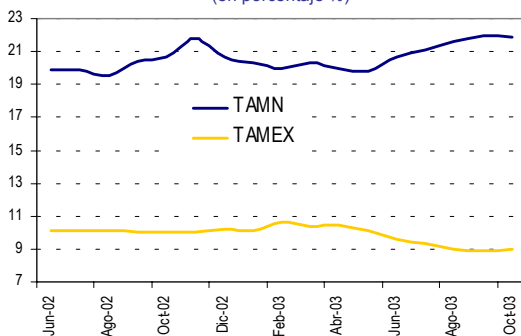
Por el lado de los depósitos, esperamos que la tendencia continué siendo decreciente, entre otros factores por: i) la recomposición de los portafolios de inversiones de los Fondos de Pensiones y de los Fondos Mutuos, los cuales continuarían sustituyendo depósitos en el sistema financiero por instrumentos emitidos en el mercado de capitales, y, ii) el menor atractivo de los depósitos tras la aplicación de ITF. Este último efecto se afectaría en parte el resultado de la Balanza de Pagos al considerar las decisiones de las personas naturales con riqueza, que buscarían mercados más atractivos para colocar sus depósitos.

Adicionalmente, cabe advertir que nuestras expectativas podrían ser ensombrecidas por iniciativas tales como:

- i) 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.
- ii) La eliminación del IGV a los intereses bancarios.
- iii) El posible traslado de los depósitos públicos en la banca privada hacia el Banco de la Nación.

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.

Tasas de Interés Activas (en porcentaje %)



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

Con respecto al comportamiento de las tasas de interés en moneda extranjera, consideramos que existen factores que podrían apuntar hacia un descenso durante el próximo año, producto del menor nivel de morosidad (que disminuiría de 7.0% a 6.5% en el 2004), de un menor nivel de provisiones, y por la mejora de la percepción de riesgo país. Estos efectos serían compensados parcialmente por el moderado aumento que registrarían las tasas de interés internacionales (en promedio pasarían de 1.2% en el 2003 a 1.4% en el 2004). Sin embargo, tal tendencia podría revertirse en función al impacto del ITF sobre las tasas de interés. Respecto a las tasas en soles, creemos que las mismas se mantendrían en los actuales niveles, por los mayores costos operativos que implicaría el nuevo impuesto.





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

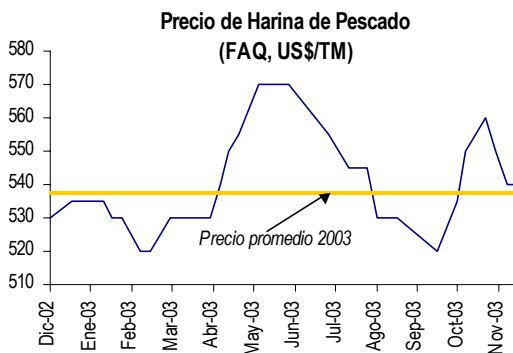
La cotización de la harina de pescado alcanzaría un precio promedio de US\$550 TM durante el 2004, lo que supondría un alza de 2% respecto al año 2003. Este comportamiento estaría sustentado en:

- Aumento de los precios internacionales de la soya, bien sustituto de la harina de pescado, que para el periodo 2003/04 se espera que se eleve en promedio anual entre 15.6% y 32.1%, explicado en el crecimiento de 5.2% de las importaciones mundiales (principalmente de Asia) y en una caída de los *stocks* en 2.18% de acuerdo a proyecciones del Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USD).
- Al crecimiento de la producción acuícola en China, principal importador mundial de Harina de Pescado y primer productor de la industria acuícola mundial.

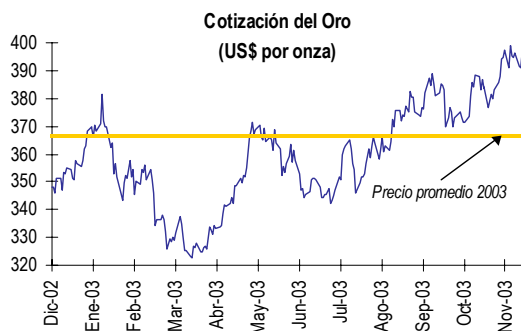
### 4.2. Oro

La cotización del oro alcanzaría un precio promedio de US\$ 380/onza durante el 2004, lo que significaría un alza de 3.77% respecto al año 2003. Esta proyección se sustenta principalmente en la incertidumbre del mercado respecto a la recuperación económica de EE.UU, asociados a los déficits "gemelos". Tal panorama se vería complicada frente a la posibilidad de mayores ataques terroristas llevados a cabo en Medio Oriente, todo lo cual se traduciría finalmente en una debilidad del dólar frente a otras monedas como el Euro y el Yen y el refugio de los inversionistas en el oro como reserva de valor o activo de portafolio. Otros determinantes de la referida proyección son:

- La expectativa de un lento crecimiento de la producción mundial para los próximos años basado en el corte de la exploración de este metal llevados a cabo en años anteriores.
- El riesgo de conflicto entre Corea del Norte y los EE.UU (Corea del Sur y Japón como aliados) como fuente de incremento de la demanda, particularmente en Asia.
- La industria de producción de oro se encuentra en una fase de consolidación (fusiones con grandes mineras) lo cual conlleva a un mayor control de la oferta mundial y de los costos de producción.
- La oferta restringida por parte de los Bancos Centrales que se encuentran bajo el acuerdo de Washington (CBGA) que limita las ventas a 300 toneladas anuales, sin embargo, como parte del nuevo acuerdo que se llevará a cabo a fines de setiembre del 2004, se espera que se eleve la oferta en un rango que va entre 400-600 TM al año hasta el 2009.



Fuente: Bloomberg Elab: Estudios Económicos - BWS



Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - BWS



### 4.3 Cobre

La cotización del cobre alcanzaría un precio promedio de US\$1,748/TM durante el 2004, lo que supondría un incremento de 11% respecto al año 2003. Este comportamiento encontraría su sustento en factores como:

- El déficit mundial de oferta de cobre refinado para el año 2004, según el Standard Bank London, sería superior en 35% al del 2003 (265,000 TM). Tal déficit se daría a pesar de anuncios de mayor oferta para el 2004 por parte de Codelco, BHP Billiton en la Escondida (Chile).
- El crecimiento de la demanda mundial por cobre refinado sustentado en la creciente demanda China (20% anual) y en menor medida por la demanda de países de la OECD.
- A las proyecciones de caída en los *stocks* mundiales para el año 2004, de acuerdo al Standard Bank London, de 18.4% respecto al año 2003.

### 4.4 Petróleo

La cotización del petróleo alcanzaría un precio promedio de US\$23/barril durante el 2004, lo que representa una contracción en su precio de 9% respecto al año 2004. Este comportamiento se explicaría por:

- En las expectativas de que Iraq llegue a un nivel de producción y exportación de pre-guerra, actualmente se encuentra produciendo a 60% y 70% de su capacidad.

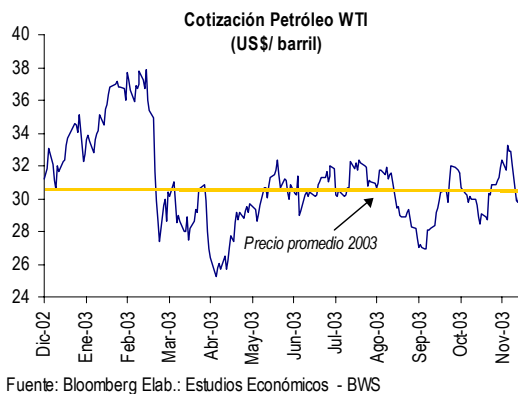
A la perspectiva de un aumento en la producción mundial, con aumento de *stocks*, basado en la pugna que existe entre productores OPEP y países que no se encuentran dentro de esta organización. Así Iran planea dejar la OPEP y su sistema de cuotas y Libia busca tener mayor cuotas de producción, dado que compañías petroleras de Europa planean llevar adelante importantes inversiones.

## 5. BALANCE DE RIESGOS Y RECOMENDACIONES

Las proyecciones presentadas en el presente Reporte se basan en determinados supuestos, que a nuestro juicio son los que tienen la mayor probabilidad de ocurrencia en los próximos 13 meses. Sin embargo, es necesario advertir la presencia de eventos que podrían alterar los pronósticos aquí expuestos, constituyéndose de esta manera en eventuales riesgos potenciales:

### En el plano internacional

- Pérdida de dinamismo y/o estancamiento de la recuperación de la economía estadounidense producto de los efectos negativos de los altos déficits fiscal y en cuenta corriente de la balanza de pagos.





- Incremento en las tensiones geopolíticas globales, que genere un incremento significativo en el precio del petróleo.
- Se revierta la evolución positiva en los precios de las materias primas, especialmente las ligadas a la minería.
- Disminución del apoyo político y social para los gobiernos de la región, que afecte la disciplina fiscal o el desarrollo de las reformas estructurales.

### En el plano local

- Generación de presiones sociales debido al sobredimensionamiento de las expectativas ante las nuevas medidas tributarias, las mismas que podrían terminar generando una presión adicional al fisco que ponga en peligro las metas inicialmente programadas.
- Una eventual crisis del Gabinete de Ministros que genere una reacción negativa de la ciudadanía, lo que debilitaría al Gobierno.
- Aumento del riesgo país ante mayor ruido político
- Las medidas tributarias aprobadas difieran del escenario propuesto.
- No se concrete la exportación de Gas de Camisea

Al igual que en nuestro último Reporte Macroeconómico del 31.07.03, nuevamente queremos enfatizar que lo que requiere el país es que empecemos a pensar en el largo plazo. **Confiamos en que la reforma tributaria próxima a implementarse venga acompañada de medidas de política orientadas a iniciar una reforma del Estado, que tenga como objetivo, no una mayor cantidad de gasto, sino una mayor calidad del mismo.**

Finalmente, el Perú se encuentra en la antesala del inicio de las negociaciones del TLC con EE.UU, sin embargo lo que salta a la vista es que **no obstante en el campo macroeconómico el Perú obtiene una nota aprobatoria, en el campo microeconómico la situación dista mucho de ser, siquiera, regular.** En el último Reporte de Competitividad del World Economic Forum, salta a la vista que, en relación a los demás países de la región, el Perú tiene serios problemas de independencia judicial, derechos de propiedad, corrupción, innovación tecnológica, acceso a internet en los colegios, calidad del sistema educativo, calidad en infraestructura; en suma "problemas de competitividad" en general. Lo anterior debe hacernos pensar en la prioridad de la agenda de los próximos años para que en la eventualidad de que se concrete un TLC con EE.UU, estemos en condiciones de aprovecharlo, de lo contrario el beneficio neto para el país podría resultar siendo negativo.



**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

### Mercado de Capitales

Rafael Llosa *Gerente de División* 211-6250

### Estudios Económicos

<b>Guillermo Díaz Gazani</b>	<i>Gerente</i>	<b>211-6052</b>
Pablo Nano Cortez	<i>Macro Real</i>	211-6000 ax. 6556
Mario Guerrero Corzo	<i>Macro Monetaria</i>	211-6000 ax. 6557
Rafael Romero	<i>Agro, Pesca y Minería</i>	211-6000 ax. 6558
Miguel Leiva	<i>Manufactura / Comercio</i>	211-6000 ax. 6205
Daniel Córdova	<i>Construcción / Inmobiliaria</i>	211-6000 ax. 6661
Elio Tubino	<i>Energía / Telecom / Hidrocarburos</i>	211-6000 ax. 6564

### Wiese Sudameris S.A.B

<b>Boris Ljubicic Ugarte</b>	<i>Gerente General</i>	<b>222-7220</b>
Aurelio Díaz Pro	<i>Head Trader Renta Variable/Fija</i>	442-9794
Bruno Calle	<i>Head Trader Bolsa Productos</i>	421-0940
Jaime Blanco	<i>Trader Renta Variable</i>	442-9965
Julio Mavila	<i>Trader Renta Variable</i>	441-2788

### Tesorería

<b>Diana M. Arce</b>	<i>Gerente</i>	<b>211-6247</b>
Pablo León Prado	<i>Jefe de Cambios</i>	440-4401
Alfredo García Calderón	<i>Jefe de Forwards</i>	
Elbia Castillo Calderón	<i>Jefe de Tesorería e Inversiones</i>	
Nelson Cantuarias	<i>Moneda Extranjera</i>	
Gladys Huamán	<i>Moneda Nacional</i>	440-9001/ 6460
Víctor Díaz	<i>Inversiones</i>	440-6460
Jorge Villalta	<i>Trader - Mesa de Cambios</i>	
Liliana Ordoñez	<i>Mesa de Distribución</i>	440-6003
Javier Verme	<i>Mesa de Distribución</i>	

### Wiese Sudameris Fondos

<b>Enrique Spihlmann D.</b>	<i>Gerente General</i>	<b>211-6714</b>
Carlos Farro	<i>Gerente de Inversiones</i>	221-3828