

¿Qué sucedió en el 2003 y que prevemos para el 1T04?

Guillermo Díaz gdiaz@bws.com.pe
 Pablo Nano pnanoc@bws.com.pe
 Mario Guerrero mguerreroc@bws.com.pe

Durante el año 2003:

- ☑ La economía peruana registró un moderado crecimiento de 4%, sustentado en el dinamismo de los sectores no primarios.
- ☑ El BCR cumplió su meta de inflación (2.5%)
- ☑ El tipo de cambio se mostró estable, con tendencia a la baja. El BCR tuvo que intervenir en el mercado cambiario comprando en términos netos US\$998 millones.
- ☑ En el plano fiscal el gobierno cumplió su meta de déficit fiscal (1.9% del PBI).
- ☑ En el plano externo se registró un superávit comercial (US\$710 millones) por segundo año consecutivo, debido a un mayor intercambio comercial.

Indicadores Macroeconómicos Trimestrales

	2003				2004 ^{1/}	
	I	II	III	IV	Año	I
Sector Real						
<i>(Var% real)</i>						
Producto Bruto Interno	6.2	3.7	3.4	2.8	4.0	3.2
Valor Agregado Bruto	5.6	3.6	3.1	2.7	3.7	2.9
VAB Primarios	1.9	4.1	3.5	0.2	2.5	4.2
VAB No Primarios	6.6	3.5	3.0	3.3	4.0	2.5
Precios y tipo de cambio						
Inflación 12 meses	3.40%	2.17%	1.98%	2.48%	2.48%	2.80%
Tipo de Cambio ^{2/} (S/.xUS\$)	3.474	3.470	3.483	3.463	3.463	3.475
Sector externo						
<i>(Millones de US\$)</i>						
Exportaciones	2022.6	2184.4	2316.4	2430.7	8954.2	2366.9
Importaciones	2045.3	1982.3	2086.5	2130.3	8244.4	2106.2
Balanza Comercial	-22.7	202.1	229.9	300.4	709.8	260.7
Sector Fiscal						
<i>(% del PBI)</i>						
Resultado Económico ^{3/}	-0.8	-1.2	-2.1	-3.7	-1.9	-1.8

^{1/} Proyección.

^{2/} Fin de período.

^{3/} Sector Público No Financiero

Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

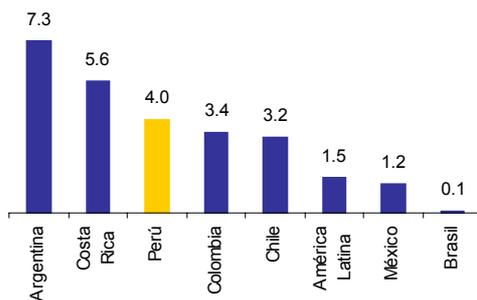
Durante el 1T04:

- ☑ Prevemos que el PBI crecería 3.2%, mientras que el VAB lo haría en 2.9%. En términos anualizados continuaría la desaceleración del crecimiento, lo que no implica, necesariamente, llegar a una tasa negativa.
- ☑ El tipo de cambio alcanzaría 3.475 y la inflación anualizada sería 2.80%.
- ☑ El superávit de la balanza comercial ascendería a US\$261 millones, producto del entorno favorable en la cotización de nuestros principales *commodities*.

CONTENIDO

EVOLUCIÓN ECONÓMICA DURANTE EL 2003	2
1. Sector Real	2
1.1. Sectores primarios	2
1.2. Sectores No Primarios	3
2. Sector Monetario	4
3. Sector Fiscal	7
4. Sector Externo	8
PERSPECTIVAS PARA EL 1T04	10
1. Sector Real	10
1.1. Sectores primarios	10
1.2. Sectores no primarios	11
2. Sector monetario	12
3. Sector fiscal	13
4. Sector Externo	14

América Latina: PBI 2003
(variación porcentual)



Fuente: CEPAL. Elaboración: Estudios Económicos-BWS

PRODUCTO BRUTO INTERNO

(Variación porcentual)

	2002	2003
Agropecuaria	5.7	2.3
Pesca	5.7	-13.4
Minería	11.6	6.7
Manufactura	4.2	2.1
Construcción	7.9	4.0
Comercio	4.6	3.6
Servicios	3.8	4.4
VAB	5.0	3.7
Impuestos	3.9	6.3
PBI	4.9	4.0
VAB Primario	6.5	2.5
VAB No Primario	4.5	4.0

Fuente: INEI, BCR Estudios Económicos-BWS

EVOLUCIÓN ECONÓMICA DURANTE EL 2003

1. Sector Real

Durante el año 2003 América Latina registró un desempeño económico positivo, explicado en gran parte por la recuperación de la economía brasileña. En este contexto, la economía peruana se expandió en 4%, la tercera tasa de crecimiento más alta de Latinoamérica después de Argentina y Costa Rica. Sin embargo, en este resultado contribuyó un incremento de los impuestos por encima de lo esperado. Aislado dicho efecto sobre la recaudación tributaria, la producción, en términos del valor agregado bruto (VAB) se expandió en sólo 3.7%.

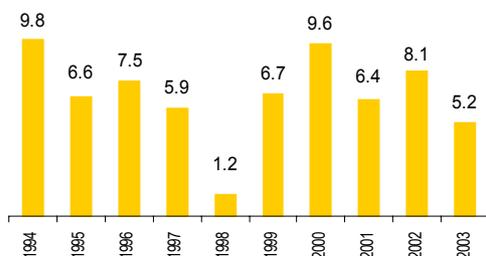
Esta moderada tasa de crecimiento fue posible gracias a la evolución de las exportaciones (5.0%), alentadas por la recuperación de los precios de los metales y por el dinamismo de las ventas al exterior de los productos no tradicionales. Por su parte, la expansión de la demanda interna (3.7%) estuvo sustentada en la recuperación de la inversión privada (5.2%), a pesar del incremento del ruido político, lo que estuvo explicado por el flujo de capitales ya comprometidos para importantes proyectos como Camisea. Asimismo, el consumo público registró un incremento de 4.5%, gracias al aumento de la recaudación tributaria.

1.1. Sectores primarios

El **sector agropecuario** creció 2.3%, lo que se explica por la baja tasa de crecimiento que registró la producción agrícola (1.8%) debido al estancamiento de las áreas sembradas y a niveles de lluvias por debajo del promedio histórico durante el 4T03, que afectó el rendimiento de los principales cultivos tradicionales, en particular la papa (-4.7%). Dentro de los cultivos más dinámicos destacaron la caña de azúcar (5.0%) y el maíz amarillo duro (5.7%) debido a los mejores rendimientos, así como los cultivos de agroexportación como uva (7.2%), mango (5.6%), palta (5.7%) y, en menor medida, espárrago (3.4%). Por su parte, la producción pecuaria creció 3.0% debido básicamente a la mayor oferta avícola (4.4%).

DESEMBARQUES DE ANCHOVETA

(Millones de toneladas)



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

PRODUCCIÓN MINERA

(Variación porcentual)

	2002	2003
Cobre	15.8	-0.5
Oro	13.5	9.3
Plata	4.3	3.3
Plomo	2.6	3.4
Zinc	15.4	12.0
Estaño	1.7	3.6
Hierro	0.6	14.0

Fuente: MEM - Estudios Económicos - BWS

PRODUCCIÓN MANUFACTURERA

(Variación porcentual)

	2002	2003
MANUFACTURA TOTAL	3.9	2.1
Manufactura Primaria	0.0	-2.8
Manufactura No Primaria	5.0	3.4
Productos alimenticios	2.5	-1.4
Elaboración de Bebidas	8.4	5.2
Productos Textiles	7.2	4.7
Prendas de Vestir	5.6	6.3
Papel y Productos de Papel	7.3	1.7
Edición e Impresión	21.9	11.2
Sustancias y Productos Químicos	4.2	1.0
Caucho y Plástico	7.4	0.8
Minerales no metálicos	11.2	7.3
Fabricación de Metales Comunes	-2.7	2.9
Maquinaria y Equipo	-15.9	-17.2
Industrias diversas	3.6	0.3

Fuente: Ministerio de la Producción, Estudios Económicos - BWS

El **sector pesca** mostró una contracción de 13.4% producto de las menores capturas de anchoveta, que se vieron afectadas por la reducción de la biomasa y la importante presencia de ejemplares juveniles, lo que motivó un menor número de días de pesca debido a los continuos períodos de veda dispuestos por el ministerio. Cabe anotar que el desembarque de anchoveta fue menor en 3 millones de TM a la registrada en el 2002. Por su parte, la pesca para consumo humano directo (CHD) mostró una importante recuperación (21.7%) debido a la mayor captura de especies destinadas a la industria de enlatados (216.8%). En ese sentido, el hecho de que las especies jurel y caballa sean destinadas exclusivamente para CHD permitió una mayor disponibilidad de materia prima para dicha industria y para el consumo en estado fresco.

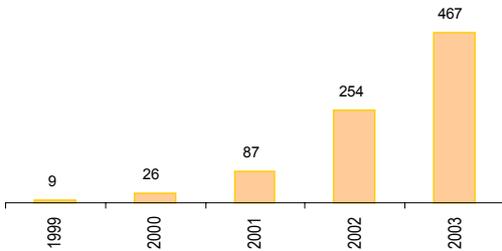
El **sector Minería e Hidrocarburos** fue, por segundo año consecutivo, el más dinámico (6.7%) gracias al crecimiento de la producción minera (7.8%) sustentado en la mayor producción de oro, zinc y hierro. En el caso del oro, el aumento obedeció a la mayor extracción de Minera Yanacocha, el principal productor, y de las medianas auríferas impulsadas por la tendencia creciente en la cotización del metal a lo largo del 2003. En el caso del zinc, el incremento estuvo sustentado en la mayor producción de Cía. Minera Antamina debido a la mejor ley del mineral procesado. Finalmente, la mayor producción de hierro de Shougang se sustentó en la mayor demanda proveniente de China. Por otra parte, cabe destacar la mayor producción de gas (18.5%), como consecuencia de la mayor demanda de las generadoras térmicas de electricidad ante la menor producción hidráulica asociada al retraso del período de lluvias.

Por su parte, **la manufactura primaria** se contrajo en 2.8% como consecuencia de la caída en la producción de harina de pescado (-35.9%) y refinación de petróleo (-2.2%), ante la menor disponibilidad de materias primas. Lo anterior fue parcialmente compensado por la mayor producción de enlatados (conservas) de pescado (69.5%) y azúcar refinada (9.0%). En este último caso, los resultados positivos son producto de las inversiones por US\$320 millones realizadas en el sector en los últimos tres años, lo que ha permitido ampliar el área sembrada de caña, modernizar y ampliar las plantas y sustituir prácticamente las importaciones.

1.2. Sectores No Primarios

El sector manufacturero se expandió 2.1% debido al crecimiento de la **manufactura no primaria** (3.4%). Este comportamiento estuvo asociado al moderado dinamismo de la demanda interna, en particular del consumo privado (3.2%). Asimismo contribuyó el lento, pero sostenido, crecimiento de las exportaciones manufactureras. A nivel desagregado, destacó la mayor producción de bienes de consumo (2.6%), en particular productos lácteos (9.1%) y prendas de vestir (6.3%). El caso de los lácteos se explica por el incremento del consumo de leche evaporada ante la caída de los precios, así como por la mayor penetración de derivados lácteos (yogurt y queso), mientras que en el caso de los textiles, influyó decisivamente las mayores exportaciones a EE.UU. gracias a los beneficios arancelarios del ATPDEA. Por su parte, el dinamismo de los bienes intermedios (4.8%), estuvo basado principalmente en el mayor nivel de las industrias vinculadas al sector construcción, en particular, pisos y azulejos (25.1%), ladrillos (13.8%) y cemento (2%). Finalmente, la contracción de la producción de bienes de capital (-9.4%) estuvo asociada a la menor producción de la industria de maquinaria y equipo (-17.2%) y aparatos eléctricos (-6.2%).

FLUJO DE CRÉDITOS MIVIVIENDA
(en millones de S/.)

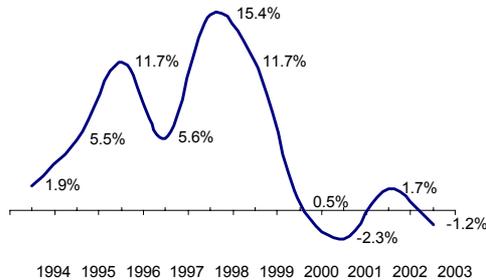


Fuente: Mivivienda Elaboración: Estudios Económicos - BWS

El **sector construcción** creció de 4% debido principalmente al mayor consumo interno de cemento (3.3%). Sin embargo, esta tasa fue menor al incremento de 7.9% registrada por el sector en el 2002, lo que estaría explicado por la desaceleración en la demanda proveniente de la autoconstrucción ante el incremento del ruido político. El mayor consumo de cemento se sustentó en la demanda proveniente de los programas habitacionales promovidos por el gobierno como Mivivienda y Techo Propio. Así, el monto de los créditos Mivivienda aumentó en 83.8% durante el 2003, totalizando S/.467 millones. Cabe anotar que cerca del 70% de dichos créditos se otorga en Lima, lo que explica el dinamismo en los despachos de Cemento Andino y Cementos Lima. Por su parte, la inversión pública en el sector -medida a través del índice de avance físico de obra- registró un aumento de 25%.

Por último, el **sector comercio** creció 3.6% gracias a la sostenida expansión del consumo así como a la mayor oferta de productos manufactureros y bienes importados en los canales de distribución. Asimismo, las inversiones realizadas por las cadenas de supermercados y tiendas por departamentos hacia los conos de la capital han permitido una mayor penetración del comercio formal y la expansión de la demanda a través del mayor uso de los créditos de consumo. A nivel desagregado, las ventas de electrodomésticos mostraron un crecimiento cercano al 15% gracias a la mejora en el poder adquisitivo de la población, el mayor acceso al crédito y la tendencia decreciente de los precios, explicado por el desarrollo tecnológico y, en menor medida, por la apreciación del Nuevo Sol. Por su parte, la venta de autos nuevos registró un aumento de 3.5% debido a la mayor demanda de vehículos pesados por parte del sector minero, el aumento de las ventas al sector corporativo y al mayor financiamiento bancario.

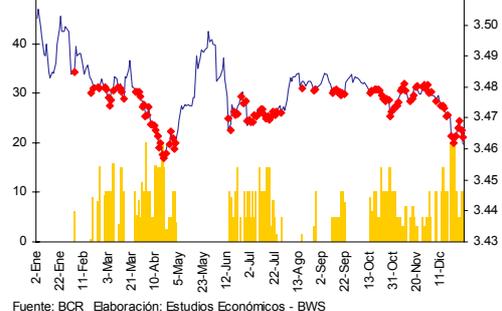
Nuevo Sol / Dólar
(Tasa de variación)



2. Sector Monetario

Durante el año 2003 el **Nuevo Sol** registró una apreciación promedio de 1.1% y de 1.2% a fin de periodo. Esta mayor fortaleza del Nuevo Sol fue consecuencia de la reducción de las expectativas de depreciación, producto del desarrollo favorable de las cuentas externas, un entorno regional estable y por el debilitamiento del Dólar respecto a las principales monedas del mundo. En este contexto, los agentes económicos redujeron sus operaciones de cobertura por riesgo cambiario, lo que se reflejó en la caída de US\$320 millones de las posiciones del sistema bancario. Asimismo, el Banco Central de Reserva (BCR) adquirió US\$998 millones en términos netos, el mayor monto adquirido en el mercado por el ente en la década del noventa, a un precio promedio de S/.3.472 por Dólar.

Intervenciones del BCR - 2003
(en millones de dólares)

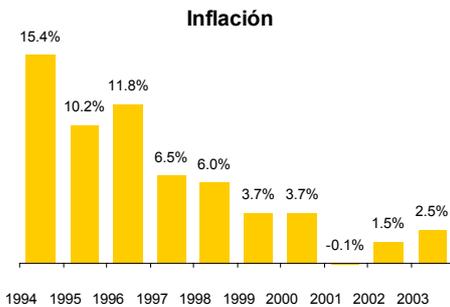


Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

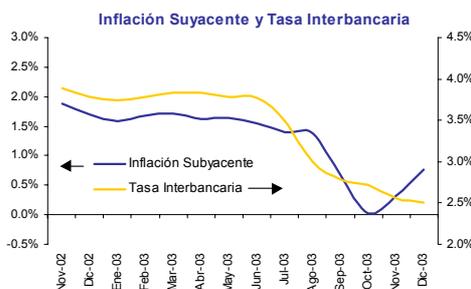
Nuevo Sol / Dólar - 2003



En lo que respecta a la **inflación**, el Índice de Precios al Consumidor arrojó una variación de 2.48% durante el 2003, con lo cual el BCR cumplió su meta de inflación para el año. El mayor ritmo de los precios respecto del 2002, fue explicado en parte por el moderado aumento (1.86%) de los precios de los alimentos, debido a los mayores precios internacionales de la soya (37%) y el trigo (3%), factores que repercutieron en los precios del aceite y del pan respectivamente. Asimismo, ejercieron presión sobre la inflación la elevación de las tarifas de transporte público, principalmente urbano e interprovincial, que reaccionaron ante el mayor precio del petróleo en el mercado internacional. Inicialmente este aumento respondió al estallido de la guerra entre Estados Unidos e Irak (1T03), aunque posteriormente, el precio se mantuvo elevado por la relativa escasez producida por la salida temporal del mercado de la producción petrolera iraquí, por una mayor demanda de combustible durante la época invernal en el hemisferio norte y por acuerdos de la OPEP sobre recortes en la oferta de petróleo.



La **inflación subyacente**, que excluye los componentes volátiles como alimentos no transables, combustible y transporte, registró una variación positiva de 0.77%. Este comportamiento se explica principalmente por los efectos rezagados de la política monetaria. La **inflación mayorista**, medida por el Índice de Precios al Por Mayor, registró una variación de 2%, destacando el incremento de los precios de los productos manufacturados de origen importado (3.9%) y de los productos agropecuarios de origen nacional (3.2%). Finalmente, el índice de precios al consumidor a nivel nacional, calculado sobre la base de los índices de precios correspondientes a 25 ciudades, reportó un incremento anual de 2.4%.



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

En este contexto, durante el año 2003 el BCR mantuvo un manejo de la **política monetaria** basada en una estrategia de Metas Explícitas de Inflación, orientándose a anclar las expectativas inflacionarias del público mediante el anuncio de una meta de inflación. Dicha meta, (2.5% ±1 punto porcentual), marca no sólo la trayectoria de la inflación en el corto plazo sino también en el mediano plazo.

Ante el probable impacto inflacionario que podrían representar la guerra entre Estados Unidos e Irak, y la posible presencia del Fenómeno de El Niño, el BCR optó durante el 1S03, por una posición cautelosa, dejando sin cambios sus tasas de interés referenciales (en un rango de entre 3.0% y 4.25%). Sin embargo, a partir del 2S03 se registró una cierta debilidad en el ritmo de los precios, producto de una mayor oferta agrícola, de reducciones en las tarifas de servicios públicos y de una tendencia apreciatoria del Nuevo Sol. En este contexto, y alejados los factores de riesgo observados en el 1S03, el BCR adoptó una postura expansiva para la política monetaria recortando en 4 oportunidades sus tasas de interés referenciales. Así, las tasas activas registraron un descenso de 100pbs, hasta 3.25%, mientras que las tasas pasivas lo hicieron en 125pbs, hasta 1.75%. En promedio, la tasa interbancaria se ubicó en torno al 2.5% hacia fines del 2003, con lo cual la inflación anual alcanzó 2.48%, cumpliéndose con la meta prevista.



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

En cuanto a la cantidad de dinero, la **liquidez total de la economía**¹ se expandió en 9.3% en términos reales, siendo impulsada principalmente por el crecimiento de la liquidez en soles (21.7%), pues la liquidez en dólares se contrajo en 0.6%. El aumento de la liquidez en moneda nacional fue impulsado por las mayores intervenciones del BCR en el mercado cambiario. El

¹ Medida por el agregado monetario M4 que incluye la liquidez en soles y dólares.

mayor ingreso de soles hacia la economía fue esterilizado parcialmente mediante la subasta de nuevos CDBCR, cuyo stock alcanzó a su nivel máximo histórico a fines del 2003.

PROGRAMA MONETARIO 2003

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Meta
1.- Meta Explícita de Inflación													
Inflación (var. IPC) (YoY)	2.3%	2.8%	3.4%	2.6%	2.4%	2.2%	2.0%	1.9%	2.0%	1.3%	1.8%	2.5%	2.5%
Inflación Subyacente (YoY)	1.6%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	0.7%	0.0%	0.3%	0.8%	
2.- Tasas de Interés Referenciales													
i) ACTIVAS 2/													
Soles 3/	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.00%	3.50%	3.50%	3.50%	3.25%	3.25%	3.9%
Dólares (efectiva anual)	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.2%	2.1%	2.2%
ii) PASIVAS 4/													
Soles (efectiva anual)	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	2.75%	2.25%	2.00%	2.00%	1.75%	1.75%	2.5%
Dólares (5/)	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%
TASA INTERBANCARIA													
	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.5%	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%	3.3%
- Proyección de liquidez bancaria													
Rango proyectado	170-190	170-190	170-190	190-210	190-210	190-210	195-215	190-210	180-200	180-200	170-190	190-200	
Saldo prom. Cta Cte Banca en BCR	178	178	200	211	188	204	194	188	175	176	175	192	188
- Var. Emisión Primaria prom (YoY)													
	10.4%	7.3%	7.2%	8.6%	8.1%	6.1%	5.4%	5.1%	5.8%	6.2%	8.2%	10.8%	

(1/): Saldo promedio diario expresado en millones de S/.

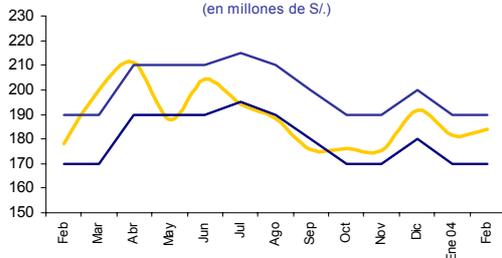
(2/): Corresponden a Créditos por Regulación Monetaria y operaciones repos fuera de dubasta (Repos Directos)

(3/): Se aplica la tasa efectiva más alta entre el promedio ponderado de las tasas interbancarias y el nivel señalado (tasas tope (4/): Corresponden a los depósitos overnight

(5/): Se aplica la tasa promedio que el BCR obtiene en el exterior por sus depósitos. Se expresa en términos nominales anuales.

Fuente: BCRP, Reuters, Estimados Estudios Económicos - BWS

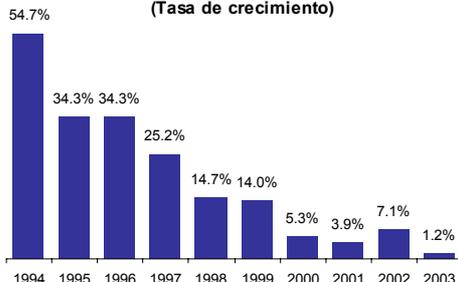
Cuenta Corriente: Proyección BCR y saldos
(en millones de S/.)



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

Con relación al financiamiento, el crédito del sistema bancario al sector privado² registró durante el 2003 una contracción de 7.2% en términos reales. Ello obedeció a la caída de los créditos expresados en moneda extranjera (-8.2%), como resultado principalmente de las menores colocaciones bancarias (-4.7%) debido a: i) la reestructuración de pasivos implementada por grandes y medianas empresas que tomaron ventaja de las mejores condiciones de financiamiento ofrecidas en el mercado de capitales y, ii) la reducción de los niveles de endeudamiento de las empresas con el sistema bancario ante la mayor liquidez obtenida por la recuperación de las ventas. Por otro lado, los créditos expresados en moneda nacional reportaron un aumento de 1.7%, destacando el impulso de los créditos personales, hipotecarios y hacia la microempresa. Como consecuencia de lo anterior, el ratio de dolarización de la liquidez descendió de 52% a 47%, mientras que el ratio de dolarización de los créditos se mantuvo en 78%.

Liquidez del Sistema Bancario (Tasa de crecimiento)

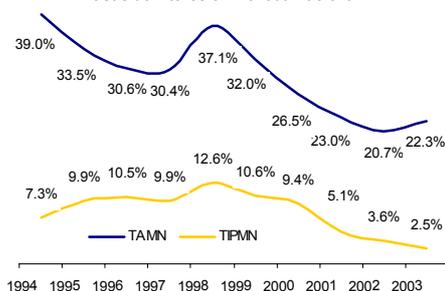


Al margen de lo anterior, **el sistema bancario** continuó fortaleciéndose financieramente, hecho que se reflejó en la recuperación de la rentabilidad, en una sostenida mejora de la calidad de la cartera de créditos, y en el mantenimiento de holgados saldos de liquidez.

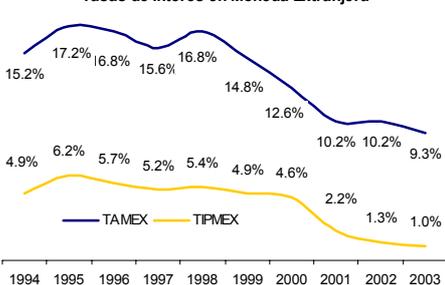
La cartera deteriorada, que incluye la cartera atrasada, refinanciada y reestructurada, disminuyó 13.6% gracias al esfuerzo de las instituciones bancarias, en coordinación con los acreedores, por buscar mecanismos de reestructuración de deudas que sean viables. Al mismo tiempo, el índice de morosidad descendió de 7.6% a 5.8%, el más bajo de los últimos cinco años, producto de los esfuerzos del sistema financiero en castigar cartera y en constituir provisiones,

² Que incluye las colocaciones bancarias y el financiamiento a través de compras de instrumentos financieros (bonos, acciones) al sector privado.

Tasas de Interés en Moneda Nacional



Tasas de Interés en Moneda Extranjera



de la mayor eficiencia de los sistemas de evaluación de riesgo y de la selección cuidadosa de clientes. Todo ello fue acompañado de una mejora en el índice de cobertura de la cartera atrasada, que alcanzó 141%, nivel superior al 133% de diciembre del 2002.

De otro lado, **las tasas de interés** registraron durante el 2003 un comportamiento mixto. Por un lado, las tasas en moneda extranjera mantuvieron una tendencia decreciente como resultado de la estabilidad de las tasas internacionales, de la mayor competencia entre bancos, de la competencia con el mercado de capitales, y de la mejora de la percepción de riesgo crediticio, mientras que en el caso de moneda nacional, las tasas activas reportaron un moderado aumento, presionadas por la mayor demanda de fondos en el segmento de microfinanzas, mientras que las tasas pasivas decrecieron siguiendo la orientación expansiva de la política monetaria.

La tendencia de la tasa de interés interbancaria respondió a la orientación de las tasas de interés referenciales del BCR, dentro del esquema de Metas Explícitas de Inflación. Así, las tasas interbancarias disminuyeron de 3.8% a 2.5% en moneda nacional (130pbs). Mientras que las tasas interbancarias en dólares registraron un descenso de 120pbs finalizando el año en 1.0%, en línea con la tendencia de las tasas de interés internacionales.

3. Sector Fiscal

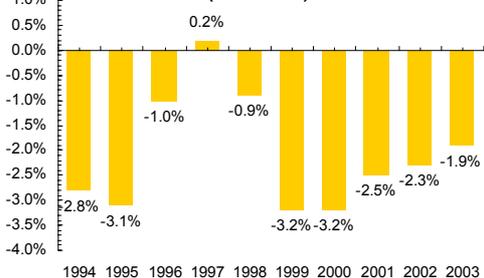
La **Política Fiscal** se orientó durante el 2003 a impulsar la demanda interna, bajo el principio de sostenibilidad fiscal. Así, a pesar de que el gasto público³ se elevó (5.2%), el déficit fiscal⁴ se contrajo de 2.3% a 1.9% del PBI.

Los **ingresos corrientes del gobierno central** aumentaron 8.2% en términos reales, y la presión tributaria alcanzó el equivalente al 13% del PBI, nivel superior al 12.7% proyectado en el Marco Macroeconómico Multianual 2004-2006 Revisado. El aumento de 11.5% de la recaudación tributaria se debió a las siguientes medidas:

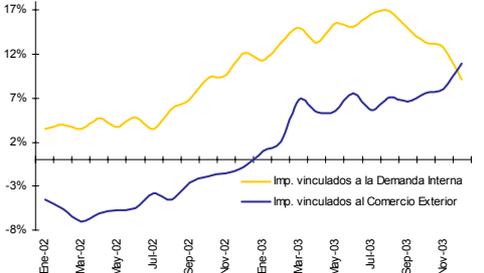
- i) Ampliación de la base tributaria (retención, detracción y percepción del IGV). Cabe destacar que desde noviembre del 2003 se amplió el sistema de percepción a las importaciones, por lo que el efecto principal de esta medida se observaría en el 2004.
- ii) Cobranza coactiva vía SIAF (Sistema Integrado de Administración Financiera).
- iii) Labores de fiscalización y cobranza emprendidas por Sunat
- iv) Regularización del impuesto a la renta (IR), producto de las mayores utilidades de las empresas gracias al buen desempeño de la actividad económica.
- v) Los ingresos obtenidos por el anticipo adicional del IR, que permitió recaudar parte de los ingresos, que de otro modo, se hubieran obtenido durante el 2004.

Estos resultados fueron posibles a pesar tanto de la suspensión, por parte del gobierno, del pago del Impuesto a las Acciones del Estado, y del aumento de las devoluciones de impuestos por concepto de recuperación anticipada del IGV, vinculadas al proyecto Camisea.

Déficit Fiscal (% del PBI)



Recaudación vs Actividad Económica (variaciones anualizadas)

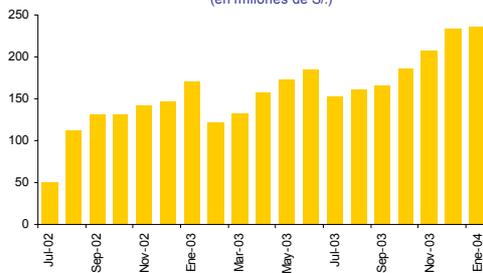


³ Gastos Corrientes No Financieros del Gobierno Central.

⁴ Del Sector Público No Financiero.

El IGV interno, relacionado al comportamiento de la demanda doméstica, aumentó en 10.3% en términos reales durante el 2003, impulsado principalmente por:

Recaudación por Medidas Administrativas
(en millones de S/.)



Fuente: Sunat. Elaboración: Estudios Económicos - BWS

- i) Las medidas de ampliación de la base tributaria.
- ii) El aumento de un punto porcentual del IGV a partir de agosto del 2003
- iii) Las acciones de fiscalización
- iv) La recuperación de la demanda interna.

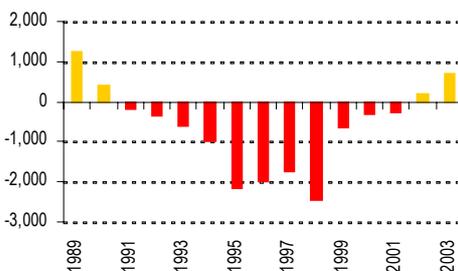
Por el lado de los egresos, durante el año 2003 el **gasto público del gobierno central**⁵ se elevó 5.2% en términos reales, superando el límite máximo de 3% establecido por la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal⁶. El mayor gasto fue explicado por el aumento del consumo público (4.5%), producto de la formalización y el mayor número de contrataciones tanto en el gobierno central como regional (que elevó el gasto en remuneraciones en 5.9%), así como por un mayor gasto en pensiones (6.4%), debido al acatamiento de numeroso fallos judiciales a favor de los jubilados y cesantes. Los gastos de capital aumentaron 2%, gracias al mayor financiamiento al Agrobanco, pues la inversión pública reportó un aumento de sólo 0.2%, luego de tres años consecutivos de caída. Finalmente, los pagos por intereses de la deuda pública reportaron un aumento de 3.3%.

Gasto No Financiero
(variaciones anualizadas)



Los **requerimientos de financiamiento del Sector Público** alcanzaron durante el 2003 los US\$2,733 millones, monto inferior en 17% al del año 2002 debido a una operación de *swap* de deuda Brady realizada en ese año. Si aislamos este efecto, el monto financiado en el 2003 fue superior en 14%, pues la reducción del déficit fiscal fue más que compensada con el mayor pago de amortizaciones. Nuevamente, las favorables condiciones del mercado financiero internacional, con bajas tasas de interés internacionales y una creciente mejora de la percepción de riesgo hacia la región, hicieron posible la mayor utilización de fondos por parte de los organismos multilaterales (US\$855 millones) y el mayor financiamiento a través del mercado de deuda local e internacional (US\$1,750 millones). En el primer caso, el monto colocado alcanzó a S/.1,712 millones, nivel ligeramente inferior a los S/.1,770 millones autorizados por la Ley de Equilibrio Financiero del Sector Público. En el mercado internacional, el gobierno colocó hasta en tres oportunidades bonos globales por un monto total de US\$1,250 millones, destacando la colocación de US\$500 millones a un plazo de 30 años, el mayor conseguido hasta la fecha. La creciente utilización del mercado de capitales para financiar los requerimientos del Sector Público (63% en el 2003) condiciona a que el gobierno se esfuerce por buscar un reperfilamiento del servicio de la deuda pública a fin de reducir la presión de los pagos en el corto plazo y, a través de las nuevas emisiones, extenderla hacia plazos más largos. De otro lado, el proceso de privatizaciones y concesiones no arrojó mayores ingresos pues estuvo prácticamente paralizado.

Balanza Comercial
(en millones de US\$)



Fuente: BCR, Estudios Económicos - BWS

4. Sector Externo

La Balanza Comercial registró un superávit de US\$710 millones durante el 2003, monto mayor en 243% al del 2002, y el más alto de los últimos catorce años. Esta mejora en el saldo

⁵ Gastos No Financieros

⁶ El 11 de julio del 2003 el gobierno promulgó la Ley N°28019 en la que se autodispensó del cumplimiento de esta regla.

comercial fue posible gracias a un ritmo de crecimiento de las exportaciones (17.1%) mayor al de las importaciones(10.8%).

El comportamiento favorable de las exportaciones (US\$8,954 millones) estuvo sustentado tanto en el incremento del volumen embarcado (8.4%) como de los precios de nuestros principales productos de exportación (8.1%). Esto último incidió principalmente en los productos tradicionales (US\$7,647 millones), los cuales mostraron un incremento de 18.2% respecto al 2002, debido a las mayores exportaciones mineras (22.5%) y petroleras (41.6%). Las exportaciones mineras ascendieron a US\$4,573 millones como consecuencia de las mayores ventas al exterior de oro (38.3%) y zinc (23.3%) debido al mayor volumen embarcado y al alza del precio en el mercado internacional.

EXPORTACIONES

(En millones de US\$)

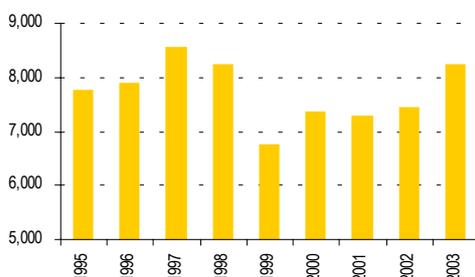
	2002	2003
TRADICIONALES	5,312	6,281
Mineros	3,734	4,573
Petróleo y derivados	469	665
Agrícolas	216	222
Pesqueros	892	821
NO TRADICIONALES	2,260	2,596
Otros	75	78
TOTAL	7,647	8,954

Fuente: BCR - Estudios Económicos - BWS

Las exportaciones no tradicionales (US\$2,596 millones) se expandieron en 14.9%, lideradas por las mayores exportaciones de productos textiles (20.8%), cuyas ventas al mercado estadounidense gozaron de los beneficios arancelarios del ATPDEA, los cuales estarán vigentes hasta fines del 2006. Asimismo, las exportaciones pesqueras no tradicionales mostraron un comportamiento positivo (24.4%) como resultado de los mayores embarques de conservas de pescado y mariscos congelados. Por su parte, el dinamismo de las exportaciones químicas (21.1%) estuvo sustentado en las exportaciones de neumáticos, ácido sulfúrico y ácido bórico, principalmente al mercado latinoamericano. Finalmente, el dinamismo de las exportaciones agropecuarias (11.6%) estuvo explicado por las mayores ventas de magos, uvas, paltas y espárragos, dirigidos principalmente a los mercados estadounidense y europeo.

EVOLUCIÓN DE LAS IMPORTACIONES

(en millones de US\$)



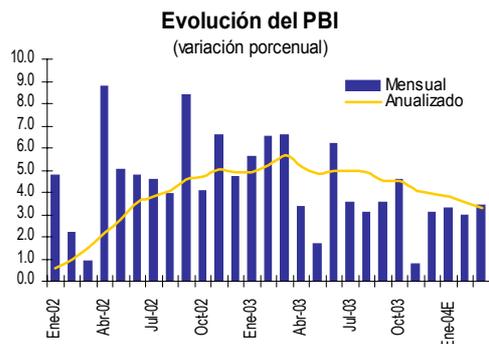
Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

De otro lado, la tendencia positiva de las importaciones (US\$8,244 millones) se sustentó básicamente en las mayores adquisiciones de insumos (15.7%), en particular combustibles (39.9%). Esto último debido al alza de cerca de 20% de la cotización del petróleo en el mercado internacional, por el complicado panorama geopolítico en Medio Oriente y la mayor demanda ante la recuperación de la economía mundial. Por otra parte, las importaciones de bienes de capital mostraron una recuperación (7.6%) debido a las compras asociadas al desarrollo del proyecto Camisea así como las inversiones realizadas en la industria de confecciones para aprovechar la mayor demanda proveniente del mercado norteamericano.

La Balanza de Pagos presentó nuevamente un superávit durante el año 2003 como consecuencia del menor déficit en Cuenta Corriente y de los flujos positivos de capital, en particular los captados por el sector público. En cuanto al déficit en cuenta corriente, éste alcanzó los US\$1,116 millones, equivalente al 1.8% del PBI, ratio menor al 2.1% registrado en el 2002, explicado por el mejor resultado de la Balanza Comercial. En lo que se refiere a la Cuenta Financiera de la Balanza de Pagos, el financiamiento externo del sector público se incrementó de forma importante, lo que estuvo sustentado en la emisión de Bonos Globales por US\$1,250 millones en el mercado internacional de deuda. Por su parte, la cuenta financiera del sector privado arrojó un superávit, aunque menor al del 2002, debido al casi nulo ingreso de inversiones asociadas a los procesos de privatización como consecuencia de los problemas políticos y sociales que viene afrontando este proceso. Sin embargo, el flujo de inversión para el proyecto de gas de Camisea continuó desembolsándose de acuerdo a lo programado. El resultado de la Balanza de Pagos arrojó un monto de US\$596 millones, con lo cual las Reservas Internacionales Netas, cerraron el 2003 en US\$10,194 millones, equivalentes a 15 meses de importaciones.

PERSPECTIVAS PARA EL 1T04

1. Sector Real



Fuente: INEI Elaboración: Estudios Económicos - BWS

Durante el 1T04 el PBI crecería 3.2%, tasa ligeramente mayor a la registrada durante el 4T03 (2.8%). Sin embargo, en términos anualizados a marzo del 2004, el PBI registraría un crecimiento de sólo 3.3%, menor al 4.0% reportado a diciembre del 2003, lo que confirmaría la continuación de la desaceleración de la actividad económica. El comportamiento positivo durante el trimestre estaría sustentado en el dinamismo de las exportaciones y del consumo privado, mientras que la inversión privada continuaría estancada debido a las secuelas de la crisis política. Asimismo, la presencia de un factor estadístico positivo -un día más de producción en febrero al ser un año bisiesto- contribuiría en dicha expansión.

Sin embargo, cabe resaltar que el VAB se expandiría en sólo 2.9%, por debajo del crecimiento de 3.2% previsto para el PBI, como resultado de un incremento de 6.0% en los impuestos que sirven de base para el cálculo del PBI (IGV, ISC y derechos arancelarios). A nivel desagregado, destacaría la aceleración del ritmo de crecimiento de los sectores primarios (4.4%), en especial el sector minero, así como el dinamismo de los sectores no primarios (2.5%), en particular el sector construcción. A continuación presentamos nuestros estimados detallados de la evolución de la actividad económica durante el 1T04.

PRODUCTO BRUTO INTERNO

(Variación porcentual real)

	2004	
	1T	Año
Agropecuario	1.5	2.9
Pesca	12.3	4.6
Minería e Hidrocarburos	8.2	4.1
Manufactura	2.1	4.1
- Manufactura Primaria	4.2	3.7
- Manufactura No Primaria	1.8	4.2
Construcción	4.9	4.1
Comercio	2.0	3.6
Otros/Servicios	2.6	3.5
<u>Valor Agregado Bruto (VAB)</u>	<u>2.9</u>	<u>3.7</u>
Impuestos	6.0	8.9
PBI	3.2	4.1

Fuente y Elaboración: Estudios Económicos - BWS

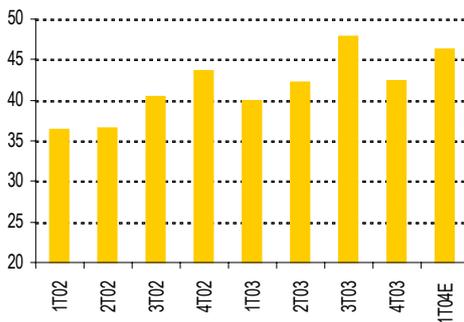
1.1. Sectores primarios

El **sector Agropecuario** registraría una expansión de 1.5% impulsado por la mayor oferta pecuaria y, en menor medida, por la producción agrícola. Esta última crecería en sólo 1.1% afectada por la disminución de las áreas sembradas y por la merma en los rendimientos asociados al retraso en el período de lluvias. En el primer caso, en lo que va de la campaña agrícola 2003-04 (agosto-diciembre), las siembras muestran una reducción de 7%, en particular en cultivos con una importante ponderación en el PBI agrícola como arroz (-6.9%), papa (-3.5%) y yuca (-4.7%) debido a los bajos precios. En el caso de las lluvias, éstas empezaron recién a partir de la segunda quincena de febrero, por lo que el desarrollo de algunos cultivos como papa, arroz y maíz choclo se han visto afectados por el déficit del recurso hídrico. Lo anterior sería parcialmente contrarrestado por las mayores cosechas de algodón y de cultivos no tradicionales como mango y palta, debido al aumento de las áreas sembradas y a los mayores rendimientos, respectivamente. Por otra parte, la producción pecuaria crecería en 1.6% sustentada en la mayor oferta avícola como consecuencia de la expansión del consumo ante la caída en los precios registrada a partir de enero.

El **sector Pesca** mostraría un crecimiento de 12.3% sustentado principalmente en las mayores capturas de anchoveta ante la presencia de condiciones oceanográficas normales. Al respecto cabe señalar que durante el 1T03 no se registraron faenas de pesca industrial en la región centro-norte -debido a que la veda se extendió hasta inicios de abril- mientras que en la zona sur se registró un desembarque de sólo 124 mil TM. Esta situación se revertiría durante el 1T04 debido a que se estima que se reabra la temporada pesquera en la región centro-norte a partir de la segunda quincena de marzo, habiendo estimado el Imarpe una importante biomasa de anchoveta, cercana a los 9 millones de TM. Asimismo, el Ministerio de la Producción ha autorizado su pesca dentro de las cinco millas marítimas en el litoral sur, lo que permitiría una

mayor captura de esta especie en dicha zona. En lo que se refiere a la pesca para Consumo Humano Directo (CHD), prevemos un menor dinamismo, debido a una mayor base de comparación, puesto que las capturas de especies destinadas a la industria de enlatados experimentaron un importante crecimiento durante el 1T03, luego que el ministerio dispusiera a fines del 2002 que el jurel y la caballa se destinen exclusivamente para CHD.

Producción de Oro
(en TMF)



Fuente: MEM, Estudios Económicos - BWS

El sector **Minería e Hidrocarburos** seguiría liderando la expansión del PBI durante el 1T04 (8.2%), gracias al dinamismo de la producción minera (8.8%). El crecimiento del subsector minero se sustentaría en la mayor extracción de oro, zinc y cobre. La producción de oro recuperaría su tendencia ascendente al normalizarse los niveles de extracción de Yanacocha -que se vieron reducidos en los últimos dos meses del 2003 debido a decisiones de planeamiento empresarial-, así como por la mayor producción de medianas y pequeñas auríferas impulsadas por los altos precios del oro en el mercado internacional. Sin embargo, lo anterior sería parcialmente contrarrestado por la menor producción de Pierina debido a que viene explotando zonas de menor ley. Por su parte, la mayor producción de zinc estaría sustentada básicamente en la mayor producción de Antamina, el principal productor con cerca del 30% del total nacional, que viene explotando actualmente mineral con una ley de zinc superior a la del 1T03. Finalmente, la mayor producción de cobre estaría explicada principalmente por la reapertura, en octubre luego de 20 meses de paralización, de la planta de óxidos de BHP Tintaya y, en menor medida, por la mayor producción de Southern Peru y de medianas mineras que se han visto incentivadas por la alta cotización del cobre, que a fines de febrero alcanzó su valor más alto de los últimos ocho años.

Crecimiento Industrial: 1T04

Por encima del promedio (2.1%)	Harina de Pescado, Cárnicos, Lácteos, Bebidas, Papel, Minerales no metálicos, Productos de Madera
Por debajo del promedio (2.1%)	Tabaco, Químicos, Productos Metálicos, Maquinaria y Equipo, Industria de Hierro y Acero

Fuente: Estudios Económicos-BWS

En lo que se refiere a la **Manufactura Primaria**, ésta mostraría una expansión de 4.2% explicada principalmente por la mayor producción de harina de pescado ante la mayor disponibilidad de materia prima. Asimismo, prevemos una mayor producción de la industria refinadora de metales no ferrosos, en particular productos derivados del cobre y del zinc. Sin embargo, lo anterior sería parcialmente contrarrestado por una menor producción de azúcar refinada, la cual se vería afectada por la paralización temporal de la producción de Casagrande -que representa cerca de 20% del total nacional- y de Pucalá, debido a labores de mantenimiento y problemas administrativos, respectivamente.

1.2. Sectores no primarios

El **sector Manufactura** se incrementaría 2.1%, recuperándose de la contracción de 0.2% registrada durante el 1T03. Este comportamiento estaría explicado por la ya comentada recuperación de la manufactura primaria y, en menor medida por la **Manufactura no primaria**, la cual registraría un crecimiento de 1.8%. A nivel desagregado, destacaría el comportamiento de las industrias de productos lácteos, bebidas y la manufactura vinculada al sector construcción. La industria láctea se vería favorecida por un incremento de la demanda de leche evaporada, por la mayor penetración de productos derivados lácteos -principalmente yogurt y helados- y por el crecimiento de las exportaciones. Estas últimas, si bien sólo representan alrededor del 5% de la demanda total, han mostrado un aumento interesante en los últimos meses, siendo su principal mercado de destino el Caribe. Por su parte, la industria de bebidas mantendría la evolución positiva sustentada en la mayor demanda de bebidas gaseosas y, en menor medida, en la mayor producción de cerveza. En ambos casos la permanencia de bajos precios contribuirían a expandir el consumo. Finalmente, la mayor actividad de la industria de cemento, pisos y mayólicas, y en menor medida, vidrio, estaría asociado al esperado

dinamismo del sector construcción. En el caso particular de la industria cerámica (pisos y mayólicas) el crecimiento estaría sustentado también el dinamismo de las exportaciones. Por último, la industria de confecciones mostraría un menor ritmo de crecimiento debido a una mayor base de comparación -las exportaciones aumentaron durante el 1T03 luego que se incluyeran dichos productos dentro del ATPDEA a fines del 2002- y porque la reactivación de la industria dirigida al mercado local -luego de la imposición de salvaguardias a la importación de confecciones procedentes de China- se haría evidente para la campaña del Día de la Madre.

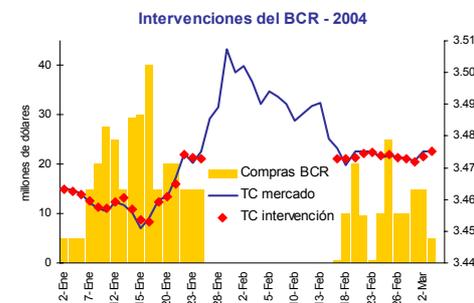


Fuente: INEI, Fondo Mivivienda, Estudios Económicos - BWS

En el **sector Construcción** prevemos un incremento de 4.9%, impulsado principalmente por la inversión privada traducida en un mayor consumo interno de cemento. Cabe anotar que la mayor fuente de expansión del sector, al igual como en los meses precedentes, lo constituirían los programas habitacionales promocionados por el Estado. En ese sentido, la meta del gobierno es promover la construcción de 45,000 viviendas durante el 2004, a través de Mivivienda (10,000), Techo Propio (15,000) y Banco de Materiales (20,000). Asimismo, se espera que se inicie la descentralización de los programas habitacionales, pues hasta el momento cerca del 70% de las viviendas han sido colocadas en Lima. De otro lado, esperamos un menor dinamismo de la inversión pública -que fue un importante motor del crecimiento del sector durante el 4T03- puesto que el presupuesto inicial de inversión pública es menor al del 2003, aunque cabe la posibilidad que dichos recursos se incrementen en la medida que aumente la recaudación como consecuencia de la reforma tributaria.

Por último, el **sector comercio** registraría un crecimiento trimestral de 2.0%, impulsado por la mayor comercialización de productos pesqueros y manufacturados. Sin embargo, lo anterior sería atenuado por el menor abastecimiento de productos agrícolas así como por la menor presencia de productos importados en los canales de comercialización. Dicho estimado se basa en que la huelga del transporte de carga duró menos de una semana, por lo que no habría afectado significativamente la evolución del sector. A nivel desagregado se espera que continúe el dinamismo en las ventas de electrodomésticos, impulsado por la caída de precios producto del desarrollo tecnológico y de la expansión del crédito de consumo asociado a la expansión de los centros comerciales en los conos de Lima. Por su parte, las ventas de autos nuevos mantendrían la desaceleración exhibida durante el 4T03.

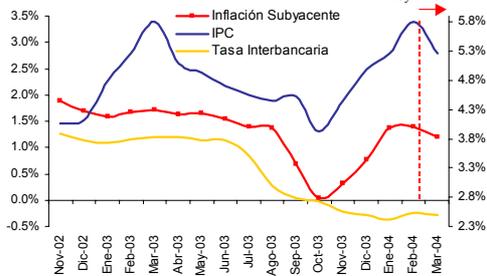
2. Sector monetario



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

Las perspectivas para **el tipo de cambio** apuntan a un comportamiento moderadamente estable en marzo, luego de experimentar cierta volatilidad en febrero, producto de un mercado internacional agitado y de un mayor ruido político interno. Los factores de riesgo que podrían provocar cierta inestabilidad en el comportamiento del Dólar en el mercado local se circunscriben principalmente al contexto político (movilizaciones, protestas, paros, etc.), y en menor medida, a la posibilidad de que los principales bancos centrales del mundo apunten a un aumento antes de lo previsto de sus tasas de interés, lo que frenaría la debilidad del Dólar frente al resto de monedas. No obstante, consideramos que los sólidos fundamentos económicos y un contexto regional moderadamente estable contribuiría a afianzar la trayectoria del tipo de cambio hacia un rango de entre S/3.47 y S/3.48, sin descartar la activa participación del BCR ante factores que presionen hacia una caída importante del tipo de cambio.

Inflación y Tasa Interbancaria



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos - BWS

Respecto a la **inflación**, prevemos que ésta reporte una moderada aceleración de carácter coyuntural (2.8% en términos anualizados y 2.1% durante el trimestre), impulsada principalmente por *shocks* de oferta provenientes de mayores precios internacionales de algunos insumos como el trigo, la soya y los combustibles, así como por una menor oferta agrícola, ante la escasez de lluvias, y factores estacionales (campaña escolar). En este contexto, prevemos que el ente emisor mantendría sin cambios sus tasas referenciales en un rango de entre 1.75% y 3.25%.

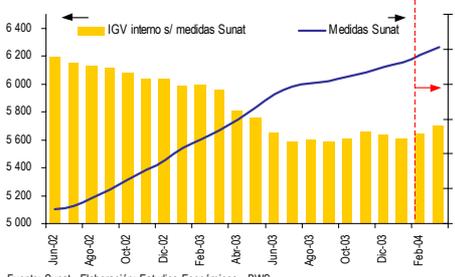
Para el 1T04 no se esperan mayores cambios en el comportamiento de la liquidez, esperándose que los saldos en cuenta corriente oscilen en un rango de entre S/.170 millones y S/.190 millones.

3. Sector fiscal

Con relación al comportamiento de las **cuentas fiscales**, algunos factores, como el aumento de las utilidades de las empresas, las modificaciones al impuesto a la renta, y el reforzamiento de las medidas de ampliación de la base tributaria continuarían explicando en parte el buen desempeño de la recaudación durante el 1T04 (proyectamos un aumento de 7.7%). Cabe destacar que a partir de la quincena de marzo se empezaría a recaudar los ingresos provenientes de la aplicación del impuesto a las transacciones financieras (ITF). Hasta enero del 2004 la recaudación tributaria crecía por 18 meses consecutivos.

IGV Interno

(millones de Nuevos Soles anualizados)



Fuente: Sunat Elaboración: Estudios Económicos - BWS

El IGV interno continuaría siendo una de las principales fuentes de recaudación, pues prevemos un aumento de 18.1%, explicado principalmente por la ampliación de las medidas de detracción del IGV. Cabe destacar que en el marco de las facultades delegadas por el Congreso, el Ejecutivo obtendría mayores ingresos a los establecidos en el Presupuesto Público 2004 producto de la creación de nuevos impuestos (como el Impuesto a las Transacciones Financieras), la ampliación de la base tributaria (implementación del proceso de bancarización) y la modificación de las tasas impositivas (modificaciones al impuesto a la renta). A ello se agregarían otros cambios tributarios como la modificación de la tasa de IR de 27% a 30% para las personas jurídicas, la aplicación de mayores impuestos a las ganancias de capital (por la venta de inmuebles), la mayor retención de pagos por concepto de servicios prestados por empresas no domiciliadas, la limitación de las deducciones (por cambios en régimen de provisiones), entre otras. Cabe precisar que con respecto al ITF y la Bancarización diversos gremios han presentado un conjunto de demandas de inconstitucionalidad, estando pendientes de resolver por el Tribunal Constitucional. Paralelamente, el gobierno viene evaluando algunos cambios a las propuestas iniciales de esta medida, como una reducción progresiva de la tasa de 0.15% a 0.08% hacia fines del 2004. De otro lado, se espera que la recaudación tributaria también este impulsada por los favorables resultados de la actividad minera, como consecuencia del aumento de los precios internacionales (cerca de S/.528 millones más de recaudación)⁷.

Estos mayores ingresos serían compensados en parte con la implementación de planes sectoriales basados en el recorte de impuestos. Así, el gobierno anunció el Plan de Relanzamiento Agrario, que contempla la reducción de los aranceles a la importación de bienes de capital del sector agropecuario (que se agregarían a la reducción de aranceles de 7% a 4%

Ingresos y Gastos Adicionales 2004
(en millones de S./.)

Ingresos 3/	Gastos Corrientes 1/	Gastos de Capital	TOTAL 2/	
Modificaciones IR	Educación	285	15	300
Aumento IR (minería)	Universidades	5	45	50
Recaudación ITF (0.1%)	Salud	250	0	250
Menores Ingresos	Defensa	200	50	250
Plan Agrario (IGV-aranceles)	Interior	150	50	200
Transporte (ISC-IGV)	Agrobanco	0	150	150
Bienes de Capital (aranceles)	Justicia	60	40	100
	Comercio, Turismo	13	0	13
Financiamiento adicional 4/	Mujer y Desarrollo	70	0	70
	MEF	102	65	167
	Infraestruc. Regional	0	100	100
	Infraestruc. Nacional	0	150	150
TOTAL	TOTAL 2/	1,135	665	1,800

1/ Principalmente aumento de remuneraciones y gastos en bienes y servicios.

2/ De acuerdo a la exposición del ministro de Economía ante el Congreso.

3/ Estimaciones propias.

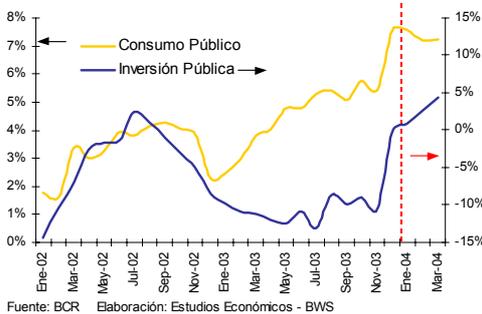
4/ El MEF estima que serían S/.162 millones.

Elaboración: Estudios Económicos - BWS

⁷ Ver Reporte de Commodities del 02/03/04

a 1,109 bienes de capital para la industria), la reducción de la tasa del IGV al arroz pilado de 19% a 4% y un aumento de capital para el Agrobanco por S/.150 millones, todo lo cual tendría un costo fiscal de S/.200 millones, según el MEF. En segundo lugar, un Proceso de Formalización y Fiscalización del Transporte Terrestre que contempla una reducción gradual del ISC al Diesel 2 (8% durante el 2004) y la suspensión temporal del IGV a los pasajes interprovinciales, lo que tendría un costo fiscal de S/.160 millones según cifras oficiales. Esto último sería compensado parcialmente con la aplicación del sistema de detracciones del IGV en el transporte de carga.

Gasto Público
(variaciones anualizadas)



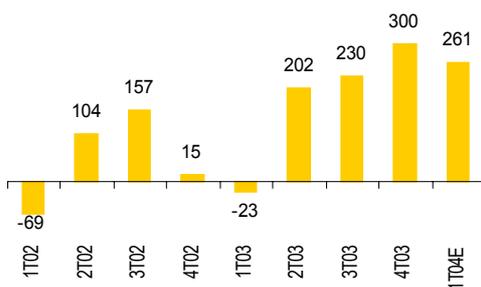
Fuente: BCR. Elaboración: Estudios Económicos - BWS

Si bien para el presente año se esperan mayores ingresos, las demandas sociales presionarían hacia un mayor gasto público, aunque como en anteriores ocasiones, ello no necesariamente iría de la mano de un aumento de la calidad del mismo y de una compensación con mayor productividad. Urge en este sentido retomar la agenda de la Reforma del Estado, reorientando el proceso de reforma tributaria hacia la eliminación gradual de las exoneraciones tributarias y hacia un manejo más eficiente del gasto público, reduciendo los gastos administrativos tanto en compras y adquisiciones del Estado como en los fondos destinados a programas sociales.

Para el 1T04 estimamos un aumento de 4.2% en el **gasto no financiero** en términos reales, explicado por el sostenido aumento del consumo público (5.1%), por mayores remuneraciones, y una recuperación de la inversión pública (14.5%). En este último caso, parte de este crecimiento se explica por la baja base de comparación respecto al 1T03.

4. Sector Externo

Balanza Comercial
(en millones de US\$)



Fuente: BCR, Estudios Económicos - BWS

La Balanza Comercial registraría un superávit de US\$261 millones durante el 1T04, resultado que contrasta con el déficit de US\$23 millones durante el 1T03. Esta significativa mejora estaría explicada por un ritmo de crecimiento de las exportaciones (17%) mayor al de las importaciones (3.0%).

Las exportaciones ascenderían a US\$2,367 millones impulsadas principalmente por las mayores ventas al exterior de productos tradicionales (18%), en particular productos mineros. Esto último estaría explicado principalmente más por un efecto precio que por efecto volumen, en los metales oro, cobre y zinc. Por su parte, el dinamismo de los productos no tradicionales (15%) estaría centrado en los productos textiles y agropecuarios.

Por su parte, las importaciones alcanzarían US\$2,106 millones, lo que representaría un modesto crecimiento respecto al 1T03. De esta manera, el dinamismo de las importaciones de insumos, en particular combustibles producto de los altos precios del petróleo en el mercado internacional, sería parcialmente contrarrestado por la caída en las compras de bienes de capital como consecuencia del mayor ruido político y las menores importaciones asociadas al proyecto Camisea. Por último, los bienes de consumo registrarían una expansión marginal, puesto que las mayores importaciones de bienes de consumo no duradero, vinculada a los mayores precios de algunos alimentos (trigo y soya) sería compensada por una desaceleración en la importación de bienes de consumo duradero, luego de la importante expansión registrada durante el 2003.

Nota: Este reporte se basa en información de fuentes que consideramos confiables pero no nos hacemos responsables de su exactitud por lo cual si bien se pueden formular estrategias la decisión final es de responsabilidad del lector. Este reporte no es y no debe ser tomado como una cotización o solicitud para realizar operaciones

Estudios Económicos

Guillermo Díaz Gazani	<i>Gerente</i>	211-6052
Pablo Nano Cortez	<i>Macro Real / Externo</i>	211-6000 ax. 6556
Mario Guerrero Corzo	<i>Macro Monetaria/Precios/Bancos</i>	211-6000 ax. 6557
Rafael Romero Zelada	<i>Agro /Pesca/Mineria/Commodities</i>	211-6000 ax. 6558
Miguel Leiva Torres	<i>Manufactura/Comercio/Renta Fija-Variable</i>	211-6000 ax. 6205
Daniel Córdova Espinoza	<i>Construcción/Inmobiliaria/Regional</i>	211-6000 ax. 6661
Elio Tubino Larizbeascoa	<i>Energía/Telecom/Hidrocarburos/Internacional</i>	211-6000 ax. 6564

BWS Sociedad Agente de Bolsa

Boris Ljubicic Ugarte	<i>Gerente General</i>	211-6040
Aurelio Díaz Pro	<i>Head Trader Renta Variable/Fija</i>	440-3456
Bruno Calle Méndez	<i>Head Trader Bolsa Productos</i>	211-5911
Jaime Blanco Sánchez	<i>Trader Renta Variable</i>	442-9965
Julio Mavila Raaijen	<i>Trader Renta Variable</i>	441-2788

Tesorería

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

BWS Fondos

Enrique Spihlmann Denegri	<i>Gerente General</i>	211-6714
Carlos Farro Ruiz	<i>Gerente de Inversiones</i>	211-3828