

REVISIÓN DE PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2004

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

Principales Proyecciones Macroeconómicas

	2003	2004 E		
		Inicial ^{1/}	Revisión	
Sector Real				
<i>(Var% real)</i>				
Producto Bruto Interno	4.1%	4.1%	4.5%	↑
Valor Agregado Bruto	3.8%	3.7%	4.3%	↑
VAB Primarios	2.5%	3.5%	3.9%	↑
VAB No Primarios	4.2%	3.7%	4.4%	↑
Precios y tipo de cambio				
Inflación 12 meses	2.5%	1.6%	3.3%	↑
Tipo de Cambio promedio (S/.xUS\$)	3.477	3.500	3.477	↓
Tipo de Cambio fin de año (S/.xUS\$)	3.471	3.510	3.481	↓
Sector externo				
<i>(Millones de US\$)</i>				
Balanza en Cuenta Corriente	-1061	-612	-200	↑
<i>(% del PBI)</i>				
Balanza Comercial	731.1	1242	2124	↑
Exportaciones	8985.6	9498	11184	↑
Importaciones	8254.5	8256	9060	↑
Flujo de RIN del BCRP	479	500	1000	↑
Sector Fiscal				
<i>(% del PBI)</i>				
Resultado Económico ^{2/}	-1.8	-1.6	-1.5	↑

- ☑ Para el 2004 hemos revisado al alza nuestra proyección de crecimiento de la economía peruana (de 4.1% a 4.5%), ante la mejora, principalmente, del entorno económico internacional
- ☑ La inflación ha sido revisada al alza (de 1.6% a 3.3%), ante la persistencia de *shocks* de oferta derivados del aumento de la cotización del petróleo, soya y trigo; así como problemas climáticos y de abastecimiento en algunos alimentos.
- ☑ El tipo de cambio promedio alcanzaría S/.3.477 por US\$, nivel inferior a nuestra anterior proyección (S/.3.50 por US\$), ante la mayor entrada de divisas provenientes de una balanza comercial superavitaria en más de US\$2,000 millones.
- ☑ El déficit fiscal cerraría en 1.5%, por los mayores ingresos con los que contaría el Gobierno.

^{1/} Reporte Macroeconómico publicado el 1/12/03

^{2/} Sector público no financiero

Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

Principales conclusiones:

- ☑ Si bien durante el 2004 el entorno para el crecimiento será favorable, consideramos que aún es insuficiente para lograr una mejora en los indicadores del mercado laboral. Se requerirá de un mayor esfuerzo en los próximos años y de un mejor ambiente para la inversión para lograr dicha meta.
- ☑ Se corre el riesgo de que el BCR no pueda cumplir su meta de inflación anual para el 2004, por lo que ante la persistencia presiones inflacionarias, prevemos que el ente emisor tomará una posición de política monetaria restrictiva en el 2S04.

CONTENIDO

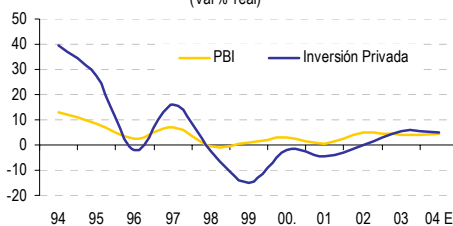
INTRODUCCIÓN.....	2
PANORAMA INTERNACIONAL.....	3
1. Estados Unidos de América	4
2. Europa	4
3. China y Japón.....	5
PANORAMA REGIONAL	6
ECONOMÍA PERUANA.....	6
4. Tipo de Cambio y Nivel de Precios	6
4.1. Tipo de Cambio.....	6
4.2. Nivel de Precios	8
5. Demanda y Oferta Global.....	9
6. Producto Bruto Interno Sectorial	10
6.1. Sector Agropecuario	10
6.2. Sector Pesca.....	11
6.3. Sector Minería e Hidrocarburos	12
6.4. Sector Manufactura.....	13
6.5. Sector Construcción.....	15
6.6. Sector Comercio	16
7. Sector Externo	16
7.1. Términos de intercambio	17
7.2. Exportaciones	18
7.3. Importaciones	20
7.4. Balanza en Cuenta Corriente y Balanza de Pagos.....	21
8. Sector Fiscal.....	22
8.1. Déficit Fiscal.....	22
8.2. Financiamiento del Déficit.....	24
9. Sector Monetario y Bancario	26
9.1. Política Monetaria	26
9.2. Sector Bancario	28
BALANCE DE RIESGOS Y RECOMENDACIONES	29

INTRODUCCIÓN

En las próximas líneas, les presentamos la revisión de nuestras proyecciones para el 2004 de las principales variables económicas, respecto del Reporte Macroeconómico: Proyecciones Macroeconómicas 2004, del 01.12.03. Tal revisión se hace necesaria ante la modificación del entorno sobre el cual realizamos nuestras proyecciones inicialmente. Nuestras previsiones se realizan sobre la base de estimaciones de un modelo de equilibrio general, el mismo que considera las diferentes interrelaciones de los sectores en la economía, tomando en cuenta no sólo factores de índole local sino también aquellos relacionados al ámbito internacional.

En general, hemos revisado al alza la mayoría de nuestras proyecciones, así consideramos que durante el 2004 el crecimiento de la economía sería mayor al previsto inicialmente,

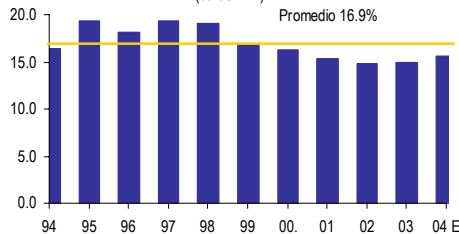
PBI e Inversión Privada
(Var% real)



Fuente: BCRP, Estudios Económicos-BWS

Inversión Privada

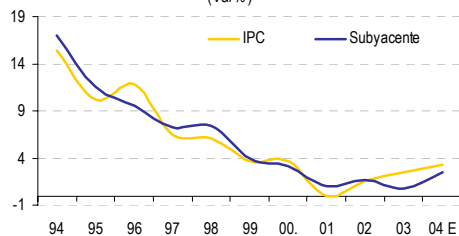
(% del PBI)



Fuente: BCRP, Estudios Económicos-BWS

IPC e Inflación Subyacente

(Var%)



Fuente: BCRP, Estudios Económicos-BWS

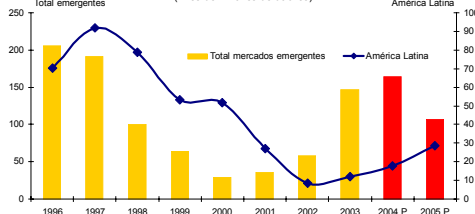
CRECIMIENTO DEL PBI: PRINCIPALES ECONOMÍAS (Puntos porcentuales)

	Nov-03	Jun-04	
	2004	2004	2005
EE.UU.	4.1	4.6	3.8
Eurozona	1.9	1.6	2.0
Japón	1.4	3.1	1.8
Reino Unido	2.4	3.1	2.7
Alemania	1.5	1.6	1.7
Francia	2.0	1.8	2.1
América Latina	3.8	4.6	3.7

Fuente: Bancos de inversión
Elaboración: Estudios Económicos - BWS.

Ingreso neto de capitales privados

(Miles de millones de dólares)



Fuente: FMI, Elaboración: Estudios Económicos - BWS.

principalmente por el mayor impulso de las exportaciones, ante un entorno internacional favorable a la cotización de nuestros productos de exportación. Asimismo, desde fines del 1S04 se observa que la economía empieza nuevamente a acelerarse gracias a un mayor dinamismo de sectores como la minería, la construcción y la industria. En el plano fiscal, dado los mayores ingresos tributarios prevemos que el Gobierno tiene una alta probabilidad de cumplir su meta de déficit fiscal para fin de año.

En cuanto a la evolución del tipo de cambio prevemos que su nivel promedio anual sería similar al del año pasado, mientras que la tasa de inflación la hemos tenido que revisar al alza, ante los diversos *shocks* de oferta que viene soportando la economía. Cabe resaltar que la incertidumbre generada entre los agentes económicos, respecto a si el BCR cumpliría su meta de inflación anual, llevaría al ente emisor a adoptar una posición de política monetaria restrictiva en los próximos meses, considerando el rezago del impacto de tales medidas sobre la inflación.

No obstante la mejora prevista en la economía, aún estamos lejos de alcanzar los niveles registrados en 1997. Así por ejemplo, este año prevemos que la inversión privada como porcentaje del PBI se ubicaría en 15.6%, inferior en 3.8 puntos porcentuales al nivel de 1997 (19.4%) y no prevemos que alcancemos dicha tasa en los próximos años, es más el propio Ministerio de Economía (MEF) ha previsto en su último Marco Macroeconómico Multianual (MMM) que dicha tasa de ubicaría en 16.4% en el 2007.

El presente reporte está organizado de la siguiente manera. En primer lugar presentamos el panorama económico de nuestros principales socios comerciales, para posteriormente pasar detallar nuestras proyecciones de las principales variables macroeconómicas con sus respectivos supuestos.. Finalmente, esbozamos algunos riesgos latentes que podrían eventualmente alterar el escenario sobre el cual se construyen nuestros pronósticos, así como algunas recomendaciones de política económica.

PANORAMA INTERNACIONAL

La economía global ha consolidado una nueva fase de expansión en el ciclo económico, impulsada principalmente por el rápido crecimiento de las economías de EE.UU., Japón y China. Adicionalmente, algunos bancos centrales, como la Reserva Federal (Fed) de los EE.UU. y el Banco de Inglaterra, han iniciado un nuevo ciclo alcista en sus tasas de interés de referencia, para asegurar que sus respectivas economías alcancen un ritmo de crecimiento económico sostenible que no genere presiones inflacionarias significativas¹.

Esta coyuntura ya está teniendo un impacto positivo en las exportaciones de economías emergentes, orientadas a estos mercados. **En cuanto al efecto generado por el redireccionamiento de los flujos de capitales, si bien en el corto plazo éste podría ser negativo** (los capitales retornarían a los mercados industrializados, en vista de la secuencia alcista esperada en las tasas de interés, lo cual mejorará el perfil riesgo – rentabilidad de sus activos financieros), **en el mediano plazo sería positivo**, dado que la riqueza generada en las economías industrializadas podría ser nuevamente dirigida a los activos de mercados

¹ Para mayores detalles respecto al funcionamiento de la política monetaria de la Fed y al impacto del ciclo alcista en su tasa referencial sobre las economías industrializadas y emergentes, ver nuestro Reporte Especial "Tasa de la Fed al alza: ¿Se repetirá la historia?", del 25/06/2004.

emergentes, con el fin de maximizar la rentabilidad. **No obstante, durante el 2004 se observaría principalmente el primer efecto, mientras que el segundo se presentaría en menor medida.**

1. Estados Unidos de América

Por tratarse del inicio de la fase de expansión económica, **en el 2004 no se presentarían presiones inflacionarias significativas en los EE.UU.** (al cierre del primer semestre, la **inflación** subyacente se encuentra en 1.6%, menor al 2%, límite "tolerable" por las autoridades monetarias²), en la medida en que aún no existen problemas de utilización de capacidad instalada y que la productividad no agrícola sigue creciendo a tasas elevadas.

Este comportamiento esperado para la inflación sustenta **un escenario de alzas moderadas en la tasa de fondos federales de la Fed (tasa referencial)** a lo largo del año y posiblemente **también** durante el 2005, de modo que dicha tasa podría ubicarse entre 1.75% o 2% al cierre del presente año.

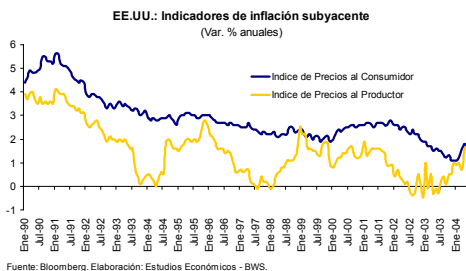
La trayectoria de la tasa referencial tendría un impacto moderado en el ritmo de actividad económica, sin afectar significativamente la expansión en curso. Así, el mercado espera que esta secuencia alcista genere un **paulatino y moderado incremento en las tasas de interés internacionales en el segundo semestre del 2004**, buena parte del cual ya se ha producido en las recientes semanas, principalmente en las tasas de **plazos** largos y en la Libor a 9 y 12 meses.

En cuanto al Dólar, si bien continuará experimentando presiones devaluatorias generadas por los déficit fiscal y en cuenta corriente de la balanza de pagos (que cerrarían este año en 4.8% y 4.2% del PBI, respectivamente, mientras que en el 2003 alcanzaron tasas equivalentes al 4.9% y 4.9%), consideramos que **éstas serían contrarrestadas parcialmente por la fortaleza del crecimiento económico y la secuencia de alzas en las tasas en dólares**. En consecuencia, dado que la inflación en el Perú sería superior a la que se registraría en EE.UU. (2.2% y 2.1% en el 2004 y 2005, respectivamente, según el mercado) y asumiendo un fortalecimiento del Dólar en el segundo semestre del presente año y durante el 2005 (teniendo en cuenta que los déficit fiscal y en cuenta corriente de la balanza de pagos en EE.UU. empezarían a descender el próximo año), **el incremento del valor de las exportaciones peruanas al mercado norteamericano provendría de un crecimiento del volumen vendido, mas no de una ganancia de competitividad por tipo de cambio real, como se verá más adelante.**

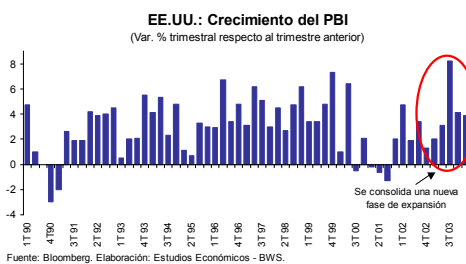
2. Europa

En contraposición a la economía norteamericana, luego de mostrar una ligera reactivación en el 2S03, **la economía de la Eurozona ha experimentado una paulatina desaceleración durante la primera mitad del 2004**, a causa de factores tanto coyunturales como estructurales. Entre éstos, destacan: i) las expectativas generadas en torno a los abultados déficit fiscales en las principales economías (tales como Alemania y Francia), superiores al 4% del PBI en el 2003, los cuales permanecerían por encima del 3% del PBI incluso hasta el 2005; **ello**

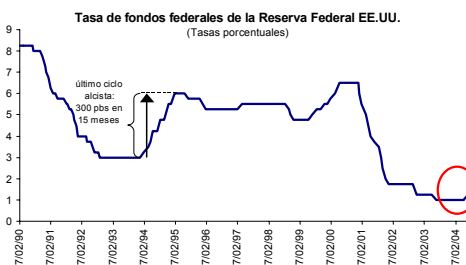
² A partir del cual podrían considerarse alzas más agresivas en la tasa de interés referencial.



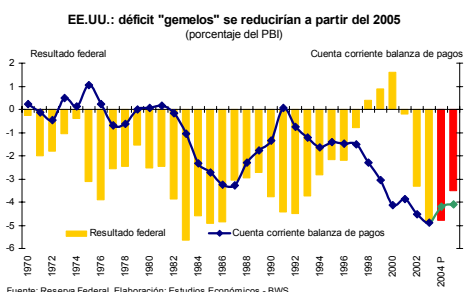
Fuente: Bloomberg. Elaboración: Estudios Económicos - BWS.



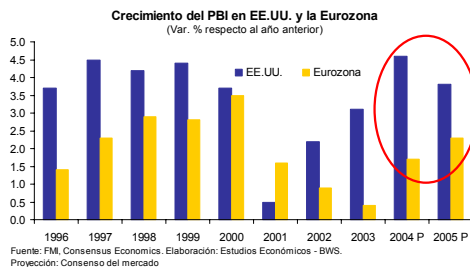
Fuente: Bloomberg. Elaboración: Estudios Económicos - BWS.



Fuente: Bloomberg. Elaboración: Estudios Económicos - BWS.



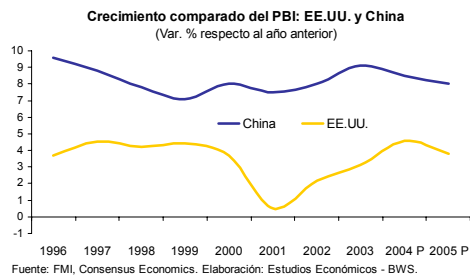
Fuente: Reserva Federal. Elaboración: Estudios Económicos - BWS.



restringe significativamente la posibilidad de aplicar una política fiscal expansiva y presiona al alza las tasas de interés en la región; ii) el bajo optimismo de consumidores y empresarios, y iii) el alza de los precios del petróleo, cuyo impacto en las presiones inflacionarias es importante y reduce la posibilidad de aplicar una política monetaria expansiva (reducción de la tasa referencial del Banco Central Europeo). De este modo, prevemos que la Eurozona crezca 1.6% en el 2004 y 2% en el 2005.

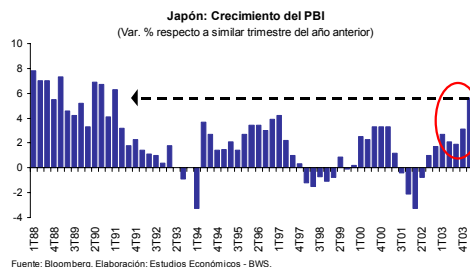
Por su parte, las tasas de interés de la Eurozona se mantendrían en los niveles actuales, dado que no se prevé que el Banco Central Europeo (BCE) modifique su orientación de política monetaria en el 2004. Ello se debe a que el crecimiento de la región se ha desacelerado y se muestra débil como para que el ente emisor eleve su tasa de interés y, por otro lado, tampoco la reduciría debido a que existen presiones inflacionarias importantes (en junio la inflación anual se ubicó en 2.4%). Estas tendencias se mantendrían en el segundo semestre del 2004, mientras que en el 2005 el BCE podría retomar una política monetaria expansiva, dado que la inflación, según proyecciones del mercado, disminuiría a 1.9% en términos anuales.

Bajo este escenario prevemos que Euro se cotee en promedio durante el 2004 en US\$ 1.22. Dicha evolución se sustentaría, básicamente, en el diferencial de crecimiento entre EE.UU. y la Eurozona (favorable al primero) y en la paulatina disminución del diferencial de tasas de interés entre ambas economías.



3. China y Japón

Las principales economías asiáticas, en particular las de la cuenca del Pacífico y la India, mostrarían un fuerte crecimiento en el 2004 y 2005, impulsadas por el dinamismo de las economías norteamericana y china, a las cuales dirigen una significativa parte de sus exportaciones. Con relación a la última, en los últimos 20 años ha experimentado un crecimiento promedio anual superior al 8%, el cual se mantendría en el 2004 y 2005, impulsando las exportaciones y la inversión no solamente en sus vecinos asiáticos, sino también en distintas economías emergentes e industrializadas. De este modo, en los próximos años continuaría dicho efecto positivo en la región (la expansión de la economía india generaría uno similar) y en la economía global. Asimismo, el crecimiento del resto de economías asiáticas significaría un impulso adicional a su demanda por exportaciones procedentes del resto del mundo. Por lo tanto, la fuerte demanda por commodities permitirá que los precios de éstos se mantengan en niveles elevados durante el 2005.



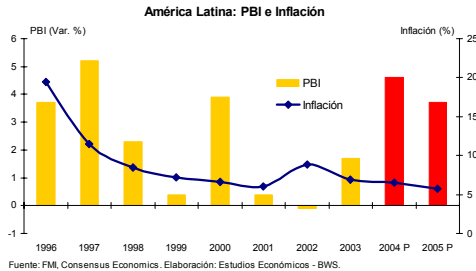
No obstante, las autoridades económicas en China buscan moderar el ritmo de expansión de este país por medio de políticas monetarias y fiscales, lo que en el corto plazo afectaría a las exportaciones dirigidas a los mercados asiáticos.

De otro lado, la economía japonesa viene experimentando una importante reactivación, con un dinamismo no visto desde principios de la década de los noventa. De este modo, luego de crecer 2.7% en el 2003, el mercado prevé una expansión de 3.1% en el presente año (desacelerándose moderadamente en el 2005), impulsada por el crecimiento económico en EE.UU., en China y en el resto de Asia. Prevemos que tales expectativas se materializarían en la medida en que las autoridades económicas japonesas continúen realizando progresos en materia de reformas estructurales, sobre todo orientadas a la reestructuración

y consolidación del sistema financiero, dado que éste aún muestra indicadores de solvencia y de calidad de cartera crediticia relativamente débiles

PANORAMA REGIONAL

A pesar de iniciarse el ciclo alcista en las tasas de interés internacionales, con lo cual las condiciones financieras externas serían menos favorables para las economías emergentes, **las economías latinoamericanas seguirían creciendo en el 2004 y 2005, impulsadas por la expansión económica global**. De este modo, luego de crecer 1.6% en el 2003, el PBI de la región crecería 4.6% y 3.7% en el presente año y en el próximo, respectivamente. Asimismo, **la afluencia de capitales continuaría a un ritmo moderado**, a través de la cuenta financiera de la balanza de pagos (emisión de bonos en el mercado externo u otras formas de financiamiento privado, préstamos de multilaterales, etc.) y de los ingresos por exportaciones, dado que la fuerte demanda global permitirá que los precios de las materias primas se mantengan elevados.



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

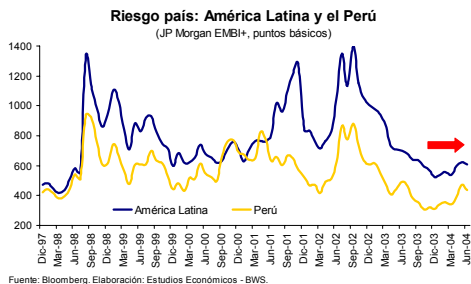
AMERICA LATINA: PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PBI
(Puntos porcentuales)

	Nov-03 2004	Jun-04 2004	2005
Argentina	4.6	7.5	4.0
Brasil	3.3	3.4	3.4
Chile	4.5	5.0	5.0
Colombia	3.2	4.0	4.0
México	3.5	3.8	3.6
Perú	3.8	4.2	4.1
Venezuela	6.3	8.6	4.1

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

En cuanto a la política económica, los gobiernos de turno seguirían teniendo el apoyo político necesario para mantener la disciplina fiscal, de modo que el riesgo país se mantendría en los actuales. Ello permitiría que, aunque en menor medida, **los capitales continúen ingresando a la región y, en general, que las facilidades de acceso al financiamiento externo se mantengan**. Esta coyuntura implicaría que **las principales monedas latinoamericanas experimenten en el 2004 y 2005 solo una escasa depreciación frente al Dólar**.

El mayor riesgo es que **el avance en las reformas estructurales siga siendo lento**, lo que retrasaría el **crecimiento económico y la reducción del desempleo**. Si ello implica un mayor descontento social, las actuales políticas económicas podrían perder apoyo político, generando incertidumbre respecto al control de la inflación y del déficit fiscal. Esto se traduciría en una mayor volatilidad cambiaria, en los precios de la deuda soberana y tasas de interés externas más altas



Fuente: Bloomberg. Elaboración: Estudios Económicos - BWS.

ECONOMÍA PERUANA

En las siguientes líneas exponemos en forma detallada los principales fundamentos a nivel local que sustentan nuestra proyección del entorno macroeconómico para el 2004.

4. Tipo de Cambio y Nivel de Precios

Ante la mejora de nuestras cuentas externas, como consecuencia del mayor intercambio comercial, durante el 2004 se producirá el ingreso de divisas en más de US\$2,000 millones, lo que se constituye en el mayor fundamento para la revisión a la baja de nuestros estimados previos del tipo de cambio. Por el contrario, el aumento de las presiones inflacionarias, producto de *shocks* de oferta nos ha llevado a revisar al alza nuestro pronóstico de inflación.

4.1. Tipo de Cambio

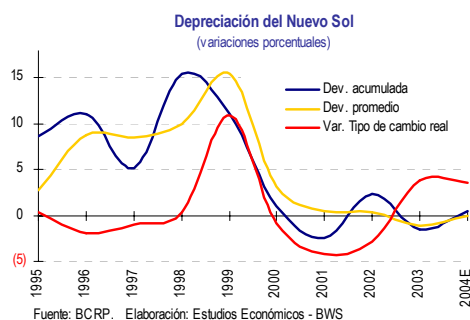
La revisión de nuestras proyecciones sobre el tipo de cambio para el presente año considera un comportamiento estable, explicado por los siguientes factores:

TIPO DE CAMBIO

	2003	2004 E	
		Inicial ^{1/}	Revisión
Tipo de Cambio Nominal			
<i>(Nuevos Soles Dólar)</i>			
Promedio del Periodo	3.48	3.50	3.48
Fin del Periodo	3.46	3.51	3.48
<i>(Variaciones porcentuales)</i>			
Depreciación Promedio	-1.1	0.5	0.0
Depreciación Acumulada	-1.5	0.5	0.5
<i>(en términos promedio)</i>			
Tipo de Cambio Real	3.8	2.2	3.6
Inflación Externa Multilateral	7.4	2.9	7.0
Términos de Intercambio	2.4	1.4	12.3

^{1/} Reporte Macroeconómico publicado el 1/12/03.

Fuente: BCRP-Estudios Económicos - BWS



Factores de origen externo

- Los favorables resultados que arrojan las cuentas externas, los cuales superarían las estimaciones previas. Ello sería consecuencia una mayor y más diversificada oferta exportable, así como de un comportamiento mejor al previsto de los términos de intercambio.
- Con relación a esto último, hemos revisado al alza nuestra proyección de términos de intercambio de un aumento de 1.4% a 12.3%, explicado por el significativo aumento de los precios de nuestros principales productos de exportación desde el 4T03, principalmente de los precios de minerales, los cuales gracias a la recuperación de la demanda mundial y al dinamismo de la economía China se mantendrían cerca de los actuales niveles.
- Asimismo, se prevé una mayor entrada de capitales que el inicialmente previsto, principalmente provenientes del sector privado, por la identificación de nuevos flujos de inversión extranjera directa, los cuales serían contrarrestados parcialmente por salidas de capitales de corto plazo, principalmente atraídos por el aumento de las tasas de interés internacionales.
- Como resultado de estos factores hemos elevado nuestra estimación del saldo de la Balanza de Pagos de un flujo positivo de US\$500 millones a uno de US\$1,000 millones para este año.
- En el contexto internacional, las principales monedas del mundo, como el Euro y el Yen, así como las principales divisas de la región, reportarían una apreciación respecto del Dólar, por segundo año consecutivo, como consecuencia del moderado dinamismo de la economía norteamericana. El mayor fortalecimiento de las monedas de nuestros principales socios comerciales, implicaría un debilitamiento implícito del Nuevo Sol respecto a las mismas, por lo que a pesar que esperamos un menor tipo de cambio en términos nominales, el sector exportador continuaría ganando competitividad cambiaria por el aumento estimado de 3.6% del tipo de cambio real. Este efecto sería compensado en parte con un nivel de inflación interna mayor a la inicialmente esperada.

Factores Internos

- Por las razones anteriormente expuestas, nuestra revisión del tipo de cambio hubiera apuntado a un nivel menor de no considerar la activa participación del BCR en el mercado de cambios, que haciendo uso de su política cambiaria de flotación sucia, interviene en el mercado retirando los excedentes de moneda extranjera a fin de evitar que el tipo de cambio se aleje de su tendencia de largo plazo. Si bien esta política se aplicó durante el 1S04, con compras acumuladas por US\$839 millones, consideramos que durante el 2S04, el BCR flexibilizaría esta postura, dejando un leve margen de apreciación del Nuevo Sol para compensar las presiones inflacionarias provenientes de *shocks* de oferta.

Sobre la base de los factores analizados y en consistencia con el conjunto de nuestras proyecciones, hemos reducido nuestro pronóstico sobre el **tipo de cambio promedio** S/.3.50 a S/.3.477, nivel similar al registrado en el año 2003, y para el cierre de año de S/.3.51 a S/.3.481.

INFLACION (Variaciones porcentuales)

	2003	2004 E	
		Inicial ^{1/}	Revisión
Acumulada	2.5	1.6	3.3
Promedio	2.3	1.3	3.6
Subyacente	0.8	2.2	2.5
No Subyacente	6.2	0.1	4.8
Alimentos con precios volátiles	5.2	2.0	8.0
Combustibles	8.9	-3.7	7.6
Servicio de transporte	11.0	-0.9	-0.6
Servicios Públicos	-2.0	0.0	1.6

^{1/} Reporte Macroeconómico publicado el 1/12/03.

Fuente: BCRP-Estudios Económicos - BWS

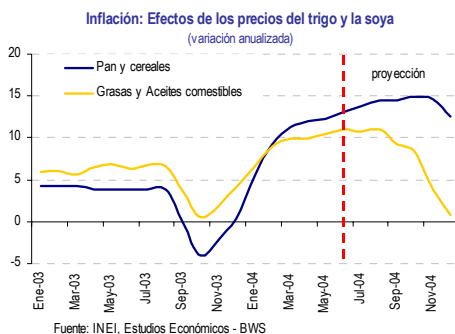
4.2. Nivel de Precios

Respecto a la **inflación**, hemos revisado al alza nuestra proyección de 1.6% a 3.3%, ubicándose ahora en el tramo superior del rango contemplado en el esquema de Meta Explícita de Inflación (entre 1.5% y 3.5%) que persigue el BCRP. En términos promedio, nuestro pronóstico de inflación se eleva de 1.3% a 3.6%.

Esta revisión es uno de los cambios más significativos introducidos en el presente reporte, pues los principales factores que explican este comportamiento están asociados principalmente a *shocks* de oferta no previsibles en nuestro reporte anterior³.

Los principales cambios a nuestras proyecciones son:

- **Alimentos con precios volátiles:** Proyectamos un aumento de 8% para este año, debido a:
 - i) Una menor oferta agrícola, producto principalmente de la escasez de lluvias⁴ en la sierra central y en la costa norte, perjudicando a los cultivos de tubérculos (papa), cereales (arroz), hortalizas y legumbres, principalmente.
 - ii) La paralización de Casa Grande (20% del mercado) y el cese de producción de Pucalá explicaron el aumento del precio del azúcar, con consecuencias previsibles en mayores costos para la industria de bebidas gaseosas. Estas últimas buscarían insumos sustitutos a fin de mantener su cuota de mercado.
 - iii) Los mayores costos de la industria avícola, que presionaron al alza el precio del pollo debido al aumento del precio del maíz y la soya en el mercado internacional. El encarecimiento del precio del pollo podría derivar en el encarecimiento de otros productos, como la carne de pescado, por efecto sustitución.
- **Otros alimentos industrializados, como los agrupados bajo el rubro Pan y cereales y Aceites y Grasas comestibles,** reportarían una tendencia alcista de sus precios como consecuencia del aumento mayor al esperado en los precios de algunos insumos importados, como el trigo y la soya⁵, respectivamente. El impacto del mayor precio trigo sobre el precio del pan y productos farináceos fue mitigado en parte con la reducción del arancel al trigo de 25% a 17% en diciembre del 2003. A inicios del presente año se planteó la posibilidad de eliminar la sobretasa arancelaria al trigo (5%) sin embargo, por el costo fiscal que acarrearía dicha medida no prosperó.
- **Combustibles⁶:** Apuntamos a un aumento de 7.6%, debido a que el escenario inicialmente previsto ha sido modificado por el aumento del precio del petróleo en el mercado



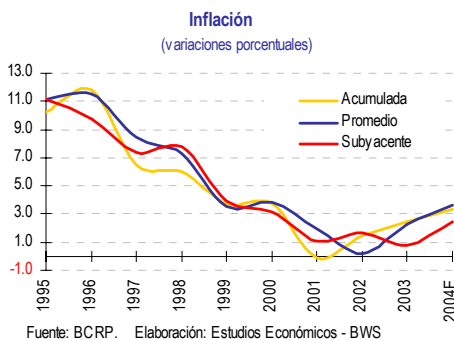
³ Reporte de Proyecciones Macroeconómicas 2004. Noviembre del 2003.

⁴ Según Imarpe estos trastornos climáticos no estarían asociados al Fenómeno de El Niño, sino que son parte de las características de "año seco", lo que viene afectando el normal desarrollo de la campaña agrícola.

⁵ Para un análisis más detallado sobre el comportamiento del precio del trigo y la soya ver sección 7.1 Términos de Intercambio del presente reporte.

⁶ Reporte de Commodities BWS N°6.

internacional a raíz del mayor riesgo geopolítico y de un crecimiento de la demanda mundial, principalmente proveniente de China.



- **Transporte:** Elevamos levemente nuestra proyección de -0.9% a -0.6% por mayores tarifas de transporte aéreo, lo que sería compensado por la rigidez de precios que caracteriza a las tarifas de transporte urbano (atomicidad del mercado).
- **Servicios Públicos:** Mantenemos nuestras perspectivas de un comportamiento estable, pues el reajuste hacia el alza de las tarifas eléctricas sería compensado parcialmente con la estabilidad de las tarifas de agua y la reducción de las tarifas telefónicas. En el caso de las tarifas eléctricas, si bien las tarifas en barra vienen disminuyendo (debido al impacto del proyecto Camisea en los costos de energía), el ingreso al cálculo de la tarifa de la interconexión Perú-Ecuador a partir de noviembre del 2004, elevará la demanda, estimándose un aumento de las tarifas de 5% a partir de ese entonces (las tarifas se reajustan en mayo y noviembre de cada año). A ello se agregaría el cambio de la metodología de cálculo de las tarifas (a raíz de las normas decretadas por el MEM que buscan reducir la discrecionalidad de Osinerg), lo que implicaría mayores costos por generación ante la escasez de lluvias, y en menor medida, mayores costos de transacción asociados al ITF. Cabe destacar que la vigencia del Fondo de Compensación Social Eléctrico, cuyo periodo venció en mayo del presente año, fue prorrogado por Osinerg hasta el 31 de diciembre del 2006. Como se recordará dicha medida contempla un subsidio cruzado a favor de los segmentos sociales de menores recursos. En el caso de las tarifas telefónicas esperamos una reducción de las mismas de 3.1% en el 2004, como consecuencia de la aplicación de un nuevo factor de productividad (10.38) para el periodo setiembre 2004 – agosto 2007, superior al actualmente vigente (6.00).

Los *shocks* de oferta anteriormente descritos, así como factores estadísticos derivados de una menor base de comparación (durante los meses de abril a agosto del 2003 se reportaron variaciones negativas o cercanas a cero) explicarían el hecho que durante el 3T04 y parte del 4T04 la inflación en términos anualizados se mantenga por encima del límite superior del rango objetivo del BCR (3.5%). Si bien esta situación era prevista por el ente emisor, pues en su Reporte de Inflación del mes de mayo, señaló que “la trayectoria de la inflación últimos 12 meses proyectada se ubicaría por encima de 3.5% entre junio y noviembre debido a choques de oferta⁷”, una mayor permanencia en el tiempo que la prevista de tales choques (referidos a condiciones climáticas adversas - escasez de lluvias- y aumento de precios de insumos importados por la industria de alimentos –como trigo, soya y maíz-, constituiría un factor de riesgo que obligaría a la autoridad monetaria a adoptar una postura contractiva, pues haría perder la naturaleza transitoria de los mismos.

OFERTA Y DEMANDA GLOBAL

(variación porcentual real)

	2003	2004 E	
		Inicial ^{1/}	Revisión
Oferta Global	3.9	3.5	4.4
PBI	4.0	4.1	4.5
Importaciones	3.2	-0.4	4.0
Demanda Global	3.9	3.5	4.4
Demanda Interna	3.6	3.5	3.8
Consumo privado	3.2	3.7	3.7
Consumo público	4.5	4.3	4.1
Inversión Bruta Fija	5.2	3.6	4.6
-Privada	5.3	4.1	5.1
-Pública	5.0	1.0	1.7
Exportaciones	5.8	3.5	7.6

^{1/} Reporte Macroeconómico publicado el 1/12/03

Fuente: BCRP-Estudios Económicos - BWS

5. Demanda y Oferta Global

La demanda global crecería 4.4% durante el 2004, a un ritmo mayor que el 3.5% estimado inicialmente. Esta mejora estaría sustentada tanto en un mayor dinamismo de la demanda interna (3.8%) como de las exportaciones (7.6%). En el primer caso, destacaría una expansión de la inversión privada por encima de lo esperado, lo que estaría explicada en parte por la reducción arancelaria a los bienes de capital, no previsto en nuestra proyección inicial. En el

⁷ Reporte de Inflación. BCR. Mayo 2004. Página 37.

PRODUCTO BRUTO INTERNO (Variación porcentual)

	2003	2004 E	
		Inicial ^{1/}	Revisión
Agropecuario	2.2	2.9	1.6
Pesca	-13.4	4.6	8.7
Minería	6.7	4.1	6.9
Manufactura	2.2	4.1	4.5
Construcción	4.8	4.1	5.0
Comercio	3.6	3.6	3.5
Servicios	4.5	3.5	4.5
VAB	3.8	3.7	4.3
Impuestos	6.3	8.9	6.2
PBI	4.0	4.1	4.5
VAB Primario	2.5	3.5	3.9
VAB No Primario	4.2	3.7	4.4

^{1/} Reporte Macroeconómico publicado el 11/12/03

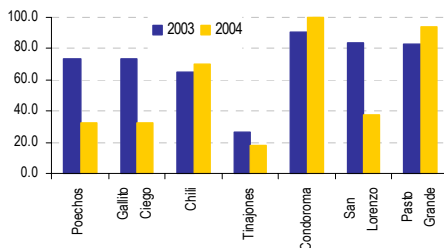
Fuente: INEI, BCRP, Estudios Económicos - BWS

segundo caso, si bien la mayor parte del aumento de las exportaciones estará explicado por un efecto precio, prevemos también un mayor volumen exportado de productos mineros, pesqueros y no tradicionales como respuesta a la recuperación de la economía global. Por el lado de la oferta global, el incremento estaría explicado básicamente por las mayores importaciones, en particular insumos y bienes de capital, gracias al mayor dinamismo de los sectores minero y manufacturero.

6. Producto Bruto Interno Sectorial

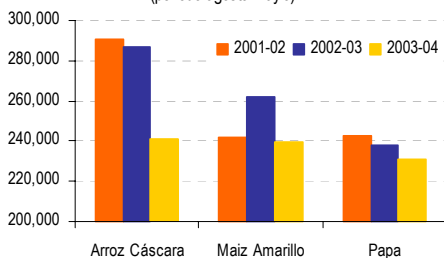
Hemos revisado al alza nuestro estimado de crecimiento del PBI, del 4.1% inicialmente proyectado en diciembre del 2003 al 4.5% actual. Esta mejora se sustenta fundamentalmente en una mayor expansión esperada del Valor Agregado Bruto (VAB), del 3.7% inicial al 4.3% estimado actualmente. El mayor dinamismo de este último estaría asociado a un incremento mayor al esperado en todos los sectores con excepción del Agropecuario. Así, la Manufactura y la Construcción se verían beneficiadas por el crecimiento de la demanda interna mientras que la Minería y la Pesca se verían favorecidas por los mayores precios de los metales y de condiciones oceanográficas favorables, respectivamente. Por su parte el sector Otros Servicios se vería impulsado por el mayor gasto público en servicios gubernamentales y por el crecimiento del turismo vinculado a la realización de importantes eventos como la Asamblea Anual del BID en marzo y la Copa América en julio. De otro lado, la recaudación experimentaría un incremento menor al esperado puesto que finalmente el ITF no fue incluido en la base de cálculo de dicho indicador. Por esta razón la brecha entre el VAB y el PBI es menor respecto a la estimación original.

Volumen de Agua en Principales Reservorios
(porcentaje de almacenamiento a abril)



Fuente: MINAG Elaboración: Estudios Económicos - BWS

Superficie Sembrada en Hectáreas
(período agosto-mayo)



Fuente: MINAG Elaboración: Estudios Económicos - BWS

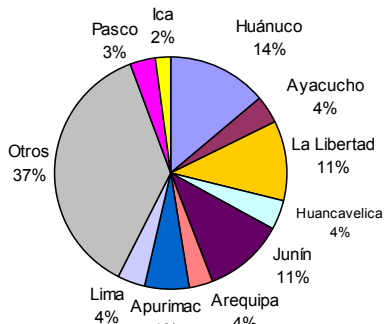
6.1. Sector Agropecuario

El sector agropecuario registraría una expansión de 1.6% en el 2004, tasa menor al 2.9% estimado inicialmente. Este menor dinamismo estaría explicado por una revisión a la baja de nuestro estimado de producción agrícola, de 2.9% a 0.8%.

El menor ritmo de crecimiento de la producción agrícola estaría sustentado en la presencia de condiciones climáticas adversas para el desarrollo de la agricultura, lo cual afectaría básicamente el rendimiento de los cultivos tradicionales. Así, desde el inicio de la presente campaña agrícola en agosto del 2003, se ha registrado una crónica escasez de lluvias -el 2004 sería uno de los más secos de los últimos diez años- lo que ha provocado una disminución de las áreas sembradas, en particular en la costa norte, y el reemplazo de cultivos como el arroz por aquellos que demandan una menor cantidad de agua como el maíz amarillo duro. Asimismo, la presencia de heladas en la sierra centro y sur ha generado una mayor pérdida de áreas de cultivos, en particular de papa. Lo anterior se traduce en que las áreas sembradas entre agosto'03-mayo'04 hayan alcanzado sólo 1.66 millones de hectáreas, cifra menor en 6.9% al registrado en el período anterior.

En lo que se refiere a los cultivos tradicionales, se espera una caída en las cosechas de arroz, papa, y caña de azúcar, productos con una importante ponderación dentro del subsector -en conjunto aportan el 29% del PBI agrícola-. En el caso del arroz, el área sembrada ha caído 15.9% debido principalmente a la reducción de 50,000 hectáreas en la costa norte -que normalmente aporta cerca del 50% de la producción nacional- ocasionada por la disminución de

Producción de Papa por Departamento 2003



Fuente: MINAG Elaboración: Estudios Económicos-BWS

los niveles de agua en las represas como consecuencia del déficit de lluvias. Ante esta situación, se ha incentivado la siembra de arroz en la zona de selva, en particular en San Martín en donde se alcanzarían siembras récord de este cultivo. Sin embargo, esto no sería suficiente para compensar la caída en el norte, por lo que de acuerdo a nuestros estimados la producción de arroz registraría una reducción de 10.8% durante el 2004. Por su parte, la producción de papa mostraría una caída de 2.8% debido tanto a una caída de las áreas sembradas -debido a la estrategia inicial de reducir las mismas para promover una recuperación del precio- así como a una pérdida de 13.2 mil hectáreas -durante toda la campaña 2002/03 se perdieron sólo 3,600 hectáreas- debido a la escasez de lluvias entre octubre y diciembre y a las heladas ocurridas entre enero y febrero en la sierra central y sur, en particular Pasco y Huánuco que en conjunto aportaron casi el 20% de la producción nacional de papa durante el 2003. Por último, la cosecha de caña de azúcar mostraría una caída de 8.0% como resultado de una menor productividad de los cultivos asociado al déficit del recurso hídrico, lo que no permitiría alcanzar la producción récord del 2003. Cabe anotar que durante el 1T04 la producción declinó en 15%, puesto que la escasez de agua en La Libertad y Lambayeque -que en conjunto concentran cerca del 70% de la producción nacional- impidió que una parte de los sembríos logre madurar.

Por su parte, los cultivos de agroexportación -que abarcan alrededor de 50 mil hectáreas- continuarían con la tendencia positiva registrada en los últimos años a pesar de la menor disponibilidad de agua en los valles de la costa, ya que cuentan con infraestructura de riego con tecnología de punta además de pozos propios, lo que les permitiría afrontar sin mayores dificultades el déficit hídrico. Cabe anotar que la expansión de la producción obedece básicamente a la maduración de inversiones realizadas a fines de la década del '90 pues en los últimos años no ha habido inversiones significativas en el sector. A nivel desagregado destacarían las mayores exportaciones de espárragos, mangos, paltas y uvas así como de nuevos productos que vienen abriéndose paso como la alcachofa, la páprika, las mandarinas y el pimientillo.

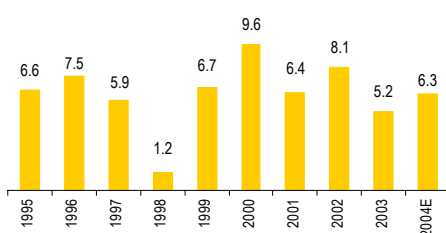
De otro lado, el crecimiento de la producción pecuaria estaría sustentada principalmente en la mayor oferta avícola (3.6%) y en el incremento de la producción lechera. En el primer caso el dinamismo descansaría en el relativamente mayor poder adquisitivo de la población y a una tendencia a la baja en los precios debido a la intensa competencia, mientras que en el caso de la leche, el dinamismo de su producción estaría explicado por la mayor demanda de la industria láctea y por el aumento de la productividad gracias al mejoramiento genético de las especies. Finalmente, esperamos un incremento marginal de la carne vacuna debido a la tendencia creciente de las importaciones, principalmente, provenientes de Argentina y Brasil.

6.2. Sector Pesca

El PBI pesquero registraría un crecimiento de 8.7%, tasa superior al 4.6% estimado inicialmente. Esta revisión al alza se sustenta en un mayor desembarque de anchoveta (22.7%) destinada a la elaboración de harina de pescado, puesto que el valor del desembarque de las especies destinadas al Consumo Humano Directo (2.4%) es similar al proyectado inicialmente.

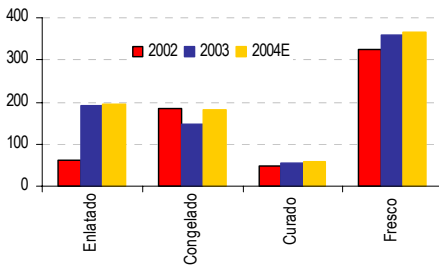
El desembarque de anchoveta ascendería a 6.3 millones de TM durante el 2004, monto superior a los 5.2 millones de TM registradas en el 2003, asumiendo la presencia de condiciones oceanográficas normales. Este incremento estaría explicado por una recuperación

Desembarque de Anchoveta
(Millones de toneladas)



Fuente: Ministerio de la Producción, Estudios Económicos BWS

Desembarque para CHD
(en miles de TMB)



Fuente: Ministerio de la Producción, Estudios Económicos-BWS

de la biomasa de anchoveta -la cual ascendió a cerca de 9 millones de TM antes del inicio de la primera campaña pesquera en abril- como resultado del menor esfuerzo pesquero realizado durante el 2003. Asimismo, la autorización de la pesca industrial dentro de las cinco millas marinas en el litoral sur -a través de las denominadas ventanas de penetración- permitió la captura de cerca de 0.5 millones de TM durante el primer trimestre, lo que prácticamente triplicó el desembarque que se da usualmente en dicha zona.

Por su parte, el desembarque de especies destinadas al CHD ascendería a cerca de 800 mil TM de acuerdo a nuestros estimados. En términos de valor, el desembarque de especies para la industria de congelados crecería 3.6% debido, en parte, al establecimiento de una cuota de captura de 30 mil TM para la merluza, especie cuya pesquería estuvo cerrada desde fines del 2002 por la sobre explotación del recurso. Asimismo, se espera una contribución importante de la pota. De otro lado, el desembarque destinado a la industria de enlatados aumentaría en sólo 3.3%, luego de haber crecido en 44.6% durante el 2003 como consecuencia de la decisión del Gobierno de destinar exclusivamente el jurel y la caballa para CHD. Sin embargo, para el 2004 esperamos un crecimiento marginal debido a la alta base de comparación y al hecho que aún no se consolida la recuperación de la industria atunera. Finalmente, esperamos un incremento de 4.2% en el valor del desembarque de especies en estado fresco debido a las campañas gubernamentales para promover su consumo -como la realizada recientemente durante la Semana Santa- y que tiene por objetivo elevar el consumo per cápita de 19 a 25 Kilogramos anuales.

PRODUCCIÓN MINERA

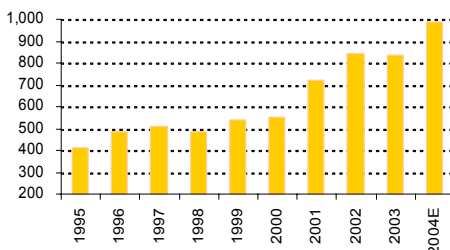
(Variación porcentual)

	2003	2004 E	
		Inicial ¹⁷	Revisión
Cobre	-0.5	11.7	17.4
Oro	9.3	-1.2	5.0
Plata	3.3	2.0	8.0
Plomo	3.4	0.7	-2.4
Zinc	12.0	-1.8	-4.5
Estaño	3.6	-0.1	-2.4
Hierro	14.0	12.0	22.2

¹⁷ Reporte Macroeconómico publicado el 1/12/03

Fuente: MEM - Estudios Económicos - BWS

Producción de Cobre
(Miles de TMF)



Fuente: MEM, Estudios Económicos - BWS

6.3. Sector Minería e Hidrocarburos

El subsector Minería Metálica registraría una expansión de 5.7%, tasa superior al 2.3% estimado originalmente, puesto que hemos revisado al alza nuestras proyecciones en la producción de oro y cobre. Cabe anotar que dichos minerales junto con el zinc representan el 82% del valor del PBI minero.

La producción de oro alcanzaría un nuevo récord (180 TMF ó 5.8 millones de onzas), lo que representaría un aumento de 5.0% respecto al 2003. Este crecimiento contrasta con la caída de 1.2% originalmente estimada y se explica básicamente por una menor base de comparación (177 TMF estimadas para el 2003 versus 172 TMF efectivamente producidas) y por los mejores precios internacionales que favorecieron la mayor producción de las medianas empresas y de los productores artesanales. A nivel desagregado, estimamos una producción de 93 TMF (3 millones de onzas) de Minera Yanacocha -el principal productor con el 53% del total nacional-, ligeramente superior a las 2.85 millones de onzas producidas el año anterior. Lo anterior sería parcialmente contrarrestado por una caída de cerca de 30% en la producción de Pierina -propiedad de Barrick Misquichilca- la cual descendería a 625 mil onzas desde las 912 mil extraídas el año anterior, como consecuencia de la explotación de zonas de menor ley. Asimismo, prevemos que se mantenga el pleno uso de la capacidad de procesamiento de las medianas y pequeñas auríferas así como que se recupere la producción proveniente de los lavaderos artesanales de Madre de Dios, que representan alrededor del 10% del total nacional.

La producción de cobre se expandiría en 17.4%, tasa mayor al 11.7% proyectado originalmente, impulsada principalmente por la reapertura de la planta de sulfuros de BHP Tintaya -el tercer mayor productor-, la cual estuvo paralizada desde enero del 2002 hasta octubre del 2003 debido a los bajos precios del cobre en el mercado internacional. Así, la producción nacional de

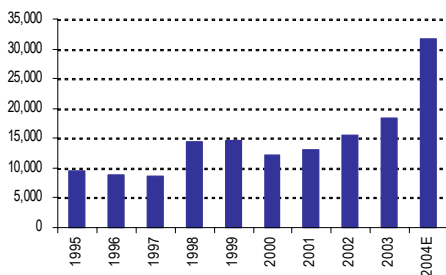
cobre ascendería a 985 mil TMF, lo que representaría un incremento de cerca de 145 mil TMF respecto al 2003. De dicho aumento, BHP Tintaya aportaría cerca del 50%. De otro lado, estimamos una recuperación de alrededor de 60 mil TMF en la producción de Cía. Minera Antamina -el segundo mayor productor- pues durante el 2003 procesó mineral con una ley de cobre menor al contemplado en su presupuesto de producción, situación que se está revirtiendo durante el presente año. Finalmente, estimamos que Southern Perú, registre un crecimiento marginal (10,000 TMF) luego que a fines del 2002 se concluyera con la ampliación de la concentradora de Toquepala y se mejorara la recuperación en la planta de Cuajone.

La producción de zinc registraría una contracción de 4.5% respecto a los 1.37 millones de TMF producidas durante el 2003, reducción mayor al 1.8% estimado inicialmente. Este comportamiento estaría explicado principalmente por la menor producción de Antamina. Cabe resaltar que durante el año anterior la empresa alcanzó una producción de 400 mil TMF, muy por encima de las 285 mil TMF considerado en su presupuesto de operación para el período 2001-2011. Por lo tanto, prevemos que a partir del 2004 las leyes de zinc vuelvan a sus promedios estimados, lo que incidiría negativamente en su producción de finos. Lo anterior sería parcialmente contrarrestado por la esperada mayor producción de Volcan -los mayores precios esperados del zinc le permitirían aumentar sus niveles de producción- y de medianas mineras como Milpo, Atacocha y Morocoha así como por el reinicio de operaciones de Perubar.

Por último, estimamos que la producción de hierro alcance 4.3 millones de TLF, lo que representaría un crecimiento de 22.2% respecto al 2003. Este comportamiento estaría sustentado en la mayor demanda proveniente de China, mercado al cual se dirige cerca del 50% de su producción.

De otro lado, el subsector de hidrocarburos crecería 21.7%, tasa menor al 25.0% estimado originalmente, lo que se debería a una caída de la producción de petróleo más acentuada que la prevista durante el 1S04, lo que fue parcialmente compensado por un incremento en la producción de gas debido a la mayor demanda proveniente de las centrales térmicas. Sin embargo, se estima que este comportamiento negativo se revierta a partir de agosto con el inicio de las operaciones comerciales del proyecto Camisea. El proyecto, que demandó una inversión de cerca de US\$1,500 millones, se iniciará con una demanda de alrededor de 60 millones de pies cúbicos diarios de gas natural -50 millones por parte de Etevensa para generación eléctrica y la diferencia para seis grandes empresas industriales-, con lo que la producción de gas cerraría el 2004 con un crecimiento de 71.7%.

Producción de Gas
(Millones de pies cúbicos)



Fuente: Perupetro, Estudios Económicos - BWS

PRODUCCIÓN MANUFACTURERA

(Variación porcentual)

	2003	2004 E	
		Inicial ¹⁷	Revisión
Manufactura Total	2.2	4.1	4.5
Manufactura Primaria	-2.8	3.6	3.0
Manufactura No Primaria	3.5	4.2	4.9
Principales Ramas Industriales			
Productos alimenticios y bebidas	-0.4	3.3	4.3
Productos textiles	4.7	5.3	7.1
Prendas de vestir	6.3	7.9	1.8
Papel y productos de papel	1.7	2.8	6.3
Edición e impresión	11.2	4.8	4.2
Sustancias y productos químicos	2.9	3.1	4.3
Caucho y plástico	0.8	4.6	3.8
Minerales no metálicos	7.4	4.9	8.7
Fabricación de metales comunes	2.9	3.3	-0.7
Maquinaria y Equipo	-17.2	1.4	-4.6
Maquinarias y aparatos eléctricos	-6.2	2.1	20.9
Industrias diversas	1.0	4.6	13.7

¹⁷ Reporte Macroeconómico publicado el 1/12/03

Fuente: Ministerio de la Producción, Estudios Económicos - BWS

6.4. Sector Manufactura

El sector Manufactura registraría un crecimiento de 4.5%, tasa ligeramente superior al 4.1% estimado inicialmente. Sin embargo, existe una recomposición al interior del mismo, puesto que la Manufactura No Primaria mostraría una expansión mayor (4.9% versus 4.2%) mientras que la Manufactura Primaria experimentaría un menor dinamismo (3.0% comparado con el 3.6% inicial). En el primer caso, las mejores expectativas se basan fundamentalmente en una evolución de la demanda interna por encima de lo esperado, lo que incidirá positivamente en las industrias de lácteos, bebidas, papel, químicos, textiles y minerales no metálicos, estos dos últimos beneficiados también por una mayor demanda externa.

La industria láctea registraría una expansión de 8.9% sustentada en la ligera recuperación del poder adquisitivo de la población y en la caída de precios asociada a una mayor competencia sobre todo en el segmento de productos económicos destinados a los estratos bajos. Asimismo, se espera una mayor penetración de productos derivados lácteos, en particular yogurt, debido a la tendencia a consumir productos más sanos y a la mayor variedad de presentaciones.

Crecimiento Industrial: 2004

Más de 10%	Transformadores eléctricos, aparatos de dist. eléctrica, muebles, artículos de hormigón, harina de pescado, pisos y mayólicas
5% a 10%	Lácteos, textiles, productos de tocador, aserradero de madera, papel, sustancias químicas, pinturas
0% a 5%	Cemento, actividades de edición, vidrio, gaseosas, cerveza, caucho, plástico, prendas de vestir, hierro y acero, productos farmacéuticos
-5% a 0%	Calzado, plaquicidas, cables, pilas
Menos de -5%	Tabaco, carrocerías, motocicletas, azúcar refinada

Fuente: Estudios Económicos-BWS

La industria de bebidas mostraría un crecimiento de 4.3% debido principalmente al dinamismo en la producción de gaseosas, mercado que se caracteriza por una agresiva competencia que se traduce no sólo en una reducción de precios sino también en continuos lanzamientos de marcas y sabores. En ese sentido, la preferencia por envases de grandes volúmenes -que concentran los mayores descuentos en precios- continuará contribuyendo al crecimiento del volumen de producción. Asimismo, se espera que la reciente reestructuración de la industria -la adquisición de Embotelladora Rivera por parte de la brasileña Ambev y la anunciada fusión de Corp, JR Lindley con ELSA- contribuya al positivo comportamiento de la industria. De otro lado, la producción de cerveza también mostrará una evolución positiva, aunque menor al promedio de la industria de bebidas, gracias a un verano más largo de lo esperado y a la ligera mejora en el ingreso. Sin embargo, es poco probable que durante el 2004 entre en funcionamiento la planta de Ambev, tal como estaba previsto, lo que hubiera contribuido a una reducción de precios y, por ende, a un mayor consumo.

La producción textil crecería 7.1% impulsada básicamente por la mayor demanda de tejidos de punto de algodón ante la mayor demanda de las empresas de confecciones que orientan su producción al mercado externo, en particular a EE.UU., aprovechando los beneficios arancelarios del ATPDEA. Cabe anotar que durante el presente año se incrementó la disponibilidad local de algodón, ante las mayores áreas cosechadas en la campaña 2003/04, lo que permitió una mayor producción. Por su parte, la industria de confecciones crecería en sólo 1.8%, puesto que el incremento de las exportaciones sería parcialmente contrarrestado por la menor producción destinada al mercado local. Cabe anotar que este último está concentrado en prendas básicas de poco valor agregado y que sufre la intensa competencia de los productos asiáticos. En ese sentido, la aplicación de salvaguardias a las prendas de vestir procedentes de China -que serán reemplazadas por salvaguardias generales- ha otorgado un respiro transitorio a los productores que atienden este segmento, aunque estos tendrán que mejorar su nivel de competitividad o de lo contrario tratar de insertarse en el circuito exportador para acceder a mercados con mayores precios.

La industria de minerales no metálicos se expandirá 8.7% de acuerdo a nuestros estimados, liderado por la mayor producción de revestimientos cerámicos (mayólicas y azulejos) y cemento, productos vinculados al sector construcción. El dinamismo se sustenta en la mayor demanda de los programas habitacionales promovidos por el Gobierno como Mivivienda y Techo Propio así como por la autoconstrucción. Asimismo, ambas industrias se verán beneficiadas por los menores costos de energía vinculados a la llegada del gas de Camisea a Lima, lo que incrementará su competitividad, más aún considerando que las empresas del sector destinan una parte de su producción al exterior, alrededor de 15% en el primer caso y cerca de 8% en el caso del cemento.

La industria química experimentaría un crecimiento de 4.3% gracias al mayor dinamismo de los productos de limpieza y aseo personal, explosivos y los productos vinculados al sector

construcción (pinturas y pegamentos) y a la industria textil (tintorería). La evolución positiva estaría explicada principalmente por la recuperación de la demanda interna y, en menor medida, por la demanda externa que representa menos del 10% de las ventas de la industria. La mayor demanda de productos de limpieza y de aseo personal (en especial crema dental) estaría explicada por la sustitución de productos importados. En el caso de los explosivos, se asocia al dinamismo de la minería. Por último, el dinamismo en la edificación de viviendas, en particular del programa Mivivienda -que incluye la entrega de la vivienda con acabados- contribuiría a las mayores ventas de la industria de pinturas.

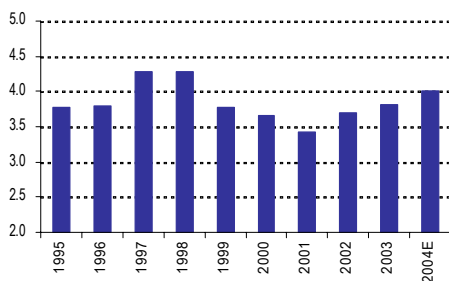
6.5. Sector Construcción

El sector Construcción experimentaría una expansión de 5.0%, cifra ligeramente mayor al 4.1% estimado inicialmente. Esta mejora en nuestro estimado se sustenta básicamente en el mayor dinamismo del sector privado mostrado durante el 1T04, y que se mantendría a lo largo de año, lo que contrasta con la modesta inversión pública esperada.

En lo que se refiere al consumo interno de cemento, éste alcanzaría 4 millones de TM, superior en 5.0% al registrado en el 2003. Este dinamismo estaría explicado principalmente por la mayor demanda de cemento para la edificación de viviendas como consecuencia del dinamismo tanto de la autoconstrucción como de los programas habitacionales promovidos por el Gobierno como Mivivienda y Techo Propio. En el primer caso, la demanda -que representa cerca del 60% del consumo total de cemento- no se ha visto afectada a pesar de la persistencia del ruido político, por lo que en la medida que la situación política no se deteriore aún más, se puede esperar un comportamiento positivo en lo que resta del año. En el segundo caso, estimamos que durante el 2004 se otorguen cerca de 8,500 créditos Mivivienda con un monto de alrededor de US\$170 millones, con lo que el saldo a fin de año se alcanzarían 21,000 créditos desembolsados con un saldo de US\$410 millones aproximadamente. Cabe anotar que el 75% de las viviendas edificadas bajo este programa se concentran en Lima. Asimismo, de acuerdo a estimados oficiales se esperan colocar 15,000 bonos bajo el programa Techo Propio, lo que implicaría la construcción de un número igual de viviendas.

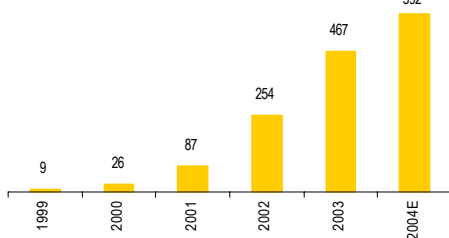
Por su parte, la inversión pública aportaría de forma marginal al crecimiento del sector -tal como estaba inicialmente previsto- en vista de los exiguos recursos asignados a la formación bruta de capital dentro del Presupuesto del Sector Público para el año 2004. Sin embargo, el índice de avance de obras físicas -que refleja la inversión gubernamental en infraestructura- mostraría un ligero incremento, pues si bien el presupuesto inicial para la inversión en carreteras era de S/.700 millones, se espera que finalmente bordee los S/.1,000 millones -monto similar al del 2003- gracias a la redistribución de su presupuesto efectuada por el ministerio de Transportes y Comunicaciones así como por los recursos adicionales provenientes del ITF. Entre las principales obras destacan la reconstrucción de la carretera Fernando Belaúnde (ex Marginal) en los tramos Juanjui-Campanilla y Puerto Pizana-Tocache así como el mejoramiento de la carretera Aguaytía-Pucallpa y la rehabilitación de la carretera Huallanca-Antamina. Asimismo, se invertirán S/.23 millones en la construcción y rehabilitación de 30 puentes a nivel nacional.

Consumo Interno de Cemento
(en millones de TM)



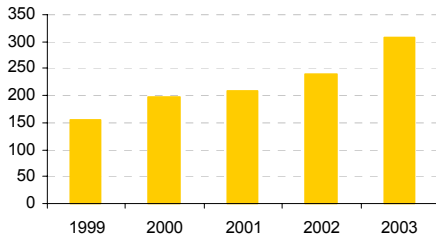
Fuente: INEI, Estudios Económicos - BWS

Flujo de Créditos Mivivienda
(en millones de S/.)



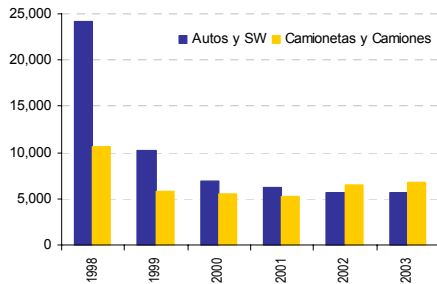
Fuente: Mivivienda, Estudios Económicos - BWS

Importación de Electrodomésticos
(en millones de US\$)



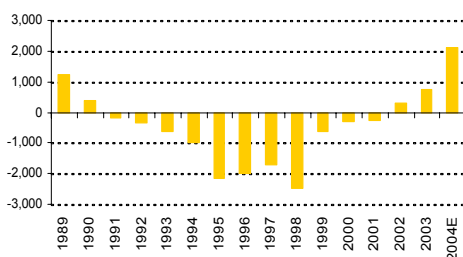
Fuente: SUNAT Elaboración: Estudios Económicos - BWS

Venta de Vehículos Nuevos
(número de unidades)



Fuente: Araper Elaboración: Estudios Económicos - BWS

Balanza Comercial
(en millones de US\$)



Fuente: BCR, Estudios Económicos - BWS

6.6. Sector Comercio

El sector comercio registraría una expansión de 3.5%, tasa similar al 3.6% estimado inicialmente, dado que el menor dinamismo esperado en el abastecimiento de productos agrícolas sería compensado por la mayor oferta de bienes manufacturados y de productos importados en los canales de comercialización.

En lo que se refiere a la venta de electrodomésticos estimamos un crecimiento mayor al 10% originalmente previsto, debido al repunte de las ventas de televisores en las últimas semanas a raíz de la Copa América, a los resultados de la Campaña del Día de la Madre por encima de lo esperado así como por el mayor dinamismo en la venta de refrigeradoras durante el verano. Estos factores se suman a los considerados originalmente tales como: la gradual mejora en los ingresos, la tendencia a la baja en los precios producto de la innovación tecnológica, la expansión de los créditos de consumo y la mayor penetración de los centros comerciales en los conos de la capital y en provincias. En términos desagregados, la "línea marrón" (audio y video) -que representan alrededor del 60% del mercado de electrodomésticos con una facturación total estimada de US\$370 millones anuales- sería la de mayor dinamismo, explicada por mayor demanda de televisores, DVDs y cámaras fotográficas digitales. Por su parte, las mayores ventas de la "línea blanca" estarían sustentadas en las mayores ventas de refrigeradoras y lavadoras. Cabe anotar que estos estimados consideran que no entre en vigor el Arancel Externo Común (AEC) Andino -cuya aplicación fue postergada por segunda vez en febrero- pues de hacerlo el arancel para los electrodomésticos pasaría de 12% a 20% con la consiguiente alza de precios y reducción de la demanda.

Por su parte, las ventas de autos nuevos mostrarían un incremento mayor al 3% reportado en el 2003 como resultado del mayor dinamismo esperado en las ventas de vehículos comerciales. En ese sentido estimamos un importante aumento en las ventas de camiones y volquetes debido a la mayor demanda proveniente del sector minero y de empresas de transporte de carga. Cabe anotar que este segmento viene mostrando un crecimiento sostenido desde que a fines del 2001 se prohibió la importación de vehículos usados con un peso mayor a 3 toneladas. Por su parte, las ventas de camionetas registrarían también ventas por encima del promedio, lo que estaría explicado por la renovación de flotas de vehículos por parte de grandes empresas. Finalmente, las ventas de vehículos de uso particular experimentarían un menor dinamismo debido, en parte, a la persistencia del ruido político que atenta contra las decisiones de compra de bienes de consumo duradero como los automóviles. Esto último a pesar del incremento del financiamiento bancario a este segmento con tasas de interés competitivas.

7. Sector Externo

La Balanza Comercial mostraría un saldo positivo de US\$2,124 millones, significativamente mayor a los US\$1,243 millones estimados inicialmente y casi el triple del superávit registrado en el 2003. Esta mejora en la balanza vendría acompañada de un mayor intercambio comercial pues prevemos un mayor ritmo de crecimiento tanto de las exportaciones (24.5%) como de las importaciones (9.9%) respecto a las proyectadas originalmente.

TERMINOS DE INTERCAMBIO (Variaciones porcentuales)

	2003	2004 E	
		Inicial ^{1/}	Revisión
Términos de Intercambio	2.4	1.4	12.3
Precios de Exportación ^{2/}	8.1	4.1	19.8
Cobre	16.0	11.0	50.0
Oro	15.0	4.0	9.0
Zinc	18.0	10.0	19.0
Harina de Pescado	-2.0	2.0	2.0
Precios de Importación ^{2/}	5.5	2.6	6.7
Trigo	-3.0	13.0	9.0
Soya	23.0	3.0	29.0
Maíz	6.0	5.0	20.0
Petróleo	16.0	-9.0	19.0

^{1/} Reporte Macroeconómico publicado el 1/12/03.

^{2/} Reporte de Commodities BWS. N°6

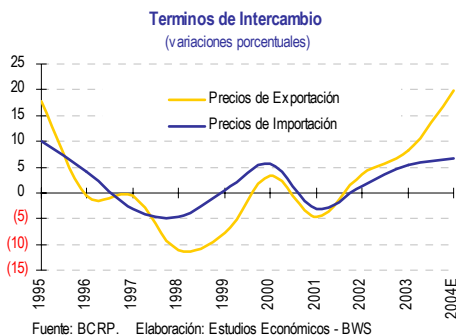
Fuente: BCRP-Estudios Económicos - BWS

7.1. Términos de intercambio

Hemos revisado al alza nuestra proyección de términos de intercambio, de un aumento de 1.4% a 12.3%, explicado por el significativo aumento de los precios de nuestros principales productos de exportación los cuales han sido compensados en parte, por mayores precios de importación:

□ **Precios de Exportación:** Nuestro pronóstico se eleva de 4.1% a 19.8%, como consecuencia del favorable impacto del aumento del precio del cobre (que pasa de 11% a 50%), del precio del oro (que pasa de 4% a 9%), del precio del zinc (que pasa de 10% a 19%), Ello gracias a la recuperación de la demanda mundial y al dinamismo de la economía China. En conjunto, se estima que el aumento de los precios de los metales durante el presente año involucraría un efecto precio cercano a los US\$.1,200 millones sobre el valor de las exportaciones. En menor medida, influirá positivamente los mayores precios del café y de la harina de pescado.

□ **Precios de Importación:** Nuestra proyección aumenta de 2.6% a 6.7%, explicada por el aumento en los precios del petróleo y de algunos alimentos importados, en proporción mayor a la esperada, como es el caso de la soya, el maíz y el petróleo.



En el caso del trigo⁸, hemos moderado nuestro escenario de precios de 13% a 9%. Los elevados precios responden a una menor producción mundial (principalmente en Argentina y Australia) durante el 1S04 explicada por condiciones climatológicas adversas. A ello se agrega un crecimiento de la demanda mundial de 2.2% proveniente principalmente de China y de la Unión Europea. Estos factores apuntarían a un descenso de los inventarios hacia fines del 2004 al nivel más bajo desde 1981. No obstante, para el 2S04 esperamos una corrección moderada de los precios debido a la recuperación de la producción en Europa y Rusia.

En el caso de la soya⁹, hemos elevado nuestro pronóstico de 3% a 29%, debido al aumento de 2.4% en la demanda mundial de soya, principalmente de aquella proveniente de China, debido a los elevados niveles de inversión que registra este país en la industria acuícola, y en menor medida de la demanda proveniente de la Unión Europea y del Sudeste Asiático. No obstante, para el 2S04 esperamos una moderada corrección de los precios producto de las expectativas de una mayor cosecha en EE.UU y Brasil, así como por las medidas que apuntan a una desaceleración de la economía China.

En el caso del petróleo, hemos revisado nuestra proyección de un descenso de 9% inicialmente previsto a un aumento de 19% debido a los siguientes factores:

- i) El mayor riesgo geopolítico en el Medio Oriente debido a los constantes ataques terroristas y acciones de sabotaje a la producción de petróleo iraquí.

⁸ Reporte de Commodities BWS N°3

⁹ Reporte de Commodities BWS N°4 y N6.

- ii) La mayor demanda mundial (2.5% en el 2004), que alcanzaría su nivel más alto desde 1980, proveniente principalmente de China debido al significativo crecimiento del sector industrial, y en menor medida de Brasil, India y EE.UU.

La pérdida del poder de compra de las exportaciones de petróleo de los países integrantes de la OPEP producto de la depreciación del Dólar respecto al Euro.

EXPORTACIONES

(En millones de US\$)

	2003	2004 E	
		Inicial ¹¹	Revisión
Tradicionales	6,267	6,836	8,151
Mineros	4,597	4,982	6,264
Petróleo y derivados	626	667	752
Agrícolas	223	236	258
Pesqueros	821	952	877
No Tradicionales	2,602	2,591	2,924
Agropecuarios	621	618	696
Textiles	819	851	925
Pesqueros	204	191	232
Metal-mecánicos	96	96	89
Químicos	311	306	354
Sidero-metalúrgicos	192	193	249
Minerales no metálicos	73	80	80
Otros	286	256	299
Otros	117	71	109
TOTAL	8,986	9,498	11,184

¹¹ Reporte Macroeconómico publicado el 1/12/03

Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS

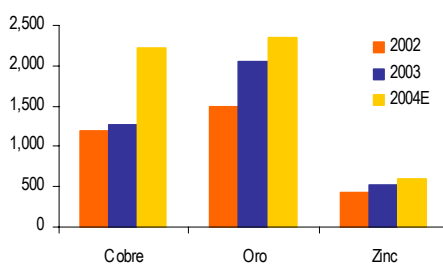
7.2. Exportaciones

Las exportaciones ascenderían a US\$11,184 millones, monto superior en 24.5% a las obtenidas en el 2003 y por encima del aumento de 7.9% estimado inicialmente. Este comportamiento estaría explicado por el mayor dinamismo de las exportaciones tradicionales, impulsadas por la mejora en los precios de nuestros principales productos de exportación, en particular los minerales. Por su parte, el mayor ritmo de crecimiento de las exportaciones no tradicionales estaría asociado principalmente a los mayores volúmenes embarcados ante la recuperación que experimenta la economía mundial.

Tradicionales

Las exportaciones tradicionales ascenderían a US\$8,151 millones (30.1%) monto significativamente mayor a los US\$6,836 millones estimados originalmente. Esta diferencia está explicada básicamente por las mayores exportaciones mineras, las cuales alcanzarían US\$6,264 millones (36.3%) cifra mayor a los US\$4,982 millones proyectados inicialmente. Cabe anotar que del flujo de US\$1,282 millones adicionales esperados por las mayores ventas de minerales, US\$981 (77%) corresponden a un efecto precio. A nivel desagregado destacarían las mayores ventas de cobre (75.5%) y oro (14.6%) producto tanto de las mejores cotizaciones promedio esperadas para el 2004, US\$2,394/TM y US\$397/onza¹⁰, respectivamente, así como por los mayores volúmenes embarcados en línea con los estimados de producción. Por su parte, las mayores exportaciones de estaño (58.9%) y zinc (14.2%) estarían explicadas exclusivamente por el alza del precio de estos metales en el mercado internacional.

Exportación Principales Minerales
(en millones de US\$)

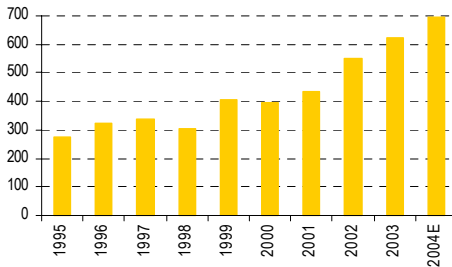


Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS

Por su parte, las exportaciones pesqueras tradicionales se expandirían en 6.8% debido principalmente a las mayores exportaciones de harina de pescado. Es importante resaltar que según nuestros estimados el incremento del volumen embarcado (5.8%) sería menor al de la producción (21.9%) puesto que durante el 1T03 se exportaron alrededor de 350 mil TM que fueron procesadas con stock de anchoveta acumulada durante la segunda campaña de pesca del año 2002, lo que no se repitió durante el 2004. En lo que se refiere a las exportaciones agrícolas tradicionales, éstas crecerían en 15.6%, gracias a las mayores ventas de café debido a la recuperación del precio en el mercado internacional y, a pesar, de la caída de 23.8% en las exportaciones de azúcar como consecuencia de un menor volumen embarcado. Cabe anotar que durante el 2003 se embarcaron 61 mil TM, de las cuales alrededor de 20 mil TM se destinaron a Rusia, operación que no se repetiría debido a la prevista caída en la producción. Por último, las mayores exportaciones de petróleo (20.2%) obedecerían al incremento en el precio del petróleo (19.2%) pues la caída en el volumen embarcado registrado en el 1S04, como resultado de la menor producción petrolera, sería compensado en el 2S04 cuando se inicie la exportación de líquidos asociados al gas de Camisea (GLP y nafta).

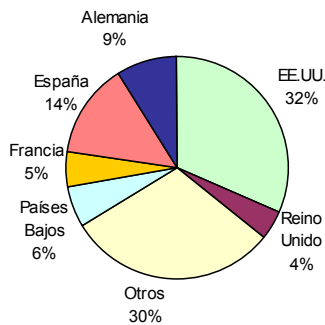
¹⁰ Mayor información en nuestros Reporte de Commodities disponibles en www.bws.com.pe

Exportaciones Agropecuarias No Tradicionales (en millones de US\$)



Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS

Agro: Principales Mercados de Exportación



Fuente: Prompex Elaboración: Estudios Económicos -

Exportaciones No Tradicionales

Las exportaciones no tradicionales ascenderían a US\$2,924 millones, monto mayor en 12.4% al registrado en el 2003, y por encima de los US\$2,591 millones estimados inicialmente. Esta mejora se sustenta principalmente en un mayor dinamismo en las ventas al exterior de productos agropecuarios, textiles, químicos y sidero-metalúrgicos.

Las exportaciones agropecuarias no tradicionales (US\$696 millones) registrarían un aumento de 12.1%, tasa mayor al 7.9% estimado inicialmente. Esta mejora estaría explicada por mayores volúmenes embarcados de hortalizas y frutas frescas, siendo EE.UU. y España los principales mercados de destino. En cuanto al primer punto, continuaría el dinamismo en las ventas al exterior de espárragos -producto en el cual el Perú es el mayor exportador a nivel mundial-, las cuales superarían los US\$220 millones, debido a las mayores exportaciones de espárragos frescos hacia EE.UU. ante las menores cosechas reportadas en California y México. En lo que se refiere al segundo punto, las exportaciones de mangos durante la campaña nov'03-mar'04 bordearon las 50 mil toneladas (40%), con un valor de US\$40 millones. Este incremento en el volumen embarcado estuvo explicado por la menor competencia de Sudáfrica en el mercado europeo, que junto a EE.UU. y Canadá constituyen los principales mercados de destino. De otro lado, las ventas al exterior de uvas en la campaña nov'03-mar'04 alcanzaron alrededor de US\$28 millones (15%) colocándose cerca de 13 mil toneladas principalmente en Reino Unido y Hong Kong gracias al retraso en la producción chilena y la menor cosecha en Sudáfrica. Por su parte, las exportaciones de paltas crecerían en alrededor de 10% respecto a los US\$15 millones exportados en el 2003 debido a la mayor demanda proveniente de Europa, el único mercado de destino, pues por restricciones fitosanitarias esta fruta no puede ingresar a EE.UU. Por último, merece destacarse el mayor dinamismo de nuevos productos como pimienta piquillo, páprika y alcachofas.

Las exportaciones de textiles y confecciones (US\$925 millones) mostrarían un crecimiento de 13.0%, variación mayor al 8.3% proyectado inicialmente. El dinamismo estaría sustentado en las mayores exportaciones de prendas de vestir de algodón hacia EE.UU. (20%), gracias al ATPDEA. Es importante resaltar que si bien las principales empresas exportadoras vienen trabajando cerca al 100% de su capacidad, las inversiones realizadas en las fases finales del ciclo productivo y el mayor uso del mecanismo de subcontratación -en particular en la elaboración de prendas básicas- permitiría alcanzar dicha expansión. Sin embargo, si bien las exportaciones del sector han crecido a una tasa cercana al 30% durante el 1S04, esperamos que durante el 4T04 se experimente una desaceleración en la medida que se acerque el desmantelamiento de las cuotas de importación de textiles en EE.UU, lo que implicaría una mayor competencia por parte de productos textiles procedentes de China¹¹.

Las exportaciones químicas (US\$354 millones) mostrarían un incremento de 14.0%, en vez del 3.8% estimado originalmente. Este crecimiento estaría sustentado en la reactivación de las economías de la Comunidad Andina -a las cuales se exporta cerca del 50% del total- así como a la mayor demanda proveniente de los países del Mercosur. Cabe anotar que la cercanía geográfica respecto a estos países permite que nuestros productos puedan competir con los productos asiáticos por el menor costo de los fletes. Los rubros de exportación que mostrarían

Exportaciones de Productos Textiles y Confecciones (en US\$ FOB)

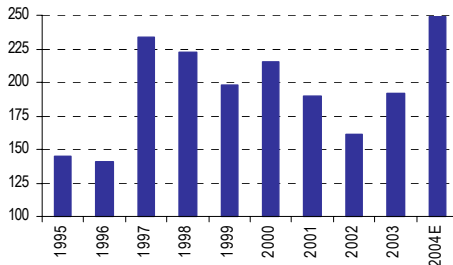
	2002	2003	2004E
Exp. Textil-Confecciones	677	818	925
Exp. Confecciones	532	653	750
Exp. Conf. a EE.UU. 1/	413	536	641

1/ Importaciones CIF de EE.UU. procedentes de Perú

Fuente: BCR,USITC, Estudios Económicos-BWS

¹¹ Mayor información en el Reporte Especial ATPDEA: Evaluación y Perspectivas del 14/04/2004

Exportaciones Sidero-Metalúrgicas
(en millones de US\$)



Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS

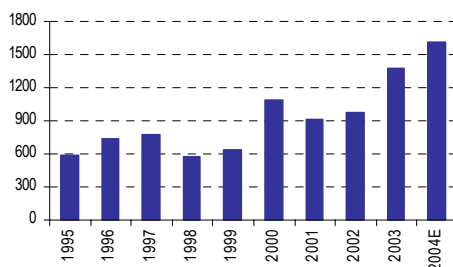
IMPORTACIONES
(En millones de US\$)

	2003	2004 E	
		Inicial ^{1/}	Revisión
Bienes de Consumo	1,851	1,942	1,905
No Duraderos	1,039	1,077	1,062
Duraderos	812	865	843
Insumos	4,344	4,187	4,899
Combustibles	1,377	1,082	1,618
Materias Primas Agro	278	283	299
Materias Primas Industria	2,689	2,822	2,982
Bienes de Capital	1,984	2,051	2,172
Materiales de construcción	199	249	164
Para la agricultura	17	21	25
Para la industria	1,423	1,432	1,555
Equipos de transporte	345	349	428
Otros	75	76	83
TOTAL	8,254	8,256	9,060

^{1/} Reporte Macroeconómico publicado el 1/12/03

Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS

Importaciones de Combustibles
(en millones de US\$)



Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS

un mayor dinamismo serían envases PET, soda cáustica, óxido de zinc, neumáticos y productos de belleza.

Finalmente, estimamos que las exportaciones sidero-metalúrgicas (US\$249 millones) crezcan en 29.7%, tasa significativamente superior al 4.5% estimado en nuestro reporte anterior. Esta diferencia se sustenta en el *rally* que han registrado la cotización del cobre y del zinc, principales materias primas, lo que ha incidido en el precio final de los productos manufacturados en base a estos metales. Cabe anotar que cerca del 50% de las ventas exterior son colocadas en países de Latinoamérica. Los rubros que mostrarían mayor dinamismo serían los productos derivados del cobre (alambre y barras) cuyos principales mercados son la Comunidad Andina y EE.UU., respectivamente, mientras que los productos derivados del zinc (zinc sin alea y aleaciones de zinc) son colocados básicamente en el mercado asiático.

7.3. Importaciones

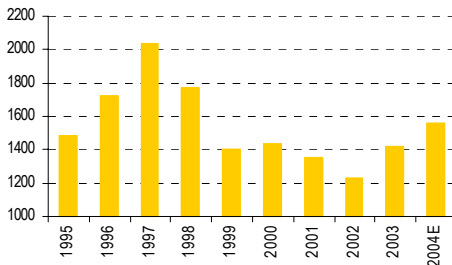
Las importaciones ascenderían a US\$9,060 millones, lo que representaría una expansión de 9.9% respecto al 2003, tasa mayor al 1.4% estimado originalmente. Esta modificación se sustenta básicamente en las mayores importaciones de combustibles, producto de la permanencia de los altos precios del petróleo, así como en un incremento de las importaciones de bienes de capital por encima de lo esperado a raíz de la reciente reducción arancelaria.

Las importaciones de insumos (US\$4,899) crecerían en 12.6% debido principalmente al aumento de 18.3% en las importaciones de combustibles. Cabe anotar que hemos revisado al alza nuestro estimado de cotización promedio para el 2004 del barril de petróleo WTI, del US\$28.0 original al actual US\$36.8. Estas proyecciones incluyen la caída en las importaciones derivadas del inicio de las operaciones comerciales del gas de Camisea. Al respecto, es importante mencionar que inicialmente la producción de Camisea permitirá sustituir GLP importado por producción local además de exportar el remanente de GLP (alrededor de 8,000 barriles diarios) y nafta que no puede ser procesada localmente. Asimismo, prevemos un mayor dinamismo en la importación de insumos para la industria (10.8%) asociado a la revisión al alza de la producción manufacturera, en particular la industria de alimentos y química.

Por su parte, las importaciones de bienes de capital (US\$2,172 millones) se expandirían en 9.6%, tasa significativamente mayor al 2.3% proyectado inicialmente, lo que estaría sustentado en la reducción arancelaria dispuesta por el Gobierno a partir del 2004. Así a partir del 1 de enero se redujeron las tasas arancelarias a 1,113 partidas de bienes de capital, a los que se sumaron 109 partidas de insumos y bienes de capital para el sector agropecuario a partir del 26 de febrero. Cabe anotar que con estas dos rebajas el arancel promedio ha caído de 10.9% a 10.2%. Esta reducción arancelaria ha impulsado principalmente las compras de bienes de capital para la industria y la adquisición de equipos de transporte para el sector minero.

Finalmente, las importaciones de bienes de consumo (US\$1,905 millones) mostrarían un crecimiento de 3.0%, variación menor al 4.9% previsto originalmente, lo que sería explicado principalmente por las menores adquisiciones de bienes de consumo no duradero (2.2%). De esta manera, las salvaguardias temporales impuestas a las importaciones procedentes de China -las cuales serían reemplazadas por el mecanismo de salvaguardias generales- ha originado una caída en las importaciones de prendas de vestir, en particular en las realizadas por las tiendas de departamento, situación que prevemos se mantenga a lo largo del año.

Importación de Bienes de Capital para la Industria
(en millones de US\$)



Fuente: BCRP. Elaboración: Estudios Económicos - BWS

Asimismo, se observaría un menor dinamismo en la importación de productos de tocador y de aseo personal debido a la sustitución por producción local. Lo anterior sería parcialmente compensado por las mayores importaciones de alimentos ante los mayores precios de la soya y el trigo, y a la necesidad de importar arroz y azúcar ante la insuficiente oferta agrícola local. Por último, las importaciones de bienes duraderos (4.0%) mostrarían un menor dinamismo puesto que si bien esperamos que se mantenga el importante ritmo de crecimiento en las compras de artefactos electrodomésticos también prevemos una desaceleración en la importación de vehículos nuevos de uso particular debido a que la persistencia del ruido político podría afectar las decisiones para adquirir este tipo de bienes.

BALANZA DE PAGOS
(en millones de dólares)

	2003	2004 E	
		Inicial ^{1/}	Revisión
Balanza Comercial	731	1,242	2,124
Exportaciones	8,986	9,498	11,184
Importaciones	8,255	8,256	9,060
Balanza en Cuenta Corriente	-1,061	-612	-200
% del PBI	-1.7	-0.9	-0.3
Cuenta Financiera	1,715	1,112	1,200
Sector Público	742	740	707
Sector Privado	220	350	685
Privatizaciones	10	0	0
Saldo de BP (Flujo de RIN)	596	500	1,000
Saldo de RIN	10,194	10,694	11,194

^{1/} Reporte Macroeconómico publicado el 1/12/03.

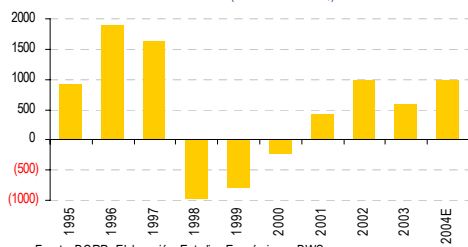
Fuente: BCRP-Estudios Económicos - BWS

7.4. Balanza en Cuenta Corriente y Balanza de Pagos

La revisión de nuestro modelo de proyecciones arroja los siguientes resultados sobre la Balanza de Pagos:

- Sobre la Balanza en Cuenta Corriente, nuestra proyección de déficit se reduce de US\$612 millones a US\$ 200 millones, puesto que el mayor superávit comercial previsto conjuntamente con el aumento de las transferencias corrientes (por mayores remesas enviadas por peruanos desde el exterior) lo que sería contrarrestado parcialmente por el aumento de déficit en la renta de factores, a raíz de las mayores utilidades obtenidas por las empresas extranjeras en nuestro país y por el mayor pago de intereses asociados a la deuda pública externa.
- En cuanto al financiamiento de la brecha externa, por el lado público, se estima un financiamiento neto de US\$607 millones, menor en US\$133 millones a nuestra estimación anterior debido a un menor flujo de desembolsos como consecuencia de la trayectoria decreciente del déficit fiscal. Por el lado privado, los ingresos de capitales netos de pagos al exterior alcanzarían a US\$685 millones, cifra superior a los US\$350 millones previstos en nuestro reporte inicial, lo que obedece a la identificación de mayores flujos de inversión extranjera y un mayor uso de líneas de crédito del exterior (adeudados) por parte de los bancos. Estos efectos estarían siendo compensando en parte por los menores flujos de inversión de cartera (atraídos por las mayores tasas de interés internacionales, por la ampliación del límite de inversiones en el exterior para los fondos de pensiones y ahuyentados por la aplicación del ITF). Con respecto al proceso de privatizaciones no consideramos mayores ingresos por fuente extranjera.

Flujo de Reservas Internacionales
(en millones de US\$)



Fuente: BCRP. Elaboración: Estudios Económicos - BWS

De esta manera, el saldo de la Balanza de Pagos arrojaría un aumento de US\$1,000 millones, el doble de lo inicialmente previsto. 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, esta sería de 14.8 meses similar a registrada en el 2003. Con respecto a la vulnerabilidad de deuda, medida por el número de veces que en que las RIN cubren los pagos anuales de amortizaciones de deuda pública, esta sería de 5.5, inferior al 5.9 del 2003, debido a los mayores pagos de amortizaciones. En general, la posición de la liquidez internacional se mantendría sólida en el mediano plazo.

SECTOR PÚBLICO (en % del PBI)

	2003	2004 E	
		Inicial ^{1/}	Revisión
Gobierno Central			
Presión Fiscal ^{2/}	14.9	14.5	14.9
Presión Tributaria	12.9	12.5	13.2
Gasto No Financiero	14.8	14.0	14.5
Corriente	12.9	12.2	12.7
Capital	1.9	1.8	1.8
Resultado Primario	0.2	0.6	0.5
(en millones de dólares)	131	388	326
Intereses	2.0	1.9	1.9
Otras Entidades SPNF	0.0	-0.3	-0.1
Déficit Fiscal SPNF	-1.8	-1.6	-1.5
(en millones de dólares)	-1,071	-1,000	-1,017

^{1/} Reporte Macroeconómico publicado el 1/12/03.

^{2/} Ingresos Corrientes / PBI

Fuente: BCRP-Estudios Económicos - BWS

8. Sector Fiscal

La favorable evolución de la recaudación tributaria durante el 1S04 nos ha llevado a reducir nuestra proyección de déficit fiscal de 1.6% del PBI a 1.5% del PBI, aumentando la probabilidad de alcanzar la meta de 1.4% convenida con el FMI y proyectada en el reciente MMM¹². Si bien, el Gobierno viene efectuando esfuerzos por el lado de los ingresos para garantizar la sostenibilidad fiscal, por el lado del gasto no se han modificado los criterios de asignación que permitan asegurar tal objetivo. No obstante, las clasificadoras de riesgo han mejorado su perspectivas sobre la evolución futura de la economía, en un caso, y han elevado el *rating*¹³ crediticio del Perú, en otro, al considerar que la trayectoria decreciente del déficit fiscal durante los últimos años contribuye a una menor vulnerabilidad fiscal.

8.1. Déficit Fiscal

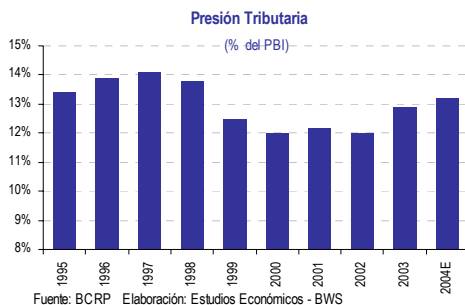
Con relación a los **ingresos públicos**, nuestras proyecciones arrojan una presión fiscal equivalente al 14.9% del PBI, superior al 14.5% inicialmente previsto, y cercana al 15.0% previsto en el MMM, mientras que en términos de presión tributaria, hemos elevado nuestro pronóstico de 12.5% a 13.2%, en línea con las previsiones del MMM. Los factores que explican nuestra revisión se sustentan en:

Factores de impacto positivo sobre nuestra revisión:

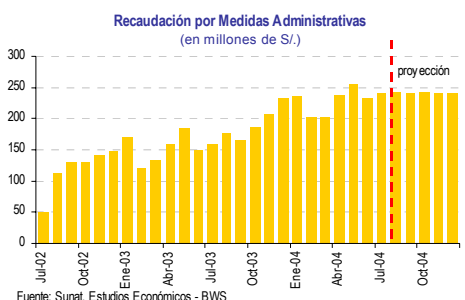
- i) **Mayores ingresos por impuesto a la renta (IR).** Nuestra revisión en este rubro aumenta de -1% a 11.3%, debido a:
 - Mayores ingresos por IR de 2da y 5ta categorías producto del reparto de utilidades..
 - Mayores pagos por el anticipo del IR 2004, pues no se prorrogó el descuento de 30% sobre la base imponible que rigió durante el 2003.
 - Mayores coeficientes de cálculo del pago a cuenta del IR 3era categoría, por ventas mayores a las esperadas durante el año 2003.
 - Mayores utilidades en el sector minero, por el repunte de los precios internacionales.
 - Regularización del IR 2003 mayor a las estimaciones previas.
 - Elevación de la tasa del IR a las personas jurídicas a 30%.
 - Efectividad de las acciones de fiscalización y cobranza mejora las proyecciones de ingresos para 4ta y 5ta categoría.
 - Aumento en las remuneraciones del sector público (5ta categoría)
- ii) **Mayor recaudación por IGV interno,** gracias al importante aumento de la base tributaria y a la efectividad de las medidas administrativas implementadas por Sunat. En cuanto a estas últimas hemos elevado nuestro pronóstico de ingresos de S/.2,100 millones a S/.2,800 millones, debido al reforzamiento del sistema de retenciones y a la incorporación de nuevos servicios (como el transporte de carga) al sistema de detracciones. A ello se agregaría, la permanencia del aumento de un punto porcentual del IGV, pues inicialmente se programó su reducción a partir del 2S04, sin embargo, al

¹² Marco Macroeconómico Multianual 2005-2007.

¹³ En mayo del presente año la clasificadora de riesgo Fitch mejoró su perspectiva para la economía peruana de "negativo" a "estable", mientras que la clasificadora de riesgo Standard & Poor's elevó su *rating* crediticio de "BB-" a "BB".



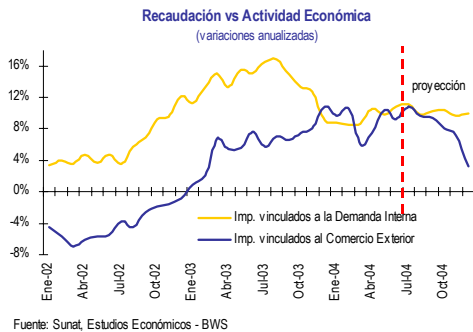
Fuente: BCRP Elaboración: Estudios Económicos - BWS



Fuente: Sunat, Estudios Económicos - BWS

preverse menores ingresos por ITF, el Gobierno optó por mantener la tasa del impuesto. Por lo anteriormente expuesto, nuestras sobre el IGV interno se elevan de 5.1% a 12.2%.

Factores de impacto negativo sobre nuestra revisión:



i) Menor recaudación por ISC, por la menor producción esperada de cerveza (de 4.0% a 3.5%), caída en la producción de cigarrillos (-20%) y su menor tasa impositiva (en febrero del presente año se redujo de 37.2% a 30%). Estos factores serían compensados en parte por el aumento de los ingresos por el ISC a los combustibles. En este caso, esperamos un aumento de 3.8% en la recaudación interna (por una mayor tasa de impuesto efectivo) y de 8.1% en la recaudación externa (por un mayor valor de combustible importado). Cabe destacar que nuestras proyecciones no incluyen los potenciales ingresos por la aplicación del ISC al uso vehicular del gas, debido a que aún no se ha definido la tasa a aplicar a este segmento.

ii) Menores ingresos por impuestos a las importaciones, debido al proceso de desgravación arancelaria. A fines del 2003 se redujeron aranceles a 1,113 partidas de bienes de capital, mientras que en marzo del 2004 se redujeron aranceles a 109 partidas de insumos y bienes de capital del sector agropecuario. Con estas medidas el arancel implícito pasaría de 8.9% en el 2003 a 7.7% en el 2004. Cabe destacar que de acuerdo con el MMM, la orientación de la política comercial es reducir el arancel promedio en un punto porcentual cada año.

iii) Menores ingresos estimados por ITF. De S/.1,650 millones inicialmente previstos, al ritmo actual apuntamos a que los ingresos alcanzarían S/.680 millones, ligeramente por debajo de la última estimación oficial (S/.700 millones). Ello se explicaría por la reducción de la tasa de 0.15% a 0.10% a partir de abril, por la exoneración a las transacciones entre cuentas de un mismo titular, y por el menor número de transacciones financieras previsto. Este hecho reduce nuestra expectativa de crecimiento el rubro Otros Ingresos Tributarios de 120% a 39%.

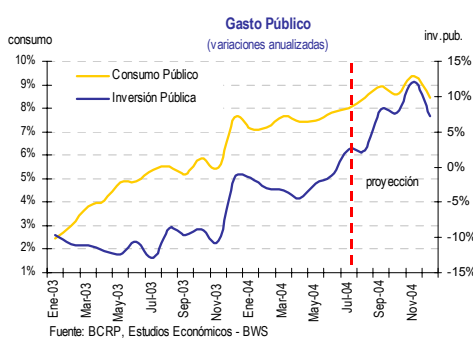
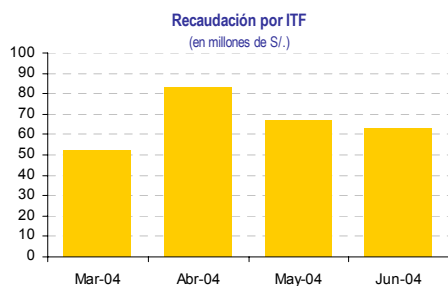
iv) Eliminación del IES a partir del 4T04, según lo estipulado en la Carta de Intención con el FMI y en el MMM.

Cabe destacar que los ingresos esperados por la aplicación del ITF, por las modificaciones al IR y al IGV llevaron al Ejecutivo a solicitar al Congreso la aprobación de un crédito suplementario en el Presupuesto Público por S/.1,456 millones.

Con relación al **gasto público**¹⁴, hemos elevado nuestra proyección de un equivalente de 14.0% del PBI a 14.5% del PBI para el presente año. Si bien ello implicaría un aumento de 2.0% en términos reales, éste se ubicaría dentro del límite de 3% como máximo estipulado por la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal.

El aumento de nuestras proyecciones en el gasto obedece a las siguientes modificaciones:

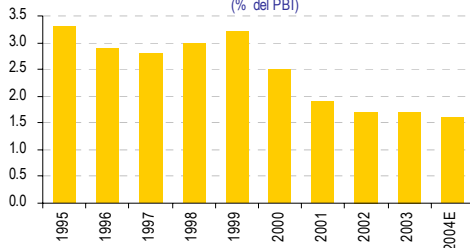
- En remuneraciones: El 56% del crédito suplementario aprobado (por S/.1,456 millones), será destinado a mayores sueldos en los sectores educación, salud e interior¹⁵. Cabe



¹⁴ Medido por el gasto no financiero del Gobierno Central.

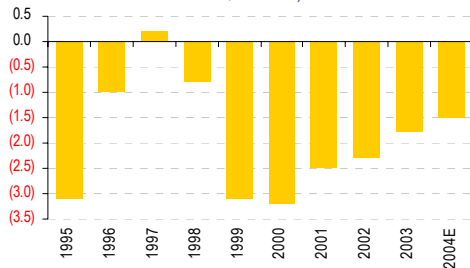
¹⁵ En nuestro reporte macroeconómico proyecciones 2004 habíamos estimado un aumento de S/.610 millones por este concepto.

Inversión Pública del GC
(% del PBI)



Fuente: BCRP Elaboración: Estudios Económicos - BWS

Déficit Fiscal
(% del PBI)



Fuente: BCRP Elaboración: Estudios Económicos - BWS

destacar que estos aumentos son adicionales a los considerados en el Presupuesto Público 2004. Cabe destacar que uno de los principales riesgos en este aspecto, es la potencial incorporación en la planilla del Sector Público de 84 mil trabajadores que se encuentran bajo la modalidad de servicios no personales, según un proyecto de ley aprobado por la Comisión de Trabajo del Congreso. El costo fiscal estimado de esta medida estaría próximo a S/.500 millones anuales (según Comex).

- En bienes y servicios, elevamos nuestra estimación de 2.4% a 4.4%, en parte explicado por el mayor gasto logístico de los gobiernos regionales, lo que serían contrarrestado con cierto retraso en la ejecución de algunas partidas presupuestales y por la extensión de la política de austeridad en la materia propiciada por el Gobierno.

De esta manera, esperamos un aumento del consumo público de 4.1% en términos reales. El hecho que nuestra proyección actual sea ligeramente menor a la anteriormente proyectada (4.3%) obedece a que hemos elevado nuestro estimado de inflación promedio para este año.

- En transferencias, hemos elevado nuestra proyección de 0.5% a 2.0%, debido principalmente al pago de pensiones devengadas acumuladas durante el 1T04.
- En inversión pública. Consideramos que se destinaría a este segmento S/.450 millones adicionales (31% del crédito suplementario) según lo comprometido por el Gobierno. Ello implicaría un mayor ritmo de gasto principalmente durante el 2S04, pues durante el 1S04 el flujo de gasto estuvo relativamente restringido por los problemas climatológicos, que retrasaron el ritmo de ejecución de proyectos de inversión en carreteras, y por algunos problemas de gestión en la transferencia de carteras de proyectos a los gobiernos regionales. Por otro lado, se contempla un aumento de capital al Agrobanco de S/.70 millones durante el presente año. A pesar de estos efectos, los gastos de capital continuarían representando el 1.8% del PBI, debido a su bajo nivel nominal.

Con relación a los gastos financieros, estos ascenderían a US\$1,270 millones, ligeramente mayor (en US\$20 millones) a los previstos en nuestro reporte de proyecciones anterior, sobre la base de la actualización de los flujos elaborados por la Dirección General de Crédito Público del Ministerio de Economía, los mismos que han sido sensibilizados en función al efecto "mark to market" bajo un escenario moderadamente alcista de las tasas de interés internacionales.

FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO

(en millones de dólares)

	2003	2004 E	
		Inicial ^{1/}	Revisión
Usos			
Déficit Fiscal	1,071	1,000	1,017
Amortizaciones	1,727	1,750	2,036
Saldo a Financiar	2,799	2,750	3,053
Fuentes			
Financiamiento Externo	2,161	2,080	2,080
- Bonos Globales	1,246	1,000	1,000
Financiamiento Interno	587	550	752
- Bonos Soberanos	494	550	469
Privatizaciones	50	20	109
Otros	0	100	111

^{1/} Reporte Macroeconómico publicado el 1/12/03.

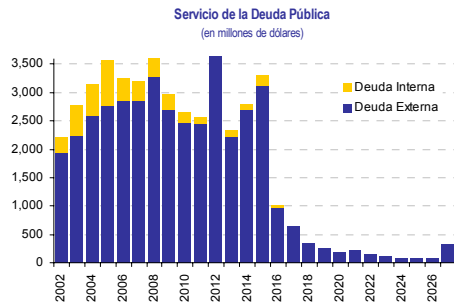
Fuente: BCRP-Estudios Económicos - BWS

Considerando nuestras proyecciones de ingresos y gastos del Gobierno Central, el resultado primario arroja un superávit de 0.5% del PBI, resultado que si bien es consistente con un déficit fiscal de 1.5% del PBI, aún es insuficiente para garantizar la sostenibilidad fiscal. De acuerdo con un informe del BID y del Banco Mundial el Perú requiere de un superávit primario de entre 1.1% y 1.3% del PBI entre el 2005 y el 2010 para reducir los indicadores de deuda pública y estabilizarlos en niveles sostenibles.

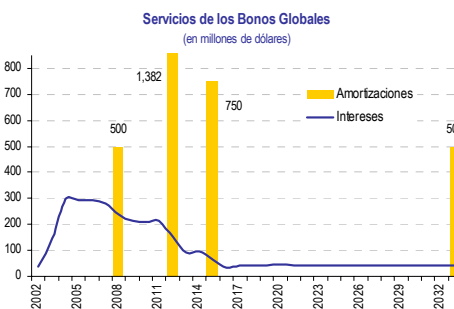
8.2. Financiamiento del Déficit

Los requerimientos de financiamiento del Sector Público revisados para este año apuntan a un monto de US\$3,050 millones, superior en US\$290 millones a nuestro estimado inicial, debido al aumento de los pagos de amortizaciones de la deuda pública interna (proveniente principalmente de obligaciones previsionales).

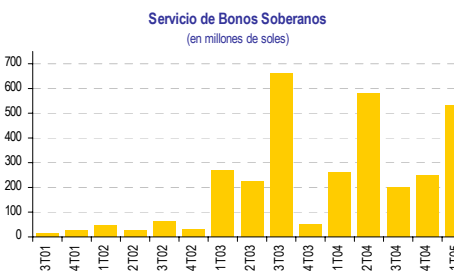
En el nivel de fuentes de financiamiento, hemos introducido los siguientes cambios en relación a nuestras proyecciones iniciales:



Fuente: DGCP. Elaboración: Estudios Económicos - BWS



Fuente: DGCP. Elaboración: Estudios Económicos - BWS



Fuente: MEF. Elaboración: Estudios Económicos - BWS

□ **En financiamiento externo:** mantenemos nuestro estimado de US\$2,080 millones para el presente año, provenientes de organismos internacionales¹⁶ (US\$1,080 millones) y de Bonos Globales (US\$1,000 millones), de los cuales US\$500 millones se colocaron en noviembre del año pasado y US\$500 millones en abril del presente año (a un plazo de 12 años). Cabe destacar que recientemente el Gobierno anunció su intención de emitir nuevos bonos en el mercado internacional con el propósito de reperfilarse el servicio de la deuda externa cancelando algunas acreencias al Club de París. Debido a la falta de detalles al respecto, este efecto no ha sido incorporado en nuestras proyecciones.

□ **En financiamiento interno:** Hemos elevado nuestro financiamiento interno de US\$550 a US\$750 millones, producto de la mayor emisión de Bonos de Reconocimiento a fin de cumplir con el pago de obligaciones previsionales retrasadas. En cuanto al financiamiento a través de Bonos Soberanos reducimos moderadamente nuestra estimación para el presente año de US\$550 millones (nivel máximo facultado por la Ley de Endeudamiento Público para el 2004) a US\$470 millones, pues las expectativas de aumento de tasas de interés internacionales haría menos atractivas las emisiones del Gobierno y, en todo caso, implicarían mayores costos de financiamiento por el mayor retorno exigido por los inversionistas.

□ **En ingresos por privatizaciones y concesiones:** Elevamos nuestra proyección inicial de US\$20 millones a US\$96 millones, gracias a los ingresos obtenidos por la venta de parte de las acciones que el Estado mantenía en Relapasa (US\$70 millones) y por cuotas de privatizaciones anteriores (US\$20 millones). No esperamos mayores ingresos por este concepto.

La revisión de nuestras proyecciones de financiamiento público nos permite reafirmarnos en la percepción de que el Sector Público no enfrentaría mayores inconvenientes para obtener el financiamiento necesario. Así, la relativa holgura que puede representar esta situación debería ser aprovechada para continuar con los esfuerzos que permitan asegurar la sostenibilidad fiscal, para lo cual se requiere entre otros aspectos de:

- i) Reperfilarse el servicio de la deuda pública, que permita, en las mejores condiciones financieras posibles, reducir la carga de los crecientes pagos de amortizaciones en los próximos años.
- ii) Implementar mecanismos de cobertura que permitan reducir el riesgo de tasas de interés y el riesgo de liquidez, puesto que el mercado de capitales, tanto local como internacional, continuaría siendo la principal fuente de financiamiento público (48% del total requerido). Este aspecto, que puede en un contexto de estabilidad permitir diversificar las fuentes de financiamiento, podría convertirse en un factor de

¹⁶ Nuestra proyección considera el desembolso de US\$250 millones provenientes del Banco Mundial, principalmente por nuevos créditos concertados para asistencia social, descentralización y el plan programático social (en total por US\$300 millones), cerca de US\$500 millones provenientes del BID (principalmente por créditos de apoyo a la competitividad, transporte urbano y programas habitacionales) y cerca de US\$300 millones provenientes de la CAF y del Club de París (Japón).

vulnerabilidad en situaciones de inestabilidad financiera, pues el mercado reacciona sensiblemente a los ruidos políticos y a la presencia de *shocks* externos.

Los esfuerzos desde el punto de vista financiero, serían insuficientes si no se emprenden las reformas necesarias en el aspecto económico y social, muchas de ellas ya esbozadas en el MMM¹⁷. Al respecto, temas como la Reforma de Estado (pues de acuerdo con el BID y el Banco Mundial el Perú se encuentra entre los países con gasto más inflexible en América Latina—86% del gasto asignado a compromisos inflexibles), la Reforma Tributaria (racionalización de exoneraciones tributarias) y la reforma previsional (que muestra algún avance con el cierre del régimen de “Cédula Viva”), tienen un carácter impostergable. Finalmente, una amenaza para la sostenibilidad fiscal la constituye la serie de contingencias que podría tener que afrontar el Estado por demandas judiciales o controvertidas medidas provenientes desde el Congreso.

9. Sector Monetario y Bancario

El manejo de la política monetaria, a través del esquema de metas explícitas de inflación, enfrentaría un importante reto durante el 2S04, que podría implicar un endurecimiento de la postura de la política ante las mayores presiones inflacionarias provenientes de factores de oferta. No obstante, este escenario afectaría moderadamente al sistema bancario, al menos en lo que resta del año, pues éste viene alcanzando un importante dinamismo impulsado por el crédito al comercio exterior, y por los créditos personales.

9.1. Política Monetaria

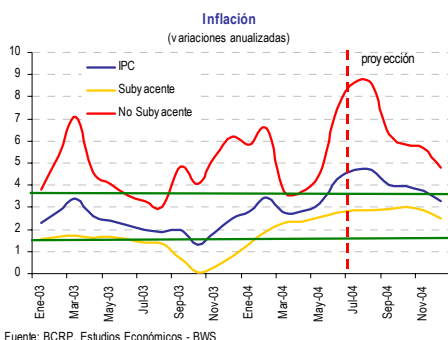
La aceleración del ritmo de crecimiento del nivel general de precios durante el 1S04, con una variación del IPC de 4.26% en términos anualizados, ha provocado cierta incertidumbre en el mercado en torno a si el BCR debiese optar por una postura contractiva en materia de política monetaria.

En nuestro reporte Proyecciones Macroeconómicas 2004 (publicado en noviembre del 2003) se consideró que el BCR mantendría una postura expansiva de la política monetaria, dado el bajo ritmo inflacionario, el crecimiento sostenido del PBI y la estabilidad de los mercados financieros interno y externo prevista en ese entonces. Sin embargo, el ente emisor mantuvo efectivamente la orientación expansiva durante el 1S04, a pesar de las presiones inflacionarias producidas por la presencia de *shocks* de oferta vinculados al brusco aumento de los precios internacionales de algunos alimentos importados, así como a condiciones climáticas adversas - escasez de lluvias- que afectaron la producción agrícola, por considerar que estos eventos tienen un carácter temporal¹⁸.

No obstante, la mayor permanencia en el tiempo que la prevista de tales *shocks* así como factores estadísticos (producto de variaciones negativas o cercanas a cero de la inflación entre mayo y agosto del 2003) han provocado una aceleración de la inflación (4.3% a junio) que

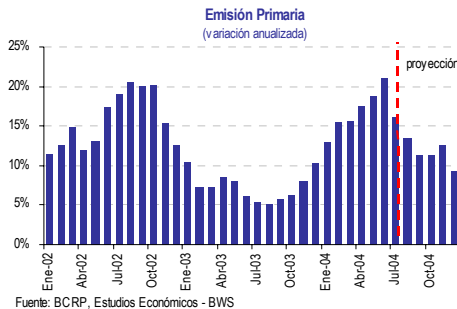
¹⁷ Reformas del Estado, tributaria, del sistema previsional, política, institucional, del mercado laboral, de la educación, así como la orientación de la política comercial, y social, y el desarrollo de infraestructura y promoción de la inversión privada son señaladas como las bases necesarias para el crecimiento en una economía estabilizada. Marco Macroeconómico Multianual 2005-2007. MEF. Páginas 4-16.

¹⁸ Reporte de Inflación Mayo 2004. BCR. Página 37.



Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS

podrían comprometer la meta trazada por el ente emisor (entre 1.5% y 3.5%), en el caso que tales *shocks* pierdan su naturaleza transitoria.



Tal como lo señalamos en la sección 4.2 del presente reporte, nuestras proyecciones de precios internacionales de alimentos importados apuntan a un moderado descenso en lo que resta del año. En el caso de las condiciones climáticas, la nueva temporada de lluvias se iniciaría a partir de octubre, por lo que recién en ese entonces se tendría una percepción si las condiciones se han normalizado. Si bien esta situación era prevista por el ente emisor, pues en su Reporte de Inflación del mes de mayo, señaló que “la trayectoria de la inflación últimos 12 meses proyectada se ubicaría por encima de 3.5% entre junio y noviembre debido a choques de oferta”, el carácter exógeno de estas variables resta margen de holgura para alcanzar la meta.

De otro lado, en sentido estricto, las decisiones de política monetaria se guían por el comportamiento de la inflación subyacente, es decir de aquella que aísla los componentes volátiles de la canasta básica¹⁹. Si bien tal indicador reporta una tendencia hacia el alza, la misma ha sido mucho más moderada (a junio registra un aumento anualizado de 2.7%) que el aumento del IPC. Nuestras proyecciones apuntan a que la inflación subyacente se ubique en 2.5% durante el presente año, tasa que es consistente con un aumento de 14.5% de la emisión primaria, un comportamiento relativamente estable del tipo de cambio y un crecimiento de 16.4% del crédito del sistema financiero en moneda nacional. Cabe destacar que el impacto de estas variables no es inmediato sobre la inflación, sino que su efecto se produce con distintos rezagos en el tiempo.

Del análisis anterior se desprende que si bien las presiones inflacionarias vienen ejercidas por el lado de la oferta, ante las mayor incertidumbre de los agentes del mercado, el BCR buscaría al mismo tiempo moderar el comportamiento de la inflación subyacente. En este contexto, creemos posible que:

- i) El BCR disminuya su participación en el mercado de cambios con el propósito de que una mayor apreciación del Nuevo Sol, impulse una reducción de los precios de los bienes transables expresados en términos de soles, y por tanto, contrarreste parcialmente el impacto de los *shocks* de oferta sobre el nivel de precios.
- ii) Se reduzca el ritmo de crecimiento anual de 21% registrado al 1S04 a 14.5% a fines de año, según lo estimado por el ente emisor.
- iii) Un aumento de las tasas de referencia del ente emisor, el mismo que tendría un carácter preventivo, pues daría una clara señal de la nueva orientación de la política monetaria, y contribuiría a la formación de expectativas más estables en el mercado financiero. No obstante, dependiendo de su magnitud, podría desacelerar el crecimiento de la demanda interna.

¹⁹ Como alimentos con precios volátiles (principalmente agrícolas), combustible, y tarifas de servicios de transporte y servicios públicos.

9.2. Sector Bancario

El mayor dinamismo de la economía, la situación relativamente holgada de la liquidez bancaria y el impulso del sector exportados, influyeron positivamente sobre la actividad crediticia durante el 1S04 poniendo fin a un ciclo de contracción del crédito. Asimismo, estos efectos compensaron el impacto negativo previsto por la aplicación del ITF, aunque las modificaciones introducidas a la norma (reducción de la tasa de 0.15% a 0.10% y la exoneración a las transacciones entre cuentas de un mismo titular) influyeron también en ese sentido.

Con respecto al crédito comercial, hemos revisado nuestras proyecciones al alza impulsado principalmente por el dinamismo del crédito al comercio exterior (que crecería 30% este año), asociado al aumento del intercambio comercial, el cual a su vez responde a la mayor oferta exportable, principalmente en el segmento no tradicional gracias al ATPDEA (textiles y joyería), al dinamismo de la economía mundial (principalmente en el caso de espárragos, frutas y productos químicos) y por una mayor disponibilidad de recursos hidrobiológicos (caso de harina de pescado)²⁰.

En menor medida, destaca el mayor dinamismo de los créditos otorgados a pequeñas y medianas empresas y a microempresas. Con respecto al crédito corporativo, la ausencia de proyectos de inversión de envergadura, y la culminación de procesos de reestructuración de pasivos tomando fondos del mercado de capitales, continuarían explicando el bajo desempeño previsto.

Otros créditos, como los relacionados al capital de trabajo (avances en cuantas corrientes, sobregiros, descuentos de letras y pagarés y *factoring*) mantendrían un crecimiento moderado, mientras que los vinculados a actividades de inversión (como el leasing y el *lease back*) no reportarían mayor dinamismo.

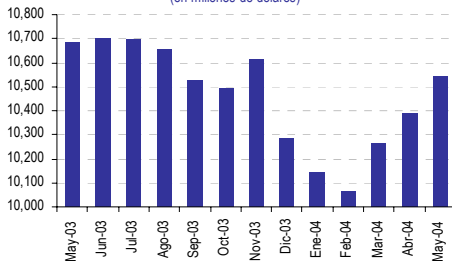
Con respecto a los créditos personales (consumo e hipotecario) mantenemos nuestras expectativas favorables para este año, gracias a la recuperación del nivel de ingreso (aumento de la capacidad de pago de la población) y al dinamismo del programa Mivivienda.

Por el lado de los depósitos, mantenemos nuestras expectativas de un comportamiento decreciente, básicamente debido a:

- i) La activa participación de los fondos de pensiones y los fondos mutuos en el mercado de capitales, principalmente durante el 1S04, financiando sus compras de activos con menores saldos depositados en los bancos (principalmente depósitos a plazo). Esta tendencia se moderaría durante el 2S04, debido que los emisores enfrentarían mayores costos financieros por la tendencia alcista de las tasas de interés internacionales.
- ii) Menores depósitos en ahorro, principalmente por parte de personas naturales con cierto grado de riqueza, que buscarían mercados más atractivos para colocar sus depósitos atraídos por las más altas tasas de interés internacionales y por el impacto negativo del ITF. Este efecto se reflejaría en un menor flujo de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos.

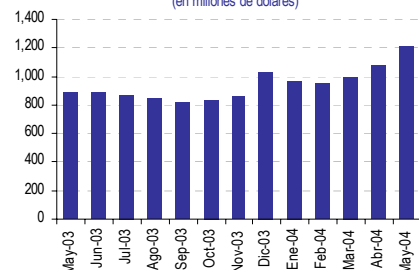
²⁰ Para un mayor detalle sobre el financiamiento bancario al comercio exterior ver sección enfoque del Reporte Semanal BWS del 24 junio del 2004.

Colocaciones Brutas
(en millones de dólares)



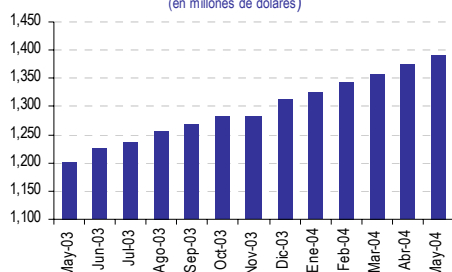
Fuente: Asbanc Elaboración: Estudios Económicos - BWS

Crédito al Comercio Exterior
(en millones de dólares)



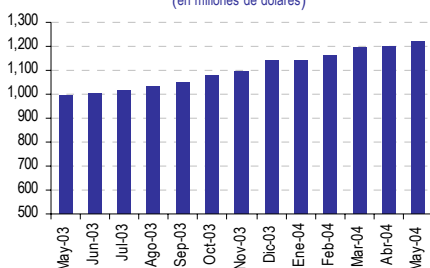
Fuente: Asbanc Elaboración: Estudios Económicos - BWS

Créditos Hipotecarios
(en millones de dólares)



Fuente: Asbanc Elaboración: Estudios Económicos - BWS

Créditos de Consumo
(en millones de dólares)



Fuente: Asbanc Elaboración: Estudios Económicos - BWS

- iii) Los factores anteriormente mencionados serían compensados en parte con un moderado aumento de los saldos de depósitos a la vista.

BALANCE DE RIESGOS Y RECOMENDACIONES

Los factores de riesgo que podrían afectar el entorno que sirve de base para el presente conjunto de proyecciones serían:

- **Que el retorno de la tendencia alcista de la cotización de petróleo**, producto de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, provoque una desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía mundial, especialmente en los EE.UU. y Europa, y reavive las presiones inflacionarias a nivel local e internacional, las mismas que tendrían como consecuencia una postura de política monetaria más agresiva de la Fed. Cabe destacar que nuestras proyecciones se basan en un precio promedio del petróleo de US\$36.8 por barril y en un incremento moderado de tasas de interés de la Fed, la misma que alcanzaría a fin de año un nivel de 1.75%.
- **Que el ajuste de la economía china sea severo**, lo que afectaría de manera importante la evolución de la cotización internacional de los principales *commodities*. Estamos previendo que los precios de exportación se incrementen en 19.8% y que el ajuste de la economía de China sea suave, alcanzado a fines de año una tasa cercana a 8%.
- **Que los shocks de oferta ligados al precio del petróleo, soya y trigo, así como las condiciones climáticas y problemas de abastecimiento ligados a conflictos sociales, sigan afectando de manera importante los precios domésticos de los alimentos**. Lo que llevaría al BCR a aplicar una política monetaria más restrictiva y eventualmente a considerar elevar su rango meta de inflación. Esto último, si bien está contemplado dentro del esquema de metas explícitas de inflación, constituiría un mal precedente a dos años de haber adoptado dicho esquema. Nuestra proyección de inflación para el año es 3.3%, previendo que la tendencia creciente de la inflación anual tenga su punto de inflexión en setiembre, ingresando nuevamente, al rango meta, en el mes de diciembre.
- **Un entorno de crisis política que afecte la gobernabilidad del país**. Hasta el momento existe un aparente divorcio entre lo político y lo económico, que estimamos siga de la misma manera.

Si bien este año se perfila como bueno, es indispensable que todos empecemos a pensar en el largo plazo, el sector empresarial, sobretodo aquel de medianas y pequeñas empresas, debería ya estar evaluando, por ejemplo, la mejor manera de aprovechar la oportunidad que nos brindará la firma del Tratado de Libre Comercio con los EE.UU.; el Gobierno, por su parte, debería acelerar la muy discutida en el papel pero no en los hechos, Reforma del Estado y encontrar los mecanismos que ayuden a mejorar la sostenibilidad fiscal de mediano y largo plazo, ante el inicio del ciclo alcista en tasas de interés.

Finalmente, creemos que el incremento de las tasas de interés no debe verse sólo como una amenaza o un riesgo para la economía, sino que debe entenderse como una respuesta a una mejora en la fortaleza de la economía internacional, no hay que olvidarnos que las tasas de interés están en su nivel más bajo de los últimos años y que por ejemplo en el 97 crecimos 6.8% con un entorno donde la tasa de la Fed estaba en 5.5% y las tasas locales, por ejemplo,

para préstamos hasta 360 días estaban en 31.1% en nuevos soles (más de 16 pp a la actual) y 15.6% para moneda extranjera (6.9 pp más que la actual), en otras palabras, hoy en día estamos por debajo de la tasa “neutral” o promedio de largo plazo. Por lo tanto, bajo el escenario moderado del ciclo alcista en tasas de interés, y el reinicio de la aceleración en el crecimiento económico, que estamos previendo, la economía no debería sufrir un impacto negativo importante, y debería adaptarse, mientras que el mercado de capitales debería continuar con su dinamismo.

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/América Latina</i>	211-6000 ax. 6556
Mario Guerrero Corzo	<i>Macro Monetaria/Precios/Bancos</i>	211-6000 ax. 6557
Rafael Romero Zelada	<i>Minería/Hidrocarburos/Commodities</i>	211-6000 ax. 6558
Miguel Leiva Torres	<i>Construcción/Telecom/Electricidad/Renta Fija-Variable</i>	211-6000 ax. 6205
Daniel Córdova Espinoza	<i>Manufactura No Primaria/Comercio/Internacional</i>	211-6000 ax. 6661

BWS Sociedad Agente de Bolsa

Boris Ljubic Ugarte	<i>Gerente General</i>	211-6040
Sonia Obregón de Espinoza	<i>Gerente Control Interno</i>	211-5911
Aurelio Díaz Pro	<i>Head Trader Renta Variable/Fija</i>	440-3456
Bruno Calle Méndez	<i>Head Trader Bolsa Productos</i>	211-5921
Liliana García Gonzales	<i>Jefe Comercial</i>	211-5914
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>	



Enrique Spihlmann Denegri	<i>Gerente General</i>	211-6714
Carlos Farro Ruiz	<i>Gerente de Inversiones</i>	211-6726
Martín Palmer Bardales	<i>Gerente Comercial</i>	211-6050