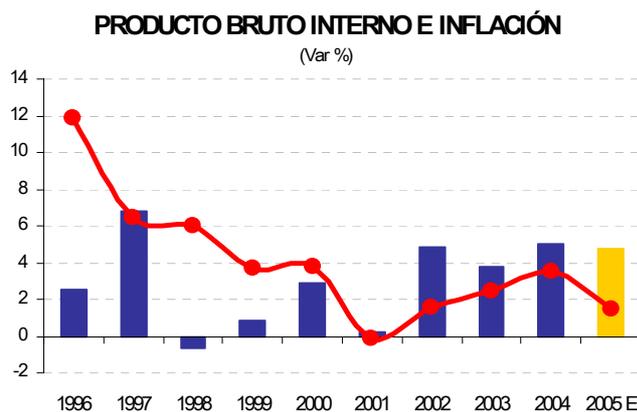


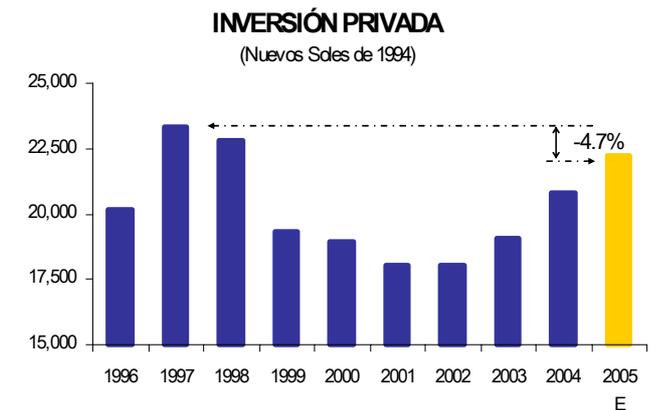
REVISION DE PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2005

RESUMEN EJECUTIVO

- Durante el 2005, **la economía crecería a una tasa de 4.7%**, sustentada por tercer año consecutivo en los sectores vinculados a la demanda interna. Así, preveemos que los sectores no primarios registren una expansión de 5.1% como resultado del mayor dinamismo de los sectores industrial no primario (5.7%), construcción (5.1%), comercio (4.5%) y las actividades ligadas al turismo (6.6%). Cabe señalar que el 2005 sería el séptimo año de crecimiento consecutivo, período en el cual destaca el dinamismo de la economía en los últimos cuatro años, con una tasa promedio anual de 4.6%.
- Por el lado del gasto, **la inversión privada se constituiría nuevamente en el motor del crecimiento de la economía (6.9%)** y en menor medida las exportaciones (4.6%), cuyo crecimiento se desaceleraría luego de haber crecido 15.2% en el 2004. Sin embargo, cabe señalar que en valores reales, la inversión privada aún cerraría el año 5% por debajo de los niveles registrados en 1997.



Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

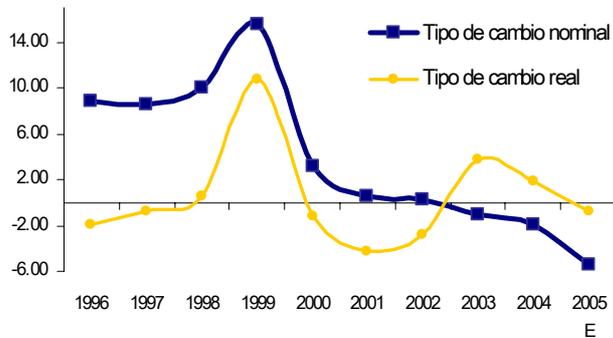


Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

- La inversión privada sustentaría su tasa de crecimiento, principalmente, en el inicio de la ejecución de varios proyectos de gran envergadura como la construcción de la planta de sulfuros de la minera Cerro Verde, la modernización de la fundición de Ilo de la empresa Southern Perú y la fase de exportación del proyecto de gas de Camisea. Las buenas perspectivas de la inversión se reflejarían, según nuestros estimados, en **un incremento de 11% en las importaciones de bienes de capital**.
- El mercado cambiario seguiría enfrentando a lo largo del año, especialmente durante el IS05, presiones apreciatorias del Nuevo Sol, producto principalmente del saldo positivo en la balanza comercial (alrededor de US\$3,000 millones), mayores remesas de peruanos en el exterior (alrededor de US\$1,700 millones), debilidad del Dólar estadounidense a nivel mundial y el proceso de desdolarización financiera. La tendencia apreciatoria del Nuevo Sol podría ser parcialmente contrarrestada en el segundo semestre del año como consecuencia de la elevación de la tasa de interés de la Fed por encima de la tasa de interés referencial del BCRP y en menor medida por el inicio del calendario electoral hacia fines de año. Como consecuencia de lo anterior, **esperamos que en promedio el tipo de cambio registre una apreciación nominal de 5.3% y real de 0.8%**.

TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y REAL

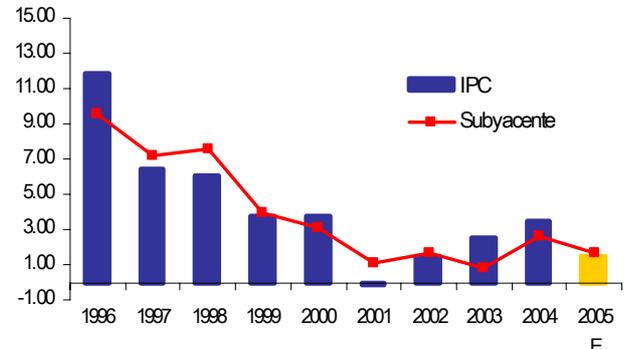
(Var % promedio de período)



Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

INFLACIÓN ANUAL

(En %)

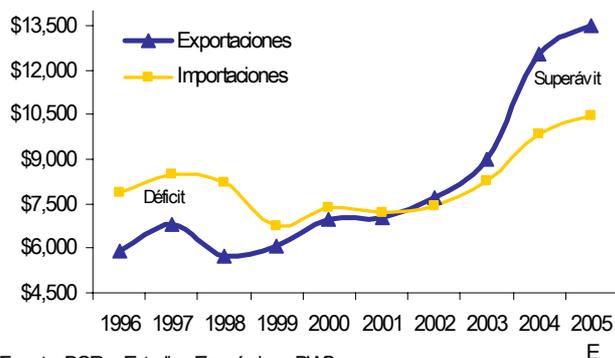


Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

- La **tasa de inflación anual cerraría alrededor de 1.5%**, con tendencia a la baja, por la probabilidad de que se generen a lo largo del año, especialmente hacia finales del segundo trimestre, expectativas deflacionarias. En general el 2005 será un año dominado por la corrección a la baja de la mayoría de los precios, especialmente de los rubros de alimentos. Los rubros de combustibles y transportes podrían elevarse por encima del promedio de mantenerse los altos precios internacionales del petróleo que se vienen registrando.
- Dado que en el 2004 el índice de precios de exportación (IPEX) creció en 17%, el 2005 se presenta como un año con una evolución estable en los precios de nuestros principales *commodities* de exportación, así prevemos que el IPEX se incremente ligeramente 3.4%, por lo que los **términos de intercambio registrarían un crecimiento marginal de 0.2%**.
- Si bien las exportaciones de bienes se desacelerarían principalmente por efecto precio, prevemos que éstas alcancen un nivel de US\$ 13,498 millones (7.6% de crecimiento). Por su parte de las importaciones registrarían un nivel de US\$ 10,482 millones, con lo cual **el superávit de la balanza comercial superaría los US\$3,000 millones**. Este sería el cuarto año consecutivo de superávit comercial que se genera por un mayor intercambio comercial, a diferencia del registrado a finales de los 80 que fue producto de una recesión económica.
- El dinamismo exportador estaría sustentado básicamente en el **crecimiento de las exportaciones tradicionales (6.4%)** por mayores exportaciones de zinc (19.1%) y oro (5.7%). Por su parte, las **exportaciones no tradicionales crecerían (10.6%)** debido a las mayores ventas al exterior de productos agroindustriales, químicos y minerales no metálicos, lo que sería parcialmente contrarrestado por la drástica desaceleración de las exportaciones de productos textiles y de confecciones ante la mayor competencia de productos chinos en nuestros principales mercados de destino.

BALANZA COMERCIAL

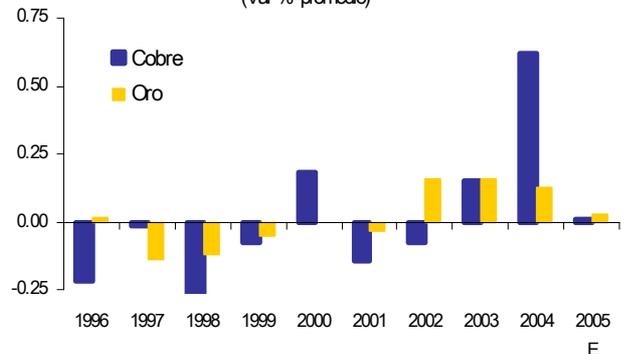
(Millones de US\$)



Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

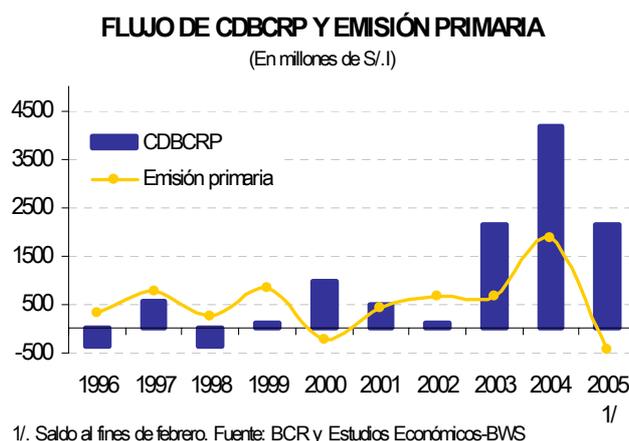
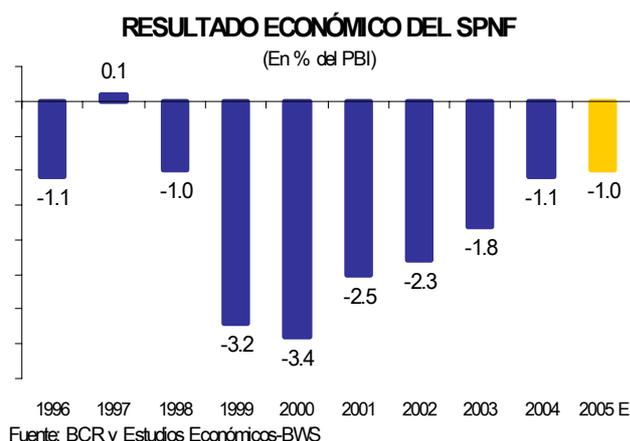
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL COBRE Y ORO

(Var % promedio)



Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

- Como consecuencia, principalmente, del superávit comercial, a fines del 2005 **la balanza en cuenta corriente registraría, luego de 26 años, un superávit (0.2% del PBI).**
- Por el lado fiscal, prevemos que **el resultado económico del 2005 será negativo en 1.0% del PBI**, afianzando la trayectoria decreciente del déficit fiscal en los últimos cuatro años. A lo largo del año no existirían mayores presiones de financiamiento, como consecuencia del aumento en los ingresos y el moderado aumento en los gastos. El supuesto principal de nuestra proyección fiscal es que el Ministerio de Economía mantendrá la disciplina fiscal mostrada hasta ahora. Sin embargo por marcar, este año, el inicio del calendario electoral, podrían presentarse una serie de demandas por mayores gastos que de ser aceptadas por factores políticos y no técnicos afectarían el resultado económico del sector público.
- En términos de **política monetaria el Banco Central de Reserva enfrentaría durante el año dos dilemas** relacionados al elevado saldo de certificados de depósitos, con los cuales esteriliza sus compras de moneda extranjera (que a la fecha están por alcanzar los US\$1,000 millones) y por el otro la tendencia decreciente de la inflación podría exacerbarse durante el segundo semestre, con lo cual el BCR tendría que disminuir su tasa de interés de referencia (contra la tendencia mundial) y/o tratar de elevar el nivel del tipo de cambio nominal vía mayores compras de moneda extranjera, lo que le acarrearía mayores costos. **En general vemos una política monetaria con una posición neutra con tendencia a expansiva.**



PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 ^{1/}
Sector Real (Var%)										
Producto Bruto Interno	2.5	6.8	-0.6	0.9	2.8	0.3	4.9	3.8	5.1	4.7
VAB Sectores Primarios	4.5	5.5	-1.0	12.5	5.7	2.8	7.0	2.8	2.8	3.4
VAB Sectores No Primarios	2.3	6.9	-0.7	-0.9	2.1	-0.2	4.4	3.8	5.8	5.1
Demanda Interna										
Consumo privado	3.1	4.5	-0.9	-0.4	3.5	1.4	4.4	3.1	3.3	3.9
Inversión bruta fija privada	-2.2	16.0	-2.4	-15.2	-2.1	-4.7	0.1	5.4	9.4	6.9
Precios y tipo de cambio										
Inflación anual	11.8	6.5	6.0	3.7	3.7	-0.1	1.5	2.5	3.5	1.5
TC promedio (S/.xUS\$)	2.45	2.66	2.93	3.38	3.49	3.51	3.52	3.48	3.41	3.23
TC fin (S/.xUS\$)	2.60	2.73	3.16	3.51	3.53	3.45	3.52	3.46	3.28	3.21
Sector Externo (millones de US\$)										
Balanza en cuenta corriente	-3,646	-3,367	-3,321	-1,465	-1,559	-1,159	-1,127	-1,061	-71	121
(% del PBI)	- 6.5	- 5.7	- 5.9	- 2.8	- 2.9	- 2.2	- 2.0	- 1.8	-0.1	0.2
Balanza Comercial	-1,991	-1,678	-2,437	-655	-411	-195	306	731	2,729	3,016
Exportaciones de bienes	5,878	6,825	5,757	6,088	6,955	7,026	7,723	8,986	12,547	13,498
Importaciones de bienes	7,869	8,503	8,194	6,743	7,366	7,221	7,417	8,255	9,818	10,482
Flujo de RIN del BCRP	1,899	1,629	-986	-780	-224	433	985	596	2,437	1,500
Sector Fiscal (% del PBI)										
Resultado Económico del SPNF	-1.1	0.1	-1.0	-3.2	-3.4	-2.5	-2.3	-1.8	-1.1	-1.0

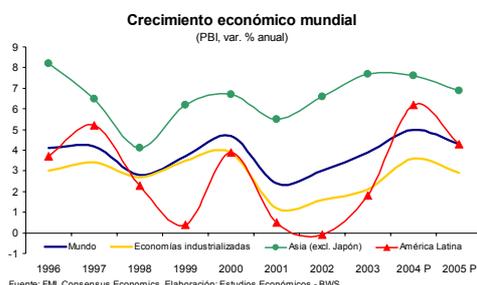
^{1/} Proyección. Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

CONTENIDO

PANORAMA INTERNACIONAL	4
ECONOMÍA PERUANA.....	6
1. Tipo de Cambio	6
2. Nivel de Precios	8
3. Demanda y Oferta Global.....	9
4. Producción Sectorial	9
4.1. Sector Agropecuario.....	9
4.2. Sector Pesca	10
4.3. Sector Minería e Hidrocarburos.....	11
4.4. Sector Manufactura	12
4.5. Sector Construcción	13
4.6. Sector Comercio.....	14
5. Sector Externo.....	14
5.1. Términos de intercambio	14
5.2. Balanza Comercial	15
5.3. Exportaciones.....	15
5.4. Importaciones.....	17
5.5. Balanza en Cuenta Corriente y Balanza de Pagos	17
6. Sector Fiscal.....	18
6.1. Déficit Fiscal	19
6.2. Financiamiento del Déficit	21
7. Sector Monetario.....	22
BALANCE DE RIESGOS	24

PANORAMA INTERNACIONAL

Panorama general



La economía mundial habría registrado en el 2004 un crecimiento de casi 5%, y mantendría un fuerte ritmo expansivo en el 2005, previéndose una tasa superior a 4%. Este año se consolidaría la fase expansiva en EE.UU., aunque desacelerándose por la reversión de las políticas fiscal y monetaria expansivas, lo cual se reflejaría en un menor crecimiento en el resto del mundo. Sin embargo, varias economías, en particular China e India, aún registrarían un elevado crecimiento. Por su parte, el dinamismo económico en la Eurozona se mostró particularmente débil el año pasado, y se prevé que en el 2005 se reactivaría muy levemente.

De esta forma, la fase expansiva de la economía mundial se reafirmaría en el 2005, dada la creciente integración comercial, financiera y del mercado laboral a escala global. Sin embargo, los riesgos económicos y geopolíticos generarían volatilidad en los mercados financieros, y en el mediano plazo podrían alterar dicha sincronización vía el impacto en las diferentes economías. Entre estos riesgos destacan: i) la trayectoria de los déficit fiscal y externo en

Economías industrializadas: Proyecciones 2005

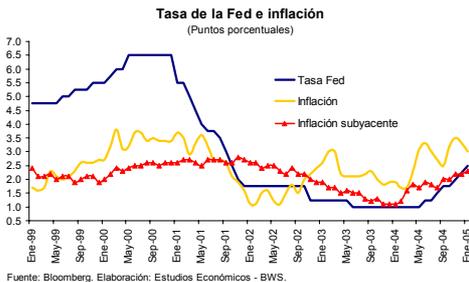
País	Crec. % PBI		Inflación (%)	
	2004	2005 P	2004	2005 P
EE.UU.	4.4	3.6	3.3	2.6
Eurozona	2.0	1.6	2.4	2.0
Japón	2.6	2.0	0.2	-1.3
Reino Unido	3.1	2.5	1.6	2.9

Fuente: FMI, Bloomberg. Elaboración: Estudios Económicos - BWS.

EE.UU., ii) en menor medida, el persistente déficit fiscal de las mayores economías europeas y en Japón, y iii) los precios del petróleo, que se mantendrían elevados en el 2005.

EE.UU.

La economía norteamericana creció 4.4% en el 2004, la mayor tasa desde 1999, y crecería 3.6% en el 2005 ante la fortaleza del consumo privado y del mercado laboral, la mayor inversión y el crecimiento de la productividad, y pese a la reversión de las políticas fiscal y monetaria expansivas. No obstante, este crecimiento se ha logrado a costa de un fuerte aumento de los déficit fiscal y externo, que disminuirían solo marginalmente en el 2005, generando presiones devaluatorias en el Dólar y alcistas en las tasas de interés. Asimismo, para evitar que la inflación sea un riesgo en el presente año, la Fed seguiría elevando la tasa de fondos federales, que podría ubicarse entre 3.75% y 4% a fines del 2005, asumiendo que el crecimiento económico y la inflación no se aceleren significativamente. En este nivel de tasas la economía alcanzaría un crecimiento sólido sin generar presiones inflacionarias (“tasa neutral”).

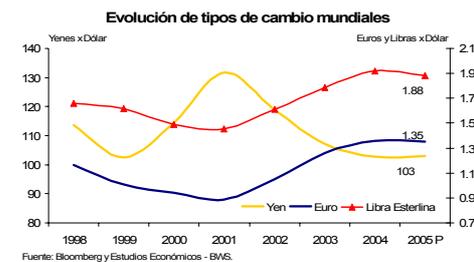


Con relación a los “déficit gemelos”, el gobierno busca reducir la brecha fiscal a la mitad hacia el 2009 (4.7% del PBI en el 2004) vía una drástica contracción del gasto. Sin embargo, existe el riesgo de que siga aumentando el gasto en defensa y seguridad nacional, así como el costo de una eventual reforma del sistema de pensiones. Así, existe incertidumbre sobre cuánto pueda reducirse este déficit; en todo caso, no sería una reducción significativa. Por su parte, el fuerte crecimiento económico y los elevados precios del petróleo dificultarán la reducción del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, el cual disminuiría de 5.4% del PBI en el 2004 a apenas 5.1% este año. En consecuencia, en el 2005 persistirán fuertes presiones devaluatorias sobre el Dólar y las tasas de interés continuarán elevándose gradualmente.

Europa

Luego de crecer 2% en el 2004, el PBI de la Eurozona se desaceleraría en el 2005. Así, el Banco Central Europeo (BCE) redujo su proyección de crecimiento para el 2005 de un rango entre 1.4% y 2.4% a uno entre 1.2% y 2%. Ello obedece a factores estructurales, tales como el rígido mercado laboral, las tendencias demográficas y la debilidad del consumo. Por su parte, el PBI del Reino Unido, tras expandirse 3.1% el año pasado, crecería cerca de 2.5% en el 2005, desacelerándose moderadamente, pero aún mostrándose más dinámico que en la Eurozona.

De otro lado, repercutirían negativamente en la evolución de ambas economías: i) una política fiscal más restrictiva, dados los elevados déficit en las principales economías y los temores sobre la sostenibilidad financiera en el largo plazo (costo futuro de los sistemas estatales de pensiones), y ii) la persistente debilidad del Dólar frente al Euro, que continuaría encareciendo las exportaciones europeas a EE.UU. y frenando el crecimiento regional. Al respecto, el Euro se apreció 7.5% frente al Dólar el 2004, y la mayoría de proyecciones apunta a una nueva apreciación en el 2005¹, aunque menos pronunciada. Esta evolución ha contribuido a atenuar las presiones inflacionarias, por lo que el BCE podría no elevar su tasa de interés referencial en el 2005 (ahora en 2%), aumentando así el diferencial entre las tasas en dólares y euros.



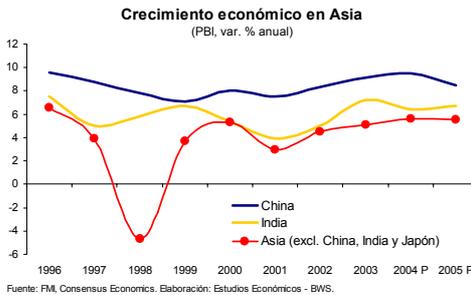
Fuente y elaboración: Estudios Económicos-BWS

¹ Según el consenso del mercado, el tipo de cambio promedio aumentaría de 1.244 a 1.33 dólares por Euro, mientras que el tipo de cambio fin de período caería de 1.355 a 1.35 dólares por Euro en el 2005.

Economías asiáticas

Las principales economías asiáticas experimentarán una leve desaceleración en el 2005, aunque varias de ellas seguirán mostrándose atractivas para los flujos de capitales (sobre todo para inversión extranjera directa), dada la profundización de las reformas estructurales y su potencial de crecimiento, a lo cual contribuirá la relativa abundancia de liquidez internacional.

La economía japonesa, tras crecer 2.6% en el 2004, mostraría una menor expansión en el presente año (cerca de 2%), asociada al bajo crecimiento del consumo y la inversión, la lenta reestructuración del sistema financiero y la apreciación del Yen frente al Dólar (4.3% en el 2004). Por su parte, destacará nuevamente el fuerte crecimiento de las economías de China e India, por el incremento de la productividad y el fuerte flujo de capitales. Tras expandirse 9.5% en el 2004, la economía china crecería entre 8% y 8.5% en el 2005, pese a las medidas fiscales y monetarias restrictivas que se vienen aplicando. Dado que uno de los elementos de este fuerte dinamismo es la paridad Dólar – Yuan, ésta se mantendría en el presente año, pese a las críticas de EE.UU. y la Unión Europea. En consecuencia, la demanda china por materias primas, así como por bienes y servicios, continuará siendo fuerte en el 2005.



América Latina: Proyecciones 2005

País	Crec. % PBI		Inflación (%)	
	2004	2005 P	2004	2005 P
Argentina	8.8	6.3	6.1	7.9
Brasil	5.1	3.7	7.6	5.9
Chile	5.9	5.8	2.4	2.4
Colombia	3.6	3.8	5.5	5.3
México	4.4	3.8	5.2	3.9
Perú	5.1	4.7	3.5	1.5
Venezuela	17.3	5.2	19.2	19.4
América Latina	6.2	4.3	7.2	6.2

América Latina

En línea con el ritmo de expansión mundial – el de EE.UU. en particular –, América Latina desaceleraría su crecimiento, de 6.2% el año pasado a 4.3% en el 2005. En la medida en que se mantienen las tendencias del 2004, dicho crecimiento implicaría una expansión del consumo y de la inversión, así como un nuevo aumento de las exportaciones (aunque los precios de las materias primas, en general, se mantendrían alrededor de los niveles del 2004).



Uno de los factores que impulsará el crecimiento de la región será la relativa abundancia de liquidez internacional, que se reflejaría en mayores flujos para inversiones de portafolio y para inversión extranjera directa. Ello sería resultado de que, pese a la tendencia alcista en las tasas internacionales en dólares, en general los rendimientos ofrecidos por instrumentos financieros de la región seguirían siendo superiores a los de economías industrializadas, lo que también continuará generando presiones a la apreciación de las monedas latinoamericanas. De otro lado, el éxito del intercambio de deuda impaga argentina se sumaría al lento, aunque constante, progreso en la implementación de reformas estructurales en la región, disminuyendo los diferenciales de riesgo país respecto a la mayoría de economías en grado de inversión.

Finalmente, aunque el riesgo político se mantiene elevado en varios países, el riesgo de que se produzcan cambios fundamentales en el 2005 en las mayores economías es relativamente bajo, de modo que no se prevén modificaciones sustanciales de política económica. Sobretodo porque el año “electoral” por excelencia será el 2006, año en el cual se registrarán seis procesos electorales, entre los cuales destacan Perú (abril), México (julio) y Brasil (octubre).

Calendario de Elecciones Presidenciales en América Latina

2005		2006		2007	
Chile	Diciembre	Perú	Abril	Argentina	Abril
		Colombia	Mayo	Bolivia	Junio
		Venezuela	Julio		
		México	Julio		
		Ecuador	Octubre		
		Brasil	Octubre		

Fuente: Electionworld.org. Elab. Estudios Económicos-BWS

ECONOMÍA PERUANA

A continuación, detallaremos los principales cambios en nuestras previsiones macroeconómicas para el presente año.

1. Tipo de Cambio

Las presiones de apreciación del Nuevo Sol continuarían durante el 2005, como consecuencia, principalmente de:

Tipo de Cambio

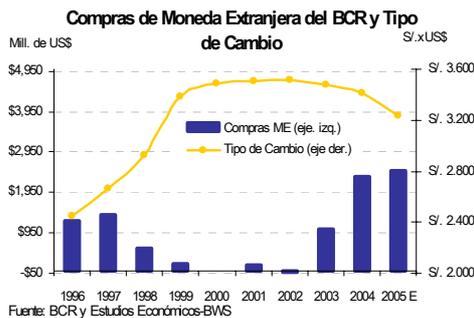
	2003	2004	2005 E
TIPO DE CAMBIO NOMINAL			
S/.x US\$ (Fin de período)	S/. 3.46	S/. 3.28	S/. 3.21
Var %	-1.5%	-5.2%	-2.2%
S/.x US\$ (Promedio de período)	S/. 3.479	S/. 3.414	S/. 3.231
Var %	-1.1%	-1.9%	-5.3%
S/.x Euro (Promedio de período)	S/. 3.94	S/. 4.25	S/. 4.30
Var %	18.0%	8.0%	1.4%
TIPO DE CAMBIO REAL			
TCR multilateral (prom)	3.7%	1.8%	-0.8%
TCR multilateral (fin)	7.5%	-1.3%	-1.0%

Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

- ❑ Los mejores fundamentos previstos para la economía,
- ❑ El aún favorable entorno internacional,
- ❑ La debilidad del Dólar a nivel mundial,
- ❑ El dinamismo del comercio exterior y de los flujos de capitales, y,
- ❑ El proceso de desdolarización financiera por el que atraviesa la economía peruana.

Sin embargo, al igual que lo sucedido en el año 2004, **el determinante final del precio de la divisa estará en función de la política de intervenciones del BCRP**, pues con su participación en el mercado de cambios intenta compensar en parte las presiones de sobre oferta de moneda extranjera. En su último Reporte de Inflación (Enero'05), el BCRP ha dejado constancia de que continuará ejerciendo esta política². Incluso durante los primeros dos meses y medio del año, la misma ha sido más agresiva, con compras cercanas a los US\$1,000 millones, que más que duplican a las compras efectuadas en similar periodo del año 2004.

Un elemento adicional a tener en cuenta es que la tendencia apreciativa del Nuevo Sol podría ser parcialmente contrarrestada en el segundo semestre como consecuencia de la elevación de la tasa de interés de la Fed por encima de la tasa de interés referencial del BCRP y en menor medida por el inicio del calendario electoral hacia fines de año



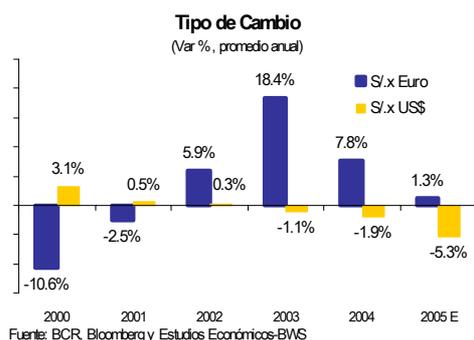
Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

En función de los factores explicados, nuestras previsiones para el **tipo de cambio nominal** apuntan a que, bajo un escenario conservador y moderadamente probable, el nivel promedio se ubique alrededor de **S/3.23** por Dólar para el presente año, el mismo que sería consistente de acuerdo a nuestro modelo de proyecciones con compras del ente emisor superiores a los US\$2,500 millones. Ello implicaría un descenso de 5.3% respecto al precio de Dólar promedio del año 2004.

Esta proyección considera un escenario en el cual durante el IS05 el tipo de cambio pueda descender a niveles alrededor de S/3.20 para mantenerse en esos niveles durante el IIS05 y cerrar el año alrededor de los S/3.21.

Por el contrario, prevemos **que el Nuevo Sol se depreciaría en promedio 1.4% con respecto del Euro**, debido al mayor ritmo de apreciación que registraría la divisa europea respecto al Dólar.

Para el año 2005 esperamos que las divisas de nuestros principales socios comerciales continúen apreciándose respecto del Dólar (principalmente el Euro y el Yen³), reaccionando a los abultados déficits estructurales de la economía norteamericana. No obstante, la competitividad que obtendría la economía peruana por este efecto, sería compensada por el descenso del tipo de cambio nominal y por el nivel de inflación esperado, por lo que luego de dos años consecutivos de aumentos en el tipo de cambio real multilateral promedio, creemos que este año registraría un leve descenso (-0.8%).



Fuente: BCR, Bloomberg y Estudios Económicos-BWS

² La política de intervenciones esterilizadas es una estrategia que consiste en la emisión de CDBCRP con el fin de retirar (esterilizar) el exceso de liquidez del sistema financiero como consecuencia de las compras de dólares efectuadas por el BCRP.

³ Se asumen cotizaciones promedio de 1.33 dólares por euro y de 104 yenes por Dólar. Se considera que durante el presente año China mantendría su postura de no reevaluar el Yuan (8.28 yuanes por Dólar).

2. Nivel de Precios

Para el año 2005 seguimos considerando que **las presiones inflacionarias continuarán diluyéndose**, por lo que la trayectoria de la inflación confluiría hacia el tramo inferior del rango meta (entre 1.5% y 2.5%). Así prevemos para fin de año una tasa de inflación de 1.5%. Sin embargo no descartamos que hacia finales del segundo trimestre se puedan generar expectativas deflacionarias que lleven la tasa de inflación hacia un nivel mucho más bajo.

❑ A **nivel de alimentos con precios volátiles** (14.8% de la canasta del IPC) estimamos un incremento de 0.4%, menor al registrado el año anterior (1.9%).

❑ **Otros factores** contribuirían también a mantener la estabilidad de los precios, tales como:

➤ La mayor competencia en el mercado interno, principalmente en sectores de consumo masivo, como el de cervezas (donde se espera que Ambev empiece a competir a partir del segundo semestre presionando los precios sensiblemente hacia la baja), helados (en el verano), detergentes, pasajes aéreos, y precios en supermercados y centros comerciales; estos últimos sobre todo hacia fines de año. Ello se viene reflejando en los más ajustados márgenes obtenidos por comerciantes e industriales, los cuales afrontan dificultades en trasladar incrementos de costos al consumidor.

➤ La menor probabilidad de *shocks* de oferta por el lado de alimentos e insumos importados, como la soya y el trigo, pues la normalización de las condiciones climáticas en los principales países productores mantendría un adecuado abastecimiento al mercado, y,

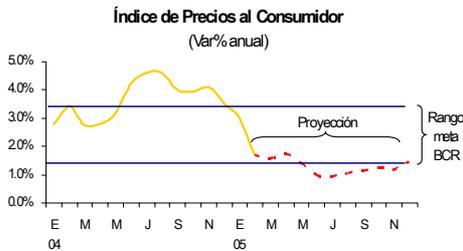
➤ La apreciación del tipo de cambio.

❑ El **rubro combustibles** (3.9% de la canasta del IPC) podría contrarrestar parcialmente la tendencia a la baja de la inflación, dado los altos precios del petróleo a nivel internacional. Sin embargo, ello podría ser atenuado de prosperar la intención del gobierno de minimizar la volatilidad de los precios haciendo del Fondo de Estabilización de precios de los combustibles un mecanismo permanente⁴.

❑ El **rubro de Servicios Públicos (4.6% de la canasta del IPC)** reportaría un descenso de 1.7%, como consecuencia de la reducción de las tarifas eléctricas y telefónicas. En el primer caso, debido a las mejores condiciones pluviométricas (mayor disponibilidad de agua para la generación hidroeléctrica) y a la modificación a la Ley de Concesiones Eléctricas, la cual hace más transparente la determinación futura de las tarifas. En el segundo caso, como consecuencia de la aplicación del nuevo factor de productividad⁵ a la telefonía fija y de larga distancia, y por la reducción de las tarifas de llamadas fijo-celular (30% entre el 2004 y el 2006), según un acuerdo entre las compañías y el ente supervisor.

⁴ El Ministerio de Energía y Minas ha presentado un proyecto para elevar a rango de ley tal mecanismo, con un fondo permanente de S/.100 millones. Actualmente, el fondo tiene una cobertura de S/.40 millones y está vigente hasta marzo del 2005.

⁵ El factor de productividad para telefonía fija vigente para el periodo setiembre 2004–agosto 2007 es de 10.38.



Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

Comportamiento esperado de alimentos con precios volátiles

Factores al alza

PESCADOS Y MARISCOS

Relativa escasez a pesar de condiciones oceanográficas más adecuadas.

FRUTAS, HORTALIZAS, LEGUMBRES

Por una mayor demanda.

ARROZ

Precio se mantendría elevado por restricciones fitosanitarias.

Factores a la baja

TUBERCULOS Y OTROS ALIMENTOS

Intención de siembra de la campaña agrícola 2004-2005 es superior en 22.7%, por mayor disponibilidad de agua

AZUCAR

Recuperación de los niveles de refinación y mayor volumen de importaciones.

HORTALIZAS Y LEGUMBRES

Mayor producción agrícola

Fuente y Elaboración: Estudios Económicos - BWS

OFERTA Y DEMANDA GLOBAL

(variación porcentual real)

	2003	2004 E	2005 E
Oferta Global	3.7	5.7	4.5
PBI	3.8	5.1	4.7
Importaciones	3.3	9.5	3.5
Demanda Global	3.7	5.7	4.5
Demanda Interna	3.3	3.9	4.5
Consumo privado	3.1	3.3	3.9
Consumo público	2.9	3.9	4.0
Inversión Bruta Fija	5.4	8.3	7.0
-Privada	5.4	9.4	6.9
-Pública	5.0	2.8	7.3
Exportaciones	5.9	15.2	4.6

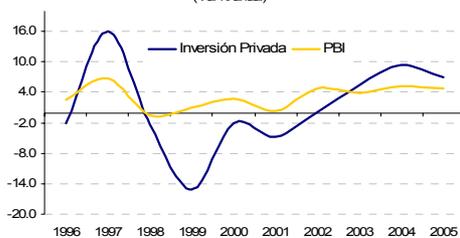
Nota:

PBI nominal (en millones soles)	S/. 210,748	S/. 233,432	S/. 248,010
PBI nominal (en millones dólares)	\$60,577	\$68,375	\$76,748

Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

PBI e Inversión Privada

(Var% anual)



Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

PRODUCTO BRUTO INTERNO

(Variación porcentual real)

Sector Económico	2003	2004	2005E
Agropecuario	2.3	-1.1	3.9
Pesca	-12.6	28.3	-1.0
Minería e Hidrocarburos	6.9	5.4	4.1
Minería metálica	7.7	5.2	2.5
Petróleo y gas	-4.5	7.1	22.4
Manufactura	2.1	6.7	4.8
Primaria	-1.8	4.6	1.1
No primaria	3.2	7.2	5.7
Construcción	4.2	4.7	5.1
Comercio	3.8	4.7	4.5
Otros servicios	4.0	6.0	5.0
VAB	3.6	5.2	4.7
Impuestos	5.3	4.1	4.8
PBI	3.8	5.1	4.7
VAB primario	2.8	2.8	3.4
VAB No primario	3.8	5.8	5.1

Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

3. Demanda y Oferta Global

Durante el 2005 el PBI crecería 4.7% sustentado en el mayor dinamismo de la demanda interna (4.5%) y en menor medida por el crecimiento de las exportaciones (4.6%).

El crecimiento de la demanda interna estaría impulsada por

- El incremento de la **inversión privada** (6.9%) que registraría al igual que en los últimos dos años, un crecimiento por encima del PBI, explicado por la estabilidad macroeconómica, por la reducción del riesgo y por las oportunidades de inversión, en particular, en el sector minero. El inicio de la ejecución de varios proyectos de gran envergadura como la construcción de la planta de sulfuros de la minera Cerro Verde, la modernización de la fundición de Ilo de la empresa Southern Perú y la fase de exportación del proyecto de gas de Camisea respaldarían dicha tasa de crecimiento. Las buenas perspectivas de la inversión se reflejarían, según nuestros estimados, en un incremento de 11% en las importaciones de bienes de capital.

- El **crecimiento** del **consumo privado** (3.9%) sustentado en la gradual recuperación de los niveles de empleo y de los ingresos de los trabajadores, la mayor confianza de los consumidores y la expansión del crédito.

- El crecimiento del **consumo público** (4.0%) considerando el ya programado aumento de remuneraciones a algunos sectores de la administración pública y las disposiciones de austeridad fiscal en las adquisiciones de bienes y servicios. Por último la **inversión pública** (7.3%) se vería beneficiada por una mayor capacidad de gasto del gobierno asociada a una mejora en la recaudación tributaria así como a la baja base de comparación del 2004 debido a las dificultades presentadas en la ejecución del gasto de capital.

4. Producción Sectorial

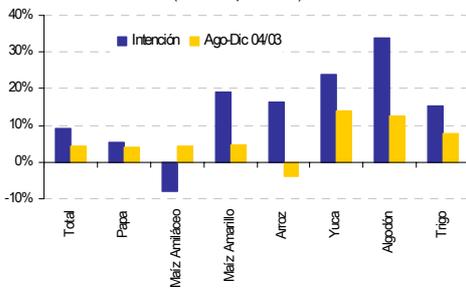
Durante el 2005 el Valor Agregado Bruto (VAB) registraría un crecimiento de 4.7% impulsado por el dinamismo de los sectores vinculados a la demanda interna (5.1%), en particular manufactura no primaria, construcción y servicios, que en conjunto aportarían 3.3 puntos porcentuales al incremento del VAB. Por su parte, los sectores primarios mostrarían un mayor ritmo de expansión que el año anterior gracias a la recuperación del sector agropecuario y al dinamismo en la producción de hidrocarburos. Por su parte el Producto Bruto Interno (PBI) se expandiría también en 4.7%, dado que estimamos que la recaudación crecería a un ritmo similar al del VAB.

4.1. Sector Agropecuario

La **producción agropecuaria crecería 3.9% en el 2005** impulsada por la recuperación del subsector agrícola (4.5%) y por el dinamismo del subsector pecuario (3.0%).

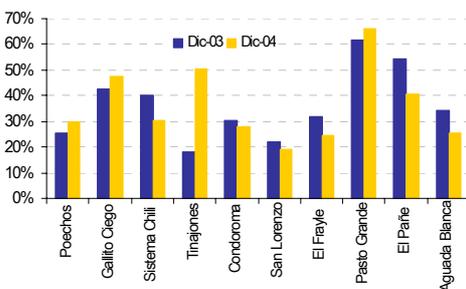
El crecimiento de la **producción agrícola** estaría sustentada en un incremento de las áreas sembradas y del rendimiento de los cultivos ante las perspectivas de una mejora en las

Área Sembrada: Intención vs Ejecutada
(variación porcentual)



Fuente: Minag. Elaboración: Estudios Económicos-BWS

Volumen de Agua Almacenada en Reservorios
(porcentaje de almacenamiento)



Fuente: Minag. Elaboración: Estudios Económicos-BWS

Superficie Sembrada
(en hectáreas)

Principales Cultivos	Ago-Dic 2,004	Ago-Dic 2,005	Variación
Papa	206,561	214,608	3.9%
Maíz Amiláceo	202,649	211,325	4.3%
Maíz Amarillo Duro	141,728	148,254	4.6%
Arroz	136,051	130,684	-3.9%
Yuca	49,474	56,443	14.1%
Algodón	46,849	52,731	12.6%
Trigo	48,640	52,380	7.7%
Total	1,146,101	1,198,400	4.6%

Fuente: MINAG, Elaboración: Estudios Económicos-BWS

condiciones climáticas. Así, según las estimaciones de siembra para la campaña agrícola 2004/2005, éstas alcanzarían cerca de 2 millones de hectáreas, monto mayor en 9.2% a las de la campaña anterior. No obstante, si bien se prevé que las precipitaciones serán mayores a las del 2004, todavía no alcanzarían sus niveles normales. Esto último se ha visto reflejado en la evolución de la presente campaña, pues la ejecución de siembras en el período agosto-diciembre sólo creció 4.5% respecto a igual período del año anterior.

En lo que se refiere a los **cultivos tradicionales**, estimamos que la recuperación sería liderada por cultivos como arroz, maíz amarillo duro, algodón, y en menor medida papa y caña de azúcar. La mayor producción de arroz estaría sustentada en las mayores siembras en la selva y la parcial recuperación del área sembrada en la costa norte. Por su parte, el maíz amarillo duro y el algodón serían impulsados por la mayor demanda de la industria avícola y textil, respectivamente. De otro lado, la caña de azúcar sólo se recuperaría parcialmente debido a que aún no se ha normalizado el abastecimiento de agua en la costa norte y por los problemas financieros que vienen atravesando las ex cooperativas que aún no han incorporado un operador privado.

En lo que se refiere a los **cultivos no tradicionales**, continuaría la tendencia creciente en la producción de mangos, uvas, paltas, páprika y en menor medida espárragos. En el caso del mango, el incremento estaría explicado por el ingreso de nuevos cultivos a su etapa de producción, mientras que en el caso de la uva, su producción se vería impulsada por el reciente acceso de este producto al mercado chino. Cabe anotar que si bien los cultivos de agroexportación abarcan sólo alrededor de 60,000 hectáreas de las cerca de 2 millones que se siembran anualmente en el país, su productividad es diez veces mayor a la de un cultivo tradicional, por lo que se espera que en el mediano plazo se dupliquen las áreas sembradas de este tipo de cultivos.

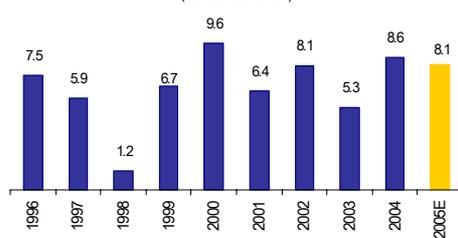
El dinamismo de la **producción pecuaria** estaría sustentada en el mayor ritmo de expansión de la oferta avícola (3.8%) explicada por la proyectada mejora en el poder adquisitivo de la población y a pesar de la prevista mayor competencia de productos sustitutos como el pescado. Por su parte, la producción de leche exhibiría un crecimiento marginal a pesar de la mayor demanda de la industria láctea puesto que no se dispondría de infraestructura de frío para acopiar una mayor proporción de la producción nacional.

4.2. Sector Pesca

La actividad pesquera registraría una **contracción de 1.0% durante el 2005** luego del extraordinario crecimiento de 28.3% registrado en el 2004. Así, estimamos una caída en la captura de anchoveta y un moderado repunte en la pesca para Consumo Humano Directo.

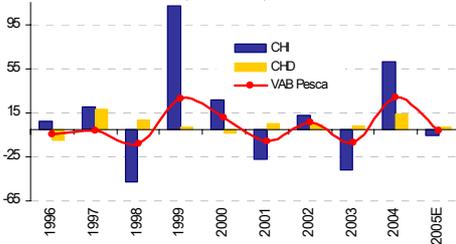
Los desembarques de **anchoveta** alcanzarían 8.1 millones de TM, menores en 5.7% a los del 2004, debido a que el importante esfuerzo pesquero desplegado el año anterior incidiría en una ligera contracción de la biomasa de esta especie durante el 2005. No obstante, el nivel de captura estaría por encima del promedio de los últimos diez años (7.5 millones) como resultado de la presencia de condiciones oceanográficas favorables. A la fecha existen altas probabilidades de que no ocurra el Fenómeno del Niño durante el presente año, sin embargo

Desembarques de Anchoveta
(en millones de TM)



Fuente: PRODUCE y Estudios Económicos-BWS

VAB del sector Pesca
(Var. % reales)



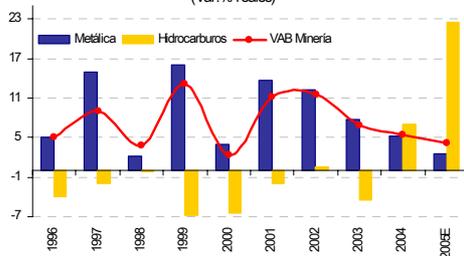
Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

hay que estar atento a la evolución de indicadores como la temperatura superficial del mar, para evaluar el grado de ocurrencia de tal fenómeno.

Las capturas de especies para **Consumo Humano Directo** superarían ligeramente las 800,000 TM, mayores en 2.2% respecto al 2004. Este comportamiento estaría sustentado en el dinamismo que viene alcanzando el rubro de **congelados** debido tanto a la mayor extracción de pota como por la recuperación en la exportación de langostinos y conchas de abanico, una vez superados los efectos de la mancha blanca. Asimismo, se estima que continúe la progresiva recuperación en la captura de merluza, habiéndose autorizado una extracción de 40,000 TM frente a las 25,700TM registradas en el 2004.

El desembarque de especies para la industria de **enlatados** registraría una recuperación luego de la caída en cerca de 50% registrado en el 2004. Cabe anotar que para el 2005 esperamos un mayor abastecimiento de jurel y caballa, principales insumos de esta industria, puesto que asumimos un menor número de días de pesca para anchoveta y, por ende, una mayor disponibilidad de la flota nacional para faenas de pesca orientada a CHD. Asimismo, es probable el ingreso de flota extranjera en este rubro, luego que Produce autorizara el ingreso de embarcaciones multipropósito destinadas a este fin. Sin embargo, no se alcanzarían los niveles registrados en el 2003, puesto que las empresas locales han optado, en parte, por comercializar dichas especies en estado **fresco**, por lo que se mantendría el dinamismo en este último rubro.

VAB del sector Minería
(Var. % reales)



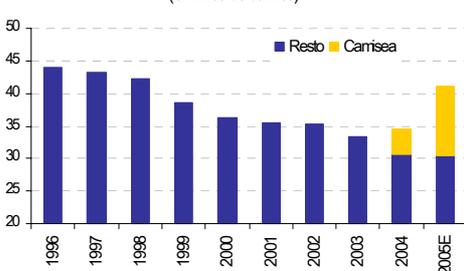
Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

4.3. Sector Minería e Hidrocarburos

El sector Minería e Hidrocarburos crecería 4.1% durante el 2005 impulsado por la expansión de 22.4% en la extracción de hidrocarburos y, en menor medida, por el aumento de 2.5% en la producción minera metálica.

El importante crecimiento del **subsector hidrocarburos** estaría explicado por el primer año completo de operaciones de Camisea, lo que permitiría un incremento de la extracción de hidrocarburos líquidos y gas. En ese sentido, prevemos que la producción de Camisea alcance un promedio diario ligeramente por encima de los 30,000 barriles y de los 60 millones de pies cúbicos, respectivamente.

Producción de Hidrocarburos Líquidos
(en miles de barriles)

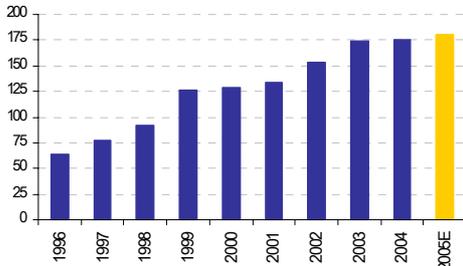


Fuente: Perupetro y Estudios Económicos-BWS

El subsector **minería metálica** registraría su menor expansión de los últimos seis años puesto que estimamos un crecimiento modesto en la producción del oro, cobre y zinc -que en conjunto aportan el 82% de la producción minera- luego de las altas de crecimiento registradas en los años anteriores. A continuación exponemos nuestros principales supuestos para la evolución de la producción de los principales metales durante el 2005:

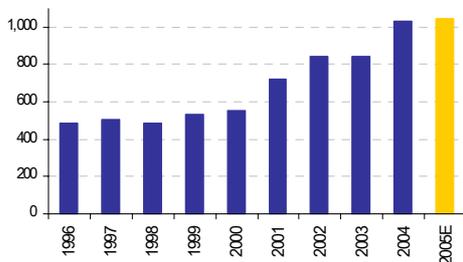
- La **producción de oro** crecería 2.7% durante el 2005, alcanzando un nivel superior a las 177 TMF (5.7 millones de onzas), gracias a la puesta en marcha del proyecto Alto Chicama propiedad de Barrick, durante el segundo semestre. Así, estimamos que durante el cuarto trimestre la operación alcance su nivel de explotación comercial ascendente a alrededor de 540,000 onzas anuales. Lo anterior permitiría compensar la tendencia descendente en la producción de Pierina, también propiedad de Barrick, debido a la caída en la ley del

Producción de Oro
(en miles de Kg)



Fuente: MEM y Estudios Económicos-BWS

Producción de Cobre
(en miles de TM)



Fuente: MEM y Estudios Económicos-BWS

mineral. Por su parte, la producción de Minera Yanacocha, el principal productor, se mantendría en niveles cercanos a los 3 millones de onzas.

□ La **producción de cobre** mostraría un aumento de 0.7% manteniéndose ligeramente por encima del millón de TMF (2,300 millones de libras). Cabe anotar que la producción de Southern Perú, el principal productor, se reduciría en cerca de 70 millones de libras debido a una caída en la ley del mineral. Por su parte, la producción de Antamina registraría un moderado incremento luego que en el 2004 alcanzara un récord de producción sustentada en las altas leyes del mineral explotado. Por último, estimamos un comportamiento estable en la producción de BHP Billiton Tintaya y Cerro Verde. Respecto a esta última, su principal accionista, Phelps Dodge, ha anunciado un plan de inversiones por US\$850 millones para incrementar su producción de 90,000 a 290,000 TMF a partir del 2007.

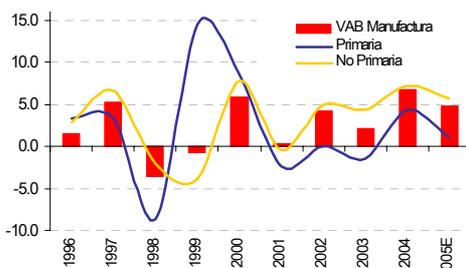
□ La **producción de zinc** registraría un crecimiento de 2.4%, puesto que los atractivos precios del metal previstos para el 2005 incentivaría un incremento en la producción. De esta manera estimamos un aumento de alrededor de 5% en la producción de Volcan pues los altos precios del metal le han permitido a la empresa realizar las inversiones necesarias para incrementar su productividad. De otro lado, esperamos una parcial recuperación en la producción de Antamina, puesto que asumimos que la empresa podría darle prioridad a la explotación de zinc ante los mejores precios esperados. Asimismo, consideramos que Milpo, el cuarto mayor productor, incremente sus niveles de extracción en alrededor de 5%.

4.4. Sector Manufactura

El sector Manufacturero se expandiría 4.8% en el 2005 sustentado en el crecimiento de la manufactura no primaria (5.7%) pues la manufactura primaria registraría un incremento marginal (1.1%).

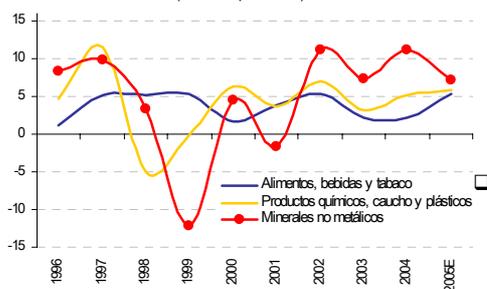
El dinamismo de la **Manufactura No Primaria** estaría sustentado en el crecimiento de la demanda interna, en particular del consumo privado, lo que incidiría positivamente en la industria productora de bienes de consumo masivo. A nivel desagregado, las ramas industriales que más aportarían a la expansión de este segmento serían Alimentos y Bebidas, Papel e Imprenta, Químicos y Minerales No Metálicos.

Producción Manufacturera
(variación porcentual)



Fuente: PRODUCE y Estudios Económicos-BWS

Ramas Industriales
(variación porcentual)



Fuente: BCR, PRODUCE y Estudios Económicos-BWS

□ La rama de **Alimentos y Bebidas** aportaría un punto porcentual (p.p.) a la expansión del sector manufacturero, liderada por el dinamismo en la industria de lácteos y de bebidas. En el primer caso, el consumo se vería beneficiado del mayor poder adquisitivo de la población, de la mayor penetración de derivados lácteos y, en menor medida, del aumento de las exportaciones. En el segundo caso, el incremento estaría explicado por una mayor producción de cerveza, pues se estima que durante el segundo semestre el ingreso de Ambev genere una mayor competencia que provoque una caída en los precios y un repunte en el consumo.

□ La rama de **Productos Químicos** contribuiría con 0.6 p.p. al crecimiento del sector, explicado por la mayor fabricación de productos de aseo personal y limpieza explicado por la aceleración del consumo y por el paulatino desplazamiento de los productos importados por producción nacional. Asimismo, continuaría el dinamismo en la producción de cosméticos, aunque en este caso explicado por el crecimiento de las exportaciones. De

Crecimiento Industrial Estimado: 2005

Más de 8%	Jabones, Detergentes, Productos de Limpieza, Tabaco, Pisos y Azulejos, Concreto Pre-Mezclado, Muebles
Entre 4% y 8%	Lácteos, Azúcar Refinada, Farináceos, Cerveza, Gaseosas, Papel, Edición e Impresión, Pinturas, Cemento, Siderúrgica, Vidrio, Productos Químicos
Entre 0% y 4%	Textil, Confecciones, Oleaginosas, Calzado, Caucho, Plástico
Menor a 0%	Harina de Pescado, Maquinaria para Uso General, Maquinaria y Aparatos Eléctricos

Fuente: Estudios Económicos-BWS

otro lado, la industria de pinturas continuaría siendo impulsada por el dinamismo del sector construcción.

- La rama de **Minerales No Metálicos** aportaría 0.6 p.p. a la expansión del sector manufacturero gracias al dinamismo en la producción de cemento, concreto pre-mezclado y pisos y azulejos, productos todos ellos vinculados al sector construcción. Cabe anotar que esta última industria, gran consumidora de energía, ha convertido sus equipos al gas natural de Camisea, lo que ha permitido reducir sus costos, y le permitirá consolidar sus exportaciones, que han registrado un ritmo creciente en los últimos años.

La **Manufactura Primaria** crecería en sólo 1.1%, mostrando una drástica desaceleración respecto a la expansión de 4.6% del 2004, pues estimamos una caída en la producción de harina de pescado asociada a la menor disponibilidad de anchoveta. No obstante, esperamos una moderada recuperación en la producción de azúcar refinada y de productos cárnicos, debido a la mayor disponibilidad de insumos y a la recuperación del consumo, respectivamente.

4.5. Sector Construcción

Durante el 2005 el **sector construcción** crecería 5.1%, tasa similar al 4.7% registrado en el 2004. Tal comportamiento estaría sustentado en el mayor consumo interno de cemento y en la recuperación de la inversión pública observada desde mediados del año anterior.

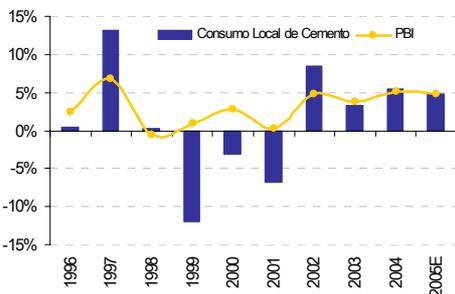
El **consumo interno de cemento** continuaría con la tendencia positiva explicada por la mayor demanda del sector privado para la edificación de viviendas, ya sea para los programas habitacionales patrocinados por el gobierno (Mivivienda, Techo Propio), como por el segmento de la autoconstrucción. En ese sentido, esperamos un consumo promedio mensual de 350,000 TM de cemento, sin considerar los meses de agosto y diciembre, en donde el consumo se incrementa por razones estacionales (pago de gratificaciones).

Cabe anotar que a fines del 2004 el **stock** de créditos aprobados bajo el programa **Mivivienda** bordeó los US\$415 millones, con lo que quedarían cerca de US\$165 millones para financiar la demanda de créditos del 2005. Sin embargo, se espera que en los próximos meses se realicen operaciones de titulización de la cartera para obtener recursos frescos que permitan continuar con el programa. De otro lado, el Banco de Materiales apoyará con créditos por S/.203 millones al segmento de autoconstrucción.

Asimismo, esperamos una mayor demanda para obras de infraestructura minera, principalmente en el sur del país. Así, se espera el inicio de la construcción de la planta de sulfuros de la Minera Cerro Verde y la modernización de la Fundición de Ilo, propiedad de Southern Perú. Adicionalmente, estimamos que se mantenga el dinamismo en la edificación de centros comerciales, tanto en Lima como en provincias.

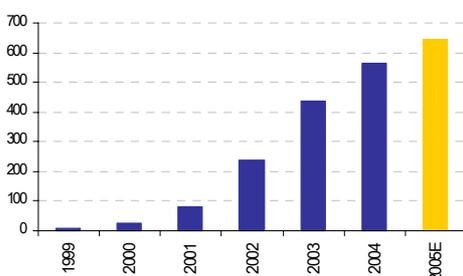
La **inversión pública en infraestructura** -medida a través del índice de avance físico- mostraría una importante recuperación luego de la caída de 10% registrada en el 2004. En ese sentido, el gobierno planea invertir durante el 2005 S/.1,295 millones en infraestructura vial que se destinará principalmente a la construcción de 846 Km de carreteras.

PBI y Consumo Local de Cemento (Var%)



Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

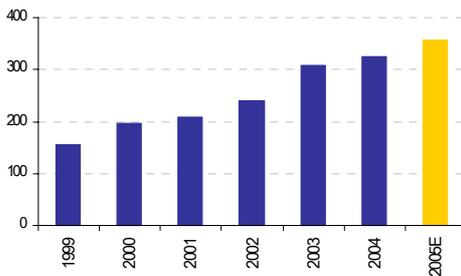
Créditos Mivivienda (en millones de nuevos soles)



Fuente: MIVIVIENDA y Estudios Económicos-BWS

4.6. Sector Comercio

Importación de Electrodomésticos
(en millones de US\$)

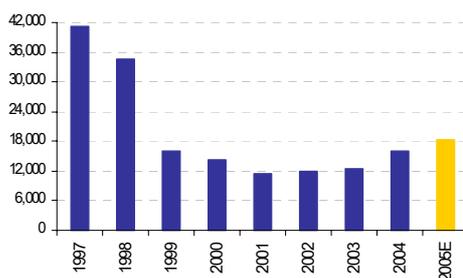


Fuente: Sunat y Estudios Económicos-BWS

El **sector comercio** registraría una expansión de 4.5% debido al mayor abastecimiento de productos agrícolas y pesqueros, lo que sería complementado por la presencia alcanzada desde el 2004 por los productos manufacturados en los canales de comercialización.

□ En lo que se refiere a las ventas de **electrodomésticos**, esperamos un crecimiento mayor al cerca de 7% registrado en el 2004, cuando las ventas bordearon los US\$400 millones, como consecuencia de una aceleración en el consumo privado, el mayor financiamiento a este segmento -se estima que el 60% de electrodomésticos se vende al crédito- y el incremento de los puntos de venta en Lima y provincias. El mayor volumen se centraría en los equipos básicos (cocinas, televisores, lavadoras) pues cerca del 70% de las ventas corresponde a personas que adquieren por primera vez un electrodoméstico, básicamente en los sectores C y D. No obstante, se espera también un crecimiento en determinados "nichos" como televisores con pantalla plana y DVDs.

Venta de Vehículos Nuevos
(en unidades)



Fuente: Araper, Estudios Económicos-BWS

□ Por su parte, las **ventas de vehículos nuevos** registrarían un crecimiento superior al 15% luego que durante el 2004 se vendieran 15,919 unidades, lo que representó un incremento de 28% respecto al 2003. Este comportamiento descansaría, también, en el mayor consumo privado y las mayores facilidades crediticias por parte de las entidades financieras. Sin embargo, no se espera una reducción importante en los precios -en los últimos cinco años los precios disminuyeron en alrededor de 15%- debido al incremento del precio del cobre, uno de los principales insumos, lo que ha determinado menores descuentos de los fabricantes a las empresas comercializadoras. Cabe anotar que si bien este año las ventas de autos nuevos superarían las 18,000 unidades, éstas aún se encuentran distantes de los 41,000 comercializados en 1997 o a las ventas que se registran anualmente en Ecuador (60,000 unidades) o Chile (160,000 unidades).

5. Sector Externo

Hemos revisado al alza nuestra previsión del saldo de la Balanza Comercial a US\$3,016 millones para este año, superior en US\$287 millones a la registrada el año 2004. Tal resultado sería consecuencia de un intercambio comercial más intenso, y de un resultado aún favorable de los términos de intercambio.

TERMINOS DE INTERCAMBIO
(Variaciones porcentuales) 1/

	2003	2004	2005 E
Términos de Intercambio	1.4	8.0	0.2
Precios de Exportación	7.1	17.1	3.4
Cobre	15.8	62.5	0.9
Oro	15.1	12.7	3.0
Zinc	18.0	24.6	16.2
Harina de Pescado	-0.1	0.6	0.9
Precios de Importación	5.6	8.4	3.2
Trigo	-2.6	2.0	-11.5
Soya	23.0	17.5	-26.4
Maíz	5.0	7.0	-16.3
Petróleo	14.0	11.9	8.0

1/ Las variaciones porcentuales de los commodities figuran en términos promedio.

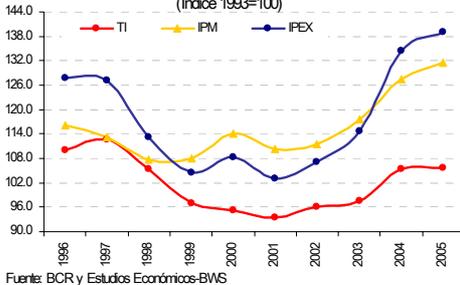
Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

5.1. Términos de intercambio

□ Los **términos de intercambio** registrarían un aumento marginal de 0.2% durante el 2005, aunque en términos de índice se ubicarían en el nivel más alto de los últimos siete años. Los factores que explican la evolución futura de los términos de intercambio serían :

⇒ **Precios de Exportación:** Revisamos nuestra proyección al alza (de 0.2% a 3.4%), principalmente debido a la relativa fortaleza de los precios de los metales, como el oro y la plata, asociado a la debilidad del Dólar norteamericano a nivel mundial, y el zinc, debido a la creciente demanda por parte de China. Sólo en el caso del cobre, esperamos un comportamiento estable como consecuencia de la recuperación de la

Términos de Intercambio
(Índice 1993=100)



Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

oferta del metal. Asimismo, se considera un aumento significativo en el precio del café, debido a un déficit en la oferta.

⇒ **Precios de Importación:** Revisamos nuestra proyección también al alza (de -1.1% a 3.2%), principalmente por el mayor precio promedio esperado para el petróleo (elevamos nuestro pronóstico de US\$39.6 por barril a US\$43 por barril), debido a la mayor demanda esperada proveniente de China, y la menor oferta de crudo por los países de la OPEP, lo que sería contrarrestado en parte con menores precios de alimentos importados, especialmente trigo y soya, los cuales presentarían una trayectoria decreciente debido a la normalización de las condiciones climáticas en los principales países productores.

Balanza Comercial

	Millones de US\$			Variación porcentual		
	2003	2004	2005E	2003	2004	2005E
Exportaciones	8,986	12,547	13,498	16.4	39.6	7.6
Tradicionales	6,267	8,886	9,457	16.7	41.8	6.4
No tradicionales	2,602	3,541	3,917	15.3	36.1	10.6
Otros	117	120	125	19.3	2.2	4.1
Importaciones	8,254	9,818	10,482	11.3	18.9	6.8
Bienes de Consum.	1,851	1,980	1,986	5.5	7.0	0.3
Bienes de capital	1,984	2,366	2,614	7.7	19.3	10.5
Insumos	4,344	5,358	5,772	16.1	23.3	7.7
Otros	75	113	110	-6.5	51.1	-2.9
Balanza Comercial	732	2,729	3,016	139.2	273.1	10.5

Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

5.2. Balanza Comercial

La **Balanza Comercial** registraría un superávit de US\$3,016 millones durante el 2005, monto mayor en 10.5% al reportado en el 2004. Esta mejora en la balanza estaría acompañada de un mayor intercambio comercial puesto que se registraría un incremento tanto de las exportaciones (7.6%) como de las importaciones (6.8%).

Cabe destacar que en el 2005 el Perú alcanzaría su cuarto superávit comercial consecutivo y creciente, el mismo que es consecuencia de un mayor intercambio comercial a diferencia del superávit de finales de los 80 que se originó producto de una recesión.

5.3. Exportaciones

Tradicionales

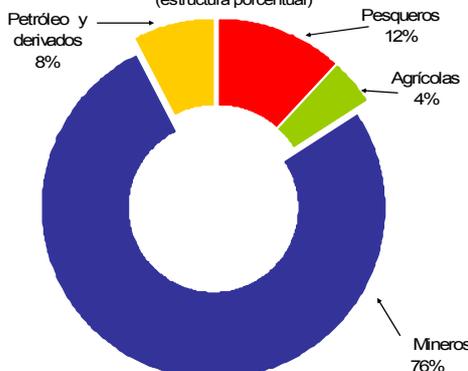
Exportaciones Tradicionales
(En millones de US\$)

	2003	2004	2005 E
Mineros	4,597	6,881	7,231
Petróleo y derivados	626	577	717
Agrícolas	223	325	414
Pesqueros	821	1,103	1,095
Tradicionales	6,267	8,886	9,457

Fuente: BCR y Estudios Económicos BWS

Las **exportaciones tradicionales** ascenderían a US\$9,457 millones, monto mayor en 6.4% respecto al registrado en el 2004. Este comportamiento estaría sustentado básicamente en el dinamismo de las exportaciones mineras (5.1%) y agrícolas (27.2%). Es importante resaltar que el "efecto precio" en las exportaciones tradicionales durante el 2005 sería positivo en US\$347 millones, según nuestros estimados, de los cuales US\$216 millones corresponden a productos mineros y US\$87 millones al café.

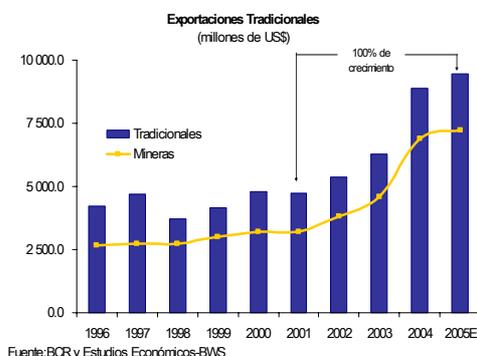
Exportaciones Tradicionales
(estructura porcentual)



Fuente: BCR. Elab. Estudios Económicos-BWS

El crecimiento de las **exportaciones mineras** (US\$7,231 millones) estaría sustentado en las mayores ventas al exterior de zinc (19.1%) y oro (5.7%). En el primer caso, el incremento estaría explicado por la mayor cotización del zinc, que estimamos alcance un promedio de US\$1,250 por TM durante el 2005 (19.3%), aumento que estaría sustentado en el mayor consumo de China y en el escaso crecimiento de la oferta mundial de refinados. En el segundo caso, estimamos una expansión tanto del precio como del volumen exportado. Así, asumimos una cotización promedio del oro de US\$422 por onza durante el 2005 (3.0%) debido a que la persistencia de la debilidad del Dólar frente a otras divisas mantendrá el atractivo del oro como reserva de valor. Por otro lado, consideramos que el proyecto Alto Chicama -que aportará 540,000 onzas anuales- ingrese a su etapa comercial durante el 4T05.

El dinamismo de las **exportaciones agrícolas** (US\$414 millones) estaría explicada exclusivamente por la recuperación del precio del café en el mercado internacional. Así, proyectamos una cotización internacional promedio de US\$1.05 por libra durante el 2005



(30.0%) puesto que la demanda mundial excederá a la producción en 9.7 millones sacos, comparados con el déficit de 1.4 millones de sacos registrados durante el 2004, debido a la caída en la producción de Brasil. Cabe anotar la mejora en la calidad del café peruano le permitirá obtener un precio superior al del mercado internacional. De otro lado, las **exportaciones petroleras** ascenderían a US\$717 millones debido a las exportaciones de derivados del petróleo (GLP y nafta, principalmente) asociadas al gas de Camisea.

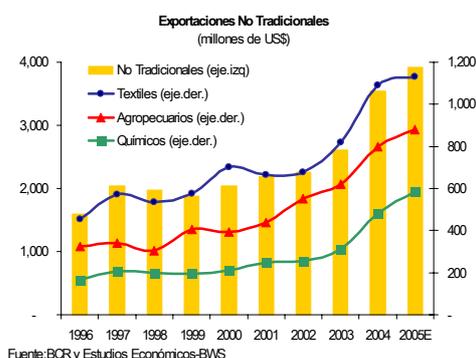
No Tradicionales

Las **exportaciones no tradicionales** ascenderían a US\$3,917 millones, monto mayor en 10.6% a las reportadas en el 2004. Este ritmo de crecimiento, si bien es importante, supone una desaceleración respecto a la expansión de 36.1% registrada el año anterior, debido a una mayor base de comparación y al menor ritmo de crecimiento esperado en Latinoamérica, principal mercado de destino de las exportaciones manufactureras.

Exportaciones No Tradicionales (En millones de US\$)

	2003	2004	2005 E
Agropecuarios	621	798	881
Textiles	819	1,092	1,131
Pesqueros	204	277	304
Maderas y Papeles	172	214	246
Metal-mecánicos	96	134	159
Químicos	311	484	582
Sidero-metalúrgico y Joyería	261	390	442
Minerales no metálicos	73	94	107
Otros	44	58	63
No Tradicionales	2,602	3,541	3,917

Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS



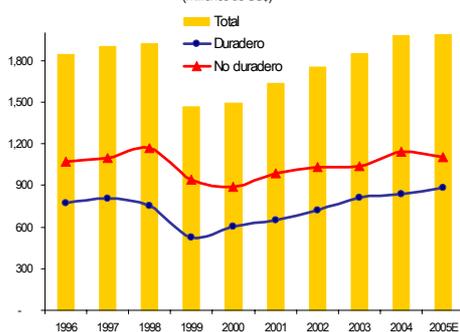
- Las **exportaciones agroindustriales** (US\$881 millones) crecerían en 10.4% debido al dinamismo de las exportaciones de frutas como mango, uvas y palta, que vienen registrando un incremento en sus áreas cosechadas como consecuencia de las inversiones realizadas en años anteriores. En el caso particular de la uva, la reciente suscripción del protocolo fitosanitario con la China, permitirá ampliar en el corto plazo las áreas sembradas en un 30%. Por su parte el espárrago, el segundo producto agrícola de exportación después del café, tendría un crecimiento menor al promedio, puesto que el Perú es actualmente el primer exportador mundial de este producto. Asimismo, estimamos que continúe el crecimiento en la exportación de páprika, pimienta piquillo y alcachofa.
- Las **exportaciones textiles y de confecciones** (US\$1,131 millones) mostrarían una drástica desaceleración, comportamiento que estaría explicado por la mayor competencia de productos chinos en nuestros principales mercados de destino, en particular en EE.UU., luego que a partir del 1 de enero se eliminaron las cuotas globales que regularon el comercio mundial de textiles durante cuatro décadas. Cabe anotar que nuestra proyección supone que las principales cadenas minoristas de EE.UU. continuaran con sus compras descentralizadas a nivel mundial -ante la posibilidad de que el gobierno estadounidense aplique medidas de salvaguardia de registrarse un crecimiento desproporcionado de textiles chinos- y que, en el corto plazo, nuestra perdida de participación no sera traumática puesto que la mayor parte de nuestra oferta exportable esta dirigida a un segmento premium en donde la variable precio no es la única a considerar.
- Las **exportaciones químicas** (US\$582 millones) registraran una expansión de 20.4% luego de haber crecido 55.7% durante el 2004, debido a la recuperación económica de América Latina, principal mercado de exportación de estos productos. En ese sentido prevemos que continúe el dinamismo en la exportación de envases pet, ya que la disminución del arancel a las materias primas (propileno y polietileno) permitió un incremento en la competitividad de la industria. Asimismo, prevemos que continúe la tendencia creciente en las exportaciones de cosméticos, productos de limpieza (detergentes), neumáticos y sustancias químicas básicas (soda cáustica).
- Las **exportaciones de minerales no metálicos** (US\$107 millones) aumentaran en 13.6%, lideradas principalmente por las empresas productoras de pisos y mayólicas, que

Importaciones (En millones de US\$)

	2003	2004	2005 E
Bienes de Consumo	1,851	1,980	1,986
No Duraderos	1,039	1,142	1,101
Duraderos	812	838	885
Insumos	4,344	5,358	5,772
Combustibles	1,377	1,749	1,837
Materias Primas Agro	278	348	372
Materias Primas Industria	2,689	3,261	3,563
Bienes de Capital	1,984	2,366	2,614
Materiales de construcción	199	191	215
Para la agricultura	17	29	32
Para la industria	1,423	1,656	1,851
Equipos de transporte	345	490	516
Otros	75	113	110
TOTAL	8,254	9,818	10,482

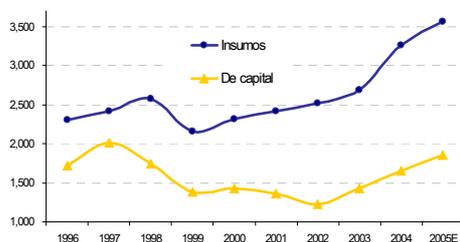
Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS

Importaciones de Bienes de Consumo
(millones de US\$)



Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

Importaciones de Bienes para la Industria
(millones de US\$)



Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

en los últimos años han invertido en modernas plantas con tecnología de punta y que durante el 2004 se han visto beneficiados con una reducción en el costo de energía, pues estas empresas han estado dentro de las primeras favorecidas con la llegada de Camisea a Lima, lo que les ha permitido incrementar su competitividad.

5.4. Importaciones

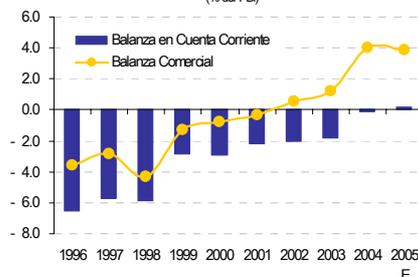
Durante el 2005 las **importaciones** ascenderían a US\$10,482 millones, monto mayor en 6.8% a las registradas en el 2004. El menor ritmo de expansión respecto al año anterior (18.9%) estaría explicado fundamentalmente por una menor importación de bienes de consumo no duradero (-3.6%) ante la caída en los precios del trigo y la soya. Si aislamos el efecto precio en ambas materias primas, las importaciones hubieran crecido en 8.0%.

- Las **importaciones de bienes de consumo** reportarían un incremento de sólo 0.3% puesto que el dinamismo en las compras de bienes de consumo duradero (5.6%), asociadas a las ya comentadas mayores importaciones de vehículos y electrodomésticos, sería contrarrestada por las menores importaciones de bienes de consumo no duradero. La contracción de estas últimas estaría explicada por una caída de 30.8% en la importación de alimentos. En ese sentido, si bien esperamos un menor volumen importado de azúcar y arroz, ante la parcial recuperación de la producción agrícola, el mayor efecto estaría dado por la significativa caída en la cotización internacional de la soya (-26.4%) y el trigo (-11.5%) ante la recuperación en la producción mundial de ambos *commodities*. Cabe anotar que si se hubieran mantenido los precios promedio del 2004, las importaciones de bienes de consumo se habrían expandido en 6.2%, en línea con la evolución del consumo privado
- Las **importaciones de insumos** mostrarían un crecimiento de 7.7%, incremento explicado principalmente por el dinamismo en las compras de insumos para la industria y para la agricultura, sustentada en el previsto crecimiento de la manufactura no primaria y la producción agropecuaria. Por su parte, las importaciones de combustibles registrarían un moderado incremento debido principalmente a que estimamos un precio promedio del barril de petróleo WTI de US\$42.9 durante el 2005 superior en 3.4% al del 2004, así como por un mayor volumen importado debido al dinamismo de la actividad económica, lo que sería parcialmente contrarrestado por la gradual sustitución del diesel, residuales y GLP por la producción local de Camisea.
- Las importaciones de **bienes de capital** aumentarían en 10.5% como resultado de las mayores importaciones de maquinaria y equipo para la industria, acorde con el dinamismo que viene mostrando la inversión privada, en especial la dirigida al sector minero, esperándose para este año además de la culminación del proyecto Alto Chicama, que se inicien las obras de la planta de sulfuros de Cerro Verde y la modernización de la Fundición de Ilo (Southern). Asimismo, continuaría la tendencia positiva de las compras de bienes de capital para la agricultura, producto del dinamismo que viene reportando la agroindustria y por la reducción de las tasas arancelarias.

5.5. Balanza en Cuenta Corriente y Balanza de Pagos

La **Balanza en Cuenta Corriente** arrojó un saldo deficitario mínimo durante el año 2004 (-0.1% del PBI), situación que pasaría a ser superavitaria el año 2005 (0.2% del PBI), pues el mayor superávit comercial previsto y los mayores ingresos por remesas desde el exterior, serían

Balanza en Cuenta Corriente y Balanza Comercial
(% del PIB)



Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

Inversión Extranjera por Sector Económico *
(en millones de dólares)

	2003	2004	2005 E
Hidrocarburos	828	359	582
Minería	450	406	616
Servicios	156	336	326
Industria	-86	184	170
Energía	-5	240	61
Otros sectores	587	719	259
Financiamiento Externo Bruto	1,930	2,243	2,014

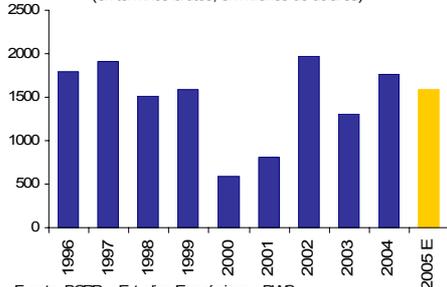
* Incluye inversión extranjera directa y préstamos externos

Fuente: BCRP, publicaciones y anuncios.

Elab. Estudios Económicos - BWS

Inversión Extranjera

(en términos brutos, en millones de dólares)



Fuente: BCRP y Estudios Económicos - BWS.

compensados sólo en parte por las mayores utilidades de empresas extranjeras en nuestro país. Este resultado, no registrado desde 1979, sería el corolario de un proceso de cambios estructurales de nuestras cuentas externas, potenciadas por el mayor acceso al mercado internacional (situación que se consolidaría con la firma de diversos acuerdos comerciales y TLCs), así como por la creciente exportación de mano de obra, factores que explicarían el ingreso neto de divisas en un mediano plazo.

Con respecto a los **flujos de financiamiento**, desde el sector público, estimamos que las fuentes de fondeo externas ascenderían en términos netos a sólo US\$129 millones, cifra que no considera el financiamiento derivado de la estrategia de reperfilamiento de deuda (para un análisis sobre este tema ver sección 6.2 del presente reporte). El menor saldo neto de ingreso de fondos hacia el sector público sería consecuencia de:

- ❑ El pre financiamiento obtenido en el año 2004, con la colocación de Bonos Globales en euros por el equivalente a US\$796 millones, con el fin de tomar ventaja de las bajas tasas de interés en ese entonces.
- ❑ La trayectoria decreciente del déficit fiscal
- ❑ La mayor obtención de fondos en el mercado interno, y,
- ❑ Los crecientes pagos de amortizaciones de la deuda externa, los que reducen el financiamiento en términos netos.

Por el lado privado, los flujos continuarían reportando una tendencia creciente, impulsado por los flujos de inversión extranjera, lo que sería compensado en parte por un moderado aumento de los depósitos e inversiones de peruanos en el exterior, atraídos por los mayores rendimientos de las plazas internacionales. Con relación a la inversión extranjera, la misma se concentraría en:

- ❑ El sector hidrocarburos (30% del total), gracias a las inversiones en Camisea (fase transporte y distribución), así como a la reactivación de las inversiones en exploración y explotación petrolera (en el año 2004 se firmaron contratos con compromisos de inversión por US\$300 millones).
- ❑ En sector minero (con el 30% del total), principalmente por el inicio de la construcción de la planta de tratamiento de sulfuros de Cerro Verde y el desarrollo de proyectos mineros como los de Minas Conga, Alto Chicama, Antapaccay
- ❑ En sector servicios (17% del total) destacan las inversiones en el aeropuerto Jorge Chavez (US\$92 millones), concesiones viales, expansión de centros comerciales (Sodimac), y hoteles (principalmente en el Cuzco).
- ❑ Aquellas asociadas al proceso de concesiones (de acuerdo al cronograma de Proinversión, se estiman cerrar compromisos de inversión durante el presente año por US\$4,627 millones, principalmente en proyectos mineros y de infraestructura).
- ❑ De esta manera, el saldo de la Balanza de Pagos arrojaría un aumento de US\$1,500 millones durante el 2005, luego de un aumento de US\$2,437 millones durante el 2004.

6. Sector Fiscal

La política fiscal durante el año 2005 continuaría enfocada a mantener un escenario de sostenibilidad, ubicando al déficit fiscal en un nivel que permita la viabilidad de las cuentas

fiscales en el largo plazo⁶, así como a impulsar el reperfilamiento de la deuda pública externa. Al margen de ello, a corto plazo los bajos niveles de popularidad presidencial y la coyuntura electoral podrían presionar para mayores gastos sociales.

6.1. Déficit Fiscal

SECTOR PÚBLICO (en % del PBI)

	2003	2004	2005 E
Gobierno Central			
Presión Fiscal ^{1/}	15.0	15.2	15.4
Presión Tributaria	13.0	13.3	13.4
Gasto No Financiero			
Corriente	14.9	14.6	14.6
Capital	13.0	12.8	12.8
	1.9	1.8	1.8
Resultado Primario	0.2	0.6	0.9
(en millones de dólares)	130	417	667
Intereses	2.0	1.9	2.0
Otras Entidades SPNF	0.0	0.2	0.1
Déficit Fiscal SPNF	-1.8	-1.1	-1.0
(en millones de dólares)	-1,072	-729	-792

^{1/} Ingresos Corrientes / PBI

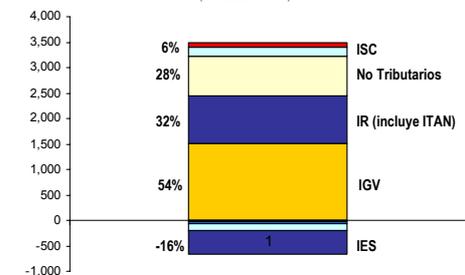
Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

Durante el año 2004, el sector público superó la meta oficial (1.4% del PBI) al obtener un déficit equivalente al 1.1% del PBI, afianzando la trayectoria decreciente del mismo por cuarto año consecutivo. Para el presente año, se estima que el déficit se ubique alrededor del 1% del PBI, en concordancia con la meta oficial estipulada en el Marco Macroeconómico Multianual, sin mayores presiones de financiamiento. Ello sería consecuencia del aumento de los ingresos públicos, por cuarto año consecutivo, y de un moderado aumento del gasto público.

Con relación a los ingresos del sector público⁷, apuntamos a que la presión fiscal alcance un nivel equivalente al 15.4% del PBI y la presión tributaria el 13.4% del PBI, ambas tasas serían las más altas de los últimos en seis años. Tal resultado obedecería al crecimiento de 6.7% en términos reales que reportarían los ingresos corrientes, principalmente debido a:

- ❑ El aumento de las ventas (mayores ingresos por IGTV) y utilidades (mayores ingresos por impuesto a la renta y regularización), gracias al dinamismo de la actividad económica (por séptimo año consecutivo) y a los elevados precios del comercio exterior (principalmente de los productos mineros)
- ❑ La ampliación de la base tributaria, mediante la incorporación de mayores productos al sistema de deducciones⁸ y percepciones⁹.
- ❑ La creación del Impuesto Temporal a los Activos Netos (ITAN)¹⁰
- ❑ Los efectos del incremento de la tasa del impuesto a la renta de personas jurídicas de 27% a 30% (efectuado en el año 2004)
- ❑ Los ingresos por regalías mineras, y,
- ❑ Las acciones de fiscalización emprendidas por Sunat.
- ❑ Estos factores serían compensados parcialmente por la eliminación de ciertos impuestos (como el IES y el Anticipo Adicional del IR¹¹) y por la reducción de otros (como la menor tasa del ITF (0.08% en lugar del 0.10%) y la disminución de aranceles y del ISC a los combustibles durante el año 2004). Cabe advertir que una parte importante de las fuentes generadoras de estos recursos tienen carácter temporal (como el ITF y el aumento del

Composición del cambio en los ingresos públicos
(en millones de S/.)



Fuente: Sunat, Estudios Económicos - BWS

⁶ Según diversos estudios del FMI y del Banco Mundial, tal nivel estaría alrededor del 1% del PBI.

⁷ Se consideran los ingresos del gobierno central.

⁸ A partir del 15/09/04 se incluyeron bajo el sistema de deducciones nuevos bienes (abonos, cueros, aceite de pescado, etc.) y servicios (arrendamiento de bienes muebles, movimiento de carga, entre otros). Asimismo, a partir del 01/01/05 se incluyeron animales vivos, carnes y despojos comestibles, aunque su aplicación ha sido suspendida temporalmente por el ente recaudador.

⁹ A partir del 1° de enero del 2005 se amplió el sistema a la venta interna de harina de trigo, gas licuado, cerveza, gaseosas, agua, bebidas no alcohólicas así como sus insumos relacionados. Los efectos sobre la recaudación se observarán a partir de febrero del 2005.

¹⁰ Impuesto creado a raíz del fallo del Tribunal Constitucional con el Anticipo Adicional del Impuesto a la Renta. A diferencia del Impuesto Extraordinario a los Activos Netos (IEAN), vigente entre 1997 y finales de 1999, este impuesto es acreditable contra el IR y abarcaría a un menor número de empresas (4,000 en vez de 17,000), gravándolas con una tasa de 0.6%. Esta medida fue sugerida por el FMI en octubre del 2000 en el documento "Perú: Racionalización del Sistema Tributario".

¹¹ El Tribunal Constitucional sentenció la inconstitucionalidad del impuesto el 12/11/04

IGV) o cíclicas (como los elevados precios internacionales), siendo el único factor sostenible las medidas de ampliación de la base tributaria implementadas por Sunat.

Con relación al gasto público¹², apuntamos a un aumento de 4.8% en términos reales, impulsado por un aumento de 4.0% en el consumo público y de 7.3% en la inversión pública, en términos reales. Esta proyección implicaría que se volvería a incumplir con la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal, por tercer año consecutivo, pues el gasto no financiero en términos reales creció 5.2% y 4.8% entre el 2003 y el 2004, por encima del 3.0% como máximo contemplado por ley.

Por su naturaleza, los gastos corrientes continuarían en niveles elevados (12.8% del PBI), impulsados por el aumento de sueldos a los sectores educación, salud e interior desde mediados del 2004, pagos por pensiones devengadas, y mayores transferencias por canon y regalías, gracias a los ingresos por este concepto. Cabe destacar que, con el propósito de equilibrar el presupuesto, el gobierno dictó ciertas medidas de austeridad y racionalidad del gasto, que apuntan a reducir el mismo en S/.400 millones este año. Iniciativas similares se anunciaron durante el año 2004, sin lograr evitar que, por ejemplo, el pliego de bienes y servicios reporte un aumento de 12.0% en el gasto.

Por su parte, los gastos de capital continuarían en su nivel histórico más bajo (1.8% del PBI), a pesar de los recursos que se destinarían al Agrobanco¹³, al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles¹⁴ y a inversiones de los gobiernos regionales. Al respecto, complementariamente al programa de concesiones en infraestructura (que cuenta con inversiones colaterales por parte del Sector Público), el gobierno promulgó en marzo del 2004 el reglamento de la Ley Marco de Promoción de la Inversión Descentralizada, que permite a los inversionistas presentar proyectos sobre activos, empresas, servicios, obras públicas de infraestructura y de servicios públicos.

Como consecuencia de los ingresos y gastos previstos para este año, el gobierno central obtendría un **resultado primario** superavitario, por tercer año consecutivo, equivalente al 0.9% del PBI, superior el 0.6% obtenido en el 2004, reflejando los esfuerzos por elevar el nivel de ahorro público.

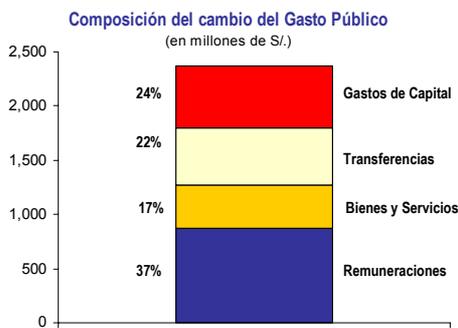
Al margen de los logros cuantitativos, que harían que por ejemplo este año se firme la última Carta de Intención con el FMI luego de 14 años (por considerar que el Perú está preparado para un nivel más elevado de supervisión y monitoreo), o de que exista la posibilidad de obtener un *upgrade*¹⁵ en la clasificación de riesgo, aún no se producen avances concretos en la mejora de la calidad del gasto público, herramienta importante que tiene un Estado para redistribuir la riqueza y, así, reducir las brechas sociales. La disociación entre la evolución favorable de los indicadores económicos, y el deterioro, en algunos casos, de las variables

¹² Se considera el gasto no financiero del gobierno central.

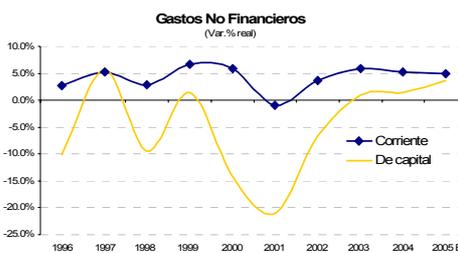
¹³ Aproximadamente S/.100 millones.

¹⁴ El Ministerio de Energía y Minas pretende convertir, mediante un proyecto de ley que presentará en el Congreso, este mecanismo en permanente con fondos adicionales por S/.60 millones aproximadamente.

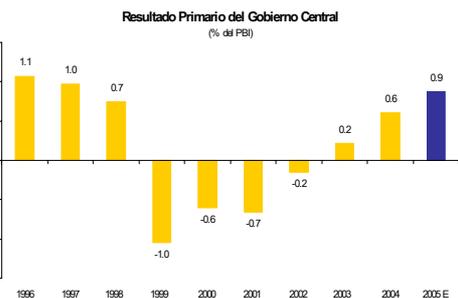
¹⁵ Las clasificadoras de riesgo Fitch y S&P elevaron el rating de la deuda soberana de Perú de "BB-" a "BB" en el 2004. Por su parte, Moody's ha anunciado que mejoraría la perspectiva económica del Perú, aunque mantendría su rating crediticio



Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS



Fuente: BCRP y Estudios Económicos-BWS



Fuente: BCRP y Estudios Económicos-BWS

sociales se reflejaría en mayores presiones sociales, difíciles de eludir para el gobierno considerando el contexto pre-electoral y el bajo nivel de aprobación presidencial¹⁶.

Por ello consideramos **la Reforma del Estado, como un proceso crucial para avanzar hacia una mejor calidad del gasto**, incluyendo las políticas sociales, las cuales son fundamentales en un país cuyo nivel de pobreza excede el 40%. La historia ha demostrado que más que un problema de cantidad de fondos es un problema de aplicación de los mismos, pues diversos estudios¹⁷ concluyen que del total de fondos asignados a programas sociales sólo una parte pequeña llega finalmente al beneficiario, desviándose una parte importante en medios burocráticos.

6.2. Financiamiento del Déficit

FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO
(en millones de dólares)

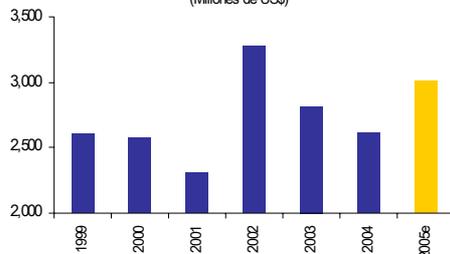
	2003	2004	2005 E
Usos			
Déficit Fiscal	1,072	729	792
Amortizaciones	1,746	1,886	2,218
Saldo a Financiar	2,817	2,615	3,010
Fuentes			
- Desembolsos Externo	784	1,215	1,198
- Bonos Globales	1,246	1,296	400
- Bonos Soberanos	494	545	600
- Otros	293	-441	812

Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

Los **requerimientos de financiamiento del Sector Público** estarían por encima de los US\$3,000 millones este año, US\$395 más que los requeridos en el año 2004. Este incremento se debe al mayor pago de amortizaciones de la deuda pública (74% del total requerido), principalmente con acreedores externos (53% del total de fondos requeridos), pues el déficit fiscal mantendría una trayectoria decreciente.

A pesar de estos mayores requerimientos en general, **no prevemos un mayor riesgo en la obtención de fondos para el sector público** durante el presente año. Ello debido a que se contarían con cerca de US\$1,200 millones en desembolsos provenientes de organismos multilaterales (alrededor de US\$1,000 millones¹⁸) y del Club de París (cerca de US\$200 millones), a lo que se agregan US\$400 millones de bonos globales colocados en enero del presente año¹⁹, y el equivalente a US\$796 millones en bonos colocados en el euro mercado (650 millones de euros) en noviembre del 2004, como operación de pre-financiamiento para el año fiscal 2005. Con ello se habrían cubierto las necesidades por el lado externo. Por el lado interno, consideramos que se colocarían el equivalente a US\$600 millones en bonos soberanos, que corresponde al límite máximo autorizado por la Ley de Endeudamiento del Sector Público para el año 2005 (que autorizó la emisión de hasta S/.2,090 millones en bonos). Dicho monto es superior en 10% a lo colocado en el 2004, destacando que en dicho año se colocó el 98% del monto autorizado.

Requerimiento Financieros del SPNF
(Millones de US\$)



Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

Si bien el déficit fiscal ha registrado una trayectoria decreciente durante los últimos cuatro años, no ha sucedido lo mismo con los requerimientos de financiamiento del sector público, los cuales, por el contrario, reportan una tendencia creciente. La causa de este fenómeno es el cada vez mayor pago de amortizaciones de deuda, consecuencia de las condiciones de financiamiento pactadas en años anteriores. Estos pagos, se convierten en una carga financiera muy onerosa para el fisco, pues implican el desvío de recursos del presupuesto público. En este sentido, el gobierno ha anunciado un programa de reperfilamiento de la deuda pública que

¹⁶ Al respecto, el gobierno viene evaluando un programa de subsidios directos, el mismo que según estimaciones oficiales tendría un costo equivalente a 0.2% del PBI (aproximadamente S/.475 millones).

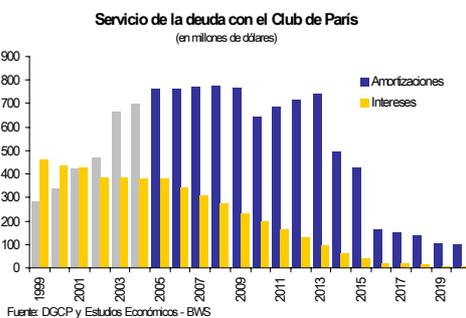
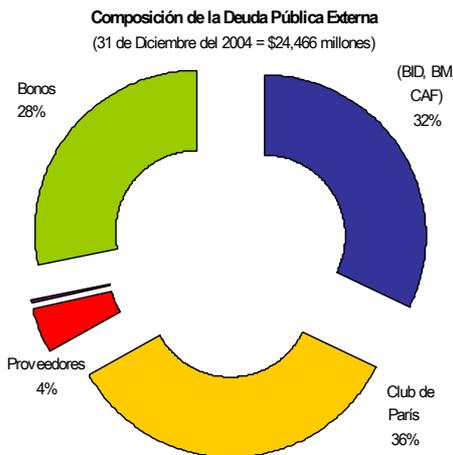
¹⁷ Como el de Fritz Du Bois "Programas Sociales, Salud, y Educación en el Perú: Un balance de las políticas sociales".

¹⁸ De los cuales US\$530 millones corresponderían a desembolsos del BID (programas de apoyo a la competitividad y superación de la pobreza), US\$285 millones al Banco Mundial (programa de apoyo a la Balanza de Pagos y Presupuesto y programas menores) y US\$185 millones a la CAF (proyectos de transportes, sectoriales y de irrigación).

¹⁹ Este escenario no considera la posibilidad de emisiones adicionales de bonos en el mercado internacional como consecuencia de las operaciones de reperfilamiento de la deuda pública.

buscaría trasladar parte de los elevados pagos por amortizaciones a plazos más largos, con el objetivo de reducir el monto de los flujos de pagos anuales. El último reperfilamiento se produjo en 1997 con la adopción del Plan Brady. No obstante, entre 1999 y el año 2004 el pago de amortizaciones por deuda externa se incrementó 42%. Según el cronograma de deuda vigente al 31/12/04²⁰, el pago de amortizaciones crecería 20% más hasta el año 2013, (sin considerar los vencimientos de bonos globales), lo que atentaría contra la sostenibilidad fiscal.

A la fecha, el Perú ha presentado un **plan de reperfilamiento de deuda pública** inicialmente al Club de París, mostrando su intención de pre pagar un mínimo de US\$500 millones anuales por un plazo de 3 años (US\$1,500 millones en total). El financiamiento de este pre-pago contemplaría la emisión de bonos soberanos, de manera preferente en el mercado local (y expresados en soles, lo que haría menos vulnerable el flujo de deuda a los movimientos de las tasas de interés internacionales y de tipo de cambio), no descartándose la posibilidad de efectuar emisiones en el mercado internacional de manera complementaria (aunque en este caso el costo del financiamiento podría ser mayor al ya asumido). Las emisiones en el mercado de capitales local tratarían de aprovechar los excedentes de liquidez que reporta el sistema financiero, así como las tasas de interés relativamente bajas. Desde este punto de vista el éxito de la estrategia estará en minimizar los costos de este *trade-off* previsible entre duración y tasa. Cabe destacar que el Perú adeuda al Club de París (conformado por 19 países ricos) US\$8,255 millones aproximadamente. La intención del gobierno es buscar un ahorro de alrededor de US\$650 millones de su deuda con este acreedor en los próximos 3 años.



De acuerdo al FMI el nivel de deuda pública sostenible para una economía emergente se ubica alrededor del 25% del PBI²¹. La mayoría de economías fallaron en asegurar la sostenibilidad fiscal al superar un nivel de endeudamiento mayor al 50% del PBI. Actualmente el stock de la deuda pública del Perú bordea el 46%. Si bien este nivel es elevado, el servicio de la deuda pública externa es relativamente manejable, pues la tasa implícita de la misma se ubica alrededor del 5%, menor a la que se obtiene por nuevos fondos. Si consideramos que durante los últimos años se viene produciendo un cambio estructural en las fuentes de fondeo del sector público, con una creciente participación del financiamiento a través del mercado de capitales (en el 2004 representó el 70% del fondeo total), y que los inversionistas estarían inducidos a exigir mayores retornos, debido al ciclo alcista en que se encuentran las tasas de interés internacionales, surge la necesidad de incluir mecanismos de cobertura contra el riesgo de tasas de interés en la estrategia global de reperfilamiento.

7. Sector Monetario

La **inflación subyacente**, medida que refleja la trayectoria de largo plazo de la inflación debido al accionar de la política monetaria, se ubicaría alrededor de 1.7% en el 2005, descendiendo respecto al 2.6% registrado en el 2004, producto entre otros factores, de la posición neutral de la política monetaria y de la mayor competencia en el mercado interno.

Cabe destacar que la política monetaria atravesó por una dura "prueba de fuego" durante el año 2004, teniendo que enfrentar a las presiones inflacionarias derivadas de la persistencia de *shocks* de oferta (mayor inflación importada –alimentos y combustibles- y severas condiciones climáticas) y del inicio del ciclo alcista de las tasas de interés internacionales. Para el presente

²⁰ De acuerdo a la Dirección General de Crédito Público del MEF.

²¹ Ver "Public debt in emerging markets: is it too high?" FMI. Setiembre del 2003.

año, las expectativas de inflación apuntan a una trayectoria decreciente (ver sección 2 del presente reporte), por lo que los retos para el 2005 tendrían diferente naturaleza. Consideramos que la política monetaria tendría que lidiar durante el año 2005 con dos nuevos dilemas:

- ❑ La presión alcista sobre las tasas de interés en soles, derivada del significativo aumento del *stock* de CDBCRP en circulación²², y
- ❑ Las posibles presiones deflacionarias, que podrían surgir, entre otros factores, por una mayor apreciación del Nuevo Sol.

Considerando los fundamentos económicos, **el *stance* de la política monetaria tendería a ser "neutral"**, pues los factores que presionaban al alza la inflación se vienen diluyendo. Ello implicaría que no se requerirían de cambios significativos en la tasa de interés referencial²³ del ente emisor. Sin embargo, las tasas de interés plazos más largos, conformada principalmente por los rendimientos obtenidos por los CDBCRP (plazos entre 7 días y 3 años), podrían estar presionadas al alza como consecuencia de los mayores rendimientos exigidos por los inversionistas para estos títulos. Tal comportamiento obedecería al acelerado ritmo de crecimiento que vienen registrando las colocaciones de estos títulos, habiéndose producido un importante incremento en la participación de estos instrumentos en los portafolios de inversión. Debido a que dichos portafolios se rigen por políticas de límites de inversión, el margen existente en tales portafolios para seguir tomando nuevos CDBCR se ha reducido.

Esta situación llevaría al BCRP a reducir el ritmo de emisión de títulos, con el fin de evitar una mayor presión sobre las tasas de interés, lo que conduciría a su vez, a reducir el ritmo de intervenciones en el mercado de cambios.

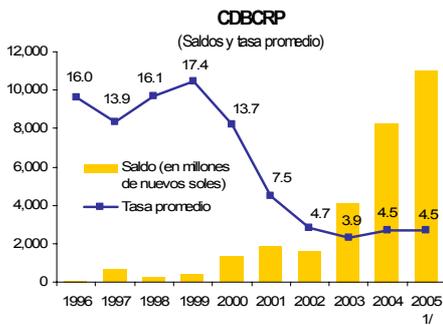
El segundo dilema, estaría vinculado a este escenario, pues la menor intervención del Banco Central, conjuntamente con las expectativas de apreciación del Nuevo Sol, se reflejarían en un menor tipo de cambio, provocando presiones deflacionarias que podrían poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación, al acercarse la misma hacia el límite inferior de la banda (1.5%).

En este contexto, vislumbramos las siguientes alternativas:

- ❑ Reducir la tasa de interés de referencia.- El propósito sería estimular la demanda, y por este medio a los precios. Los efectos de este canal presentan un cierto rezago en el tiempo e implicarían una postura contraria a la que se observaría en el mercado local e internacional (donde el ciclo de tasas es alcista)
- ❑ Elevar el grado de intervenciones en el mercado cambiario.- El propósito sería apuntalar el tipo de cambio, y con ello a la inflación (por efecto *pass through*). Creemos que este escenario sería el más probable, pues el impacto del tipo de cambio sobre la inflación tiene una mayor efectividad en el corto plazo, aunque el costo financiero para el BCRP podría ser más alto, considerando que por un lado se requeriría de un mayor volumen de compras (pues se habrían generado mayores expectativas de apreciación del Nuevo Sol), y por otro, tendría que enfrentar mayores rendimientos por los nuevos CDBCR para esterilizar

²² A fines de febrero del 2005 el *stock* en circulación de CDBCRP supera los S/.10,000 millones, monto 20% mayor al cierre del año 2004 y 2.4 veces el saldo registrado al cierre del año 2003.

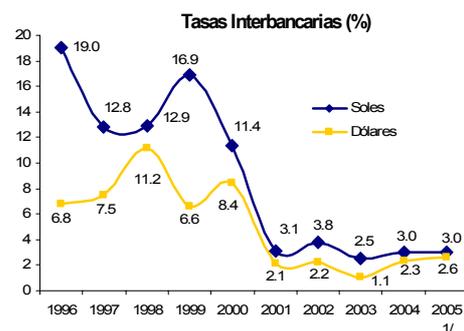
²³ Tasas de corto plazo (*overnight*)



1/: Al 11 de marzo del 2005 Fuente: BCR Elab: Est.Económicos - BWS



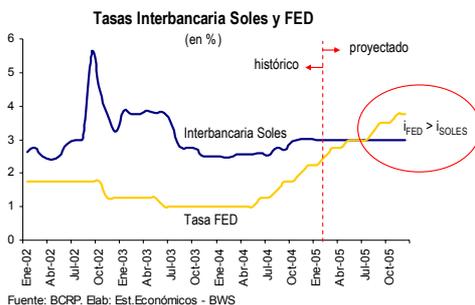
Fuente: BCR Elab: Est.Económicos - BWS



1/: Al 11 de marzo del 2005 Fuente: BCR Elab: Est.Económicos - BWS

tales compras²⁴. En teoría, existe la alternativa de reducir el grado de esterilización de las mismas, dejando una mayor liquidez en el mercado, aunque ello podría ser interpretado como una señal negativa, bajo el actual esquema de metas de inflación.

- ❑ Elevar el límite de inversiones en el exterior de las AFP.- Esta alternativa permitiría reducir la presión sobre el tipo de cambio en el corto plazo, y, por tanto daría mayor holgura a que el Banco Central reduzca su ritmo de intervenciones en el mercado cambiario y, por ende, el flujo de colocaciones de CDBCRP. Como consecuencia de ello se restaría presión a las tasas de interés y a la expectativa futura de las mismas.
- ❑ Emitir instrumentos expresados y/o indexados al Dólar.- Si bien esta alternativa tiene la ventaja de evitar una mayor presión sobre las tasas expresadas en soles, no es consistente con el objetivo expreso de desdolarizar la economía.



Finalmente, un factor que también debe ser tomado en cuenta es que la tendencia apreciatoria del Nuevo Sol podría ser parcialmente contrarrestada en el segundo semestre del año como consecuencia de la elevación de la tasa de interés de la Fed por encima de la tasa de interés referencial del BCRP y en menor medida por el inicio del calendario electoral hacia fines de año

BALANCE DE RIESGOS

En general se mantienen la mayoría de factores de riesgo que podrían afectar el entorno que sirve de base para el presente conjunto de proyecciones:

A nivel internacional:

- ❑ Que la economía mundial se desacelere más allá de lo previsto, ante el alza del precio promedio del petróleo WTI, por un período prolongado, más allá de los US\$50 por barril.
- ❑ Que se desate una crisis de confianza en China que altere la evolución de flujos de capitales hacia el país asiático, lo que conllevaría, entre otras cosas, a una caída generalizada del precio de los *Commodities*.
- ❑ Que se produzca una aceleración en la tasa de inflación de EE.UU que provoque un incremento “agresivo” de tasas de interés por parte de la Fed, lo que perjudicaría la cotización de la deuda de los mercados emergentes, especialmente de América Latina.

A nivel local:

- ❑ Que ante la cercanía de las elecciones surjan propuestas populistas que afecten la viabilidad del presupuesto.
- ❑ Que el alza del precio del petróleo haga insostenible el Fondo de Estabilización del precio del petróleo, con el consiguiente costo fiscal.
- ❑ Otro efecto señal negativo en el largo plazo sería el hecho que no se alcance a firmar el Tratado de Libre Comercio con los EE.UU.

²⁴ En su último Reporte de Inflación, el BCRP dejó entrever que mantendría la política de intervenciones esterilizadas al margen del déficit cuasi-fiscal que pudiera generar la misma.

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

Mercado de Capitales

Francisco Sardón de Taboada *Gerente General Adjunto* 211-6810

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>Mineria/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

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
Victor Díaz Chávez	<i>Inversiones</i>	440-6460
Jorge Villalta Valdez	<i>Trader - Mesa de Cambios</i>	
Liliana Ordoñez Vega	<i>Mesa de Distribución</i>	440-6003
Javier Verme Villarán	<i>Mesa de Distribución</i>	

BWS Sociedad Agente de Bolsa

Charles Fyfe Alvarado	<i>Director Ejecutivo</i>	211-6695
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

BWS Fondos

Enrique Spihlmann Denegri	<i>Gerente General</i>	211-6714
Carlos Farro Ruiz	<i>Gerente de Inversiones</i>	211-6726
Claudia Valencia Serpa	<i>Responsable Comercial</i>	211-6050