

## PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA PERUANA: ENTRE EL CÍRCULO VIRTUOSO INTERNO Y EL RIESGO EXTERNO

### Proyecciones Macroeconómicas 2008 - 2009

PRINCIPALES INDICADORES	2006	2007 <sup>1/</sup>	2008 <sup>1/</sup>	2009 <sup>1/</sup>
<b>Sector Real (Var%)</b>				
Producto Bruto Interno	7.6	8.3	7.7	7.0
Demanda Interna	10.1	11.1	9.6	8.8
Consumo privado	6.2	7.6	6.4	6.2
Inversión bruta fija privada	20.1	25.0	21.0	15.0
PBI (millones de US\$)	93,108	109,577	127,696	142,712
PBI per cápita (US\$)	3,367 <sup>1/</sup>	3,900	4,473	4,921
PBI (millones de S/.)	305,022	342,975	376,704	411,010
PBI per cápita (S/.)	11,030	12,207	13,196	14,171
<b>Precios y tipo de cambio</b>				
Inflación anual	1.1	3.9	4.0	4.0
TC promedio (S/.xUS\$)	3.28	3.13	2.95	2.88
TC fin (S/.xUS\$)	3.21	2.98	2.90	2.85
Terminos de Intercambio	27.5	3.3	-2.0	-1.7
<b>Sector Fiscal (% del PBI)</b>				
Superávit Fiscal	2.1	2.5	1.6	1.2
<b>Sector Externo (millones de US\$)</b>				
Balanza Comercial	8,934	8,096	5,900	2,333
Exportaciones de bienes	23,800	27,731	30,155	30,020
Importaciones de bienes	-14,866	-19,635	-24,255	-27,687
Balanza en cuenta corriente	2,589	1,428	-717	-3378
Balanza en cuenta financiera	589	8,756	7,717	7,878
Saldo de RIN del BCRP	17,275	27,459	34,459	38,959

<sup>1/</sup> Proyección. <sup>2/</sup> No incluye variación de existencias. Fuente: BCR y Estudios Económicos-Scotiabank

La economía peruana está viviendo su edad de oro. El círculo virtuoso actual está resultando mucho más potente que lo anticipado, y también más sostenible. El actual ciclo expansivo es el segundo más largo en la historia (el más largo, si uno corrige por los elementos cíclicos). En parte, esto se debe a dos características claves del momento económico actual que lo diferencia de ciclos anteriores: la estabilidad macroeconómica (superávit fiscal y externo; relativa estabilidad de precios) y un crecimiento liderado por la inversión y que se está dando en forma de círculo virtuoso (inversión - empleo - demanda interna - inversión). Esto contrasta con periodos anteriores de crecimiento en que la inversión privada se mantuvo débil, se generó poco empleo y existían desbalances internos que restaron confianza y exacerbaron crisis y shocks internos o externos.

Algunos de los aspectos más sobresalientes del periodo 2008-2009 incluyen:

- El Perú crecerá a tasas de 7% o más. Con ello, serían cuatro años (2006-2009) de crecimiento a tasas mayores de 7%.
- Para el 2009 el PBI per cápita habrá crecido por octavo año consecutivo (desde el 2002), a una tasa de 5.1%.
- Para el 2009 se habrá tenido cinco años de crecimiento de la inversión privada a tasas de doble dígito (desde el 2005).

- ❑ Por séptimo año consecutivo (desde el 2003) crecerán todos los componentes de demanda (inversión privada y pública, consumo privado y público, exportaciones).
- ❑ La inversión privada, como porcentaje del PBI (21.6% en el 2008) superaría los niveles del último ciclo expansivo de la inversión de mediados de los 90.
- ❑ Por quinto año consecutivo (desde el 2005) crecerán todos los sectores principales de la economía.
- ❑ El balance fiscal seguirá positivo por cuarto año consecutivo, lo cual es un hito en la historia económica del Perú.
- ❑ El 2009 será el octavo año consecutivo de superávit comercial, siendo el récord anterior de siete años (1959 – 1965).
- ❑ En el 2008-2009 el superávit en la cuenta financiera (ingreso de capitales e inversión del exterior) superará a la balanza comercial como mayor generador de reservas internacionales netas (RIN).
- ❑ El sol se apreciaría por séptimo y octavo años consecutivos.
- ❑ En cambio, la inflación se mantendrá en 4.0%, la mayor tasa desde 1998. Es esta una de las mayores áreas de preocupación en la economía.

### Riesgos

Los riesgos que enfrentará el Perú en los próximos dos años vienen del exterior, e incluyen: una desaceleración de EEUU, menores precios de metales y volatilidad de los precios y de los mercados internacionales e internos. La solidez macroeconómica pone al Perú en la mejor situación en su historia para enfrentar un panorama internacional complicado en los próximos dos años. Además, crecer en base a la demanda interna, y no en base a exportaciones nos hace menos vulnerables a shocks externos. La desaceleración (y posible recesión) de EEUU puede afectar ligeramente los equilibrios macroeconómicos y restar algo de potencia, pero no frenar significativamente, a los motores de la economía, la inversión y el consumo privados y la mejora en el gasto público.

El Perú sigue vulnerable a una caída en los precios de los metales. Sin embargo, a diferencia del pasado, la demanda de los países emergentes, liderados por China ha reducido o amortiguado la sensibilidad de los precios de los metales industriales frente a una crisis en EEUU.

Para el Perú, la preocupación económica principal en el 2008 no giraría alrededor del crecimiento, sino de la volatilidad de los precios y los mercados y, en particular, el riesgo de un incremento en el costo del capital. La aceleración en la inflación mundial, que ya se sintió en el 2007, será exacerbada ante la política monetaria expansiva que existe en el mundo como respuesta a la turbulencia de los mercados financieros. Actualmente, EEUU es un país mucho más importante para el mundo financiero y monetario que para el mundo real e industrial. Y los canales de transmisión de los problemas en EEUU son los precios.

Una mayor inflación mundial podría terminar siendo más dañina para el Perú que una desaceleración mundial. En el corto plazo, podría restarle algunos puntos de crecimiento al consumo privado, tal como está empezando a suceder en países como Chile o Colombia. Tal vez más importante, una inflación mundial eventualmente gestaría, como respuesta, aumentos significativos en las tasas de interés, lo cual aumentaría el costo del capital. Puesto que el círculo virtuoso actual en el Perú tiene como motor principal la inversión y el consumo privados, un aumento en el costo del capital podría poner en peligro el círculo virtuoso. El riesgo de que esto ocurra es mayor en 2009 ó 2010 que en el 2008.

## Sector Real

### PBI Y DEMANDA GLOBAL 2006-2009

(Variación porcentual real)

	2006	2007E	2008E	2009E
<b>PRODUCTO BRUTO INTERNO</b>	7.6	8.3	7.7	7.0
<b><u>DEMANDA GLOBAL</u></b>	<b>8.3</b>	<b>10.1</b>	<b>9.1</b>	<b>7.9</b>
<u>Demanda Interna</u>	10.1	11.1	9.6	8.8
Consumo privado	6.2	7.6	6.4	6.2
Consumo público	8.7	5.0	6.3	6.3
Inversión Privada	20.1	25.0	21.0	15.0
Inversión Pública	12.7	27.0	30.0	21.0
Exportaciones	0.5	4.8	6.6	3.5

Fuente: BCR y Estudios Económicos - Scotiabank

- ❑ El 2008 y 2009 serán parecidos al 2007, si bien a una velocidad apenas menor. Parte de la desaceleración es un espejismo, puesto que refleja una base alta. En la práctica, la economía se sentirá igual de fuerte en el 2008 que en el 2007.
- ❑ El sesgo del error en el crecimiento es al alza. Es decir, es más probable que el crecimiento termine siendo mayor a nuestro estimado que menor.
- ❑ La **demanda interna** seguirá fuerte (9.2% en promedio), si bien podría ya no crecer a ritmos de doble dígito como en el periodo 2006-2007.
- ❑ El motor principal de la economía, la **inversión privada**, crecerá con fuerza también en el 2008-2009. Las empresas enfrentan una demanda creciente y tienen recursos financieros a un costo de capital relativamente bajo. El Perú tal vez nunca haya presentado una situación tan propicia para la inversión como la actual.
- ❑ Impulsado por este crecimiento de la inversión privada, el **empleo urbano en empresas de diez a más trabajadores** crecerá 6.5% en promedio entre los años 2008-2009.
- ❑ Tal vez la diferencia más notoria entre el periodo 2008-2009 y los años anteriores sea la aceleración importante (+30%) en la **inversión pública**. En realidad, dado el ahorro público existente, el crecimiento podría ser mucho mayor. Sin embargo, nuestro supuesto es que los problemas de ejecución de gasto de los últimos años se vienen resolviendo, pero sólo parcial y paulatinamente.
- ❑ En el 2008, por primera vez en el ciclo actual, la inversión bruta fija pública y privada, contribuiría más (5.2 puntos porcentuales) que el consumo privado (4.3 pp) al crecimiento de la demanda interna. Esto aún cuando el **consumo privado** continuará expandiéndose a un ritmo importante.
- ❑ Todos los sectores económicos crecerán en el 2008-2009, al igual que ha ocurrido desde el 2005.
- ❑ Durante el 2008 la expansión sería liderada por los **sectores no primarios** (8.6%).
- ❑ Como en años anteriores, seguirá liderando el crecimiento aquellos sectores más vinculados a la demanda interna. Estos incluyen, **construcción, manufactura no primaria y comercio**, todos sectores generadores de empleo.

**PRODUCTO BRUTO INTERNO**

(Variación porcentual real)

Sector Económico	2006	2007E	2008E	2009E
<b>PBI</b>	<b>7.6</b>	<b>8.3</b>	<b>7.7</b>	<b>7.0</b>
Agropecuario	7.4	2.4	3.6	4.1
Pesca	2.4	3.6	1.6	2.4
Minería e Hidrocarburos	1.4	1.1	7.6	4.2
Minería metálica	1.0	0.6	7.1	4.1
Petróleo y gas	5.7	6.5	12.8	5.8
Manufactura	7.4	10.0	8.0	7.6
Primaria	4.1	-0.5	4.2	3.9
No primaria	8.3	12.8	8.9	8.4
Electricidad y Agua	6.9	8.3	8.4	7.9
Construcción	14.8	15.0	13.5	11.0
Comercio	11.1	10.9	9.5	8.3
Otros servicios	7.0	8.7	7.4	7.0
<u>VAB</u>	<u>7.7</u>	<u>8.5</u>	<u>7.9</u>	<u>7.2</u>
Impuestos	6.3	6.1	5.5	5.0
<u>VAB No Primario</u>	<u>8.5</u>	<u>10.6</u>	<u>8.6</u>	<u>7.9</u>
<u>VAB Primario</u>	<u>4.5</u>	<u>1.5</u>	<u>5.0</u>	<u>4.0</u>

Fuente: INEI, BCR y Estudios Económicos - Scotiabank

- ❑ Los sectores de mayor crecimiento continuarán siendo **construcción y manufactura no primaria**, en línea con el fuerte incremento en la demanda interna.
- ❑ Los **sectores agropecuario y pesca** son los de menor crecimiento y mayor riesgo. Nuestras proyecciones suponen condiciones climáticas normales. Sin embargo, existe cierto riesgo de un episodio de El Niño a fines del 2008-inicios 2009, que, de ocurrir, afectaría en alguna medida al agro y pesca.
- ❑ Luego de un crecimiento muy bajo en el periodo 2006-2007, la **producción minera** volverá a crecer en forma moderada en el 2008-2009. Minera Yanacocha, que redujo su producción en forma drástica en los últimos años, verá un incremento a partir del 2008 y entrará en operaciones el proyecto de Cerro Corona (Gold Fields, Sudáfrica) en el segundo trimestre del 2008.

**Sector Externo**

- ❑ Es probable que el 2008 sea el primer año en que se reduzca claramente la **balanza comercial**. La razón es doble, por un lado los precios de los metales industriales ya no seguirán subiendo (aunque el precio de los metales preciosos sí), con lo cual las exportaciones crecerán (en valor) sólo 8.7% en el año, comparado con un promedio de 30% en los cinco años anteriores.
- ❑ Más importante aún, las importaciones continuarán creciendo a un ritmo vertiginoso, de 23.5%. Desde el 2005 al 2008 las importaciones se habrán duplicado.
- ❑ Si bien la tendencia en que las importaciones crecen más que las exportaciones continuará reduciendo la balanza comercial en los próximos años, esto será compensado por un aumento en la entrada de capitales (tanto inversión extranjera directa, como a los mercados financieros). Ya en el 2007 el **superávit en la cuenta financiera** fue de una magnitud similar al superávit en la balanza comercial. En los próximos años, lo superará.

Las cuentas externas están reflejando una serie de cambios estructurales importantes en la economía. Uno de ellos es el cambio en el estatus del Estado peruano de deudor externo neto a acreedor neto externo. En el 2007 las RIN sobrepasaron, por primera vez, a la deuda externa neta del sector público. Buena parte de estas RIN se invierten en bonos de Tesoro de los EEUU y en depósitos en el exterior que rinden intereses. Como consecuencia de pasar de deudor a acreedor neto, por primera vez en la historia del Perú la renta de factores del sector público será positiva, posiblemente desde el 2008 y casi con seguridad a partir del 2009. El Estado peruano pasará a recibir más renta por sus activos externos que lo que paga por sus pasivos externos.

**BALANZA DE PAGOS**  
(en millones de dólares)

	2006	2007 E	2008 E	2009 E
<b>Balanza Comercial</b>	8,934	8,096	5,900	2,333
Exportaciones	23,800	27,731	30,155	30,020
Importaciones	14,866	19,635	24,255	27,687
<b>Balanza en Cuenta Corriente</b>	2,589	1,428	-717	-3,378
% del PBI	2.8	1.3	-0.6	-2.4
Remesas	1,837	2,076	2,325	2,581
<b>Cuenta Financiera</b>	589	8,756	7,717	7,878
Sector Público	-739	-2,747	-1,185	-701
Sector Privado	1,328	11,503	8,902	8,579
<b>Balanza de Pagos (Flujo RIN)</b>	3,178	10,184	7,000	4,500
Saldo de RIN	17,275	27,459	34,459	38,959

Fuente: BCR. Estudios Económicos - Scotiabank

### Sector Fiscal

- ❑ El sector fiscal sigue vulnerable a los precios de los metales, dado el peso del **sector minero** en el impuesto a la renta. Por tanto, la reducción en el crecimiento de la **recaudación** refleja el supuesto de que los precios de los metales no aumentarán. Aún así, el crecimiento de la recaudación será lo suficientemente robusto como para asegurar que continuará el superávit fiscal en el 2008 y 2009, si bien a niveles menores que en el 2007 y 2006.
- ❑ Los ingresos por **impuesto a la renta de las empresas no mineras**, así como el **IGV**, crecerían en línea con el comportamiento de la demanda interna.
- ❑ En el 2007 se moderó el incremento en las remuneraciones por medidas de austeridad. Para el 2008 es probable que aumente tanto remuneraciones como el consumo público, dada la relativa holgura de la caja fiscal.
- ❑ Pero el cambio realmente importante viene por el lado de la **inversión pública**. Tanto el Gobierno Central como los gobiernos regionales y locales han empezado a incrementar sus gastos. Esto se acelerará en el 2008, en que esperamos un crecimiento de 30%. En el 2008 y 2009 es probable que la inversión pública empiece a ser uno de los motores principales del crecimiento del país.
- ❑ En general, prevemos que el gasto público se acelere para el periodo 2008-2009.
- ❑ El resultado de un menor crecimiento en la recaudación e incrementos fuertes en la inversión pública es que proyectamos que el superávit fiscal caiga a 1.6% en el 2008 y 1.2% en el 2009.

**SECTOR PUBLICO**  
(var % real)

	2006	2007	2008 E	2009 E
<b>Ingresos Fiscales</b>				
<b>Recaudación Tributaria (nominal %)</b>	27.8	14.6	10.9	9.9
Crecimiento IR	64.6	22.5	7.5	6.2
Crecimiento IR Mineras	166.0	53.3	1.5	0.6
Crecimiento IR No mineras	44.2	12.2	10.5	10.3
<i>Minería / Recaudación IR (%)</i>	31.3	39.2	37.0	35.1
Crecimiento IGTV	16.2	14.6	12.1	7.6
<b>Gasto Fiscal</b>				
<b>Gasto Público (% real) 1/</b>	9.5	10.0	12.5	10.8
Consumo Público (% real)	8.6	5.0	6.3	6.3
Inversión Pública (% real)	12.7	27.0	30.0	21.0
<b>Superávit Fiscal (% PBI)</b>				
(en millones de dólares)	2.1	2.5	1.6	1.2
	1,912	2,706	2,069	1,725

1/: No incluye intereses ni transferencias

Fuente: BCR. Estudios Económicos - Scotiabank

### Precios

- ❑ La turbulencia financiera de EEUU, y las políticas correctivas al respecto, tendrán su mayor impacto, no en el crecimiento sino en los precios y los mercados peruanos.
- ❑ El Perú enfrentará, en particular, un entorno de creciente inflación mundial. Es debido a este componente de inflación importada que proyectamos que la inflación en el Perú se mantendrá en niveles de 4% en el 2008 y 2009. El riesgo es al alza, y no sería sorpresa ver una inflación moviéndose en un rango de 4% a 5%. Si bien esto significa que la inflación estará fuera del rango meta del BCR, estará, al mismo tiempo, por debajo de la inflación mundial y regional.
- ❑ No hemos variado nuestros estimados de tipo de cambio desde nuestro informe del 5 de octubre del 2007. El sol se ha venido fortaleciendo en forma sostenible desde el 2002. Los factores detrás de este fortalecimiento (cuentas externas superavitarias, desdolarización y debilitamiento del dólar) se mantendrán en el 2008-2009.

**PRECIOS CLAVES**

	2006	2007 E	2008 E	2009 E
<b>Inflación Promedio</b>	2.0	1.8	4.2	4.0
<b>Inflación Anual</b>	1.1	3.9	4.0	4.0
<b>Tipo de Cambio Nominal</b>	<i>(Nuevos Soles x Dólar)</i>			
Promedio del Periodo	3.28	3.13	2.95	2.88
Fin del Periodo	3.21	2.98	2.90	2.85
Depreciación Promedio	-0.7	-4.5	-5.8	-2.4
Depreciación Acumulada	-6.5	-7.0	-2.7	-1.7
<b>Términos de Intercambio</b>	27.5	3.3	-2.6	-1.7

Fuente: BCR. Estudios Económicos - Scotiabank

**Nota:** Las opiniones, estimaciones, pronósticos, declaraciones y recomendaciones efectuadas en el presente reporte son producto de la investigación y estudio realizado sobre la base de información pública disponible. El presente informe no constituye asesoría en inversiones ni contiene, ni debe ser interpretado, como una oferta, una invitación o una recomendación para realizar cualquier acto jurídico respecto a cualquier valor mobiliario o producto financiero. Scotiabank Perú S.A.A. y sus subsidiarias no se responsabilizan por cualquier error, omisión o inexactitud que pudiera presentar el mismo ni por los resultados de cualquier decisión de inversión adoptada por un inversionista respecto de los valores o productos financieros que se analizan.


**Mercado de Capitales**

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

**Estudios Económicos**

**Guillermo Arbe Carbonel** *Gerente* **211-6052**  
 Pablo Nano Cortez *Macro Real / Externo / América Latina* **211-6000 ax. 6556**  
 Mario Guerrero Corzo *Macro Fiscal / Monetaria / Precios / Bancos* **211-6000 ax. 6557**  
 Rafael Romero Zelada *Minería / Hidrocarburos / Commodities* **211-6000 ax. 6558**  
 César Liendo Vidal *Manufactura No Primaria / Construcción / Internacional* **211-6000 ax. 6661**  
 Estefany Castillo Ayllón *Renta Variable / Renta Fija* **211-6000 ax. 6487**

**Tesorería**

**Luis Felipe Flores** *Gerente* **211-6250**  
 Elbia Castillo Calderón *Jefe Money Market e Inversiones* **440-9001**  
 José Mantilla *Trader -Renta Fija* **211-6000 ax. 6416**  
 Gladys Huamán Camacho *Moneda Nacional* **440-9001**  
 Mariela Van Oordt *Moneda Extranjera* **211-6000 ax. 6406**  
 María Teresa Duarte *Jefe Mesa de Distribución* **440-6003**  
 Manuel A. Salcedo Molina *Dealer Mesa de Distribución* **211-6000 ax. 6411**  
 Erika Seminario *Dealer Mesa de Distribución* **211-6000 ax. 6411**  
 Katherina Centeno *Dealer Mesa de Distribución* **211-6000 ax. 6411**  
 Zoila Pardo *Dealer Mesa de Distribución* **211-6000 ax. 6411**  
 Luis José Giove *Dealer Mesa de Distribución* **211-6000 ax. 6411**

**Trading**

**Gino Monteferrí** *Gerente* **211-6000 ax. 6400**  
 Fernando Suito Gonzalo *Jefe Mesa de Cambios* **211-6000 ax. 6402**  
 Jorge Villalta *Trader de Cambios* **211-6000 ax. 6401**  
 Alberto Huasasquiche *Trader Renta Fija* **211-6000 ax. 6403**



**Enrique Spihlmann Denegri** *Gerente General* **211-6714**  
 Jaime Blanco Sánchez *Head Trader* **442-9965**  
 Julio Mavila Raaijen *Trader* **441-2788**  
 Juan Bruno Calle Mendez *Trader* **211-5921**  
 Liliana García Gonzales *Jefe Comercial* **211-5914**  
 Rosa Torres-Belón Cannon *Broker* **211-5913**  
 Juan Bruno Calle Mendez *Broker* **211-5921**  
 Felix Niño Berru *Broker* **211-5912**



**Diana M. Arce Taramona** *Gerente General* **211-6714**  
 Aurelio Díaz Pro *Gerente de Inversiones* **211-6726**